

ANTTI VEPSÄ

Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö

ANTTI VEPSÄ

Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö

AKATEEMINEN VÄITÖSKIRJA
Esitetään Tampereen yliopiston
Johtamisen ja talouden tiedekunnan
suostumuksella julkisesti tarkastettavaksi
Tampereen yliopiston Pinni A -rakennuksen
Paavo Koli -salissa, Kanslerinrinne 1,
Tampere, 12.5.2023, klo 12

AKATEEMINEN VÄITÖSKIRJA

Tampereen yliopisto, Johtamisen ja talouden tiedekunta

*Vastuuhjaaja
ja Kustos*

Professori Veikko Vahtera
Tampereen yliopisto
Suomi

Ohjaaja

Dosentti Sakari Wuolijoki
Helsingin yliopisto
Suomi

Esitarkastajat

Apulaisprofessori
Heikki Marjosola
Helsingin yliopisto
Suomi

Tutkimusjohtaja
Matti Turtiainen
Itä-Suomen yliopisto
Suomi

Vastaväittäjä

Apulaisprofessori
Heikki Marjosola
Helsingin yliopisto
Suomi

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -ohjelmalla.

Copyright ©2023 tekijä

Kannen suunnittelu: Roihu Inc.

ISBN 978-952-03-2813-9 (painettu)

ISBN 978-952-03-2814-6 (verkkajulkaisu)

ISSN 2489-9860 (painettu)

ISSN 2490-0028 (verkkajulkaisu)

<http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-03-2814-6>



Tampereen yliopiston painetuissa väitöskirjoissa on kompensoitu painatuksesta aiheutuneet hiilidioksidipäästöt.

PunaMusta Oy – Yliopistopaino
Joensuu 2023

ESIPUHE

Tämä väitöskirja on kirjoitettu tiedettä ja käytäntöä yhdistäen päätoimisen rahastolakimiestyön ohessa. Poiketen vallitsevasta kehityssuunnasta väitöskirja on kirjoitettu suomen kielellä. Väitöstutkimuksen tiedonintressin ollessa lainsäätämiseen liittyvä on luonnollista käyttää julkaisemiskielenä kotimaista kieltä. Monia asioita olisi ollut luontevampaa ilmaista englanniksi, mutta harhakuvitelmaan englannin kielen mukanaan tuomasta tutkimuksen sisällön paremmuudesta en usko.

Väitöskirjan kirjoittaminen on pitkälti yksinäistä työtä. Nyt valmistuva väitöskirjani on tulos pitkiksi venähtäneistä työpäivistä ja viikonlopuista. Tutkimus on vaatinut joka suhteessa paljon, mutta toisaalta se on ollut erittäin antoisa projekti. Nyt on aika kiittää väitöskirjatyötäni edistäneitä henkilöitä.

Kiitän varsinaista työn ohjaajaani professori *Veikko Vahteraa*, joka on täsmällisellä otteella perehtynyt työhöni, kommentoinut sitä sen eri vaiheissa ja tarjonnut näkemyksiä myös väitöstyöhön liittyvissä käytännön kysymyksissä. Kiitän myös toista työn ohjaajaani dosentti *Sakari Wuolijokea*, jonka monipuolinen sijoitusrahastotoiminnan tuntemus on poikanut asiantuntevaa palautetta, joka sai minut monin kohdin terävöittämään argumenttaatiotani. Samoin kiitän työni esitarkastajia apulaisprofessori *Heikki Marjosolaa* ja tutkimusjohtaja *Matti Turtiaista* heidän asiantuntevista kommentistaan. Erityiskiitos kuuluu apulaisprofessori *Heikki Marjosolalle* vastaväittäjäksi lupautumisesta.

Hyödyllisistä huomautuksista kuuluu kiitos myös professori *Janne Ruohoselle*, joka luki työni ennen esitarkastusvaihetta. Erityisesti kiitän Suomen etevintä rahastolakimiestä *Heikki Rantalina*, jonka kollegana sain etuoikeutetusti toimia yli neljä vuotta OP Ryhmässä. Heikin vertaansa vailla oleva sijoitusrahastotoiminnan käytännön tuntemus on syventänyt tutkimustani ja ammatillista osaamistani merkittävästi. Olen saanut palautetta käsikirjoitukseen ja tutkimusartikkeleihin edellä mainittujen lisäksi useilta henkilöiltä, joita kiitän tässä yhteisesti.

Kiitän myös Pörssisäätiötä ja Suomen Arvopaperimarkkinoiden Edistämissäätiötä saamistani apurahoista.

Lopuksi haluan kiittää vaimoani *Henriikkaa*, joka on jaksanut minua ja väitöstutkimustani viimeiset kolme vuotta, sekä viisikuukautista esikoistytärtäni *Liisaa*, joka on kantorepussa loikoillen osallistunut tutkimuksen viimeistelyyn esittämällä äkkipikaisia ja äänekkäitä huomautuksia. Heille omistan väitöstutkimukseni.

Kirpeänä pakkasaamuna kotona Tampereen Vuoreksessa 7. maaliskuuta 2023

Antti Vepsä

TIIVISTELMÄ

Sijoitusrahastoilla voi olla erilaisia oikeudellisia rakenteita. Käytännön oikeuselämän ja liiketoiminnan näkökulmasta ei ole yhdentekevää, mikä oikeudellinen rakenne sijoitusrahastolle perustamisen yhteydessä valitaan. Jotkin rakenteet soveltuvat tiettyihin tarkoituksiin toisia paremmin. Sopimusperusteiset sijoitus- ja erikoissijoitusrahastot ovat nykyään ainoa oikeudellinen muoto, joka Suomen lainsäädännön mukaan on yksinomaan rahastotoimintaan tarkoitettu. Tässä tutkimuksessa tutkitaan vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiörakennetta, joka on sijoitusrahastojen oikeudellinen muoto, jota Suomen lainsäädäntö ei tunne. Tutkimuksen tutkimuskysymykset ovat seuraavat:

- 1) Millainen oikeudellinen instituutio vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on ja miten siitä on säännelty kansainvälisesti johtavissa sääntelyjärjestelmissä?
- 2) Onko vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä perusteltua säätää Suomessa rahastosääntelyn kilpailukyvyyn näkökulmasta ja jos on, miten sääntely tulisi toteuttaa?

Tutkimuksessa hyödynnetään *de lege ferenda* -metodia, jonka tavoitteena on avustaa lainsäätäjää arvioimalla ja tuottamalla erilaisia ratkaisumalleja, joihin oikeudellinen sääntely voisi tulevaisuudessa perustua. Apumetodina käytetään oikeusvertailua.

Vaihtuvapääomaisella sijoitusyhtiöllä tarkoitetaan yhtiömuotoista rahastoa, jossa on vaihtuva osakepääoma, jonka määrä voi muuttua osakkeiden merkitsemisen ja lunastamisen seurauksena. Yhtiömuotoisessa rahastossa olevan varallisuuden omistaa erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu osakeyhtiö eli yhtiömuotoinen rahasto, jonka osakkeet rahastosijoittajat omistavat. Osakkeenomistajan vastuu on rajoitettu siihen pääomaan, jonka osakkeenomistaja on sijoittanut sijoitusyhtiöön. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö jakaantuu alarahastoihin, joiden varat ja velvoitteet ovat toisistaan erillisiä.

Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on ollut avointen rahastojen kansainvälinen standardirakenne 1990-luvulta lähtien, minkä vuoksi siitä on säädetty useiden keskeisten rahastovaltioiden lainsäädännössä. Euroopassa rahastosääntelyä koskeva lainsäädäntökilpailu on ollut sangen aktiivista. Yksi rahastosääntelyä koskevan lainsäädäntökilpailun tärkeistä osa-alueista on rahastojen oikeudellisiin rakenteisiin kohdistuva kilpailu, jolloin kilpaillaan siitä, mikä lainkäyttöalue pystyy tarjoamaan sääntelyssään monipuolisimman valikoiman rahastojen oikeudellisia rakenteita. Lainsäädäntökil-

pailun seurauksena rahastotoimintaa on viime vuosikymmenien aikana keskittynyt sellaisiin maihin, joissa on panostettu mahdollisimman toimiviin ja monipuolisiin sääntelyratkaisuihin.

Tässä tutkimuksessa päädytään johtopäätökseen, että Suomessa tulisi mahdollistaa rahastojen perustaminen vaihtuvapääomaisessa sijoitusyhtiömuodossa, jotta Suomen rahastosääntely pysyisi kansainvälisessä sääntelykehityksessä mukana. Suomen kannalta on perusteltua harjoittaa puolustavaa sääntelykilpailua, jonka keskeisenä tavoitteena on pyrkiä estämään sijoitusrahastotoiminnan siirtymistä Suomesta pois ja tarjota suomalaiselle rahastosektorille tasavertaiset toimintaedellytykset muihin maihin verrattuna. Sijoitusyhtiörakenteeseen liittyy monipuolisia potentiaalisia hyötyjä. Nykytilanteeseen verrattuna sijoitusyhtiörakenne tarjoaa parannuksia muun muassa hallintorakenteen joustavuuteen, sijoittajansuojaan ja kansainväliseen markkinoitavuuteen. Kansantaloudellisesti kilpailukykyinen rahastosääntely johtaa työpaikkojen lisääntymiseen ja verotulojen kasvuun. Vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä säättämisellä saavutettavat hyödyt ylittävät siihen liittyvät kustannukset.

Vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä tulisi säätää erillisessä sijoitusyhtiölaissa. Sijoitusyhtiöstä tulisi säätää alan toimijoille ja sijoittajille entuudestaan tutun globaalin standardimallin mukaisesti. Tällöin sijoitusyhtiörakenteen keskeisiä ominaispiirteitä olisivat oikeushenkilöllisyys, vaihtuva osakepääoma, osakkeenomistajien rajoitettu vastuu, osakkeenomistajien äänioikeudet, sijoitusyhtiötasoinen hallitus ja alarahas-
torakenne.

ABSTRACT

Collective investment schemes may have different legal structures. From the practical legal life and business perspective, it is not insignificant how a collective investment scheme is legally structured. Some structures are more suitable for certain purposes than others. Contractual investment and special investment funds are currently the only legal form under the Finnish law that is intended exclusively for collective investment activities. This research aims to study the variable-capital investment company structure, which is a legal form for collective investment schemes currently unknown to Finnish law. The research questions are:

- 1) What kind of a legal institution is a variable-capital investment company and how is it regulated internationally in leading fund jurisdictions?
- 2) With regard to the competitiveness of the regulation of funds, is it justified to legislate on variable-capital investment companies in Finland and if so, how should the regulation be implemented?

The research builds on a *de lege ferenda* method, which aims to assist the legislator by assessing and providing various solutions on which future legislation could be based. Comparative law is used as a supplementary research method.

The notion of variable-capital investment company refers to a fund constituted in the form of a company and having a variable share capital, the amount of which may vary as a result of the subscription and redemption of shares. In a fund constituted in the form of a company, the assets are owned by a special-purpose limited liability company that is intended for collective investment activities and whose shares are held by the fund investors. The shareholder's liability is limited to the capital that it has invested in the investment company. A variable-capital investment company consists of sub-funds whose assets and liabilities are separate from each other.

The variable-capital investment company has been an international standard structure for open-ended funds since the 1990s, due to which several key fund jurisdictions have included it in their legislation. Regulatory competition concerning the regulation of funds has been very active in Europe. One of the essential aspects of regulatory competition in the regulation of funds is the competition related to the legal structures of funds, where jurisdictions compete with each other to offer

the most varied selection of legal structures for funds. As a result of this regulatory competition, during the past decades fund activities have concentrated in jurisdictions that have focused on offering regulatory solutions that are as functional and versatile as possible.

This research concludes that Finland should allow the establishment of funds in the form of a variable-capital investment company in order for the regulation of funds in Finland to keep up with the international regulatory development. Finland has reasonable grounds to practice defensive regulatory competition, where the main goal is to prevent investment fund business from being transferred away from Finland by offering the Finnish fund industry equal operating conditions in comparison to other states. Several potential benefits are related to the investment company structure. When compared to the current situation, the investment company structure offers improvements in, for example, the flexibility of the management structure, investor protection and international marketability. In terms of national economy, competitive regulation of funds leads to an increase in jobs and tax income. The benefits of legislating on variable-capital investment companies exceed the related costs.

The legislation on variable-capital investment companies should be laid down in a separate act on variable-capital investment companies and in accordance with the global standard model that the industry operators and investors are already familiar with. In that case the key characteristics of the investment company structure would be legal personality, variable share capital, shareholders' limited liability, shareholders' voting rights, board of directors at the investment company level and sub-fund structure.

SISÄLLYS

Esipuhe	III
Tiivistelmä	V
Abstract	VII
Lyhenteet	XII
Alkuperäiset julkaisut	XV
1 Johdanto	17
1.1 Tutkimuksesta	17
1.1.1 Sijoitusrahastot, Suomen nykytilanne ja tutkimusaihe	17
1.1.2 Tutkimuskysymykset	22
1.1.3 Tutkimuksen rakenne	22
1.1.4 Tutkimusmenetelmät	25
1.1.5 Tutkimuksen asemointi ja teoreettinen viitekehys	34
1.1.6 Keskeinen lähdeaineisto	39
1.1.7 Tutkimuksen rajaukset	41
1.2 Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö	44
1.2.1 Oikeudellinen rakenne	44
1.2.2 Hallinto	47
1.2.3 Pääomajärjestelmä	52
1.2.4 Alarahastorakenne	56
2 Sijoitusrahastosääntely ja -markkinat	63
2.1 Rahastotoiminta perustuu useiden sidosryhmien vuorovaikutukseen	63
2.1.1 Keskeiset toimijat	63
2.1.2 Sijoitusrahastotoiminnan hahmotustapoja	71

2.2	Sijoitusrahastosääntelyn ja -markkinan historia ja kehitys	75
2.2.1	Kansainvälinen kehitys	75
2.2.2	Pohjoismaat ja Suomi	83
2.3	Rahastosääntelyn taustasyyt ja rooli	87
2.3.1	Tehokkuuden edistäminen	87
2.3.2	Päämies-agentti-suhde ja eturistiriidat	89
2.3.3	Eriytyinen organisaattiorakenne.	92
2.3.4	Sijoitusrahastojen suhde sijoitusrahastojen substituuhteihin	96
2.3.5	Sääntelyn rooli, keinovalikoima ja edut	98
2.4	Rajat ylittävä toiminta	102
3	Sääntelykilpailu	106
3.1	Sääntelykilpailu ilmiönä	106
3.2	Hyökkäävä ja puolustava sääntelykilpailu	115
3.3	Rahoituspalveluiden sääntelykilpailu Euroopassa	118
3.4	Yhteisen sijoitustoiminnan sääntelykilpailu	123
3.5	Sääntelykilpailua hidastavia tekijöitä	136
3.5.1	Sääntelyn paikallisuus	136
3.5.2	Kotimarkkinaharha	137
3.6	Sijoitusrahastojen oikeudelliset rakenteet ja globaalimallin muutos	139
3.7	Suomen toimenpiteet yhteisen sijoitustoiminnan sääntelykilpailussa	145
4	Nykytila ja sijoitusyhtiösääntelyn tarve	149
4.1	Sopimusperusteisen rakenteen käyttöönotto ja polkuriippuvuus	149
4.1.1	Miksi Suomessa otettiin käyttöön sopimusperusteinen sijoitusrahastorakenne?	149
4.1.2	Ruotsin lainvalmistelutyön vaikutus ja polkuriippuvuus	152
4.2	Kilpailukykykänkökulmat ja sijoitusyhtiörakenteen edut	156
4.2.1	Sijoitusyhtiörakenteen tarpeen tunnistaminen Suomessa ja Ruotsissa	156
4.2.2	Sijoitusyhtiö ei ole osakeyhtiö.	158
4.2.3	Kansainvälisesti tunnettu rakenne.	160
4.2.4	Joustavuus ja yhtiörakenteen edut.	163
4.2.5	Tehokas hallintorakenne ja sijoittajansuoja	164
4.2.6	Vaikutukset rahaston kustannuksiin ja nettotuottoon.	167

4.2.7	Monipuolisten toimintamahdollisuuksien vaikutus rahastojen kotipaikkaan	170
4.3	Sijoitusyhtiösääntelyn kansantaloudellinen merkitys	171
4.4	Sijoitusyhtiösääntelyn mahdolliset haitat	177
4.5	Arviointia	182
5	De lege ferenda -päätelmät	186
5.1	Ehdotettavan sääntelyn lähtökohdat	186
5.2	Erillislaki vai olemassa olevien lakien täydentäminen?	190
5.3	Yksityiskohtaiset de lege ferenda -suositukset	195
5.3.1	Rahastoyhtiö hoitaa sijoitusyhtiötä	195
5.3.2	Hallinto	196
5.3.3	Hallituksen ja säilytysyhteisön välinen suhde	206
5.3.4	Pääomajärjestelmä	208
5.3.5	Osakelajit	211
5.3.6	Osakerekisteri	212
5.3.7	Yhtiöjärjestys ja tarjousesite	214
5.3.8	Alarahastorakenne	216
5.3.9	Yritysjärjestelyt	221
5.3.10	Toiminnan lakkaaminen ja purkaminen	222
5.3.11	Kotipaikan vaihtaminen ja rahastomuodon muuttaminen	224
5.3.12	Tase ja tilinpäätös	226
5.4	Jatkotutkimuksen tarve ja tutkimuksen rajoitteet	228
6	Lopuksi	231
	Lähteet	239

LYHENTEET

ACRA	Accounting and Corporate Regulatory Authority (Singapore)
ACS	Authorized Contractual Scheme
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFML	Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014)
ALFI	the Association of the Luxembourg Fund Industry
ALRC	Australian Law Reform Commission
AMY	Arvopaperimarkkinayhdistys ry
BKT	bruttokansantuote
CASAC	Companies and Securities Advisory Committee (Australia)
CBI	Central Bank of Ireland
CCF	Common Contractual Fund
CCIV	Corporate Collective Investment Vehicle
CEMS	Global Alliance in Management Education
CESR	The Committee of European Securities Regulators
CIS	Collective Investment Scheme
CIV	Collective Investment Vehicle
CLRG	Company Law Review Group (Ireland)
CMU	Capital Markets Union
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
EBA	European Banking Authority
EC	European Commission
ECA	European Court of Auditors
ECB	European Central Bank
ECU	European Currency Unit
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ELP	Exempted Limited Partnership
ELTIF-asetus	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2015/760, annettu 29 päivänä huhtikuuta 2015, eurooppalaisista pitkäaikais-sijoitusrahastoista
EMU	Economic and Monetary Union
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETA	Euroopan talousalue

ETF	Exchange-Traded Fund
ETY	Euroopan talousyhteisö
EU	Euroopan unioni
EuSEF-asetus	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 346/2013, annettu 17 päivänä huhtikuuta 2013, eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista
EuVECA-asetus	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 345/2013, annettu 17 päivänä huhtikuuta 2013, eurooppalaisista riskipääomarahastoista
EY	Euroopan yhteisö
FCA	the Financial Conduct Authority (United Kingdom)
FINE	Vakuutus- ja rahoitusneuvonta
FIVA	Finanssivalvonta
FSAP	Financial Services Action Plan
FSC	Financial Services Commission (Mauritius)
FSDC	Financial Services Development Council (Hong Kong)
FSTB	Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong)
HE	Hallituksen esitys
HHaO	Helsingin hallinto-oikeus
IA	the Investment Association (UK)
ICAV	Irish Collective Asset Management Vehicle
ICI	the Investment Company Institute
IF	Irish Funds
IFIA	Irish Funds Industry Association
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFSCA	the International Financial Services Centres Authority (India)
IMA	Investment Management Association (UK)
IMF	International Monetary Fund
InvestmentAG	Investmentaktiengesellschaft
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KKO	Korkein oikeus
KPMG	Klynveld Peat Marwick Goerdeler
KRL	Kiinteistörahastolaki (1173/1997)
KVL	Keskusverolautakunta
Ky	Kommandiittiyhtiö
LLC	Limited Liability Company
LPF	Limited Partnership Fund
MAS	Monetary Authority of Singapore

MiFID II	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta
MIS	Managed Investment Scheme
NAV	Net Asset Value
OEIC	Open-Ended Investment Company
OFC	Open-ended Fund Company
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
PFLP	Private Fund Limited Partnership
PRIIPs	Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products
REIT	Real Estate Investment Trust
RIA	Regulatory Impact Analysis
SCS	Société en Commandite Simple
SCSp	Société en Commandite Spéciale
SEB	Skandinaviska Enskilda Banken
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SFC	the Securities and Futures Commission of Hong Kong
SIB	the Securities and Investments Board
SICAR	Société d'Investissement en Capital à Risque
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SOU	Statens Offentliga Utredningar
SPAC	Special Purpose Acquisition Company
SRL	Sijoitusrahastolaki (213/2019)
S-VACC	Singapore Variable Capital Company
SVOP	Sijoitettu vapaa oma pääoma
SYP	Suomen Yhdyspankki
TER	total expense ratio
TMF	Trust Management Finance
UCD	University College Dublin
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
UIF	Unitary Investment Fund
US	The United States of America
VCC	Variable Capital Company
VM	Valtiovarainministeriö

ALKUPERÄISET JULKAISUT

- I Vepsä, Antti, Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot. Edilex-sarja 2021/18.
- II Vepsä, Antti, Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallinto. Liikejuridiikka 2/2022, s. 132–212.
- III Vepsä, Antti, Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä. Oikeustiede – Jurisprudentia LV:2022, s. 351–404.
- IV Vepsä, Antti, Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia. Liikejuridiikka 2/2021, s. 84–140.

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksesta

1.1.1 Sijoitusrahastot, Suomen nykytilanne ja tutkimusaihe

Sijoitusrahastoja¹ voidaan pitää keskeisimpänä tapana järjestää välillistä sijoittamista eli yhteistä sijoitustoimintaa² tai yhteissijoittamista. Vaikka sijoitusrahastolainsäädäntö on pääsääntöisesti kansallista, sijoitusrahastoille tyypilliset piirteet ovat universaaleja niiden oikeudellisesta rakenteesta riippumatta.³ Tällaisia sijoitusrahastojen keskeisiä piirteitä ovat: 1) sijoitusrahaston hoitamisen keskittäminen sijoitusrahastosta erilliselle rahastoyhtiölle; 2) rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston varojen erillisuus; 3) rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston omistuksen erillisuus; 4) sijoittajien rajoitettu vastuu ja 5) jaettu oikeus sijoitusrahaston varoihin, tuottoihin ja tappioihin omistusosuuden mukaisessa suhteessa. Sijoitusrahastoon sijoitetuista varoista muodostuu varojen yhteinen kokonaisuus, pooli, jonka sijoitusrahastoa hoitava ammattimainen varainhoitaja sijoittaa edelleen sijoitusrahaston sijoitusstrategian mukaisiin sijoituskohteisiin. Sijoitusrahaston kautta sijoittamisessa on kyse yhteisestä välillisestä sijoitustoiminnasta, joka eroaa siitä, että kukin sijoittaja sijoittaisi suoraan haluamiinsa sijoituskohteisiin.⁴ Sijoitusrahastojen toiminnan tarkoituksena on tuottaa arvonnousua ja

¹ Tässä tutkimuksessa sijoitusrahastolla tarkoitetaan yleisesti kaikkia yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettuja oikeudellisia rakenteita niiden oikeudellisesta rakenteesta riippumatta, ellei nimenomaisesti mainita tai asiayhteydestä muutoin ilmene, että sijoitusrahasto-termillä tarkoitetaan vain suomalaisia sijoitusrahastoja ja/tai vastaavia ulkomaisia sopimusperusteisia sijoitusrahastoja. Termillä rahasto puolestaan tarkoitetaan laajasti kaikkia yhteissijoittamisen rakenteita.

² Laajasti ymmärrettynä yhteisellä sijoitustoiminnalla tarkoitetaan sijoittajayleisöltä kerättyjen varojen sijoittamista kollektiivisesti sijoittajien eduksi etukäteen määritellyn sijoitusstrategian mukaisesti.

³ Ks. esim. Hanharan – Ramsay 2018, s. 414–415. Zetzsche 2012, s. 371 mukaan sijoitusrahastossa on kyse enemmän taloudellisesta kuin oikeudellisesta ilmiöstä. Tämä liiketoiminnallinen yhtäläisyys yhdistää kaikkia erilaisia sijoitusrahastoja.

⁴ Suoran ja välillisen sijoittamisen eroa voidaan havainnollistaa seuraavalla esimerkillä. Suorasta sijoittamisesta on kyse, jos sijoittaja ostaa tietyn yhtiön pörssiosakkeita. Välillisestä sijoittamisesta on puolestaan kyse, jos sijoittaja sijoittaa sijoitusrahastoon, joka omistaa kyseisen pörssi-yhtiön osakkeita.

kassavirtaa omistajilleen eli sijoitusrahaston sijoittajille.⁵ Sijoitusrahastot voivat olla avoimia tai suljettuja. Avoimissa sijoitusrahastoissa sijoittajat voivat irtautua rahastosta lunastamalla osuutensa, mutta suljetuissa rahastoissa tämä ei lähtökohtaisesti ole mahdollista.⁶

Sijoitusrahastosijoittaminen on varsin suosittua, koska se tarjoaa sijoittajille lukuisia etuja. Näistä voidaan mainita yhteenvetona seuraavat: 1) riskien vähentäminen hajauttamisen avulla; 2) ammattimainen salkunhoito; 3) helppous ja pienempi hallinnollinen taakka suoriin sijoituksiin verrattuna; 4) alemmat transaktiokustannukset suoriin sijoituksiin verrattuna, erityisesti sijoitettaessa suhteellisen pieniä määriä; 5) laaja rahastojen valikoima, jonka ansiosta on mahdollista löytää omien mieltymysten ja tarpeiden mukaisia sijoitusrahastoja; 6) joustava mahdollisuus lisätä tai vähentää altistumista tietyille omaisuusluokille; 7) pääsy markkinoille, joihin ei muuten ole pääsyä tai joihin olisi vaikea sijoittaa; 8) rahastosijoitusten veroedut suoriin sijoituksiin verrattuna ja 9) likviditeetti. Rahastosijoittamisen suosio on kasvanut tasaisesti ja vuonna 2021 rahastojen maailmanlaajuisessa nettomyynissä saavutettiin kaikkien aikojen ennätys, 3488 miljardia euroa.⁷ Hyödyistään huolimatta sijoitusrahastoihin liittyy myös erityisiä riskejä. Näitä ovat esimerkiksi kontrollin puute sijoitussalkun sisältöön, kontrollin puute rahaston kustannuksiin, merkinnöistä ja lunastuksista aiheutuva diluutiovaikutus pitkäaikaisille sijoittajille ja rahastossa pidettävän käteispuskurin negatiivinen vaikutus⁸. Riskit voivat korostua yllättävissä markkinatilanteissa.⁹

Sijoitusrahastoja voidaan jaotella useilla eri tavoilla. Jaottelu voidaan tehdä esimerkiksi sijoituskohteiden, säädöspohjan tai oikeudellisen rakenteen perusteella. Euroopassa sijoitusrahastot voidaan jakaa karkeasti yhteissijoitusyrityksiin (UCITS) ja vaihtoehtorahastoihin (AIF). EU-sääntelyn lisäksi sijoitusrahastosääntelyä on myös muualla

⁵ Sijoitusrahastoilla ei ole universaalista yleismääritelmää. Ks. esimerkkinä sijoitusrahaston yleistoisesta luonnehdinnasta esim. SOU 1969:16, s. 43; OECD C(71)234 1972, s. 12; Council of Europe, Resolution (72) 28, Article 1(1); 1984:VM 24, s. 14; HE 238/1986 vp, s. 10–11; Wang 1994, s. 935; Thompson – Choi 2001, s. 9; Turtiainen 2004, s. 1; IMA 2005, s. 6; OECD 2005, s. 3; Rounds – Dehio 2007, s. 477; Hazenberg 2012, s. 10; Kremer – Lebbe 2014, s. 1; Hudson 2014, s. 2–3; Morley 2014, s. 1234–1235; Wegman 2016, s. 26 ja Vepsä 2022a, s. 133.

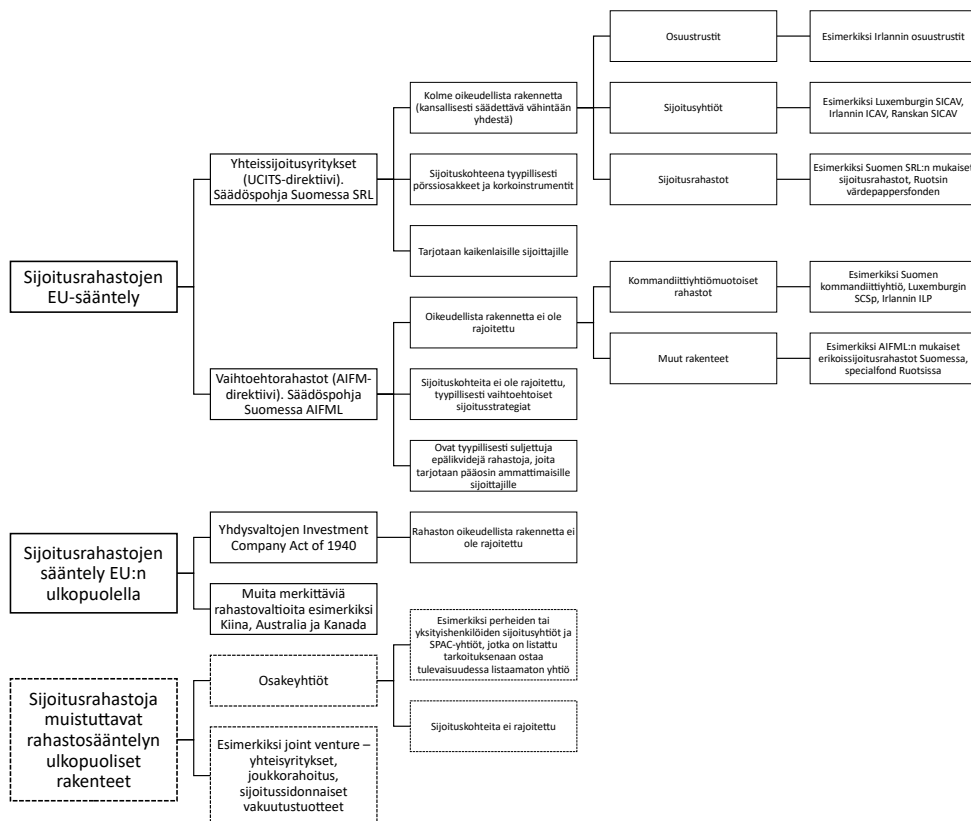
⁶ Morley 2013, s. 347. Ks. tarkemmin Vepsä 2022b, s. 357. Ks. myös OECD C(71)234 1972, s. 9, jossa avoimen ja suljetun rahaston lisäksi mainitaan ”semi open-end” -rahasto, jonka pääoma voi nousta muttei laskea (ja lunastukset olisivat kuitenkin taattuina).

⁷ EFAMA 2022, s. 18. Tästä huolimatta etenkin Euroopassa rahastosektorin kasvupotentiaali on merkittävä, koska talletusten osuus kotitalouksien finanssivarallisuudesta on pysynyt edelleen korkealla tasolla (38 %). Ks. EFAMA 2022, s. 65.

⁸ Avoimilla sijoitusrahastoilla on oltava riittävästi käteisvaroja lunastusten hoitamista varten. Käteisen tuotto-odotus on heikompi verrattuna siihen, että kaikki varat olisi sijoitettu suoraan sijoituskohteisiin.

⁹ Esimerkkinä voidaan mainita keskeisten suomalaisten pankkiryhmiä Venäjälle sijoittavat rahastot, joiden toiminta jouduttiin lopettamaan Ukrainan sodan myötä vuonna 2022.

ja eri valtioiden sääntelyratkaisut poikkeavat toisistaan. Tämän lisäksi on sijoitusrahastoja muistuttavia muita järjestelyitä eli tietynasteisia rahastojen substituutteja, jotka ovat erityisen rahastosääntelyn ulkopuolella. Tällaisten rakenteiden sääntelyllinen asema vaihtelee myös eri lainkäyttöalueiden välillä.



Kuva 1. Yksinkertaistettu esimerkki sijoitusrahastojen sääntelypohjan ja tiettyjen käytötarkoitusten jaottelusta laajassa kontekstissa, jossa ovat mukana myös erityisen rahastosääntelyn ulkopuoliset rakenteet.

Kansainvälisesti sijoitusrahastoja voidaan perustaa lukuisissa oikeudellisissa rakenteissa, kuten sopimusperusteisina sijoitusrahastoina¹⁰, osuustrusteina, vaihtuvapääomaisina sijoitusyhtiöinä tai kommandiittiyhtiöinä. Yksinkertaistaen voidaan sanoa, että sijoitusrahastojen taloudelliset peruseriaatteen säilyvät samana eri oikeudellisissa rakenteissa, mutta yksityiskohtaiset ominaisuudet voivat poiketa eri sijoitusrahastomuotojen välillä merkittävästikin. Käytännön oikeuselämän ja liiketoiminnan näkökulmasta ei ole yhdentekevää, millaisessa oikeudellisessa muodossa sijoitusrahasto on perustettu. Jotkin rakenteet soveltuvat muita paremmin tiettyihin tarkoituksiin. Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto voi vaikuttaa esimerkiksi siihen, kuinka hyvin sijoittajat tuntevat rakenteen, jolloin oikeudellinen muoto vaikuttaa suoraan markkinointimahdollisuuksiin (erityisesti rajat ylittävässä tilanteissa). Toisaalta oikeudellinen muoto voi vaikuttaa rahaston hallintoon joko sitä helpottaen tai vaikeuttaen.¹¹ Vaikutukset voivat ulottua myös sijoittajansuojaan.¹²

Suomen lainsäädäntö tuntee nykyisin erityisesti rahastotoimintaa varten tarkoitettuiksi oikeudellisiksi rakenteiksi ainoastaan sopimusperusteiset sijoitus- ja erikoissijoitusrahastot. Yhteissijoitusyrityksiä voidaan perustaa vain sijoitusrahastoina, kun taas vaihtoehtorahastoja¹³ voidaan perustaa myös muissa oikeudellisissa rakenteissa, kuten eri yhtiömuodoissa. Jos vaihtoehtorahasto perustetaan yhtiömuodossa, se on yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta yhtiö ja siihen sovelletaan valittua yhtiömuotoa koskevaa yhtiösääntelyä. Tavanomaisista yhtiömuodoista ainoastaan kommandiittiyhtiö soveltuu verrattain hyvin rahastotoimintaan yksityisoikeudellisen joustavuutensa takia ja sitä käytetään erityisesti suljettujen rahastojen perustamiseen, kun taas osakeyhtiö soveltuu heikosti rahastotoimintaan. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, ettei

¹⁰ Vepsä 2021a, s. 18 mukaan termit ”sopimusperusteinen” tai ”sopimusmallinen” eivät nykyään täysin kuvasta tilannetta. Terminologia on peräisin 1900-luvun alusta, jolloin yhteinen sijoitustoiminta oli useissa valtioissa löyhästi säänneltyä tai kokonaan sääntelemätöntä, jolloin toiminta perustui osapuolten väliseen sopimukseen. Nykyään sopimusperusteisen sijoitusrahaston oikeudellinen muoto perustuu sopimukseen ja pakottavaan lainsäädäntöön. Ks. myös SOU 2002:56, s. 511, jonka mukaan ”Det är fråga om en konstruktion som bygger på ett tänkt kontraktsförhållande mellan olika parter.” Termin ”sopimusperusteinen” ongelmallisuudesta huolimatta sitä käytetään tässä tutkimuksessa puhuttaessa erityiseen yhteisomistukseen perustuvista ulkoisen rahastonhoitajan hoitamista rahastoista, jotka eivät ole oikeushenkilöitä, koska kyseinen termi on alan tutkijoiden keskuudessa yleisesti vakiintunut.

¹¹ Vepsä 2021a, s. 6.

¹² Vepsä 2022a, s. 136.

¹³ EU-sääntelyssä rahastot jaetaan pääsääntöisesti yhteissijoitusyrityksiin ja vaihtoehtorahastoihin. Tähän palataan tarkemmin jäljempänä.

lainsäätäjän tulisi rajoittaa sijoitusrahastojen oikeudellisia rakenteita, vaan sääntelyn tulisi ennemminkin mahdollistaa mahdollisimman laaja rahastorakenteiden valikoima, josta markkinat voisivat valita käyttöönsä sopivimmat.¹⁴

Kansainvälisesti sijoitusrahastojen suosituin oikeudellinen rakenne on vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö¹⁵, joka poikkeaa rakenteensa takia kotimaisista sijoitusrahastoista. Esimerkiksi Luxemburgiin, Irlantiin ja Yhdistyneeseen kuningaskuntaan (joiden UCITS-rahastopääomat¹⁶ ovat yhteensä 68,8 % EU:n tasolla) rekisteröidyistä rahastoista vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on selvästi suosituin oikeudellinen rakenne.¹⁷ Vaihtuvapääomaisella sijoitusyhtiöllä tarkoitetaan yhtiömuotoista rahastoa, jossa on vaihtuva osakepääoma. Yhtiömuotoisessa rahastossa rahaston hallinnoiman varallisuuden omistaa erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu osakeyhtiö, jonka osakkeet rahastosijoittajat omistavat.¹⁸

Keskeiseksi rahastosektorin kansainvälistä kilpailukykyä edistäväksi tekijäksi on tunnistettu vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden perustamisen mahdollistaminen kansallisessa lainsäädännössä. Lainsäädäntö ja regulaatioympäristö ovat tärkeitä tekijöitä rahastoyhtiöiden harkitessa rahastojensa kotipaikan sijaintia maailmassa, jossa pääomat liikkuvat rajojen yli suhteellisen vapaasti. Euroopan perspektiivissä tästä voidaan mainita esimerkkeinä Luxemburg ja Irlanti, jotka ovat vetäneet rajojensa ulkopuolelta rahastotoimintaa voimakkaasti puoleensa – myös Suomesta ja Ruotsista. Tässä tutkimuksessa syvennytään nimenomaisesti vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskevan sääntelyn tutkimiseen. Kyseessä on Suomessa toistaiseksi tuntematon oikeudellinen rakenne. Tutkimuskohde kytkeytyy keskeisesti kansainväliseen lainsäädäntökilpailuun, jota on esiintynyt sijoitusrahastosääntelyssä globaalisti jo vuosikymmeniä. Euroopassa EU-jäsenvaltioita jopa kannustetaan kilpailemaan ra-

¹⁴ Turtiainen 2004, s. 156 ja Vepsä 2021a, s. 37. Vastaavasti ks. Lin – Varottil 2020, s. 955, jonka mukaan: ”Where multiple organizational forms are available under law, parties are likely to choose the most optimal one.” ja ALRC – CASAC 1993b, s. 30, jonka mukaan yhteissijoittamisen oikeudellisia rakenteita ei tulisi keinotekoisesti rajoittaa. Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 13–14.

¹⁵ Ks. esim. Steck – Fischer 2010, s. 1.

¹⁶ Yhdistynyt kuningaskunta ei ole enää jäsenvaltio, joten sen osalta puhutaan rahastoista, jotka täyttäisivät UCITS-vaatimukset, mikäli se olisi vielä jäsenvaltio.

¹⁷ Ks. CSSF, Net assets of UCIs. Situation as at 30 September 2022 ja FCA, Authorised and recognised funds (27.10.2022). Ks. myös Vepsä 2021a, s. 10 ja 28. Irlannin osalta CBI 2022b mukaan Irlannissa oli vuoden 2022 syyskuun lopussa yhteensä 8684 rahastoa, johon on laskettu yhteen erilliset alarahastot ja sellaiset rahastot, jotka eivät jakaannu alarahastoihin. Näistä sijoitusyhtiöitä ja sijoitusyhtiöiden alarahastoja oli 7537 kappaletta, joiden rahastopääomat olivat 87 % kaikista Irlannin rahastopääomista.

¹⁸ Sijoitusyhtiön sijoittajat eli osakkeenomistajat omistavat ainoastaan sijoitusyhtiön osakkeet, joten sijoittajilla ei ole suoria oikeuksia sijoitusyhtiön omistamaan varallisuuteen. Ks. myös Vepsä 2022b, s. 353 ja IFSCA Expert Committee 2021, s. 51.

hastosääntelyn alueella, koska UCITS- ja AIFM-direktiiveissä ei säädetä yksityiskohdaisesti kaikista rahastotoiminnan osa-alueista ja kansallisen lisäsääntelyn antaminen on mahdollista.¹⁹

1.1.2 Tutkimuskysymykset

Tämän tutkimuksen tehtävänä on arvioida kansainvälisten sääntelymallien pohjalta, soveltuisiko Suomen näkökulmasta tuntematon yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen oikeudellinen rakenne, vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö, Suomen oikeuteen. Tutkimuksessa arvioidaan *de lege ferenda* Suomen oikeuteen kokonaisvaltaista perusteltua sääntelymallia vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä. Päämääränä on lainsäädäntö, joka turvaisi kilpailukykyisen toimintaympäristön, tasavertaiset toimintaedellytykset muihin ETA-valtioihin verrattuna, hyvin kilpaillun rahastotuotteiden ja palvelujen tarjonnan Suomessa ja korkeatasoisen sijoittajansuojan.

Tutkimuksessa vastataan seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

- 1) Millainen oikeudellinen instituutio vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on ja miten siitä on säännelty kansainvälisesti johtavissa sääntelyjärjestelmissä?
- 2) Onko vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä perusteltua säätää Suomessa rahastosääntelyn kilpailukykyyn näkökulmasta ja jos on, niin miten sääntely tulisi toteuttaa?

1.1.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus on toteutettu rakenteellisesti kahdessa osassa. Se koostuu neljästä vertaisarvioidusta tieteellisestä artikkelista sekä yhteenveto-osasta. Tutkimuksen ensimmäinen osa eli väitöskirjan artikkelit selvittävät eri rahastomuotojen ominaisuuksia ja syntyvät tiettyihin sijoitusyhtiöihin liittyviin erityiskysymyksiin. Tutkimuksen toinen osa eli nyt käsillä oleva yhteenveto-osa keskittyy puolestaan kokonaisvaltaiseen *de lege ferenda* -näkökulmaan. Tässä tutkimuksessa tutkimusartikkelien tuloksia hyödyn-

¹⁹ Horváthová 2015, s. 238.

netään ja kehitetään edelleen tutkimuksen tavoitteiden saavuttamiseksi. Tutkimusartikkelien nimet ja niiden julkaisukanavat ja -ajankohdat käyvät ilmi alla olevasta taulukosta.

Taulukko 1. Tämän tutkimuksen osajulkaisut.

Artikkeli	Julkaisukanava
Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot	Edilex-sarja 2021/18
Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallinto	Liikejuridiikka 2/2022
Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä	Oikeustiede – Jurisprudentia LV:2022
Sateenvarjumuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia	Liikejuridiikka 2/2021

Väitöskirjan muodoksi on valittu kokoomaväitöskirja, koska artikkelit ovat mahdollistaneet tiettyihin sijoitusyhtiörakenteen osa-alueisiin syventymisen dynaamisesti. Artikkelit ovat mahdollistaneet useiden teoreettisten näkökulmien ja metodien käyttämisen. Tutkimuksen laajan aihepiirin takia sen keskeiset tulokset eivät ole olleet ennakoitavissa eivätkä artikkelien syvennysmahdollisuudet ole olleet tutkimusprosessin alussa täysin tiedossa, vaan yhtä artikkelia koskeva taustatyö tai sen tulokset ovat johtaneet uusiin näkökulmiin ja tutkimuskohteisiin. Näin ollen yksityiskohtaisiin tutkimuskysymyksiin tai -hypoteeseihin ei tutkimuksen alussa ole heti päästy, mikä on puoltanut artikkelimuotoisen väitöskirjan toteuttamista.

Ensimmäisessä tutkimusartikkelissa ”*Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot*” on selvitetty UCITS-direktiivin mukaisten yhteissijoitusyritysten juridista muotoa ja niiden valittuja ominaisuuksia oikeusvertailevaan analyysiin tukeutuen. Tarkastelun kohteena ovat osuustrustit, sopimusperusteiset sijoitusrahastot ja vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt. Suomessa on mahdollista perustaa vain sopimusperusteisia yhteissijoitusyrityksiä, minkä takia kiinnostus muita oikeudellisia muotoja kohtaan on ollut vähäistä, eivätkä ne ole olleet juurikaan kotimaisen tutkimuksen kohteena. Artikkelit on tuottanut uutta tietoa yhteissijoitusyritysten erilaisista oikeudellisista muodoista, niihin liittyvistä ominaispiirteistä ja eroavaisuuksista. Artikkelissa on tunnistettu yhteissijoitusyritysten erilaisten oikeudellisten rakenteiden keskeiseksi eroksi se, kuinka sijoittajat voivat osallistua yhteissijoitusyrityksen päätöksentekoon.²⁰

²⁰ Vepsä 2021a.

Toisessa tutkimusartikkelissa ”*Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallinto*” syvennyttään sijoitusyhtiön hallintoon. Mahdollistettaessa osakeyhtiön kaltainen yhteissijoitusyrittämysmuoto olennaiseksi kysymykseksi muodostuu, kuinka paljon osakkeenomistajille tulisi antaa määräysvaltaa, vai tulisiko sitä antaa ylipäätään. Artikkelissa analysoidaan, mitkä tahot osallistuvat sijoitusyhtiön hallintoon, mitkä ovat niiden tehtävät ja missä määrin sijoittajat voivat osallistua päätöksentekoon. Vertailukohtana käytetään myös sijoitusrahastolain (213/2019, SRL) sopimusperusteisten sijoitusrahastojen hallintoa. Artikkelin tehtävänä on erityisesti selvittää, miten sijoitusyhtiöiden hallinto tulisi järjestää Suomessa. Artikkelissa otetaan myös kantaa, ovatko sijoitusrahastojen ja sijoitusyhtiöiden hallinnon eroavaisuudet mahdollisesti hyödyllisiä vai haitallisia rahastoyhtiöille ja rahastosijoittajille. Sijoitusyhtiötasoinen hallitus on tunnistettu hyödylliseksi hallintoa parantavaksi ja sijoittajansuojaa lisääväksi elimeksi.²¹

Kolmannessa tutkimusartikkelissa ”*Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä*” tutkitaan, kuinka sijoitusyhtiön vaihtuva osakepääomarakenne toteutetaan ja voidaanko se toteuttaa osakeyhtiölain mukaan. Osakeyhtiöille tarkoitetut menettelyt eivät välttämättä sovellu sijoitusyhtiöille, joiden toiminnan tarkoituksena on harjoittaa yhteistä sijoitustoimintaa. Tällaisella yhtiöllä täytyy olla mahdollisuus laskea liikkeeseen uusia osakkeita välittömästi, kun sijoittaja merkitsee yhtiön osakkeita. Toisaalta avoin sijoitusyhtiö olisi velvollinen lunastamaan yleisöltä takaisin liikkeeseen laske-miaan osakkeita aina silloin kun osakkeenomistajat niin vaativat. Artikkelin keskeisenä teesinä on, että vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä ei tulisi kategorisesti sitoa osakeyhtiösäätelyyn, vaan niitä tulisi käsitellä sääntelyn näkökulmasta omana erityistapauksenaan. Pääomajärjestelmää tulisi arvioida yhteisen sijoitustoiminnan erityistarpeet tiedostaen, mikä tarkoittaa ratkaisujen hakemista sijoitusrahastosäätelystä ja vastaavia ulkomaisia rakenteita koskevasta sääntelystä.²²

Neljännessä tutkimusartikkelissa ”*Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia*” tutkitaan UCITS- ja AIFM-direktiivien salliman alarahastorakenteen toteuttamista. Alarahastorakenne on merkittävä säänneltävä erityiskysymys, jos vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä päätetään säätää Suomen lainsäädännössä. Jotta sama oikeushenkilö voisi koostua eri alarahastoista, täytyisi alarahastojen varat pitää toisistaan erillään. Suomen oikeus ei nykyään tunne yhtiömuotoja, jotka voisivat jakaantua toisistaan erillisiin yksiköihin. Alarahastorakennetta koskevassa sääntelyssä on keskeistä varmistaa alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisuus ja alarahastojen kohtelevuus sijoitusyhtiön osina, jotta rakenteen oikeudel-

²¹ Vepsä 2022a.

²² Vepsä 2022b.

liset riskit olisivat alhaisia ja sillä voitaisiin saavuttaa tehokkuushyötyjä sijoitusyhtiön hallinnointiin. Artikkelissa selvitetään, kuinka alarahastorakenne tulisi toteuttaa sijoitusyhtiömallissa.²³

Tutkimuksen yhteenveto-osan rakenne on seuraavanlainen. Ensimmäinen luku toimii johdantona aiheeseen. Luvussa kaksi tarkastellaan sijoitusrahastosääntelyn ja -markkinoiden kehitystä, sääntelyn taustasyitä, rahastotoiminnan keskeisiä osapuolia ja toiminnan kansainvälisiä ulottuvuuksia, joiden tarkastelu on välttämätöntä tämän tutkimuksen sääntelykilpailudynamiikan ymmärtämisessä. Luku toimii taustoituksena rahastosääntelyn tutkimukselle ja asemoi tämän tutkimuksen osaksi laajempaa tutkimuskenttää. Luvussa kolme tarkastellaan kansainvälistä sääntelykilpailua rahastosektorilla ja asetetaan se sääntelykilpailun laajaan kontekstiin. Luvussa neljä arvioidaan sijoitusyhtiösääntelyn tarvetta Suomessa eri näkökulmista. Luvussa viisi esitetään sijoitusyhtiösääntelyyn liittyviä *de lege ferenda* -suosituksia. Lopuksi tutkimuksen johtopäätökset vedetään yhteen luvussa kuusi.

1.1.4 Tutkimusmenetelmät

Oikeustieteelliselle tutkimukselle on nykyisin leimallista metodinen avoimuus eli pluralismi, jolla tarkoitetaan erilaisten menetelmien ja näkökulmien moninaisuutta ja rinnakkaisuutta.²⁴ Metodinen pluralismi ilmenee nykyaikaisessa oikeustutkimuksessa erilaisten tutkimuksellisten näkökulmien, lähestymistapojen, aineistojen ja menetelmien luovana yhdistämisenä. Metodinen avoimuus tarkoittaa kyvykkyyttä laajakatseisesti yhdistää erilaisia tutkimuksellisia näkökulmia ja lähestymistapoja.²⁵ Myös tässä tutkimuksessa on valittu useita tutkimusmetodeja yhdistävä lähestymistapa, joka on tarkoituksenmukaista toimivan tutkimusotteen saavuttamiseksi. Tätä tutkimusta ei voida suoraan menetelmällisesti lokeroida tiettyyn yksittäiseen tutkimussuuntaukseen.

Tutkimuksen artikkeleissa ja tässä yhteenveto-osassa hyödynnetään lainopillista eli oikeusdogmaattista metodologiaa. Oikeusdogmaattisen tutkimuksen päätavoitteena voidaan pitää vallitsevan oikeudentilan tulkintaa ja systematisointia. Oikeudentilan tulkinnassa on kyse siitä, että esitetään toteutuneita, toteutettavissa olevia tai mahdollisesti toteu-

²³ Vepsä 2021b.

²⁴ Määttä 2012, s. 23.

²⁵ Määttä 2015, s. 2. Ks. myös Similä 2007, s. 409–411; Fisher – Lange – Scotford – Carlarne 2009, s. 217, 226–228, 231–239, 243–250 ja 417–418 ja Kokko 2014, s. 268–288.

tettavia tulkintoja voimassa olevasta oikeudesta. Systematisoinnilla puolestaan viitataan perinteisesti voimassa olevien oikeussääntöjen ja -periaatteiden normihierarkkiseen määrittämiseen esimerkiksi siten, mitkä normit tai periaatteet ovat pääsääntöjä ja mitkä poikkeuksia. Tulkinnan ja systematisoinnin nojalla lainopillinen tutkimus esittää voimassa olevista oikeusnormeista normikannanottoja ja tulkintakannanottoja. Normikannanotot ovat väittämiä siitä, mitkä oikeusnormit sisältyvät voimassa olevaan oikeuteen. Tulkintakannanotot etenevät pidemmälle: niissä väitetään jotain konkreettista tietyn oikeusnormin sisällöstä.²⁶ Lainoppi voidaan jakaa teoreettiseen ja käytännölliseen lainoppiin. Käytännöllisellä lainopilla viitataan tavallisesti lainopin tehtävään tulkita vallitsevaa oikeustilaa sekä arvioida ja tasapainottaa oikeusperiaatteita. Teoreettinen lainoppi viittaa puolestaan lainopin systematisointitehtävään, ja se erittelee sekä jäsentää oikeustieteessä hyödynnettäviä käsitteitä.²⁷

Oikeuslähdeoppi liittyy kiinteästi lainopilliseen tutkimukseen. Ilman oikeuslähdeoppia lainopillisen tutkimuksen tarkoitus ja tavoite systematisoida ja tulkita ei toteutuisi. Metodologisesti tutkimusartikkeleissa hyödynnetään pääajatuksena *Aarnion* oikeuslähdeoppia. Aarnio ryhmittelee oikeuslähteet niiden sitovuuden perusteella kolmeen kategoriaan, jotka ovat vahvasti velvoittavat, heikosti velvoittavat sekä sallitut oikeuslähteet. Vahvasti velvoittaviin oikeuslähteisiin lukeutuvat laki ja maantapa, heikosti velvoittaviin lainvalmistelutyöt ja tuomioistuinratkaisut. Sallittujen oikeuslähteiden ryhmään kuuluvat loput oikeuslähteet eli oikeustiede, oikeusperiaatteet, moraalit ja reaaliargumentit.²⁸ Tarkemmin ymmärrettynä tutkimuksen oikeuslähdeoppi pohjautuu pitkälti niin sanottuun *peczenick-aarniolaiseen* oikeuslähdeoppiin.²⁹ Oppi juontaa juurensa 1970–1980-luvuille, mutta sen peruslähtökohdat toimivat tietyn varauksin.³⁰

²⁶ Ks. esim. Aarnio 1989, s. 48 ja 194; Siltala 2001, s. 22–23; Siltala 2003, s. 137–138 ja 384–386 ja Hirvonen 2011, s. 21–22.

²⁷ Aarnio 1978, s. 101–107.

²⁸ Aarnio 1989, s. 220–221.

²⁹ Peczenik on luokitellut ja analysoinut oikeuslähteitä sen perusteella, pitääkö niitä noudattaa (”skall”), tulisiko (”bör”) niitä noudattaa vai saisiko (”fär”) niitä noudattaa. Ks. Peczenik 1995, s. 213–218. Suomessa onkin puhuttu ns. ”peczenick-aarniolaisesta” oikeuslähdeopista. Siltala 2003, s. 299 ss. on jälkepäin syventänyt peczenick-aarniolaista staattista oikeuslähdeoppia tuoden dynaamisen oikeuslähdeopin sen rinnalle. Aarnion oikeuslähdeoppi on kehitelty ennen Suomen EU-jäsenyyttä, kun taas Siltala tuo siihen lisäksi Euroopan unionin tuomioistuimen ja Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisusta heijastuvat yleiset oikeusohjeet, sisällölliset oikeusperiaatteet ja vastaavat ratkaisustandardit ja painottaa oikeusperiaatteiden tilannesidonnaista painoarvopunnintaa.

³⁰ Opin rajoitteista voidaan mainita muun muassa, että siinä ei anneta asianmukaista painoarvoa kansainvälisille ja eurooppaoikeudellisille oikeuslähteille. Myös kansallisen lainsäädännön muutokset ovat johtaneet siihen, että oppi on eräiltä osin vanhentunut.

Finanssialan sääntely, kuten yhteistä sijoitustoimintaa koskeva sääntely, pohjautuu pitkälti EU-lainsäädäntöön. Finanssialan sääntely perustuu pääasiassa³¹ niin sanottuun *Lamfalussy*-prosessiin³². *Lamfalussy*-mallissa sääntelyä on neljällä tasolla. Ensimmäisellä tasolla annetaan puitedirektiivejä tai -asetuksia yleisperiaatteista. Direktiivit saatetaan osaksi kansallista lainsäädäntöä. Toisella tasolla komissio voi antaa delegoituja direktiivejä tai asetuksia sekä finanssivalvontaviranomaisten valmistelemissä sääntely- ja täytäntöönpanostandardeja. Komissio hyväksyy nämä tekniset standardit asetuksina tai päätöksinä, jotka ovat oikeudellisesti sitovia. Kolmannella tasolla eurooppalaiset finanssivalvontaviranomaiset EIOPA³³, EBA³⁴ ja ESMA³⁵ voivat antaa ohjeita ja suosituksia. *Lamfalussy*-mallin neljännellä tasolla viitataan EU-sääntelyn kansallisesti tehokkaaseen täytäntöönpanoon ja sen valvontaan.³⁶

Kansallisen oikeuslähdeopin näkökulmasta kolmannen tason ohjeet ja suositukset eivät ole sitovia. Eurooppalaiset finanssivalvontaviranomaiset voivat myös antaa tulkintaohjeita ”kysymykset ja vastaukset” -menettelyllä.³⁷ Kansallisissa laeissamme on myös annettu Finanssivalvonnalle valtuuksia panna täytäntöön komission delegoituja direktiivejä. Finanssivalvonta antaa myös sellaisia ohjeita ja suosituksia, joita eurooppalaiset finanssivalvontaviranomaiset ovat antaneet. *Wuolijoen* mukaan EU:n *Lamfalussy*-prosessin mukaisesti annetut eri tasoiset sääntelylähteet eivät asettaudu perinteiseen kansalliseen oikeuslähdeoppiin eikä perinteisten oikeuslähteiden avulla pysty enää järjestämään finanssialan oikeustilaa. Etenkin viranomaisten antamat suositukset, ohjeet ja ”kysymykset ja vastaukset” -ohjeistukset ovat oikeuslähdeopillisesti pulmallisia. Oikeuskäytännöllä ja oikeuskirjallisuudella ei voida nähdä enää olevan vahvaa oikeuslähdeopillista asemaa oikeustilan selvittämistä koskevissa ongelmissa, sillä sääntelyä koskevia tulkintakysymyksiä ratkaistaan harvoin oikeudessa ja oikeustieteellinen kirjallisuuskin on painottunut kansallisten siviilioikeudellisten

³¹ Koko finanssialan sääntely ei perustu *Lamfalussy*-prosessiin. Kansallistakin sääntelyä esiintyy ja varsinkin pankkipuolella voidaan kyseenalaistaa se, onko norminantoprosessia enää syytä kutsua *Lamfalussy*-prosessiksi. Ks. tarkemmin Wuolijoki 2022, s. 12–14.

³² *Lamfalussy*-sääntelymalli on nimetty mallin suunnitelleen paroni *Lamfalussy*n mukaan, joka johti ns. viisaiden miesten komiteaa. Sääntelymalli suunniteltiin alun perin EU:n arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn 2000-luvun alussa.

³³ European Insurance and Occupational Pensions Authority.

³⁴ European Banking Authority.

³⁵ European Securities and Markets Authority.

³⁶ Ks. tarkemmin finanssialan EU-lainvalmistelusta esim. Turtiainen 2018, s. 36–40; Wuolijoki 2022, s. 12–14 ja tarkemmin rahastojen kontekstissa Zetzsche 2018, s. 309–312.

³⁷ Ks. esim. ESMA, Questions and Answers. Application of the UCITS Directive. 20 July 2022 | ESMA34-43-392.

kysymysten selvittämiseen.³⁸ Esimerkiksi ESMA:n ohjeiden noudattamisen on todettu olevan vaihtelevaa ja jopa heikkoa, mikä johtaa valvonnan yhtenäistymisen heikkenemiseen.³⁹

EU-sääntelyä on annettu paljon yhteisen sijoitustoiminnan osalta. Sinänsä EU-perusteisessa lainsäädännössä on selvää, miltä osin sääntely on sitovaa ja miltä osin ei. Oikeuslähdeopin näkökulmasta ohjeet ja suositukset sijoittautunevat heikosti velvoitaviin oikeuslähteisiin, joista voidaan perustellusti poiketa. Ongelmallisia soveltamistilanteita voi syntyä, jos esimerkiksi jotakin direktiivin artiklaa ei ole saatettu osaksi kansallista lainsäädäntöä tai jos kansallinen lainsäätäjä ei ole esimerkiksi huomionnut sääntelyssä direktiivin artiklojen tulkintaa ja tarkoitusta ilmentävää johdanto-osaa. Toki näissäkin tilanteissa EU-oikeuden tulkintavaikutus viimesijassa ajaa kansallisen sääntelyn ylitse.⁴⁰

Ensimmäistä tutkimusartikkelia lukuun ottamatta perinteistä lainoppia merkittäväm-pään rooliin nousee *de lege ferenda* -tyyppinen lainopillinen tutkimus, jota on hyödynnetty tutkimusartikkeleissa 2–4 ja joka on metodologisesti hallitsevassa roolissa myös nyt käsillä olevassa tutkimuksen yhteenveto-osassa. *De lege ferenda* -tutkimus pohjautuu kuitenkin lainopilliselle tutkimukselle, koska se edellyttää voimassa olevan oikeuden sisällön selvittämistä, joten edellä tarkasteltu lainopillinen metodi on tutkimuksen tavoitteiden näkökulmasta perusteltu. *De lege ferenda* -tutkimusta voidaan pitää yhtenä oikeuspoliittisen tutkimuksen alalajina.⁴¹ Tutkimus pyrkii avustamaan lainsäätäjää arvioimalla ja tuottamalla erilaisia ratkaisumalleja, joihin oikeudellinen sääntely voisi tulevaisuudessa perustua.⁴² *De lege ferenda* -perusteisessa tutkimuksessa mielenkiinnon kohteena ei kuitenkaan, ainakaan lähtökohtaisesti, ole oikeussäännökset, vaan tarkastelukulma on ongelmakeskeinen. Suomessa *Tuula Linna* on määrittänyt *de lege ferenda* -tutkimuksen tieteellisyyden lähtökohtia. *De lege ferenda* -tutkimus tarkastelee oikeutta lähtökohtaisesti oikeusdogmaattisen tutkimuksen tradition ”tuomarin” näkökulmas-

³⁸ Wuolijoki 2016, s. 183–184 ja Wuolijoki 2022, s. 72–76. Ks. myös Zetsche 2018, s. 312, jossa ESMA:n ohjeita on kritisoitu seuraavasti: ”The legal character of these guidelines is far from clear. Questions relating to these guidelines include (1) how these guidelines can be justified from a constitutional perspective that upholds the principle of sovereign legislative power, (2) whether these guidelines have a binding effect on private law relations between the manager, the depositary, the AIF, and its investors, and (3) the way in which persons, entities, or supervisory authorities may effectively appeal in cases where they deem a guideline inappropriate or even illegal.”

³⁹ ECA 2022, s. 21.

⁴⁰ Luukkonen 2018, s. 6–7.

⁴¹ Ervasti 2011, s. 87.

⁴² Siltala 2001, s. 12 ja Siltala 2003, s. 131–132.

ta poiketen pikemminkin lainsäätäjän näkökulmasta. Tarkoituksena on kartoittaa, systematisoida sekä oikeuttaa tarkoituksenmukaisia tapoja ratkaista tietty epäkohta tai ongelma lainsäädännön keinoin.⁴³

De lege ferenda -tutkimukseen on kohdistunut yllättävän vähän tieteellistä huomiota sen erityispiirteistä ja merkityksestä huolimatta. *De lege ferenda* -tutkimuksen asema on kaikkea muuta kuin teoreettisesti selvä eikä varsinaista vakiintunutta tai perinteistä tapaa ajatella *de lege ferenda* -tutkimusta ole. *De lege ferenda* -tutkimusta koskevissa lähteissä nousee esiin kysymys *de lege ferenda* -tutkimuksen ja erityisesti sen johtopäätösten tieteellisyyden ehdoista. Keskustelua on herättänyt se, miten poliittiseksi tai subjektiiviseksi mielletty kannanotto tulevan lain sisällöstä voisi olla tieteellinen. Tämä on yllättävää, koska *de lege ferenda* -tutkimusta on toisaalta pidetty lainopin tieteellisenä jatkeena. Lainoppia harvemmin syytetään subjektiiviseksi, vaikka myös lainoppiin sisältyy tutkijan subjektiivisia näkemyksiä ottaen huomioon, ettei nykyoikeustiede perustu yhden ainoan oikean ratkaisun ideologiaan. *De lege ferenda* -tutkimus lähtee arvoihin ja sitoumuksiin perustuvasta oikeudellista epäkohtaa koskevasta havainnosta.⁴⁴

Kuten oikeustieteelliset metodit yleensäkin, ei *de lege ferenda* -metodi ole mekaaninen ”laskusääntö”, jolla saadaan aikaan tutkimustulos, kun siihen syötetään asianmukaiset tosiseikat. Se poikkeaa näin ollen selvästi esimerkiksi luonnontieteiden metodeista. Arvioitaessa *de lege ferenda* -tutkimuksen tieteellisyyttä olisi hedelmällisempää kohdistaa huomio arvovalintojen tieteellisyydestä tai epätieteellisyydestä siihen, että tutkijan oletukset ja oivallukset perustellaan konkreettisen todellisuuden tasolla oikeiksi, jolloin tutkimustulosten uutta luova elementti saadaan sellaiseksi, että se on tiedeyhteisen arvioitavissa eli kontrolloitavissa. Julkinen perusteltavuus on tärkeää, jotta tutkimustulosten voidaan katsoa syntyneen objektiivisesti kriittisen ajatuksen ja tutkimuksen seurauksena. *De lege ferenda* -tutkimusta tekevä tutkija voi hyödyntää esimerkiksi oikeusvertailevaa metodologiaa tai muiden tieteiden (esimerkiksi taloustiede tai sosiologia) tuloksia perustellessaan valitsemansa (useimmiten arvosidonnaisen) keinon oikeutusta. Mikäli tutkija ei näin tee, vaan käyttää itse luotuja yksityisiä menetelmiä, intuitiivisesti valittuja mielivaltaisia menetelmiä tai muutoin epämääräisiä menetelmiä, eivät tulokset ole tiedeyhteisön kontrolloitavissa eikä tieteen kriteereiden voida katsoa täyttyvän⁴⁵.

⁴³ Linna 1987, s. 34.

⁴⁴ Ks. tarkemmin *de lege ferenda* -tutkimuksen problematiikasta Leskinen 2022 ja siinä viitattu ns. Fahlbeck–Spaak-debatti (Fahlbeck 2016 ja Spaak 2016).

⁴⁵ Ks. vastaavasti Hirvonen 2011, s. 18.

De lege ferenda -tutkimuksessa sekä yhteiskunnalliset päämäärät että keinot niihin pääsemiseksi voivat olla tutkijan itsensä määriteltävissä. Kyse on ikään kuin tavoite–keinoanalyysistä, jossa lainsäädäntö mielletään keinona ennalta määrättyjen yhteiskunnallisten tavoitteiden saavuttamiseksi. Oikeuskäsitys on tällöin vahvasti välineellinen eli instrumentalistinen: tutkimus pyrkii esittämään lainsäätäjän käytettävissä olevat keinot määrättyjen päämäärien saavuttamiseksi.⁴⁶ Linna on määritellyt *de lege ferenda* -tutkimuksen rationaalisen mallin koostuvan dispositiona seuraavista neljästä pääkohdasta:

- 1) tavoitteenasettelu;
- 2) lähtökohtatilanne;
- 3) potentiaalisten oikeudellisten keinojen kartoitus sekä kausaalisuhteiden analyysi; ja
- 4) keinovalinnan justifiointi.

Myös tätä tutkimusta on mahdollista katsoa Linnan rationaalisen mallin läpi. Tutkimuksen tavoitteenasettelu perustuu kansainväliseen sijoitusrahastosääntelyn lainsäädäntökilpailuun, ja siitä kumpuavaan tavoitteeseen pysyä kansainvälisessä sääntelykehityksessä mukana. Nykyisen lain mukaista lähtökohtatilannetta käytetään vertailukohtana siihen verrattuna, olisiko Suomessa tarpeen muuttaa sijoitusrahastosääntelyä laajentamalla sijoitusrahastojen oikeudellisten rakenteiden valikoimaa. Kansainvälisen oikeusvertailun avulla kartoitetaan potentiaalisia oikeudellisia sijoitusyhtiösääntelyn ratkaisuvaihtoehtoja analysoiden myös niihin liittyviä syitä ja seurauksia. Oikeudellisten keinojen tarpeellisuuden arvioinnin jälkeen tutkimuksessa myös perustellaan valitun keinovalinnan oikeutusta. Tämän tutkimuksen yhteiskunnallinen päämäärä on kansallisen sijoitusrahastosääntelyn kansainvälisen kilpailukyvyyn parantaminen, ja tutkimus pyrkii selvittämään, millä tavoin lainsäädäntöä tulisi uudistaa – EU-sääntelyn sallimissa rajoissa – kyseisen tavoitteen saavuttamiseksi.

Kilpailukyky ja toimiva lainsäädäntö ovat yleisesti ottaen kannatettavia lainsäädännölle asetettavia tavoitteita. Lähtökohta kilpailukyvyyn määrittelyyn on lainsäädännön toimivuus ja kansainvälinen vertailu. Kilpailukykyinen lainsäädäntö toimii hyvin ja täyttää kansainvälisesti arvioiden hyväntoimisten käytäntöjen kriteerit. Lainsäädännön toimivuutta on syytä lähteä tarkastelemaan sen kautta, miten sitä käyttävät tahot kokevat sen toimivan. Jos lainsäädäntö on sekavaa ja avoin useille tulkinnoille,

⁴⁶ Siltala 2001, s. 12 ja Siltala 2003, s. 131–132.

sen käyttäjät eivät koe sen toimivan hyvin. He eivät voi myöskään ennakoida lain soveltamisen lopputulosta riittävällä varmuudella. Sekava lainsäädäntö myös lisää oikeudenkäyntien määrää, hukattua aikaa ja tuhlatuja resursseja. Toisaalta selkeäkin laki saattaa aiheuttaa käyttäjilleen ongelmia. Laki saattaa esimerkiksi rajoittaa joitain tekemuotoja tai toimintatapoja tarpeettomasti, se saattaa sisältää ylimitoitettua byrokratiaa tai tarpeettomia muodollisuuksia.⁴⁷

Tutkimuksessa hyödynnetään myös oikeustaloustieteellistä lähestymistapaa. Oikeustaloustiede on noussut Suomessa vakiintuneeksi tutkimussuuntaukseksi.⁴⁸ Taloustieteellisen argumentoinnin painoarvo vaihtelee Suomessa oikeudenalakohtaisesti: osassa taloustieteellinen argumentaatio on ollut tuttua jo varsin kauan, osassa tällaiset argumentit ovat vasta saamassa huomiota osakseen. Vaikka normatiivisessa oikeuslähdeopissa taloustieteellä on reaalisten argumenttien asema, sijoitusrahastotoiminnassa taloustiedettä voidaan pitää välttämättömänä osana lain tulkintaa.⁴⁹ Oikeustaloustieteen lainopilliselle lähestymistavalle on ominaista se, että lain tulkinnaissa käytetään hyväksi talousteoreettista argumentointia ja joskus myös empiirisiä taloustieteellisiä tutkimustuloksia. Tässä tutkimuksessa hyödynnetään elementtejä *de lege ferenda* -tyyppisestä oikeustaloustieteen suuntauksesta. Tämän lisäksi tutkimuksessa hyödynnetään myös vertailevaa oikeustaloustiedettä⁵⁰.

Väitöskirjan artikkelien ja tämän yhteenveto-osan apumetodina on oikeusvertailu. Metodien käyttöä on selitetty lyhyesti tutkimusartikkeleissa.⁵¹ Yleisellä tasolla oikeusvertailussa on kyse erilaisten oikeusjärjestysten asettamisesta rinnakkain tiedonhankkimistarkoituksessa. Tarkemmin sanottuna rajaudutaan vieraiden valtioiden oikeusjärjestysten niihin osiin, jotka ovat tutkimuksen ongelmanasettelun kannalta tärkeitä. Oikeusvertailu on usein lainvalmistelun ja lainkäytön tiedollinen apuväline. Oikeusvertailun avulla on mahdollista ymmärtää sitä, millaisiin oikeudellisiin keinoihin muissa yhteiskunnissa on turvauduttu usein samojen yhteiskunnallisten päämäärien saavuttamiseksi. Oikeusvertailun avulla saatuja tuloksia voidaan hyödyn-

⁴⁷ Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2020:37, s. 17. Ks. myös Kärki – Ruuhonen – Vahtera 2021, s. 2–3.

⁴⁸ Mähönen 2004, s. 49.

⁴⁹ Turtiainen 2004, s. 18.

⁵⁰ Vertailevassa oikeustaloustieteessä vertaillaan eri maiden oikeusjärjestelmiä tai niissä sovellettavia oikeusinstituutioita taloustieteen tarjoamin keinoin. Ks. tutkimussuuntauksesta laajemmin esim. Mattei 1997.

⁵¹ Ks. esim. Vepsä 2021a, s. 5 ja Vepsä 2021b, s. 87.

tää oikeudellisessa teorianmuodostuksessa, oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa tai oikeuspolitiikassa ja lainvalmistelussa. Riippumatta tulosten käyttötarkoituksista kaikissa tapauksissa oikeusvertailu toimii tietoperustan laajentajana.⁵²

Oikeusvertailun osalta on hyödynnetty sekä praktista että teoreettista tutkimusotetta. Praktisen oikeusvertailun tavoitteena on lähtökohtaisesti palvella oikeuspolitiikkaa ja lainvalmistelua. Praktisen oikeusvertailun tavoitetaso on vaativampaa oikeusvertailua alhaisempi. Siinä vierasta oikeutta ei pyritä tutkimaan oikeudellisen käytännön tai oikeudellisen kulttuurin tasolla, jolloin tyydytään vieraiden maiden lakiteksteihin ja oikeusjärjestelmän pintatasoon.⁵³ Teoreettisessa oikeusvertailevassa tutkimusotteessa puolestaan vertailtavien säännösten erojen ja yhtäläisyyksien paikantamisen lisäksi tulisi pyrkiä selittämään syitä niihin.⁵⁴ Näin on tehty jossain määrin myös tämän tutkimuksen tutkimusartikkeleissa, joissa on syvennytty lukuisten valtioiden sijoitusyhtiöitä koskevaan sääntelyyn ja sen historiaan sekä analysoitu syitä valittujen sääntelyratkaisujen taustalla. Praktista ja teoreettista vertailuintressiä ei ole kuitenkaan täysin mahdollista erottaa toisistaan.⁵⁵

Sijoitusrahastosääntelyä koskevassa tutkimuksessa eri oikeusjärjestysten rajojen ylittäminen on luonnollista ainakin kolmen eri seikan takia. Rahastotoiminta on usein valtioiden väliset rajat ylittävää toimintaa, ja erityisesti Euroopan unionin jäsenyys on lisännyt oikeusvertailun mielekkyyttä. Toiseksi sijoitusrahastojen ominaisuudet ovat varsin samankaltaisia eri oikeusjärjestyksissä, kuten rahaston hoitamisen keskittäminen rahastosta erilliselle yhteisölle ja rahastosijoittajan rajoitettu vastuu, joten vertailtavat kohteet ovat ainakin lähtökohtaisesti vertailukelpoisia keskenään. Kolmanneksi sijoitusrahastojen sääntelyssä on globaalisti havaittavissa sangen monia yhtymäkohtia erityisesti kansainvälisen sääntelykilpailun seurauksena, mikä on johtanut rahastosääntelyn yhdenmukaistumiseen kansainvälisellä tasolla.

⁵² Husa 2013, s. 13, 30 ja 32–33.

⁵³ Ks. oikeusvertailun hyödyntämisestä lainvalmistelussa esim. Treasury (Australia) 2021a, s. 18, jonka mukaan Australian sijoitusyhtiömallin keskeiset ominaisuudet on omaksuttu ulkomailta. Ks. myös Hongkongin sijoitusyhtiösääntelyn valmistelusta SFC 2018, s. 2, 5–8, 12, 16 ja 19, joissa painotetaan kansainvälisen oikeusvertailun keskeisyyttä lainvalmistelussa.

⁵⁴ Husa 2013, s. 83.

⁵⁵ Ks. oikeusvertailun praktisuudesta ja teoreettisuudesta tarkemmin Husa 2013, s. 77–84, jonka mukaan varsinaisen tieteellisen (teoreettisen) oikeusvertailun asema ja rooli ovat jääneet käytännön elämässä vaatimattomiksi. Tämä ei välttämättä johdu siitä, ettei oikeusvertailua osattaisi tai haluttaisi harjoittaa. Pikemminkin kyse on siitä, että esimerkiksi lainsäädäntöhankkeiden aikataulut ovat kireitä ja henkilöresurssit pieniä.

Vertailu itsessään on luonnollinen inhimillisen ajattelun osa: se on keino hankkia ja jäsentää tietoa. Osana normaalia arkea ihmisillä on tapana verrata tilanteita, asioita tai henkilöitä keskenään. Samalla tavoin juristi voi tehdä vertailevia huomioita oikeudellisista elementeistä joko kansallisen järjestelmän sisäisesti tai suhteessa vieraan valtion järjestelmään. Näkökulma voi olla historiallinen ja nykyhetkeen sijoittuva ja vertailulla voidaan tehdä tulevaisuutta koskevia ennusteita tai ehdotuksia. Tämän taktia oikeusvertailevat tutkimukset voivat olla hyvin monenlaisia, mutta tavanomaisesti niitä kaikkia yhdistää se, että niillä pyritään tuottamaan sellaista uutta oikeudellista tietoa, josta on kansallisella tasolla hyötyä. Oikeusvertaileva tutkimus voi pitkälti muotoutua osin tutkijan, tutkimuksen tavoitteiden ja tutkimuskohteen näköiseksi.⁵⁶

Vaikka oikeusvertailevalla tutkimuksella on usein taipumus korostaa lainkäyttöalueiden välisiä eroja, tämän tutkimuksen lähestymistapa korostaa myös yhtäläisyyksiä. Tämä valaisee tutkittavana olevan oikeudellisen rakenteen yhteisyyttä, joka ylittää kansalliset rajat. Se tarjoaa myös tärkeän näkökulman globaalin taloudellisen toiminnan kasvun myötä yleistyneelle rahoitusmarkkinoiden kansainväliselle sääntelykilpailulle ja sen myötä tapahtuvalle sääntelyn konvergenssille. Sääntelyn konvergenssipaineet voivat johtaa siihen, että tietyistä oikeudellisista instituutioista muodostuu kansainvälisiä standardirakenteita eli ikään kuin ”mallisopimuksia”.

Edellä mainittujen metodien lisäksi tutkimuksessa hyödynnetään paikoitellen myös oikeushistoriallista metodologiaa. Oikeushistoria tutkii oikeuden transformaatiota osana poliittisyhteiskunnallista ja kulttuurista kehitystä. Kiinnostuksen kohteena voi olla jonkin sääntelyalueen kehitys ja tuohon kehitykseen vaikuttaneet tekijät.⁵⁷ Tässä tutkimuksessa oikeushistoriallinen analyysi kohdistuu sijoitusrahastosääntelyn kansainväliseen kehityshistoriaan, jonka avulla on mahdollista ymmärtää paremmin sääntelyn nykytilaa ja siihen vaikuttaneita tekijöitä. Lakeja ei voida testata laboratoriossa, joten historian saatossa saadut kokemukset auttavat hahmottamaan, kuinka tarkoituksenmukainen tietty lainsäädäntö on ollut.

De lege ferenda -suositukset jäisivät varsin kapealle pohjalle ilman tietoa reaali maailmassa vallitsevasta tilanteesta ja toimintakäytännöistä. Tällaista tietoa saadaan esimerkiksi empiirisestä tutkimusmateriaalista. Empiiriseen tutkimukseen ei tämän tutkimuksen

⁵⁶ Mikkola 1999, s. 6–7.

⁵⁷ Ks. esim. Siltala 2001, s. 16–17; Siltala 2003, s. 113–115; Hirvonen 2011, s. 28 ja Määttä 2012, s. 22.

parissa ole ryhdytty, vaan tältä osin on tyydytty olemassa olevaan empiiriseen tutkimusmateriaaliin. Aiemmat empiiriset tutkimustulokset tukevat argumentaatiota, mutta eivät ole metodologisesti suuressa roolissa.

1.1.5 Tutkimuksen asemointi ja teoreettinen viitekehys

Perinteiseltä oikeudenalajaottelultaan tutkimuksen voitaisiin katsoa sijoittautuvan kauppaoikeuteen, jolla on liityntöjä yhtiö-, arvopaperimarkkina- ja rahoitusoikeuteen. Arvopaperimarkkina- ja yhtiöoikeus kuuluvat molemmat pääsääntöisesti kauppaoikeuden alaan. Siltä osin, kun tutkimus kohdistuu EU-tasoiseen rahastosääntelyyn, on kyse pääsääntöisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tutkimuksesta. Toisaalta koko tutkimuksen teemaa hallitsee yhtiöoikeudellinen ulottuvuus, koska tutkimuksen tavoitteena on luoda perusteltu *de lege ferenda* -näkemys sellaisesta yhtiömuodosta, jota Suomessa ei ole ja jonka yhtiöoikeudellinen sääntely on jätetty pitkälti kunkin jäsenvaltion kansallisen lainsäätäjän säädettäväksi. On huomioitava, että oikeudenalajaottelu ja sen perusteet ovat vaihdelleet aikojen saatossa, eivätkä rajat ole nykyisen käsityksen mukaan niin selväpiirteisiä kuin aiemmin. Oikeudenalajaottelu muuttuu ajan myötä oikeudellisen sääntelyn ja oikeudellisen ajattelun kehittymisen kautta, jolloin ajatusta oikeudenalojen tarkoista rajoista voidaan pitää vanhentuneena.

Vallitsevan oikeudenalajaottelun mukaan arvopaperimarkkinaoikeuden katsotaan kuuluvan kauppaoikeuteen. Asia voidaan ilmaista myös siten, että tutkimus sijoittuu rahoitusmarkkinaoikeuden alaan. Suomessa rahoitusmarkkinaoikeuden käsite ei ole vakiintunut. Rahoitusmarkkinaoikeutta voidaan pitää globaalistuneiden markkinoiden yksityisoikeudellisen ohjailun yhtenä pääalueena, mutta toisaalta yksityisoikeudellisesta ulottuvuudestaan huolimatta rahoitusmarkkinaoikeutta ei voida pitää pelkästään yksityisoikeudellisena etenäkään arvopaperimarkkinaoikeuden osalta.⁵⁸ Rahoitusmarkkinaoikeuden englanninkielinen käännös ”*Financial Markets Law*” on vakiintunut ilmaisu kuvaamaan oikeudenalaa, joka tarkastelee laajasti rahoitusmarkkinoihin liittyviä oikeuskysymyksiä. Globalisaatio ja integraatio ovat antaneet aihetta kohdella kansainvälistä rahoitusmarkkinaoikeutta omana erotettavissa olevana oikeudenalanaan. Tällöin tiettyä yhteiskuntatodellisuuden osa-alueetta koskevia oikeusnormeja jäsennetään ja tulkitaan tavalla, joka antaa niille merkityksen autonomisena ja erillisenä, tosin muihin oikeudenaloihin turvautuvana, systeeminä.⁵⁹

⁵⁸ Ks. tähän liittyvästä debatista esim. Collin 2020, s. 27–28.

⁵⁹ Sebastianutti 2009, s. 70–71 ja Kari 2012, s. 126.

Kansainvälisessä kirjallisuudessa arvopaperimarkkinaoikeus on katsottu osaksi rahoitusmarkkinaoikeutta. Arvopaperimarkkinaoikeuden sisällöstä oikeudenalana ei vallitse oikeuskirjallisuudessa täsmällistä ja riidatonta näkökantaa, mutta arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn ja valvonnan on nähty suuntautuvan nimenomaan toimijoihin, jotka keräävät pääomaa, hallitsevat riskejään ja tavoittelevat sijoitustuotoja arvopaperimarkkinoilla, sekä erilaisten arvopaperimarkkinoihin kytkeytyvien välitys- ja markkinainfrastruktuuripalveluiden tarjoajiin. Lisäksi arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuria koskevan sääntelyn on katsottu kuuluvan arvopaperimarkkinaoikeuden alaan. Arvopaperimarkkinaoikeus on kehittynyt itsenäiseksi oikeudenalakseen vasta viimeisten vuosikymmenien aikana⁶⁰, ja sitä leimaavat sen nuorena lisäksi tietyt erityispiirteet, jotka vaikuttavat sen metodologisiin aspekteihin ja tulkintaan. Arvopaperimarkkinat kehittyvät tyypillisesti hyvin nopeasti ja dynaamisesti, mikä asettaa haasteita lainsäätäjälle. Alan normisto on puolestaan harvinaisen monikerroksista ja EU-tasoisesti harmonisoitua. Lisäksi arvopaperimarkkinaoikeutta oikeudenalana leimaa vahva poikkitieteellisyys. Ensinnäkin arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä ja eritoten valvonnalla on julkis- ja rikosoikeudellisia ulottuvuuksia, mutta toisaalta arvopaperimarkkinaoikeudellisella sääntelyllä rajataan esimerkiksi liikkeenlaskijoiden ja sijoittajien välisiä yksityisoikeudellisia yhteyksiä. Lisäksi arvopaperimarkkinaoikeudellisella tutkimuksella on vanhastaan ollut voimakkaat yhtymäkohdat taloustieteelliseen tieteenharjoitukseen.⁶¹

Edellä mainittuja laajempaa viitekehyksenä tutkimuksen voidaan todeta kuuluvan yritys juridiikan (*business law tai law and management*) tutkimuskenttään. Taloustieteellisten menetelmien käyttö juridisten tilanteiden ja käsitteiden apuvälineenä on usein välttämätöntä – toisaalta yritys juridiikka on keskeinen osa yrityksen liiketoimintaosaamista. Yritysjuridisessa tutkimuksessa on aina jossain määrin huomioitava yrityksen käytännön toiminta esimerkiksi yhdistelemällä oikeustiedettä ja kauppatieteitä. *Rudanko* määrittelee yritys juridiikan ja liiketalouden rajankäyntiä ytimekkäästi: ”Yritys juridiikka ei ole puhtaasti kauppaoikeutta eikä liiketaloutta, vaan edustaa omaa näkökulmaansa, jossa yhdistellään muun muassa näiden ’emotieteiden’ antia.”⁶² Jos asiaa ei tarkastella tiukasti oikeudenalajaottelun pohjalta, tämä tutkimus kuuluu itse asiassa nimenomaan yritys juridiikan otsikon alle. Yritysjuridiseen tutkimuskenttään

⁶⁰ Ks. esimerkkinä Sillanpää 1994.

⁶¹ Moloney 2014, s. 2; Veil 2017, s. 23; Valla 2017, s. 43 ja Collin 2020, s. 26–27.

⁶² Rudanko 2004, s. 1243.

sijoittumista ei ainakaan vähennä se seikka, että sijoitusrahastoja voidaan pitää ennemminkin taloudellisena kuin oikeudellisena ilmiönä.⁶³ Tämän takia sijoitusrahastoja koskevassa tutkimuksessa tulisi hallita jossain määrin myös taloustieteitä.⁶⁴

Suomalaisen yhtiöoikeustutkimuksen tyylisuunnat on *Pekka Timosen* mukaan mahdollista jakaa summittaisesti neljään osittain eri ajanjaksoina vallinneeseen tyyli-suuntaan. Ensimmäinen tyyliisuunta symboloi skandinaavista realismia ja ajoittui 1900-luvun ensimmäiselle puoliskolle. Toinen ryhmä muotoutuu analytyttisen yhtiöoikeustutkimuksen harjoittajista. Kyseisen tyyli-suunnan viriämisen Timonen sijoittaa vuoteen 1946. Kolmas ja neljäs tyyliisuunta, joita voidaan kutsua yhtiöoikeudelliseksi erityistutkimukseksi sekä kansainvälistyväksi ja avautuvaksi yhtiöoikeudeksi, alkoivat nousta esille myöhemmin 1960- ja 1970-lukujen vaihteessa. Analytyttisen yhtiöoikeuden edustajat näkevät yhtiöoikeuden osana yleistä siviili- tai varallisuus-oikeudellista järjestelmää, jossa käsiteltäviä kysymyksiä voidaan analysoida eri oikeudenalojen näkökulmista, kun taas yhtiöoikeudellinen erityistutkimus korostaa osakeyhtiöoikeuden erillisääntelyä – ja tämän tyyli-suunnan edustajat painottavat oikeudellisten ongelmien ratkaisemisessa yhtiöoikeudellisten erityispiirteiden havainnoimista. Tyypillisesti yhtiöoikeudellisessa erityistutkimuksessa korostetaan erityisesti yhtiöoikeudellisia järjestelmäargumentteja menetelmällä, joka koettaa sulkea yhteisempää siviili- ja varallisuus-oikeudellista argumentaatiota ja vertailukohtia tarkastelun ulkopuolelle.⁶⁵

Timosen mukaan kansainvälistyvissä ja avautuvassa yhtiöoikeudessa on kyse näkökulmien ja kysymyksenasettelujen sekä argumentaation laventumisesta siten, että tutkimuksessa on turvauduttu taloustieteeseen ja huomioitu Suomen EU-jäsenyyden tuomat toimintaympäristön muutokset.⁶⁶ Myös tämän tutkimuksen yhtiöoikeudellinen tarkastelu voidaan luokitella kansainvälistyvän ja avautuvan yhtiöoikeuden piiriin, vaikka siinä ei yksinomaan hyödynnetä taloustieteellistä argumentaatiota. Tutkimuksen sijoittuminen kansainväliseen ja avautuvaan yhtiöoikeuteen ilmenee siten, että tämän tutkimuksen teema perustuu vahvasti sääntelykilpailuteoriaan, EU-oikeuteen ja ylipäätään kansainvälisiin sääntelykäytäntöihin sekä siihen, että tutkimuksessa ei nojauduta horjumattomasti osakeyhtiöoikeudellisiin oppeihin ja periaatteisiin. Tämä tutkimus antaa osittain myös painoarvoa rahastotoiminnan käytännön toiminnasta

⁶³ Ks. yritysjuridisesta tutkimuksesta myös Ruuhonen 2013, s. 15–16.

⁶⁴ Ks. vastaavasti osakeyhtiöoikeudellisen tutkimuksen osalta Nuolimaa 1998, s. 1076.

⁶⁵ Timonen 1998, s. 277 ja 280–281; Nuolimaa 1998, s. 1074–1075 ja Collin 2020, s. 10.

⁶⁶ Timonen 1998, s. 281.

kumpuaville reaalille argumenteille. Reaalilla argumenteilla eli seuraamusargumenteilla tarkoitetaan lainopillisen tulkinnan yhteydessä ennakoitavissa olevia yhteiskunnallisia vaikutuksia, joita voidaan käyttää yhtenä oikeuslähteenä.

Laajasti tarkasteltuna arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus on ollut 1990-luvulta alkaen monipuolista. Omana tyyliisuuntanaan voidaan pitää yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisia tutkimuksia, joissa on syvennytty näiden oikeudenalojen rajapintaan kytkeytyviin ongelmiin, kuten julkisiin ostotarjouksiin tai pörssiyhtiön osakkeiden omistukseen liittyvään riskiin.⁶⁷ Yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudelliset tutkimukset ovat kuitenkin tyypillisesti pääasiassa yhtiöoikeudelliseksi luonnehdittavia tutkimuksia niiden vahvasta arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta huolimatta. Toinen näkyvä lajityyppi on ollut syventyminen arvopaperimarkkinaoikeuteen liittyviin yksityisoikeudellisiin kysymyksiin. Näissä tutkimuksissa on noussut esille muun muassa sijoittajansuojan, erinäisten markkinatoimijoiden vahingonkorvausvastuun ja luottoriskinvaihtosopimusten oikeudellisen luonteen tutkiminen.⁶⁸ Kolmas ja suosittu tyyliisuunta on kohdistunut sisäpiiritietoon, markkinoiden väärinkäyttöön ja tiedonantovelvollisuuksiin pääasiassa rikosoikeudellisella näkökulmalla.⁶⁹ Lisäksi voidaan mainita *Ilmonen* ja *Marjosolan* väitöskirjat⁷⁰, joissa EU-oikeudella on ollut aikaisempiin arvopaperimarkkinaoikeudellisiin tutkimuksiin verrattuna erityisen korostunut rooli.⁷¹

Kun aihepiiriä rajataan varsinaiseen arvopaperisijoittamiseen ja sitä lähellä oleviin teemoihin, on tutkimuksen määrä vähäisempää. Viimeisen hieman yli vuosikymmenen ajalta merkittävistä arvopaperisijoittamista käsittelevistä oikeustieteellisistä julkaisuista voidaan mainita *Olli Norroksen* ja *Timo Kaisanlahden* tutkimus Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla: liikkeeseenlaskijan tiedonantovirhe (2021)⁷², *Sakari Wuolijoen* Pankin neuvontavastuu – varallisuusoikeudellinen tutkimus pankin neuvonta- ja tiedonantovelvollisuuksista (2009)⁷³ sekä *Kari Hopun* Sijoituspalvelusopimukset (2009)⁷⁴. Tuoreemmasta päästä ovat *Matti Turtiaisen* Sijoituspalvelut ja asiakas (2018)⁷⁵, *Marika Salon* Sijoittamisen ohjaaminen – Sijoitusneuvot ja -suosituk-

⁶⁷ Esimerkkeinä voidaan mainita Sillanpää 1994; Timonen 1997; Kaisanlahti 1999; Savela 1999 ja Vahtera 2011.

⁶⁸ Mainittakoon Turtiainen 2004; Passinen 2007; Juurikkala 2015 ja Luukkonen 2018.

⁶⁹ Esim. Kurenmaa 2003; Huovinen 2004; Annola 2005; Häyrynen 2006; Knuts 2010 ja Kotiranta 2014.

⁷⁰ Ilmonen 2016 ja Marjosola 2017.

⁷¹ Collin 2020, s. 11–12.

⁷² Norros 2009.

⁷³ Wuolijoki 2009.

⁷⁴ Hoppu 2009.

⁷⁵ Turtiainen 2018.

set sijoittajan päätöksenteossa (2016)⁷⁶ ja *Marja Luukkosen* Sijoittajan velvollisuudet (2018)⁷⁷. Kotimaisen tutkimuksen määrä vähenee entisestään, kun rajaudutaan sijoitusrahastosääntelyä koskevaan tutkimukseen. Sijoitusrahasto on ollut akateemisena tutkimuskohteena kahdessa kotimaisessa lainopillisessa väitöskirjassa: *Matti Turtiaisen* siviilioikeudellisessa tutkimuksessa⁷⁸ ja *Tomi Viitalan* oikeusvertailevassa vero-oikeudellisessa tutkimuksessa⁷⁹. Lisäksi edellä mainitun *Norroksen* ja *Kaisanlahden* tutkimuksen edeltäjässä⁸⁰ käsitellään paljon sijoitusrahastoja, minkä lisäksi *Ilkeä Harju* ja *Jarkko Syyrilä* ovat julkaisseet kommentaariteoksen Sijoitusrahastolainsäädäntö (2001)⁸¹ sekä *Norros* ja *Syyrilä* sijoitusrahastoja koskevia artikkeleita⁸². *Kari Hoppu* on kuvannut sijoitusrahastomarkkinaa yleisluontoisesti tutkimuksissaan.⁸³ Tuoreimmasta päästä voidaan mainita *Ilkeä Harjun* sijoitusrahastoja käsittelevät artikkelit⁸⁴ ja tämän tutkimuksen osajulkaisu⁸⁵. Oikeuskirjallisuus muissa Pohjoismaissa on vähäistä.

Tutkimuksen teoreettinen viitekehys kytkeytyy rahastosääntelyn tutkimukselle sääntelykilpailun ja sääntelyn kansainvälisen kilpailukyvyn näkökulmasta, johon liittyy oikeustaloustieteellisiä ulottuvuuksia. Kotimaisesta tutkimuksesta on syytä mainita erikseen *Matti Engelbergin* tutkimus (2019), jossa argumentoidaan *de lege ferenda* niin sanotun Scheme of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelyn tuomista Suomen yhtiöoikeuteen.⁸⁶ Vaikka *Engelbergin* argumentointi keskittyy pääasiassa oikeussuojan tehokkuuteen liittyviin kysymyksiin, sävyttää myös hänen tutkimustansa tietynasteinen huoli Suomen lainsäädännön kilpailukyvyistä. Vastaavasti kuin tässä tutkimuksessa tehdään, arvioi *Engelbergin* tutkimus Suomen näkökulmasta tuntemattoman oikeudellisen instituution tuomista Suomeen.

Euroopan sijoitusrahastomarkkinoilla sääntelypohja rakentuu EU-sääntelystä ja kansallisesta lainsäädännöstä. Ylätasolla EU-sääntely koostuu UCITS- ja AIFM-direktiiveistä. Kansallisen rahastosääntelyn kilpailukykyyn vaikuttavat poikkeukset yhteissääntelystä. Muita maakohtaisesti säänneltäviä merkittäviä kokonaisuuksia rahastotoiminnan kannalta ovat yhtiö- ja verolainsäädäntö, joista ensiksi mainittu on tämän

⁷⁶ Salo 2016.

⁷⁷ Luukkonen 2018.

⁷⁸ Turtiainen 2004.

⁷⁹ Viitala 2004.

⁸⁰ Norros 2009a.

⁸¹ Harju – Syyrilä 2001.

⁸² Norros 2009b, s. 491–513 ja Syyrilä 2002, s. 259–270.

⁸³ Hoppu 2004, s. 56–60 ja Hoppu 2009, s. 82–85.

⁸⁴ Harju 2020a ja Harju 2021.

⁸⁵ Vepsä 2021a; Vepsä 2021b; Vepsä 2022a ja Vepsä 2022b.

⁸⁶ Engelberg 2019.

tutkimuksen keskiössä. Suomessa on mahdollista perustaa vain sopimusperusteisia yhteissijoitusyhtiöitä, minkä takia kiinnostus muita yhteissijoittamisen oikeudellisia rakenteita kohtaan on vähäisempää, eivätkä ne ole olleet juurikaan kotimaisen tutkimuksen kohteena.⁸⁷ Sijoitusyhtiöitä koskevan kotimaisen tutkimuksen puuttumisen ja sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisen ja siihen liittyvän julkisen keskustelun⁸⁸ vuoksi tämän tutkimuksen teema on merkityksellinen ja ajankohtainen.

1.1.6 Keskeinen lähdeaineisto

Tämän tutkimuksen tutkimusartikkelien oikeusvertaileva tiedonintressi on nähtävissä myös lähdeaineistosta. Kotimaiset lähteet ovat selvästi vähemmistössä, koska tämän tutkimuksen teemasta ei ole aiemmin tehty kotimaista tutkimusta. Pääasiallisina lähteinä on käytetty vieraiden valtioiden lakeja ja muita sääntelyinstrumentteja. Oikeusvertailu vaatii onnistuakseen myös syvällistä kohdemaan sääntelyn taustalla vaikuttaneiden syiden ymmärtämistä. Lähdeaineiston osalta tätä tehtävää palvelevat lukuisat vieraiden valtioiden virallislähteet, kuten esimerkiksi erilaiset asiantuntija- ja virkamiestyöryhmien selvitykset, mietinnöt ja raportit sekä muunlaiset lainvalmistelun taustamateriaalit, joiden rakenne ja ominaisuudet vaihtelevat tarkasteltavasta lainkäyttöalueesta riippuen. Ulkomaista oikeuskäytäntöä on myös hyödynnetty. Vertailun kohteena olevista maista ja lainkäyttöalueista voidaan mainita keskeisinä esimerkkeinä seuraavat: Luxemburg, Irlanti, Yhdistynyt kuningaskunta, Ruotsi, Hongkong, Singapore ja Australia. Tämän lisäksi joidenkin maiden ja lainkäyttöalueiden lainsäädäntöön on tutustuttu pintapuolisemmin, joista voidaan mainita esimerkkeinä Saksa, Ranska, Intia ja Yhdysvallat⁸⁹.

⁸⁷ Vepsä 2021a, s. 5.

⁸⁸ Ks. esim. Finanssiala ry 2022, jonka mukaan: ”Kotimaisten sijoitusrahastojen kansainvälistä kilpailukykyä on parannettava. Tämä on toteutettava sijoitusrahastolain uudistuksessa jatkovalmisteluun siirrettyjen ehdotusten mukaisesti, kuten rahastojen osuusrekisterin kehittämällä sekä vaihtuvapääomaisella sijoitusyhtiömallilla.”

⁸⁹ Yhdysvaltalainen rahastojen hallinnointijärjestelmä erotetaan tyypillisesti eurooppalaisesta vastineestaan. Tämä johtuu eurooppalaisen ja yhdysvaltalaisen järjestelmän eroista. Ks. tältä osin esim. OECD 2000, s. 12 ja Thompson – Choi 2001, s. 4–5, 15 ja 43. Vertailu yhdysvaltalaiseen sääntelyjärjestelmään on perusteltua, sillä edellytyksellä, että vertailussa tiedostetaan järjestelmien väliset eroavaisuudet.

Oikeusvertailun kohteita ei ole valikoitu satunnaisesti. Euroopan valtioista valitut keskeiset vertailukohteet Yhdistynyt kuningaskunta, Irlanti ja Luxemburg kuuluvat Euroopan viiden suurimman rahastovaltion joukkoon.⁹⁰ Luxemburgin ja Irlannin suuret rahastopääomat johtuvat pääosin menestyksekkäästä rajojen yli markkinoinnista, kun taas Yhdistyneen kuningaskunnan rahastopääomien määrään vaikuttaa myös maan suuri väkiluku, jonka vuoksi maassa on vahva kansallinen markkina⁹¹. Yhdistyneen kuningaskunnan sijaan tarkasteltavaksi olisi voitu valita esimerkiksi Ranska tai Saksa, mutta Yhdistyneen kuningaskunnan valintaa puoltaa muista valtioista poikkeava sijoitusyhtiöiden hallintorakenne, joka on ollut tarkemman tutkimuksen kohteena tämän tutkimuksen tutkimusartikkeleissa.⁹² Rahastotoiminnan kansainvälisyyden takia ja tarkoituksenmukaisen tutkimusotannon takaamiseksi vertailu ulottuu kotimaisen lainsäädäntötyön perinteisiä oikeusvertailun kohteita – Pohjoismaita ja manner-Euroopan EU-valtioita⁹³ – laajemmalle esimerkiksi brittiläisen imperiumin entisiin ja nykyisiin lainkäyttöalueisiin, joissa on kehittyntä rahoitusmarkkinoiden sääntelyä⁹⁴ ja joiden lainvalmistelussa on lähiaikoina pohdittu tämän tutkimuksen teemaan liittyviä kysymyksiä. Mikäli vertailumaat ovat keskenään liian samankaltaisia, ei tutkimus voi tarjota paljonkaan kiinnostavaa *de lege ferenda*.⁹⁵ Vertailu tuottaa tieteellisesti sitä luotettavampia tuloksia, mitä useampi tapaus on vertailun kohteena.⁹⁶

Etenkin Luxemburgin, ja viime aikoina myös Irlannin, sääntelyä on käytetty mallilainsäädäntönä monien muiden maiden rahastosääntelyä uudistettaessa. Suomen näkökulmasta rahastosääntelyn terävä mukautuminen tuotekehittelyyn ja markkina-kehitykseen vaatii näiden kahden EU-valtion yksityisoikeudellisen rahastosääntelyn analyysia ja aktiivista seuranta.⁹⁷ Oikeusvertailun tiedonintressinä korostuu usein

⁹⁰ EFAMA 2022, s. 13 ja 21. Kyseiset maat kuuluvat viiden suurimman rahastovaltion joukkoon rahastopääomilla mitattuna, jos tarkastelu koskee pelkkien yhteissijoitusyritysten rahastopääomia tai yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen yhteenlaskettuja rahastopääomia.

⁹¹ EFAMA 2022, s. 59 mukaan Yhdistyneen kuningaskunnan kansallinen rahastomarkkina on Saksan jälkeen toiseksi suurin Euroopassa.

⁹² Ks. Vepsä 2021a, s. 27–35 ja Vepsä 2022a, s. 185–186.

⁹³ Ks. Mikkola 2003, s. 3, joka toteaa: ”Oikeusvertailua on perinteisesti harjoitettu sellaisten valtioiden kanssa, joissa oikeussäännösten sanamuodot ovat Suomen oikeuden kanssa yhtenevät tai joissa oikeussäännökset pohjautuvat esimerkiksi samoihin ylikansallisiin normistoihin. Kansainvälistymisen myötä tämä näkökulma on käynyt liian kapeaksi. Tästä syystä oikeusvertailun avulla on tuotettava oikeasuhtaista informaatiota käytännössä vieraammiksikin jääneiden oikeusjärjestysten sisällöstä – ja erityisesti niistä instituutioista, jotka ovat kansalliselle oikeudelle tuntemattomat.”

⁹⁴ Esimerkiksi tämän tutkimuksen oikeusvertailun kohteena olevat Hongkong, Singapore ja Australia ovat merkittäviä finanssikeskuksia.

⁹⁵ Mattila 1979, s. 44.

⁹⁶ Husa 2013, s. 32.

⁹⁷ Harju 2021, s. 41. Luxemburgin ja Irlannin sääntelyä ei seurata aktiivisesti vain EU:ssa, vaan myös maailmanlaajuisesti. Ks. esim. Singaporen sijoitusyhtiösääntelyn valmistelusta MAS 2017, s. 6, jonka mukaan: ”The proposed framework takes into consideration the laws and practices in other leading fund jurisdictions including Luxembourg, the Republic of Ireland and the United Kingdom.”

parhaiden käytäntöjen omaksuminen ulkomaisista sääntelyratkaisuisista ja oikeudellisista innovaatioista.⁹⁸ Rahastolainsäädännön kehittämisen näkökulmasta on hedelmällisempää tutkia Luxemburgin rahastosääntelyä verrattuna esimerkiksi vaikkapa Kolumbian sääntelyyn.⁹⁹ Tarkoituksena ei ole väittää, että rahastosääntelyn paremmuutta voitaisiin vertailla yksinomaan esimerkiksi rahastopääomien määrän perusteella. Tästä huolimatta pääomien suhteellisen vapaaseen liikkuvuuteen ja sääntelykilpailuun perustuen on mahdollista argumentoida, että kansainvälisen rahastoklusterin asemaan nousseet valtiot ovat onnistuneet rakentamaan keskimäärin toimivampaa rahastosääntelyä kuin ympäröivät valtiot, unohtamatta kuitenkin muita rahastopääomien määrän kehitykseen vaikuttavia tekijöitä¹⁰⁰.

Oikeusvertailevan tutkimusaineiston lisäksi lähteenä on käytetty runsaasti kansainvälisiä sijoitusrahastoja koskevia tieteellisiä artikkeleita ja oikeuskirjallisuutta. Alan tunnetuista tutkijoista voidaan mainita esimerkkeinä *Anita K. Krug*, *Dirk Zetsche*, *John Morley*, *Eric D. Roiter* ja *Iris H-Y Chiu*. Ulkomainen tutkimuskirjallisuus kohdistuu laajasti eri valtioiden, kuten Yhdysvaltojen, Luxemburgin, Yhdistyneen kuningaskunnan ja Irlannin rahastosääntelyyn. Lähdeaineiston osalta vähemmistöön jäävästä kotimaisesta aineistosta on hyödynnetty laajalti niin oikeuskirjallisuutta, tieteellisiä artikkeleita kuin lainsäädäntöäkin ja lainvalmistelutöitä, kuten hallituksen esityksiä ja työryhmämietintöjä.

1.1.7 Tutkimuksen rajaukset

Tämän tutkimuksen kohteena on vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön tarpeen ja sääntelyn tutkiminen Suomen näkökulmasta. Näin ollen tutkimuksen tiedonintressi on rajattu kapeasti eroteltavissa olevaan sijoitusrahastojen oikeudelliseen rakenteeseen eikä sijoitusrahastoja tarkastella yleisellä tasolla. UCITS-direktiivi eikä AIFM-direktiivi säädä tarkemmin sijoitusyhtiöiden oikeudellisesta muodosta, vaan tämä on jätetty jäsenvaltioiden tehtäväksi.¹⁰¹ Sijoitusyhtiön ei siis välttämättä tarvitse muistuttaa osakeyhtiötä, vaikka käytännössä muunlaiset etenkin UCITS-direktiivin mukaiset sijoitusyhtiöt ovat harvinaisia. Tässä tutkimuksessa tutkitaan ainoastaan sijoitusyhtiö-

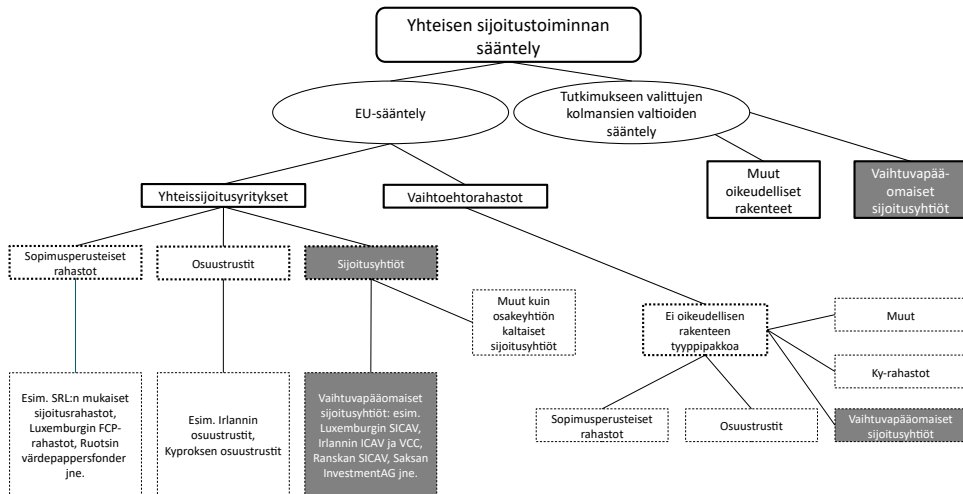
⁹⁸ Husa 2013, s. 63.

⁹⁹ Ks. esim. Treasury (Australia) 2018a, s. 4, joka on valinnut vertailukohteiksi johtavia rahastoklustereita: ”To this end, the Government has analysed the regulatory regimes of leading fund domiciles, target export markets, and major financial centres in our region. European economies are the most common global domiciles for cross-border funds management.”

¹⁰⁰ Näitä ovat muun muassa verotus ja toimiva palveluinfrastruktuuri.

¹⁰¹ Vandamme 1988, s. 31.

rakennetta, joka on osakeyhtiön kaltainen ja käsitteellä *vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö* viitataan kyseiseen rakenteeseen.¹⁰² Alla olevassa kuviossa on havainnollistettu, mitä tässä tutkimuksessa tutkitaan suhteessa yhteisen sijoitustoiminnan erilaisten oikeudellisten rakenteiden laajaan kontekstiin.



Kuva 2. Tutkimuskohteet suhteessa yhteisen sijoitustoiminnan laajaan sääntelykenttään oikeudellisten rakenteiden näkökulmasta (tämän tutkimuksen tutkimuskohdetta on havainnollistettu tummalla korostusvärillä).

Tutkimuksessa vertaillaan soveltuvin osin sijoitusyhtiötä muihin rahastojen oikeudellisiin rakenteisiin, kuten sopimusperusteisiin sijoitusrahastoihin ja osuustrusteihin. Tästä huolimatta muiden rahastomuotojen kuin vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön ominaisuuksia ei tarkastella yksityiskohtaisesti. Tarkastelu on rajattu erityisesti niihin sijoitusyhtiön ominaisuuksiin ja toiminnan osa-alueisiin, jotka on EU-tasolla jätetty jäsenvaltioiden säädettäväksi, ja jotka ovat enemmän tai vähemmän valtioiden välisen sääntelykilpailun kohteina. Tässä tutkimuksessa erityisen tarkastelun kohteena ovat sijoitusyhtiöiden toiminnan keskeiset periaatteet, hallinto, pääomajärjestelmä, osakkeet ja alarahastorakenne. Näin ollen EU-sääntelyssä yksityiskohtaisesti harmonisoituja rahastosääntelyn osa-alueita, kuten esimerkiksi sijoitustoimintaa ja sijoitus-

¹⁰² Ks. myös Vepsä 2022a, s. 6, jossa todetaan, että useimmiten kansainvälisessä kirjallisuudessa sijoitusyhtiö-termiä käytetään yksinomaan puhuttaessa osakeyhtiöitä muistuttavista vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä.

rajoituksia, toimilupaprosessia ja markkinointia koskevia kysymyksiä ei tarkastella. Tarkastelun ulkopuolelle on rajattu myös yritysjärjestelyiden yksityiskohtainen tarkastelu ja sijoitusyhtiötoimintaan liittyvät vahingonkorvaus- ja rangaistusseuraamukset.

Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden verokohtelun tutkiminen rajataan nimenomaisesti tämän tutkimuksen ulkopuolelle, koska verokohtelun tutkiminen on selvästi erillinen laaja kokonaisuus, jota ei varsinaisesti analysoida tässä tutkimuksessa. Verokysymyksiä on sivuttu tämän tutkimuksen artikkeleissa.¹⁰³ Sijoitusrahastojen verotusta on tutkittu Suomessa melko paljon ja sitä koskevaa oikeuskäytäntöä löytyy runsaasti. Verotuskäytäntöä Keskusverolautakunnasta¹⁰⁴, Helsingin hallinto-oikeudesta¹⁰⁵, korkeimmasta hallinto-oikeudesta¹⁰⁶ ja EUT:sta¹⁰⁷ on kosolti enemmän kuin yksityisoikeudellista oikeuskäytäntöä sijoitusrahastoista, eikä esimerkiksi korkein oikeus ole antanut ainuttakaan sijoitusrahastoa koskevaa oikeustapausta. Verotuskäytännössä ratkaisut koskevat valtaosin kysymystä siitä, millaiset ulkomaiset yhteissijoittamisen oikeudelliset rakenteet ovat tai eivät ole olleet verrattavissa suomalaiseseen sijoitusrahastoon. Kotimainen fiskaalinen näkökulma on oikeuskirjallisuudessa lähinnä suuntautunut yhteissijoittamisen ulkomaisten oikeudellisten rakenteiden lähdeverotukseen, josta ainakin *Einari Karhu*, *Tomi Viitala* ja *Kristiina Äimä* ovat julkaisseet artikkeleita.¹⁰⁸ Lisäksi *Pekka Nykänen* on julkaissut useita sijoitusrahastojen verotusta käsitteleviä artikkeleita.¹⁰⁹

¹⁰³ Ks. Vepsä 2022b, s. 365–366, 372 ja 389.

¹⁰⁴ Esim. KVL 1999/72; KVL 1998/102; KVL 61/2002 (Saksa); KVL 1/2006 (Saksa); KVL 2/2006; KVL 65/2008; KVL 2009/72 (Alankomaat); KVL 2010/33 (Luxemburg); KVL 21/2011 (Norja); KVL 2/2012; KVL 8/2013 (Luxemburg); KVL 14/2013; KVL 15/2013 (Malta); KVL 54/2014; KVL 2/2015; KVL 13/2015; KVL 17/2016 (Saksa); KVL 44/2016 (USA); KVL 53/2017; KVL 57/2017; KVL 58/2017 (Luxemburg); KVL 60/2017 (Belgia).

¹⁰⁵ Esim. HHaO 15.10.2013 ja 7.10.2015.

¹⁰⁶ Esim. KHO 14.6.1999 T 1600; KHO 10.5.2000 taltio 862; KHO 2004:111 (Luxemburg); KHO 2004:116 (Luxemburg); KHO 2007:42 (Aberdeen); KHO 27.4.2009 taltio 1010; KHO 12.3.2010 taltio 470 (Luxemburg); KHO 2010:15 (Aberdeen); KHO 2014:138; KHO 13.1.2017 taltio 61; KHO 2015:9 (Yhdysvallat); KHO 2015:T 61 (Yhdysvallat); KHO 2.3.2016 (HHaO 15.10.2013 13/1447/4, Saksa); KHO 19.12.2016 taltio 5433; KHO 2019:80 (Luxemburg).

¹⁰⁷ Esim. C-303/07 Aberdeen Property Fininvest Alpha.

¹⁰⁸ Viitala 2006, s. 406–416; Karhu 2012, s. 403–413; Äimä 2012, s. 528–543 ja Karhu 2015, s. 487–495.

¹⁰⁹ Esim. Nykänen 2008; Nykänen 2014; Nieminen – Nykänen 2020 ja Nykänen 2022.

1.2 Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö

1.2.1 Oikeudellinen rakenne

Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on Suomen oikeuden näkökulmasta tuntematon oikeudellinen rakenne. Rakenteen analysointi edellyttää ulkomaisiin sääntelymalleihin tutustumista. Tässä luvussa mallinnetaan kokonaiskuva vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön perusominaisuuksista. Tarkastelu pohjautuu tutkimusartikkeleihin 1–4 ja niissä toteutettuun kansainväliseen oikeusvertailuun. Vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä esiintyy mannereurooppalaisissa, *common law*- ja niin sanotuissa seka-oikeusjärjestelmissä. Näin ollen sitä ei voida lokeroida pelkästään mihinkään tiettyyn oikeusjärjestelmään kuuluvaksi, vaan kansainvälinen sääntelykilpailu on johtanut siihen, että sitä voidaan pitää kansainvälisen varainhoitosektorin yhteisenä instituutiona. Näitä järjestelyille lähes universaaleja ominaispiirteitä vedetään yhteen tässä luvussa.

Vaihtuvapääomaisella sijoitusyhtiöllä tarkoitetaan yhtiömuotoista rahastoa, jossa on vaihtuva osakepääoma. Yhtiömuotoisessa rahastossa olevan varallisuuden omistaa erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu osakeyhtiö eli yhtiömuotoinen sijoitusrahasto, jonka osakkeet rahastosijoittajat omistavat. Osakkeenomistajan vastuu on rajoitettu siihen pääomaan, jonka osakkeenomistaja on sijoittanut sijoitusyhtiöön. Kun sijoittajat merkitsevät ja lunastavat vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osakkeita, sen osakepääoma muuttuu merkintöjen ja lunastusten mukana, minkä takia puhutaan ”vaihtuvasta osakepääomasta”. Sopimusperusteiset ja trust-muotoiset rahastot ovat myös vaihtuvapääomaisia, mutta ne eivät laske liikkeeseen osakkeita eivätkä ne omista rahastossa olevia varoja itse. EU-sääntelyssä yhtiömuotoisten rahastojen erityinen asema käy ilmi myös UCITS-direktiivistä, jossa on niitä koskevia erityissäännöksiä, joita ei sovelleta muissa oikeudellisissa rakenteissa perustettuihin rahastoihin^{110, 111}

Toisin kuin sopimus- tai trust-muotoisissa rahastoissa, sijoitusyhtiömallissa rahasto itse (eli vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö) on järjestelyn keskiössä.¹¹² Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on sijoittajista erillinen oikeushenkilö. Sopimusperusteisiin tai trust-muotoisiin rahastoihin verrattuna sijoitusyhtiö ei tarvitse rahastoyhtiötä edustajakseen kolmansien osapuolten kanssa tehtävissä oikeustoimissa, vaan sijoitusyhtiö

¹¹⁰ Esimerkkeinä voidaan mainita UCITS-direktiivin V luvun sijoitusyhtiöitä koskevat velvoitteet ja direktiivin liitteessä I mainitut tiedonantovelvoitteet.

¹¹¹ Vepsä 2021a, s. 30.

¹¹² Warburton 2008, s. 758.

pystyy toimimaan itsenäisesti.¹¹³ Näin ollen se voi solmia sopimuksia tai olla osapuolena oikeudenkäynnissä.¹¹⁴ Sijoitusyhtiön osakepääoma voi muuttua jatkuvasti ja se on aina yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön nettoarvo (NAV), joka lasketaan vähentämällä sijoitusyhtiön varoista sen velat. Osakepääoman suuruus vaihtelee merkintöjen, lunastusten ja varojen arvossa tapahtuneiden muutosten seurauksena. Sijoitusyhtiön osakkeilla ei ole nimellisarvoa, vaan niillä on kirjanpidollinen vasta-arvo, joka on yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön nettoarvo jaettuna liikkeeseen laskettujen osakkeiden lukumäärällä. Näin ollen osakkeen kirjanpidollinen vasta-arvo muuttuu vastaavasti kuin osakepääoma: se on aina yhtä suuri kuin yhden osakkeen nettoarvo.¹¹⁵

Vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt poikkeavat tavanomaista liiketoimintaa harjoittavista osakeyhtiöistä eritoten kolmesta syystä. Ensinnäkin vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osakkeet arvostetaan päivittäin yksinomaan sen omistamien sijoituskohteiden arvon mukaan, kun taas tavallisen osakeyhtiön osakkeiden hintaan vaikuttavat merkittävästi myös yrityksestä tulevaisuudessa saatavat kassavirrat ja kaikki yrityksen toimintaan liittyvä julkinen ja ei-julkinen tieto. Toiseksi vaihtuvapääomaisessa sijoitusyhtiössä osakkeenomistajat voivat lunastaa osakkeet lähtökohtaisesti milloin tahansa lunastusajankohdan nettoarvolla. Kolmanneksi vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön varat muodostuvat yksinkertaisesti osakkeenomistajien sijoittamasta pääomasta (joka arvopapereihin tai muihin sijoituskohteisiin sijoitettuna voi kasvaa tai vähentyä), mikä tarkoittaa sitä, että pääsääntöisesti mikään osa sijoitusyhtiön varoista ei koostu koneista, vaihto-omaisuudesta, immateriaalioikeuksista tai muista eristä, joita tavanomaisesti esiintyy osakeyhtiöiden taseessa.¹¹⁶

Vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely voidaan toteuttaa eri tavoilla. Sijoitusyhtiöistä voidaan säätää kokonaan erillisessä laissa¹¹⁷, taikka pohjana voidaan käyttää osakeyhtiösääntelyä, jota täydennetään rahastoja koskevilla erityislaeilla¹¹⁸. Riippumatta valitusta sääntelyratkaisusta vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä ei kohdella osakeyhtiönä sen perinteisessä merkityksessä, koska sijoitusyhtiö on erityinen

¹¹³ Kremer – Lebbe 2014, s. 52. Jos sijoitusyhtiötä hallinnoi rahastoyhtiö, on ”itsenäisyys” käytännössä kuitenkin vain muodollista, koska sijoitusyhtiön hallituksessa toimii usein rahastoyhtiön hallituksen jäseniä ja työntekijöitä.

¹¹⁴ Warburton 2008, s. 758.

¹¹⁵ Baums – Kiem 2003, s. 5 ja 16; Kremer – Lebbe 2014, s. 52 ja Vepsä 2021a, s. 30.

¹¹⁶ Ks. Krug 2013b, s. 298–299 ja Vepsä 2021a, s. 30–31. Poikkeuksena mainittakoon, että UCITS-direktiivin 50 artiklan 3 kohdan mukaan sijoitusyhtiömuotoinen yhteissijoitusyrittäjä saa hankkia irtainta tai kiinteätä omaisuutta, joka on välittömästi tarpeen sen liiketoiminnan harjoittamisessa. Kyse on tällöin sijoitusyhtiön omista varoista ja ne tulee erottaa vaihtuvasta osakepääomasta. Ks. tältä osin myös Kremer – Lebbe 2014, s. 83.

¹¹⁷ Näin on tehty esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa ja Irlannissa.

¹¹⁸ Luxemburg on omaksunut tällaisen ratkaisun.

yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu yhtiömuoto. Jos vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä kohdeltaisiin osakeyhtiönä ottamatta huomioon vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön erityistä toiminnan tarkoitusta, ajauduttaisiin helposti erinäisiin ongelmiin.¹¹⁹ Vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille onkin ominaista, että niiden toiminnan tarkoitus on rajattu tiukasti yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen, joten niitä ei voida käyttää muunlaisen liiketoiminnan harjoittamiseen eikä niitä ole siihen tarkoitettu.¹²⁰ Rajoite on tarkkarajainen verrattuna tavanomaisiin osakeyhtiöihin, jotka voivat periaatteessa harjoittaa kaikkea laillista liiketoimintaa.¹²¹ Monesti sijoitusyhtiöt ovat myös pelkästään kuorirakenteita, joilla ei ole omia työntekijöitä. Tämän on myös katsottu estävän muunlaisen liiketoiminnan harjoittamista.¹²²

Oikeudellisena ilmiönä vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä ei voida pitää tavanomaisena osakeyhtiönä, vaikka se sinänsä ylätasolla täyttää modernien yhtiöiden peruselementit. Yhtiön peruselementteinä voidaan pitää: (1) oikeushenkilöllisyyttä, (2) osakkeenomistajien rajoitettua vastuuta, (3) siirtokelpoisia osakkeita, (4) keskitettyä johtoa hallituksen muodossa ja (5) omistusoikeuden kuulumista oman pääoman ehtoisiin rahoittajille.¹²³ Sijoitusyhtiöissä nämä kaikki ominaisuudet täyttyvät, kun taas esimerkiksi sopimusperusteisissa sijoitusrahastoissa näin ei ole. Kuitenkin

¹¹⁹ Ks. CLRG First Report 2001, s. 330 ja Krug 2013b, s. 265–266, jonka mukaan Yhdysvalloissa sääntely lähtee siitä, että sikäläiset sijoitusyhtiöt ovat verrattavissa mihin tahansa muihin yhtiöihin. Tästä johtuen sääntelyä on kritisoitu. Euroopassa on otettu toinen näkökulma, joka tunnustaa sijoitusyhtiöiden erityisen luonteen ja kohdistaa sääntelyvelvoitteet sijoitusyhtiötä hoitavalle rahastoyhtiölle. Ks. myös Roiter 2016, s. 3–4, alaviite 4, jossa on mainittu tutkimuksia, jotka puoltavat sitä, ettei yhtiöoikeudellinen corporate governance sovellu sellaisenaan rahastoihin.

¹²⁰ Ks. esim. ICAV Act 2015, section 5(2): ”The sole object of an ICAV shall be the collective investment of its funds in property and giving members the benefit of the results of the management of its funds.” ja The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228), Schedule 2, 3(2): ”The provision referred to in sub-paragraph (1)(a) as to the object of an open-ended investment company must state clearly the kind of property in which the company is to invest and must state that the object of the company is to invest in property of that kind with the aim of spreading investment risk and giving its shareholders the benefit of the results of the management of that property.” Ks. myös Vandamme 1988, s. 31; Baums – Kiem 2003, s. 4; FSTB 2014, s. iv ja 5; MAS 2017, s. 7; Treasury (Australia) 2017a, s. 20; SFC 2019, s. 17; IFSCA Expert Committee 2021, s. 42 ja Treasury (Australia) 2021a, s. 105.

¹²¹ Vepsä 2021a, s. 31.

¹²² Treasury (Australia) 2018a, s. 74. Vrt. MAS 2020c, s. 5, jonka mukaan sijoitusyhtiöllä voisi olla työntekijöitä. Käytännössä on kuitenkin hyvin epätavallista, että sijoitusyhtiöllä tai missään muussaakaan rakenteessa perustetuilla rahastoilla olisi työntekijöitä. Etenkin suljetuissa rahastoissa ammattimaiset sijoittajat pyrkivät sopimusneuvotteluissa yleensä estämään työntekijöiden palkkaumahdollisuuden, jos asianomainen sääntely ei sitä suoraan estä.

¹²³ Armour – Hansmann – Kraakman – Pargendler 2017, s. 5. Ks. sijoitusyhtiön osakeyhtiötä muistuttavista ominaisuuksista myös FSTB 2014, s. iii ja 11.

mitä syvemmltä sijoitusyhtiön käytännön toimintaa tarkastellaan, sitä enemmän erot tavanomaisiin yhtiöihin alkavat korostua. Sijoitusyhtiö on erityistä ja rajoitettua tarkoitusta varten perustettu erikoisyhtiö.¹²⁴

1.2.2 Hallinto

Sijoitusyhtiöissä sijoittajat ovat osakkeenomistajia, joilla on tavanomaisesti äänioikeudet, joita käytetään yhtiökokouksessa. Perinteisesti kontrollioikeus on yksi menetelmä, jolla voidaan pyrkiä varmistamaan, että rahastoyhtiö noudattaa toiminnassaan osakkeenomistajien etuja. Äänioikeuksia voidaan pitää yhtenä sijoittajien perustavanlaatuisena oikeutena.¹²⁵ Sijoitusyhtiöissä on oma yhtiökokouksen nimeämä hallitus, joka on juridisesti erillinen sijoitusyhtiötä hoitavan rahastoyhtiön hallitukseen nähden ja sen pitäisi tosiasiallisesti myös toimia autonomisesti suhteessa rahastoyhtiön hallitukseen.¹²⁶ Osakkeenomistajat kuitenkin käyttävät harvoin hallituksen nimittämisoikeuttaan, koska avoimissa rahastoissa irtautumisoikeus on lähtökohtaisesti toimivin sijoittajansuojamekanismi.¹²⁷ Tämän takia hallitus on usein promootorin¹²⁸ valitsema ja tämä koskee myös riippumattomia hallituksen jäseniä¹²⁹. Hallitus voi suorittaa jäsenvalintansa itse, jos sijoitusyhtiössä ei pidetä varsinaista yhtiökokousta.¹³⁰ Irtautumisoikeus ei kuitenkaan ole mikään sijoittajansuojan ihmelääke.¹³¹ Sijoitusyhtiöiden osakkeenomistajien kontrollioikeus on viimesijainen varakeino, jota ei käytetä silloin, kun sijoitusyhtiötä hoidetaan asianmukaisesti eikä usein myöskään

¹²⁴ Armour – Hansmann – Kraakman – Pargendler 2017, s. 16 kuvaa tällaisia muita yhtiömuotoja ylätasolla seuraavasti: ”There are bodies of law that, at least in some jurisdictions, are contained in statutes or case law that are separate from the core corporation statutes, and from the special and quasi-corporation statutes just described, but that are nonetheless instrumental to the functioning of the five core characteristics of the corporate form or to addressing the corporate agency problems —”

¹²⁵ IOSCO 2006, s. 2.

¹²⁶ PwC 2018, s. 26.

¹²⁷ Näin esim. IOSCO 1994, s. 33 ja Johnson 2018, s. 142. Irtautumisoikeudesta huolimatta sijoittajilla on tavanomaisesti taipumus pysyä kalliissa rahastoissa, vaikka heillä olisi mahdollisuus vaihtaa edullisiin. Toisaalta irtautumisoikeuden ylivertainen asema sijoittajansuojakeinona ei ole kaikissa oikeusjärjestelmissä niin keskeinen; ks. Australian osalta esim. ALRC – CASAC 1993b, s. 29, 64 ja 71 ja Hanharan – Ramsay 2018, s. 443. Australiassa on katsottu, että markkinavoimat riittävät takaamaan asianmukaisen lunastusoikeuden ilman pakottavaa lainsäädäntöä.

¹²⁸ Promootorin määritelmään palataan jäljempänä tämän tutkimuksen luvussa 2.1.1.

¹²⁹ Ks. tähän liittyen Vepsä 2022a, s. 148 ja 188.

¹³⁰ Ks. esim. Vepsä 2022a, s. 156.

¹³¹ Ks. vastaavasti Johnson 2018, s. 154.

silloin, jos irtautumisoikeuden käyttäminen on mahdollista. Tarpeen tullen osakkeenomistajat voivat kuitenkin yhtiökokouksessa halutessaan vaihtaa sijoitusyhtiön hallituksen tai muuttaa sijoitusyhtiön yhtiöjärjestystä.¹³²

Sijoitusyhtiön osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitusyhtiön tasolla toimiva hallitus ovat keskeisimmät hallintorakennetta koskevat ominaisuudet, jotka erottavat sijoitusyhtiöiden hallinnon sopimusperusteisten sijoitusrahastojen, kuten SRL:n mukaisten sijoitusrahastojen, hallinnosta. Sijoitusrahastojen rahasto-osuudenomistajilla ei ole kontrollioikeuksia eikä sijoitusrahastoilla ole omaa hallitusta. Sijoitusyhtiöiden hallitukset toimivat aivan eri tavalla kuin tavanomaista liiketoimintaa harjoittavien yritysten hallitukset. On tärkeää ymmärtää nämä erot, jotta hallintorakenteen osapuolille asetetut odotukset heijastavat käytännön toimintaa ja siten parantavat hallinnon tehokkuutta.¹³³

Sijoitusyhtiöiden osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitusyhtiöiden hallitus ovat olleet runsaan akateemisen keskustelun kohteena etenkin yhdysvaltalaisen tutkijoiden keskuudessa. Kontrollioikeuksia ja erillisen hallituksen tarvetta on yhtäältä kritisoitu, mutta toisaalta myös puolustettu. Kritiikistä huolimatta hallitus on säilyttänyt asemansa sijoitusyhtiöiden hallinnon ominaispiirteenä. Tämä johtuu siitä, että osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja hallitus voivat osoittautua hyödyllisiksi erityisesti silloin, kun irtautumisoikeuden käyttäminen ei ole mahdollista, kuten silloin, jos markkinoilla vallitsee alhainen kilpailun taso.¹³⁴ Irtautumisoikeuden käyttämistä voivat rajoittaa myös monet muut tekijät.¹³⁵

¹³² Vepsä 2022a, s. 190–191.

¹³³ Cullen – Brennan 2017, s. 1869 ja 1886 ja Vepsä 2022a, s. 191.

¹³⁴ Mikäli markkina ei ole kilpailtu, rahoja ei kannata siirtää korvaavaan rahastoon, mikäli korvaavat rahastot ovat alkuperäistä rahastoa kalliimpia. Tällöin markkinavoimien ei voida katsoa takaavan riittävää sijoittajansuojaa. Ks. esim. Morley – Curtis 2010, s. 88 ja 100. Ks. sijoitusrahastomarkkinoiden heikosta kilpailun tasosta myös Vepsä 2022a, s. 151–152. Markkinavoimien kyvykkyyttä pitää sijoitusrahastojen hinnat alhaisina on myös epäilty yhdysvaltaisessa oikeuskäytännössä. Jones v. Harris Associates, 559 U.S. 335, 350–51 (2010) mukaan: ”By the same token, courts should not rely too heavily on comparisons with fees charged to mutual funds by other advisers. These comparisons are problematic because these fees, like those challenged, may not be the product of negotiations conducted at arm's length.”

¹³⁵ World Bank 2008, s. 23 kritisoi irtautumisoikeuden merkitystä sijoittajansuojassa: ”It is not tenable to say that the major remedy for unit-holders in open-ended funds is to sell and move to another fund. There may be negative tax consequences from such a move. In addition, the unit-holder may incur considerable expenses in moving to another fund which may not even meet the unit-holders' risk/return expectations in the first fund.” Ks. myös FCA 2017, s. 18 ja 21. Irtautumisoikeuden käyttämistä voivat vaikeuttaa myös rahastojen päämäärien ja sijoitusstrategioiden vertailtavuuden vaikeus, koska ne on usein epäselvästi määriteltä (ks. esim. FCA 2019, s. 7).

Toimivien markkinavoimien pitäisi olla tehokkain sijoittajansuojakeino¹³⁶, mutta alhaisen kilpailun markkinoilla markkinavoimat eivät takaa tehokkaasti sijoittajansuojaa. Kontrollioikeudet ja hallitus voivat tuoda vaikeasti mitattavaa jatkuvaa hyötyä osakkeenomistajille, koska ne luovat rahastoyhtiölle teoreettisen lisäpelotteen erottamisuhan muodossa¹³⁷, jota sopimusperusteisten sijoitusrahastojen hallintorakenne ei tarjoa. Äärimmäinen tyytymättömyyden osoittaminen rahastoyhtiötä kohtaan on sen vapauttaminen tehtävistään.¹³⁸ Yleensä tyytymättömyys kuitenkin ilmaistaisiin irtautumisoikeutta käyttämällä,¹³⁹ mutta se ei kuitenkaan tee hallituksia tarpeettomaksi. EU-sääntelyn mahdollistama sääntelykilpailu ja sen rajoissa tapahtuva sääntelyevoluutio puoltavat myös sijoitusyhtiöiden hallituksen merkitystä.¹⁴⁰

Hallituksen avulla sijoitusyhtiörakenteeseen tuodaan rahastoyhtiön toiminnan valvontaan lisäkerros, jota sopimusperusteisissa sijoitusrahastoissa ei ole. Rahastotasolla toimiva hallitus valvoo sijoittajien etuja paremmin rahastoyhtiön tasolla toimivaan hallitukseen verrattuna, koska rahastotasoisien hallituksen lakisääteisenä tehtävänä on yksinomaan valvoa osakkeenomistajien eli rahastosijoittajien etuja¹⁴¹, kun taas rahastoyhtiön hallituksella on sekä rahastosääntelyn mukainen velvollisuus toimia osuudenomistajien etujen mukaisesti että yhtiöoikeudellinen velvollisuus ajaa rahastoyhtiön etua, jolloin molempien velvollisuuksien toteuttaminen täysimääräisesti ei useinkaan onnistu.¹⁴² Toisin sanoen rahastoyhtiöllä voi olla useampi kuin yksi pää-

¹³⁶ OECD 2000, s. 36–37. Voimakas kilpailu voi jopa kannustaa rahastoyhtiöitä ylittämään sääntelyn vähimmäisvaatimukset esimerkiksi tiedonantovelvoitteiden osalta.

¹³⁷ Ks. vastaavasti hallituksen aikaansaamasta teoreettisesta pelotevaikutuksesta Warburton 2008, s. 772, jossa vastataan kritiikkiin, jossa hallituksen jäseniä on pidetty vahtikoirien sijaan nukkuvina koirina: ”Thus, ‘sleeping dogs’ may be better than ‘no dogs’ if fund managers know they could wake up at any time.”

¹³⁸ ALRC – CASAC 1993b, s. 119.

¹³⁹ Ks. esim. SOU 1969:16, s. 133.

¹⁴⁰ UCITS-direktiivissä ei säädetä rahastotasoisista hallituksista (ks. esim. Krug 2013b, s. 309). Tämä tarkoittaa sitä, että sijoitusyhtiöiden hallitukset pohjautuvat kansalliseen lisäsääntelyyn. Periaatteessa UCITS-direktiivi siis mahdollistaisi sellaisen sijoitusyhtiörakenteen, jossa ei ole hallitusta laisinkaan. Mikäli hallitukset olisivat täysin hyödyttömiä, tulisi sääntelykilpailun johtaa ennen pitkää siihen, että sellaiset rahastorakenteet, joissa ei ole hallitusta, syrjäyttäisivät hallitukselliset sijoitusyhtiörakenteet. Tällöin lainsäätäjillä ei olisi motiivia säätää hallituksellisista sijoitusyhtiörakenteista, jos niille ei olisi markkinoilla kysyntää.

¹⁴¹ Valvonnan kohteena on nimenomaisesti osakkeenomistajien yhteinen etu, eikä tietyn yksittäisen osakkeenomistajan etu. Sijoitusyhtiön hallituksen on toimittava kaikissa tilanteissa osakkeenomistajien etujen mukaisesti, vaikka hallituksessa olisikin promoottorin työntekijöitä. Ks. myös Treasury (Australia) 2021a, s. 8 ja MAS 2020d, s. 14, jonka mukaan: ”MAS would like to clarify that the general duties of VCC directors would be the same for all directors, regardless of whether the director is independent.”

¹⁴² SOU 2002:56, s. 511–512 ja Vepsä 2022a, s. 191–192. Ks. myös Warburton 2008, s. 750 ja FCA 2018, s. 16 ja 18, jossa indikoidaan, ettei rahastoyhtiö pysty kaksoisroolinsa takia yksinomaisesti ajamaan rahaston ja sijoittajien etuja.

mies. Rahastotasaisen hallituksen painopiste on erilainen rahastoyhtiön hallituksen painopisteeseen verrattuna. Tämä on sijoitusyhtiön hallituksen ja rahastoyhtiön hallituksen tehtäviä koskevan sääntelypolitiikan kannalta ratkaiseva ero.¹⁴³

Sijoitusyhtiön hallitus ei voi valvoa rahastoyhtiötä uskottavasti, jos kaikki hallituksen jäsenet ovat rahastoyhtiön tai promoottorin työntekijöitä.¹⁴⁴ Tästä aiheutuisi vääjäämättä merkittäviä eturistiriitoja.¹⁴⁵ Tämän takia riippumattomien hallituksen jäsenten nimeämisen on katsottu turvaavan osakkeenomistajien etuja hallituksen toiminnassa, vaikka kaikkia hallituksen jäseniä koskee yhtä lailla lakisääteinen velvoite toimia riippumattomasti sijoitusyhtiön ja sen osakkeenomistajien etujen mukaisesti.¹⁴⁶ UCITS-direktiivissä ei säädetä riippumattomista hallituksen jäsenistä. Aiheeseen liittyvissä tutkimuksissa ei ole päästy yksimielisyyteen siitä, kuinka suuren osan hallituksen jäsenistä tulisi olla riippumattomia. Toisaalta on kuitenkin tunnustettu, että hallinnon tehokkuus kärsii, jos hallitus koostuu yksinomaan riippumattomista jäsenistä.¹⁴⁷ Myös kokemukset Yhdysvalloista osoittavat, ettei riippumattomien hallituksen jäsenten enemmistö välttämättä pysty torjumaan väärinkäytöksiä kovin tehokkaasti.¹⁴⁸ Riippumattomien jäsenten optimaalisen lukumäärän määrittelyn sijaan olennaista on tunnustaa, että riippumattomat jäsenet ylipäättään parantavat hallinnon laatua ja turvaavat osakkeenomistajien etuja¹⁴⁹ ja niitä voidaan pitää sijoitusyhtiön hallinnon ominaispiirteinä. Vähintään yhden riippumattoman hallituksen jäsenen nimeäminen siten, että riippumattomat hallituksen jäsenet eivät muodosta enemmistöä hallituksessa, vastaa oikeusvertailun perusteella kansainvälistä käytäntöä^{150, 151}

¹⁴³ Ks. myös UCD Centre for Corporate Governance 2014, s. 4.

¹⁴⁴ Ks. Treasury (Australia) 2021a, s. 62: ”– a failure to have the appropriate number of external directors would reduce or remove the external or independent oversight that is provided by external directors –”. Luxemburgissa ei-riippumattomien hallituksen jäsenten osuus on perinteisesti ollut korkea. Thompson – Choi 2001, s. 36–37 mukaan: ”In practice however, boards of directors are associated with the investment manager promoting the fund.” Ks. vastaavasti myös OECD 2000, s. 20 ja Chiu 2018, s. 395, joka toteaa, että Luxemburgissa monet sijoitusyhtiön hallituksen jäsenet ovat samalla myös rahastoyhtiön hallituksen jäseniä. Riippumattomien hallituksen jäsenten määrä on kuitenkin merkittävästi kasvanut ja nykyään lähes jokaisen sijoitusyhtiön hallituksessa on vähintään yksi riippumaton jäsen (Hazenberg 2012, s. 14; Barker – Chiu 2017, s. 291–292 ja PwC 2018, s. 11).

¹⁴⁵ Johnson 2018, s. 145.

¹⁴⁶ ALRC – CASAC 1993a, s. 6; IFIA 2011, s. 7; Treasury (Australia) 2017a, s. 30; Treasury (Australia) 2018a, s. 70 ja Treasury (Australia) 2021a, s. 41 ja 61.

¹⁴⁷ Riippumattoman hallituksen puheenjohtajan on myös esitetty johtavan heikompaan sijoitusmenestykseen verrattuna sellaisiin rahastoihin, joissa hallituksen puheenjohtaja on kytköksissä rahastoyhtiöön. Ks. esim. Bobroff – Mack 2004 ja Meschke 2019, s. 33.

¹⁴⁸ IMA 2009, s. 14.

¹⁴⁹ Treasury (Australia) 2021a, s. 61–62.

¹⁵⁰ Vastaavaan ratkaisuun on päädytty Hongkongin ja Singaporen sijoitusyhtiölaeissa, jotka tulivat voimaan vuonna 2018 ja 2020. Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 58.

¹⁵¹ Vepsä 2022a, s. 192.

Sijoitusyhtiön hallitus ei osallistu sijoitusyhtiön päivittäiseen hallintoon, vaan sen tehtävät rajoittuvat laajakantoisiin strategisiin päätöksiin sekä valvonta- ja compliance-tehtäviin.¹⁵² Hallituksella on yleistoimivalta¹⁵³, kokonaisvastuu hallinnon asianmukaisesta järjestämisestä¹⁵⁴ ja sen pääasiallisena tehtävänä on varmistaa, että rahastoyhtiö hoitaa tehtävänsä asianmukaisesti. Sijoitusyhtiöt eroavat perustavanlaatuisesti tavanomaista liiketoimintaa harjoittavista osakeyhtiöstä, koska ne ovat samalla sekä oikeushenkilöitä että sijoitustuotteita. Sijoitusyhtiön liiketoimintapäätökset kuuluvat rahastoyhtiölle eivätkä sijoitusyhtiön hallitukselle, koska rahastoyhtiö tekee sijoituspäätökset sijoitusyhtiön sijoittajien puolesta. Vaikka sijoitusyhtiöiden ja osakeyhtiöiden hallitukset saattavat näyttää pintapuolisesti samankaltaisilta¹⁵⁵, ei liiketoimintapäätösten tekoa tule säilyttää sijoitusyhtiön hallitukselle, vaan pikemminkin sen kannustimia ja mahdollisuuksia harjoittaa rahastoyhtiön valvontaa tulisi vahvistaa. Koska liiketoimintapäätökset eivät kuulu sijoitusyhtiön hallitukselle, voidaan sillä todeta olevan pelkästään valvontarooli¹⁵⁶ eikä kontrolliroolia. Vaikka sijoitusyhtiöiden hallitukset nimittävät salkunhoitajat ja tietyt ulkoiset palveluntarjoajat *de jure*¹⁵⁷, ovat kyseiset palveluntarjoajat rahaston promoottorin valitsemia *de facto*. Promoottorilla on käytännössä kontrollirooli ja päivittäinen monitorointirooli, jota se toteuttaa pääasiallisesti omaan konserniinsa kuuluvan rahastoyhtiön välityksellä.¹⁵⁸

Oikeuskirjallisuudessa ja etenkin Yhdysvalloissa on esitetty kritiikkiä¹⁵⁹, että sijoitusyhtiön hallintoa tulisi kehittää ja tarkastella yhteisen sijoitustoiminnan näkökulmasta eikä voida automaattisesti olettaa, että osakeyhtiöiden kontekstissa toimivat ratkaisut toimisivat aukottomasti myös rahastotoiminnassa. Yhdysvalloissa Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomissio SEC on jopa hävinnyt oikeudessa monia kertoja, kun se on yrittänyt asettaa sijoitusyhtiöille tavanomaisiin yhtiöihin sovellettavia sääntöjä,

¹⁵² Tällä ei kuitenkaan tarkoiteta, että sijoitusyhtiön hallitus korvaisi rahastoyhtiön sisäisiä riskienhallinta- ja compliance-toimintoja.

¹⁵³ Ks. esim. CBI 2014, s. 13; CBI 2016, s. 2; Treasury (Australia) 2018, s. 75; Treasury (Australia) 2021, s. 63 ja Vepsä 2022a, s. 169.

¹⁵⁴ IMA 2009, s. 13.

¹⁵⁵ Roiter 2016, s. 6 ja 66.

¹⁵⁶ Ks. esim. IFIA 2011, s. 7: ”The Board of each CIS – – is responsible for the effective and prudent oversight of the CIS – – and is ultimately responsible for ensuring that risk and compliance is properly managed on behalf of the CIS – –.” Ks. myös FSTB 2014, s. 14.

¹⁵⁷ IFIA 2011, s. 10.

¹⁵⁸ Cullen – Brennan 2017, s. 1869 ja 1879. Ks. promoottorin hallitsevasta roolista hallituksen ja rahaston palveluntarjoajien valinnassa myös Krug 2013a, s. 2062.

¹⁵⁹ Krug 2013b, s. 265 ja Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 190.

joiden sopivuutta sijoitusyhtiöille ei ole riittävästi varmennettu.¹⁶⁰ Tuomioistuin on tehnyt painokkaasti selväksi, että SEC:n on otettava huomioon sijoitusyhtiöiden ainutlaatuinen rakenne, kun se harkitsee tavanomaisille julkisille yhtiöille tarkoitettujen sääntöjen soveltuvuutta sijoitusyhtiöihin.¹⁶¹

1.2.3 Pääomajärjestelmä

Avoimissa rahastoissa on kansainvälisesti tavallista, että vieraan pääoman ehtoinen luotonotto on hyvin rajoitettua. Luotonottoon on suhtauduttu perinteisesti kielteisesti siitä saatujen huonojen kokemusten vuoksi.¹⁶² Ottamalla luottoa rahasto voisi hyödyntää velkavipua, jolloin se voisi ottaa huomattavasti varsinaista rahastoon maksettua pääomaa suuremman riskiposition, joka lisää maksukyvyttömyystilanteiden riskiä.¹⁶³ UCITS-direktiivin 83 artiklan 1 kohdan a alakohdan mukaan sijoitusyhtiö ei saa ottaa lainaa. Poikkeuksena mainitun artiklan 2 kohdan a alakohdan mukaan sijoitusyhtiö voi ottaa väliaikaiseen tarkoitukseen lainaa määrän, joka vastaa 10 %:a sen varoista, jos jäsenvaltio sallii luotonoton kansallisessa lainsäädännössään.¹⁶⁴ Vastaavasti säädetään sijoitusrahastoista. Sijoitusrahastojen luotonottoa koskeva rajoitus on kansallisesti implementoitu SRL 13:20.1:een.

¹⁶⁰ Morley – Curtis 2010, s. 96; Hazenberg 2012, s. 60 ja Roiter 2016, s. 52 ja 60. Ensin SEC yritti asettaa sääntöä, jonka mukaan sijoitusyhtiöiden hallituksessa tulisi olla vähintään 75 % riippumattomia jäseniä, ml. puheenjohtaja. Tämän jälkeen SEC yritti asettaa ns. Proxy Access -sääntöä, joka koski tavanomaisia yhtiöitä, myös sijoitusyhtiöille. Sääntö olisi sallinut osakkeenomistajan (tai osakkeenomistajien ryhmän), joka omistaa vähintään 3 prosenttia äänivallasta vähintään kolmen vuoden ajan, asettaa yhden tai useamman ehdokkaan yhtiön hallitukseen ja ehdokkaan nimi tai ehdokkaiden nimet olisivat näkyneet valtakirjamateriaaleissa. Molemmat ehdotukset hävisivät oikeudessa puutteellisen valmistelun takia.

¹⁶¹ Roiter 2016, s. 60.

¹⁶² 1984:VM 24, s. 25. Ks. myös OECD C(71)234 1972, s. 24–25, jossa OECD:n sijoitusrahastotoiminnan standardisäännöissä suositeltiin, että rahaston velat eivät saa ylittää 20 %:a sen kaikista varoista. Samana vuonna julkaistuissa Euroopan neuvoston mallisäännöissä kyseinen raja oli puolestaan 10 % (Council of Europe, Resolution (72) 28, Article 7(2)). Ks. vastaavasti Suomen Pankki 1971, s. 17 ja HE 22/1977 vp, s. 8, joissa esitettiin, että sijoitusyhtiö voisi ottaa lyhytaikaista luottoa ainoastaan maksuvalmiutensa turvaamiseksi.

¹⁶³ HE 238/1986 vp, s. 18 ja Harju – Syyrilä 2001, s. 166–167.

¹⁶⁴ Lisäksi sijoitusyhtiö voi ottaa mainitun artiklan 2 kohdan b alakohdan mukaan lainaa sellaisen kiinteän omaisuuden hankkimiseksi, jota tarvitaan välittömästi yhtiön liiketoiminnassa, ja sen määrä voi olla enintään 10 % sijoitusyhtiön varoista eikä tätä tarkoitusta varten otettu laina voi yhdessä a alakohdassa tarkoitettujen lainojen kanssa olla yhteensä yli 15 %:a sijoitusyhtiön varoista. Sopimusperusteiset sijoitusrahastot ja osuustrustit eivät voi ottaa lainaa kiinteän omaisuuden hankkimiseksi, joten lainanottoa koskeva UCITS-direktiivin sääntely poikkeaa sijoitusyhtiöiden osalta verrattuna muihin yhteissijoitusyritysten oikeudellisiin rakenteisiin. Ks. myös SIB 1996, s. 18, jossa korostetaan, että kiinteää omaisuutta ei voida hankkia sijoitustarkoituksiin (silloin kun sijoitusyhtiö on yhteissijoitusyritys). Kiinteän omaisuuden hankkimista koskevalla poikkeuksella ei ole kuitenkaan suurta merkitystä, koska sijoitusyhtiöt harjoittavat liiketoimintaansa käytännössä rahastoyhtiön tiloissa, ja sisäisesti hoidettujen sijoitusyhtiöiden merkitys on nykyään muutenkin vähäinen. Ks. esim. Vepsä 2021b, s. 101 ja 117.

Luotonottoa koskevien rajoitusten takia yhteissijoitusyritysten luotonotto on rajoitettu marginaaliseksi ja väliaikaiseksi ilmiöksi. Mahdollinen syy luotonotolle voisi olla sijoitusyhtiön käteisvarojen turvaaminen tilanteessa, jossa olemassa olevat käteisvarat eivät riitä lunastusvaatimusten toteuttamiseen, eikä sijoitusyhtiön varojen realisointi olisi kannattavaa vallitsevassa markkinatilanteessa pitkäaikaisten osuudenomistajien etujen näkökulmasta. Toinen käyttötarkoitus voisi esimerkiksi olla käteisvarojen puute päätettäessä käyttää sijoitusyhtiön varallisuuteen kuuluvia merkintäoikeuksia.¹⁶⁵ UCITS-direktiiviä säädettyä luoton mahdollisia käyttötarkoituksia ei rajoitettu, koska käyttötarkoitusten valvominen todettiin vaikeaksi,¹⁶⁶ mutta siitä huolimatta kiellon katsotaan ulottuvan sijoitustoimintaa varten otettuun luottoon.¹⁶⁷ Näin ollen Euroopassa avointen sijoitusyhtiöiden varainhankinta tapahtuu liki poikkeuksetta yleisöltä tulevana osakemerkintöinä, jolloin niiden pääoma koostuu lähes kokonaan oman pääoman ehtoista rahoituksesta.¹⁶⁸ Tämä yksinkertaistaa yhteissijoitusyritysten pääomarakennetta. Lisäksi lunastusmahdollisuus puoltaa yksinkertaista pääomarakennetta.¹⁶⁹

Jatkuvan liikkeeseenlaskun ja lunastusten takia avoimilla rahastoilla on vaihtuvapääomainen pääomajärjestelmä niiden oikeudellisesta muodosta riippumatta.¹⁷⁰ Avoi muuteen liittyvä kiinteästi jatkuvan liikkeeseenlaskun periaate, vaikka jatkuva liikkeeseenlasku ei ole avoimen rahaston välttämätön ominaisuus. Pääsääntöisesti jokainen, joka haluaa tehdä sijoitusyhtiöön merkinnän ja hyväksyy sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksen, on oikeutettu merkintäsummansa perusteella määräytyvään osakeomistukseen merkinnän kohteena olevassa sijoitusyhtiössä. Sijoitusyhtiön osakkeen arvo määräytyy merkintöjä ja lunastuksia varten laskemalla sijoitusyhtiön arvo vähentämällä sijoitusyhtiön varoista sen velat ja jakamalla sijoitusyhtiön arvo liikkeeseen laskettujen osakkeiden lukumäärällä.¹⁷¹ Tavanomaisella avoimella sijoitusyhtiöllä täytyy olla mahdollisuus laskea liikkeeseen uusia osakkeita välittömästi, kun sijoittaja tekee sijoitusyhtiöön merkinnän. Toisaalta sijoitusyhtiö on velvollinen lunastamaan yleisöltä takaisin liikkeeseen laskemiaan osakkeita aina silloin kun sijoittajat niin vaativat.¹⁷² Väärinkäytösten estämiseksi osakkeiden merkintä- tai lunastushinta ei voisi olla etu-

¹⁶⁵ Vandamme 1988, s. 77; HE 59/1996 vp, s. 55; Harju – Syyrilä 2001, s. 167 ja Warburton 2017, s. 679.

¹⁶⁶ Vandamme 1988, s. 78.

¹⁶⁷ Vandamme 1988, s. 77 ja ALFI 2009, s. 2.

¹⁶⁸ Ks. tarkemmin pääomalajeista ja niiden rajoitusten taustoista Vepsä 2022b, s. 367–372.

¹⁶⁹ Warburton 2017, s. 698.

¹⁷⁰ Stafford 1975, s. 241.

¹⁷¹ Ks. rahastojen ja niiden osuuksien nettoarvon laskemisesta esim. SIB 1995, s. 58; SIB 1996, s. 40; IOSCO 1997, s. 10–11; OECD 2000, s. 50–51 ja Morley 2013, s. 345–347.

¹⁷² Ks. tähän periaatteeseen liittyen Suomen Pankki 1971, s. 3 ja HE 22/1977 vp, s. 2 ja 4.

käteen tiedossa¹⁷³.¹⁷⁴ Avoimissa sijoitusyhtiöissä suunnatut osakeannit ja osakkeiden suunnattu lunastaminen eivät ole sallittuja, vaan osakkeita voivat merkitä kaikki, jotka täyttävät kyseisen osakelajin merkintäehdot ja vastaavasti lunastukset kohdistuvat tasapuolisesti kaikkiin saman osakelajin osakkeenomistajiin.¹⁷⁵

Useimmissa valtioissa on havaittu, että tavanomaisia kaupallisia yhtiöitä¹⁷⁶ varten kehitetty osakeyhtiösääntely soveltuu huonosti rahastotoimintaan. Edistyneissä valtioissa osakeyhtiöitä koskeva sääntely on pääperiaatteiltaan samankaltaista. Koska osakeyhtiöitä ja niiden verotusta ei ole lähtökohtaisesti suunniteltu yhteisen sijoitus-toiminnan harjoittamiseen, rajoitti osakeyhtiölakien jäykkyys sijoitusyhtiörakenteen käyttöä avoimissa rahastoissa Euroopassa.¹⁷⁷ Pisimmälle kehittyneissä rahastovaltioissa on säädetty erityislakeja yhtiömuotoisille yhteissijoitusvälineille, joista voidaan mainita esimerkkeinä Yhdistyneen kuningaskunnan OEIC-sääntelyn¹⁷⁸ voimaantulo vuonna 1997 ja Irlannin ICAV-sääntelyn¹⁷⁹ voimaantulo vuonna 2015. Vastaavasti Luxemburgissa operoitiin yhtiösääntelyyn pohjautuvalla keinotekoisella rahastorakenteella, ennen kuin siellä mahdollistettiin vaihtuvapäomainen sijoitusyhtiö vuonna 1983.¹⁸⁰

¹⁷³ Rahastotoiminnan keskeisenä periaatteena voidaan pitää, ettei sijoittaja tiedä merkintää tehdessään rahasto-osuuden arvoa. Merkintöjen vastaanottaminen päivän arvoon lopetetaan yleensä ennen kuin päivän arvo on laskettu, jotta spekuloinnin mahdollisuuksia eli myöhäisen kaupankäynnin (late trading) ja markkinoiden ajoituksen (market timing) houkuttelevuutta saadaan vähennettyä. Asia nousi laajempaan tietoisuuteen Yhdysvaltojen vuoden 2003 skandaalin seurauksena, jossa paljastui, että lukuisat suuret rahastopromootorit (mm. Canary Capital, Janus, Bank One's One Group ja Strong Capital) hyödynsivät kyseisiä kaupankäyntistrategioita tai sallivat niiden käytön hoitamissaan rahastoissa. Skandaalia voidaan jopa pitää historian suurimpana häiriönä rahastojen maineelle ja uskottavuudelle. Ks. lisää esim. Turtiainen 2004, s. 26–27; IMA 2005, s. 8; Hazenberg 2012, s. 26–27; Horváthová 2015, s. 194–196; Wegman 2016, s. 68–70 ja Bullard 2018, s. 41.

¹⁷⁴ Vepsä 2022b, s. 358.

¹⁷⁵ Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 49.

¹⁷⁶ Tällä tarkoitetaan yhtiöitä, jotka harjoittavat muuta tavanomaista liiketoimintaa, jollaisena rahastotoimintaa ei tässä kontekstissa pidetä. Ks. esim. HE 94/2013 vp, s. 66, jossa vaihtoehtorahastoina ei pidetä yleisessä kaupallisessa tai teollisessa tarkoituksessa toimivia yrityksiä. Ks. myös ESMA/2013/611, s. 3, joka on määritellyt yleisen kaupallisen tai teollisen tarkoituksen (general commercial or industrial purpose) laajemmin. ESMA:n määritelmä on omaksuttu myös Hongkongissa; ks. SFC 2020, s. 29.

¹⁷⁷ Zetzsche 2012, s. 375.

¹⁷⁸ Alkuperäinen säädös oli The Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996 (SI 1996 No. 2827). Voimassa oleva säädös on The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).

¹⁷⁹ Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015.

¹⁸⁰ Vepsä 2022b, s. 357. Luxemburgin yhtiölainsäädäntö ei aiemmin mahdollistanut mitään mekanismeja yhtiömuotoisen rahaston uusien osakkeiden säännölliseen liikkeeseen laskemiseen tai liikkeeseen laskettujen osakkeiden lunastamiseen. Vuonna 1959 Luxemburgiin perustettiin ensimmäiset avoimet yhtiömuotoiset rahastot eikä niitä tällöin edes säännelty lain tasolla, vaan niiden toiminta perustui valtiovarainministeriön päätöksiin. Osakkeiden jatkuvaa liikkeeseen laskua ja lunastuksia varten sijoitusyhtiöiden täytyi perustaa erityisiä lunastusyhtiöitä (société de rechat), joiden ainoana tarkoituksena oli ostaa sijoitusyhtiöiden osakkeita edelleen myytäväksi uusille sijoittajille. Ks. tältä osin esim. SEC 1971, s. 917; Rounds – Dehio 2007, s. 501; Kremer – Lebbe 2014, s. 6 ja Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 179. Myös Vandamme 1988, s. 4–5 ja 64 ottaa kommentaarissaan huomioon kyseiselle aikakaudelle ominaiset lunastusyhtiöt.

Kansainvälisten sääntelykäytäntöjen mukaisesti sijoitusyhtiöissä on pääomajärjestelmä, joka perustuu osakkeiden liikkeeseen laskemiseen ja lunastamiseen ja osakepääoman määrän muuttamiseen. Laajasta kansainvälisestä sääntelyvertailusta on käynyt ilmi, että kaikissa vertailun kohteena olevissa valtioissa ja erityishallintoalueilla sijoitusyhtiön vaihtuvapääomaisuus perustuu vaihtuvaan osakepääomaan eikä muunlaisten oman pääoman ehtoisten sijoitusten tekemiseen (kuten esimerkiksi Suomen osakeyhtiölain (624/2006, OYL) tuntema SVOP-sijoitus). Vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin ei ylipäätään ole mahdollista tehdä muunlaista oman pääoman ehtoista sijoitusta kuin osakepääomasijoitusta.¹⁸¹ Osakepääoman määrän muuttamiseen perustava pääomajärjestelmä on sijoitusyhtiöiden ominaispiirre.

Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden pääperiaate – jonka mukaan osakepääoman on aina oltava yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön varojen nettoarvo – johtaa siihen, että sijoitusyhtiön osakepääoma muuttuu varojen nettoarvon muuttuessa *ipso jure* ilman, että osakepääoman korotuksesta tai alentamisesta täytyisi tehdä yhtiöoikeudellisia päätöksiä tai viranomaisilmoituksia¹⁸². Osakepääoman korottamiseen tai alentamiseen ei liity muitakaan muotovaatimuksia. Varojen nettoarvo voi nousta pääsääntöisesti sijoituskohteiden arvonnousun, sijoituskohteista saatavien kassavirtojen tai saatujen merkintämaksujen vuoksi. Sitä vastoin nettoarvo voi laskea, kun sijoituskohteiden arvo laskee, osakepääomasta maksetaan sijoitusyhtiön kustannuksia ja osinkoja tai kun sijoittajat lunastavat osakkeitaan. Käytännössä yhtiöjärjestyksessä pidetään hallituksella oikeus järjestää¹⁸³ uusien osakkeiden liikkeeseen laskeminen milloin tahansa ilman yhtiökokouspäätöstä.¹⁸⁴ Osakepääoman vaihtuva luonne tarkoittaa myös sitä, ettei osakkeilla ole nimellisarvoa.¹⁸⁵ Tästä ominaisuudesta määrätään tyypillisesti yhtiöjärjestyksessä^{186, 187}

¹⁸¹ Vepsä 2022b, s. 374.

¹⁸² Baums – Kiem 2003, s. 5, 11 ja 15 ja IFSCA Expert Committee 2021, s. 37. Vaihtuvan osakepääoman konsepti tunnistettiin jo Suomen 1970-luvun sijoitusyhtiölakihankkeessa, vaikka ehdotuksen mukaan osakkeilla olisikin ollut nimellisarvo. Ks. Suomen Pankki 1971, s. 11 ja HE 22/1977 vp, s. 11, joissa todetaan, että sijoitusyhtiöllä olisi ollut kiinteän osakepääoman lisäksi vaihtuva osakepääoma, josta laskettaisiin liikkeeseen haltijaosakkeita ja niitä myytäisiin ja takaisinostettaisiin hintaan, joka saataisiin jakamalla sijoitusyhtiön netto-omaisuus kaikkien osakkeiden lukumäärällä. Lisäksi sijoitusyhtiöt eivät olisi olleet velvollisia ilmoittamaan vaihtuvan osakepääoman määrää ja muutoksia kaupparekisteriin. Nykyään OYL ei mahdollista haltijaosakkeita, vaan niiden käyttö kiellettiin vuoden 1978 osakeyhtiölainsäädännön uudistuksessa (ks. esim. Marjosola 2018, s. 13).

¹⁸³ Ulkoisesti hoidetun sijoitusyhtiön tapauksessa tehtävästä vastaisi luonnollisesti rahastoyhtiö. Ks. Vepsä 2021b, s. 101, jossa kyseenalaistetaan sisäisesti hoidettujen sijoitusyhtiöiden tarve.

¹⁸⁴ Ks. vastaavasti esim. Baums – Kiem 2003, s. 7.

¹⁸⁵ Ks. esim. Baums – Kiem 2003, s. 16 ja Dietrich – Müller 2016, s. 46.

¹⁸⁶ Kremer – Lebbe 2014, s. 218–219 ja 264–265 ja Hudson 2019, s. 146. Ks. esim. Invesco Funds SICAV, articles of incorporation 30.9.2016, artikla 5, jossa asiasta on määrätty seuraavasti: ”The capital of the Company shall be represented by shares of no par value and shall at any time be equal to the total net assets of the Company pursuant to Article 11 hereof.”

¹⁸⁷ Vepsä 2022b, s. 378–379.

Sijoitusyhtiön koko osakepääoman on aina oltava yhtä suuri kuin sen varojen nettoarvo, jolloin vastaavasti sijoitusyhtiön yhden osakkeen kirjanpidollinen vasta-arvo on yhtä suuri kuin yhdelle osakkeelle allokoitava osuus sijoitusyhtiön nettoarvosta, jolloin osakkeilla ei ole nimellisarvoa. Sijoitusyhtiön osakkeet tulee laskea liikkeeseen, lunastaa tai takaisinostaa hinnasta, joka on yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön nettoarvo jaettuna sijoitusyhtiön liikkeeseen laskemien osakkeiden lukumäärällä.¹⁸⁸ Sijoitusyhtiön on mitätöitävä lunastetut osakkeet¹⁸⁹, jolloin osakepääomaa on alennettava sen verran, kuin sijoitusyhtiö maksoi lunastettavista osakkeista.¹⁹⁰ Sijoitusyhtiön vaihtuvapääomaisessa pääomajärjestelmässä velkojien suoja ja maksunsaantijärjestyksen mukainen etusija toteutuu siten, että osakkeet on arvostettava, merkittävä ja lunastettava kulloiseenkin nettoarvoon. Koska nettoarvon laskenta tapahtuu vähentämällä sijoitusyhtiön varoista sen velat, on velat aina huomioitu lunastushinnassa.¹⁹¹ Lunastusoikeutta rajoittavat ainoastaan sijoitusyhtiön vähimmäisosakepääoma¹⁹², mikäli sellainen on sääntelyssä asetettu, ja mahdolliset lunastuksenrajoituskeinot.

1.2.4 Alarahstorakenne

Vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille on ominaista, että ne voivat koostua useasta alarahastosta.¹⁹³ Alarahstorakenne tarjoaa sijoitusyhtiöille mahdollisuuden tarjota useita sijoitusstrategioita yhden yhtiörakenteen sisällä. Tämä on ratkaiseva ominaisuus alarahstorakenteessa, joka tuo mittakaavaetuja ja siten kustannussäästöjä rahastonhoitajille verrattuna siihen, että jokaista uutta sijoitusstrategiaa varten täytyisi perustaa uusi sijoitusyhtiö. Kaikilla alarahastoilla on yhteinen hallitus ja samat palveluntarjoajat. Hallinnolliset toiminnot, kuten yhtiökokoukset, on mahdollista pitää sateenvarjorahastolle kokonaisuudessaan yksittäisten alarahastojen sijasta. Sama koskee myös lakisääteisten dokumenttien valmistamista, kuten tarjousesitteen tuottamis-

¹⁸⁸ Tämä johtaa myös siihen, että liikkeeseen laskettujen osakkeiden lukumäärä on vaihtuva ja avoin. Ks. Warburton 2017, s. 677.

¹⁸⁹ Ks. esim. Treasury (Australia) 2021a, s. 112.

¹⁹⁰ Vepsä 2022b, s. 390–391.

¹⁹¹ Vepsä 2022b, s. 380. Ks. myös Morley 2013, s. 371–372.

¹⁹² Baums – Kiem 2003, s. 11.

¹⁹³ EU-sääntelyssä tämä perustuu UCITS-direktiivin 1 artiklan 2 kohtaan. Alarahstorakenne on tavanomaisin nimenomaan vaihtuvapääomaisilla sijoitusyhtiöillä verrattuna muihin yhteissijoitusyri-tysten oikeudellisiin muotoihin. UCITS-direktiivissä ei kuitenkaan nimenomaisesti säädetä, että alarahastojen varat tulisi pitää toisistaan erillään. ESMA34-43-296, s. 1 on kuitenkin tosiasiallisesti päätenyt tähän tulkintaan: ”ESMA is of the view that the UCITS Directive should be interpreted in such a way that it requires the segregation of assets between compartments.” Ks. vastaavasti ESMA/2016/570, s. 6. Alarahstorakenne on sijoitusyhtiöiden ominaispiirre myös EU:n ulkopuolella, kuten Yhdysvalloissa. Ks. Yhdysvaltojen osalta esim. Schonfeld – Kerwin 1993, s. 116; Conaway – Tsoflias 2012, s. 102 ja Krug 2018, s. 195.

ta. Alarahastorakenteen tarkoituksena on mahdollistaa rahastonhoitajille edellytykset tarjota erilaisia sijoitusvaihtoehtoja useiden alarahastojen kautta yhden sijoitusyhtiön sisällä ja suojata muiden alarahastojen sijoittajia toisten alarahastojen riskeiltä pitämällä alarahastojen varat erillään muiden alarahastojen varoista. Tämä saavutetaan erottamalla tiettyyn alarahastoon kohdennetut varat ja velvoitteet muiden alarahastojen varoista ja velvoitteista.¹⁹⁴

Hallinnointiyhtiön ja sijoitusyhtiön näkökulmasta alarahaston perustaminen on hallinnollisesti huomattavasti kevyempää verrattuna uuden erillisen sijoitusyhtiön perustamiseen.¹⁹⁵ Sateenvarjomuotoinen sijoitusyhtiö jakaantuu yhteen tai useampaan alarahastoon, joiden varat ja velvoitteet ovat toisistaan erillisiä.¹⁹⁶ ”Erillisyytensä” tai ”irrallisuus” määrittävät alarahaston oikeudellisen olemuksen.¹⁹⁷ Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiörakenteen voidaan katsoa estävän vastuiden virtaamisen sekä horisontaalisesti yhtiön sisällä että vertikaalisesti osakkeenomistajille. Horisontaalinen suoja on perinteisesti ollut tarjolla vain erillisille yhtiöille, jolloin sen saavuttaakseen on täytynyt perustaa erillisiä yhtiöitä.¹⁹⁸ Sijoitusyhtiön hallitus on vastuussa siitä, että alarahaston varat tunnustetaan selvästi alarahaston varoiksi ja että niitä pidetään erillään rahastoyhtiön omaisuudesta ja muiden alarahastojen varoista.¹⁹⁹

Sijoitusyhtiö kaikkine alarahastoineen on kokonaisuudessaan oikeushenkilö, mutta yksittäiset alarahastot eivät ole erillisiä oikeushenkilöitä. Alarahasto ei voi tehdä sopimuksia, nostaa kanteita tai vastata kanteisiin eikä se voi hankkia, omistaa tai luovuttaa varoja omissa nimissään.²⁰⁰ Sijoitusyhtiö on sopimusten osapuoli ja sen on ilmoitettava oikeustoimia tehdessään, minkä alarahaston osalta (toisin sanoen minkä sijoitusyhtiön erotettavissa olevan liiketoiminnan osalta) oikeustoimi tehdään. Jokainen alarahasto liittyy ainoastaan tiettyyn osaan sijoitusyhtiön liiketoiminnasta, ja kunkin alarahaston harjoittamista liiketoiminnan osista muodostuu yhdessä sijoitusyhtiön koko liiketoiminta. Perinteinen yhtiöoikeus ei mahdollista yhtiön jakamista useisiin toisistaan erillisiin yksiköihin, jolloin erilaisia liiketoimintoja varten, jotka ha-

¹⁹⁴ Vepsä 2021b, s. 97–99. Ks. yhteenveto alarahastorakenteen keskeisistä ominaisuuksista myös Treasury (Australia) 2017b, s. 14–15.

¹⁹⁵ Vepsä 2021a, s. 33. Ks. myös Harju – Syyrilä 2001, s. 4, jonka mukaan alarahastorakenteen ansios- ta sijoitusyhtiöt ovat helpommin hallittavissa sijoitusrahastoihin nähden.

¹⁹⁶ Ks. esim. Vepsä 2021b, s. 118.

¹⁹⁷ Conaway – Tsoflias 2012, s. 106.

¹⁹⁸ McElhinney 2019, s. 153 ja 158.

¹⁹⁹ Treasury (Australia) 2017a, s. 28.

²⁰⁰ Vrt. Conaway – Tsoflias 2012, s. 108, jossa todetaan, että Yhdysvalloissa Delaware Series LLC -soluyhtiön alarahastoon verrannollisella suojatulla solulla on kapasiteetti velvoitautua omissa nimissään, omistaa omaisuutta, myöntää panttioikeuksia ja vakuuksia sekä kantaa ja vastata tuomioistuimissa. Yhdysvalloissa alarahastorakenne poikkeaa muutoinkin eurooppalaisesta vastineestaan.

lutaan erottaa muusta liiketoiminnasta, täytyy pääsääntöisesti perustaa toinen yhtiö. Alarahastorakenteessa tämä ei ole tarpeen, vaan sijoitusyhtiön sisälle voidaan perustaa uusia alarahastoja joustavasti ilman uuden sijoitusyhtiön perustamisen tarvetta.²⁰¹ Sijoittajan näkökulmasta riskien arviointi helpottuu, koska sijoittajan ei tarvitse analysoida koko sijoitusyhtiön maksukykyä, vaan ainoastaan niiden alarahastojen maksukykyä, joihin hän aikoo sijoittaa.²⁰²

Koska alarahastolla ei ole erillistä oikeushenkilöllisyyttä, vastaa kaikista oikeustoimista sijoitusyhtiö erikseen määritellyn alarahaston osalta. Alarahasto ei itse solmi sopimusta tai alarahastoa itseään ei pureta, vaan sijoitusyhtiö solmii sopimuksen alarahaston osalta tai sijoitusyhtiö puretaan tietyn alarahaston osalta. Kun tässä tutkimuksessa alarahastosta puhutaan toisinaan ikään kuin itsenäisenä subjektina tai objektina yksinkertaistamisen nimissä, tarkoitetaan tällä kuitenkin aina sijoitusyhtiötä tietyn alarahaston osalta.²⁰³ Sijoitusyhtiön alarahastojen oikeudellinen muoto ei ole verrannollinen sijoitusrahastoihin tai niiden alarahastoihin²⁰⁴: sijoitusrahasto on erityissääntelyn konstruoima sopimusverkon varaan rakentuva yhteisomistussuhde, jonka puolesta rahastoyhtiö toimii, kun taas sijoitusyhtiö on oikeushenkilö, joka toimii itse tietyn liiketoiminnan osansa (alarahaston) osalta. Näin ollen on kiinnitettävä erityistä huomiota myös siihen, miten asia ilmaistaan oikealla tavalla esimerkiksi sopimusdokumenteissa.²⁰⁵

Alarahasto ei ole oikeushenkilö *de jure*, mutta sillä on tosiasiaa paljon oikeushenkilön ominaisuuksia *de facto*. Monin paikoin alarahastoja koskevassa sääntelyssä todetaan nimenomaisesti, että tietyissä tilanteissa alarahastoja tulee kohdella ikään kuin ne olisivat itsenäisiä oikeushenkilöitä. Näin on esimerkiksi Luxemburgissa²⁰⁶, Irlannissa²⁰⁷, Yhdistyneessä kuningaskunnassa²⁰⁸ ja EU-sääntelystä vahvasti vaikutteita ottaneissa Hongkongissa²⁰⁹ ja Singaporessa²¹⁰. Sama periaate esiintyy myös soluyhtiöiden

²⁰¹ Vepsä 2021b, s. 118. Ks. mittakaavaeduista myös Krug 2018, s. 194 ja IFSCA Expert Committee 2021, s. 22.

²⁰² HM Treasury 2009, s. 14–15 ja HM Treasury 2011, s. 14.

²⁰³ Ks. myös Treasury (Australia) 2018b, s. 12.

²⁰⁴ Ks. esim. HM Treasury 2013, s. 24.

²⁰⁵ Alarahastot eivät ole sijoitusyhtiöstä erillisiä omaisuusmassoja, kuten esimerkiksi sijoitusrahastot ovat suhteessa niitä edustavaan rahastoyhtiöön. Näin ollen sijoitusyhtiö ei edusta oikeustoimissa alarahastoja tai toimi niiden puolesta, vaan sijoitusyhtiö toimii itse rajoittaen toimintansa tiettyyn osaan liiketoiminnastaan. Ks. esimerkiksi Feetham – Jones 2010, s. 58, jossa todetaan, että soluyhtiön solua ei voida edustaa ”on behalf of”, mutta soluyhtiö voi toimia itse tietyn solunsa osalta ”in respect of”. Ks. myös Conaway – Tsofias 2012, s. 131–132.

²⁰⁶ Article 181, Loi de 2010.

²⁰⁷ ICAV Act 2015, section 37.

²⁰⁸ OEIC (Amendment) Regulations 2011 (SI 2011 No. 3049), section 11A. (5).

²⁰⁹ Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) section 112S. (6).

²¹⁰ Variable Capital Companies Act 2018 (No. 44 of 2018) section 32.–(1-2).

suojattuja soluja koskevassa sääntelyssä.²¹¹ Delawaressa alarahastoa pidetään ”henkilönä”, joka ei kuitenkaan ole erillinen oikeushenkilö. Kyseisen ”henkilön” luonne näyttää olevan vain johdannainen varsinaisesta yhtiöstä, jonka omaisuutta alarahasto pitää hallussaan.²¹² Alarahastoja koskevassa sääntelyssä on keskeistä, että lain ei ole tarkoitus luoda alarahastolle keinotekoisesti oikeushenkilöllisyyttä missään tilanteessa.

Alarahastorakenteeseen liittyvistä potentiaalisista riskeistä²¹³ on puhuttu vuosikymmeniä, ja esimerkiksi Ruotsin vuoden 2016 selvityksessä ehdotettiin, ettei alarahastosääntelyä tulisi implementoida vakiintuneiden kansainvälisten käytäntöjen mukaisesti siten, että alarahastot eivät ole erillisiä oikeushenkilöitä.²¹⁴ Riski alarahastorakenteen sivuuttamisesta ja varojen sekoittumisesta liittyy tilanteisiin, joissa alarahaston varoja sijaitsee kolmansissa valtioissa ja alarahasto joutuu maksukyvyttömyysmenettelyn osapuoleksi kyseisessä valtiossa. Riski on korostunut sopimuksen ulkopuolisten velkojien kohdalla.²¹⁵ Esimerkkinä voidaan mainita tilanne, jossa saman sijoitusyhtiön monta alarahastoa olisi sijoittanut varojaan ulkomaille kehittymättömille markkinoille, esimerkiksi Etelä-Amerikkaan. Ulkomaisia arvopapereita saatetaan säilyttää ulkomaisen alisäilyttäjän hallussa tileillä, joihin sovelletaan paikallista lainsäädäntöä. Yksittäisen alarahaston maksukyvyttömyystilanteessa riskiksi voisi muodostua, että maksukyvyttömän alarahaston velkoja kuitattaisiin realisoimalla paikallisen alisäilyttäjän hallussa olevia toiseen maksukykyiseen alarahastoon kuuluvia arvopapereita. Tämä olisi seurausta siitä, ettei kyseinen valtio tunnusta alarahastojen erillisyyttä, vaan sijoitusyhtiötä kohdeltaisiin maksukyvyttömyysmenettelyssä yhtenä kokonaisuutena.²¹⁶

²¹¹ Ks. esim. Companies (Jersey) Law 1991, Article 127YP ja Protected Cell Companies (Gibraltar) Act 2001, section 20A.(1).

²¹² Conaway – Tsofiias 2012, s. 108–109. Ks. myös Ibid., s. 120, alaviite 160: ”It is important to note that an individual series is a ‘person’ and not a separate legal entity. As such, each individual series is derivative of the LLC entity whose property it holds.” Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 37, jonka mukaan: ”The sub-fund of a VCC should not be a legal person separate from the VCC; it should derive its character from the VCC.”

²¹³ Ks. esim. McElhinney 2019, s. 160, joka puhuu solurakenteesta vertauskuvallisesti kaksiteräisenä miekkana.

²¹⁴ SOU 2016:45, s. 238 ja Vepsä 2021b, s. 123.

²¹⁵ Vepsä 2021b, s. 119.

²¹⁶ Vepsä 2021b, s. 107.

Alarahastorakennetta koskevaan sääntelyyn kytkeytyvät teoreettiset jäännösriskit²¹⁷ ovat kuitenkin alhaisia eikä niitä ole rationaalista poistaa kokonaan. Riskeistä varoitetaan sijoittajia usein sijoitusyhtiöiden perustamisasiakirjoissa.²¹⁸ EU-sääntelyssä riskit kasvavat sitä mukaa, kun siirrytään UCITS-sijoitusyhtiöistä AIF-sijoitusyhtiöihin. Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiörakenteen suosio osoittaa, että markkinat sietävät riskiä ja ovat sen valmiita kantamaan.²¹⁹ Kun alarahastorakenne oli markkinoilla laajalti käytetty jo silloin, kun sääntelyä alarahastojen varojen erillisyydestä ei ollut²²⁰, voidaan aiheellisesti esittää, ettei nimenomainen *ring-fencing*-sääntely²²¹ ainakaan suurenna alarahastojen varojen ja veloitteiden sekoittumisen riskiä.²²² Markkinoiden käyttäytyminen saattaa olla ilmentymä siitä, että alarahastorakenteeseen liittyvä oikeudellinen riski on asettunut lähelle yhteiskunnallisesti optimaalista tasoa.²²³

²¹⁷ Jäännösriskillä tarkoitetaan jäljelle jäävää riskiä, jota ei voida tai haluta poistaa.

²¹⁸ Ks. esim. BlackRock Strategic Funds Prospectus 27 January 2022, s. 17, jossa todetaan seuraavasti: ”As a matter of Luxembourg law, the assets of one Fund [alarahasto] will not be available to meet the liabilities of another. However, the Company [sijoitusyhtiö] is a single legal entity that may operate or have assets held on its behalf or be subject to claims in other jurisdictions that may not necessarily recognise such segregation of liability.” ja vastaavasti Pinnacle ICAV Prospectus 17 December 2021, s. 23: ”While there are provisions which provide for segregated liability between Funds [alarahasto], these provisions have yet to be tested in foreign courts, in particular, in satisfying local creditors’ claims.” Esimerkiksi Hongkongissa on nimenomaisesti säädetty, että alarahastojen varojen ja veloitteiden sekoittumisriskeistä tulee varoittaa sijoittajia, koska erillisyyden konsepti katsotaan ”suhteellisen uudeksi”. Ks. Code on Open-Ended Fund Companies, section 4.2 (d) ja SFC 2017, s. 20.

²¹⁹ Ks. CSSF, Global situation of undertakings for collective investment at the end of September 2022. Press release 22/26, jonka mukaan 30.9.2022 kaikista 3403 Luxemburgin yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavista yrityksistä (UCI) peräti 2221 oli perustettu sateenvarjomuodossa. Luxemburgin rahastopääomat ovat Euroopan suurimmat ja vastaavasti rajojen yli markkinointi on suurinta Euroopassa, joten tilastosta on mahdollista päätellä myös laajempia kansainvälisiä trendejä ja sijoittajayleisön preferenssejä.

²²⁰ Vepsä 2021b, s. 95–96.

²²¹ Ring-fencing on yleisesti käytetty oikeudellinen termi, joka tarkoittaa varojen erottamista. Termi voi liittyä erilaisiin asioihin, kuten rahan tai tiettyyn osaan omaisuudesta. Kun yritys eristää omaisuuttaan, se tekee niin suojatakseen omaisuutta haltuunotolta, jos yritys menee konkurssiin. Tällaista järjestelyä käytetään joskus myös verotuksessa. Termi juontuu fyysisestä toiminnasta, jossa ympäröidään jotakin aidalla. Tämä ”suoja-aita” erottaa yrityksen tietyn omaisuuden suojatakseen sitä yrityksen muuhun toimintaan liittyviltä riskeiltä. Soluyhtiöissä ja alarahastorakenteessa tällä tarkoitetaan solujen ja alarahastojen varojen ja veloitteiden erillisyyttä toisistaan.

²²² Alarahastorakenteen oikeudellisen riskin teoreettisuutta ilmentää myös se, että vuosikymmenten ajalta oikeuskäytäntöä ei ole toistaiseksi muodostunut (niin soluyhtiöiden kuin alarahastojenkaan osalta).

²²³ Jos sijoitusyhtiöiden alarahastojen varojen ja veloitteiden juridinen erillisuus olisi epävarmaa, saattaisivat sijoittajat esimerkiksi ohjata varansa trust-muotoisiin rahastoihin. Trust-rakenteen erillisyyssuhteet perustuu useiden vuosisatojen aikana kehittyneeseen trust-oikeuteen, jossa trust-varojen erillisuus on oikeuskäytännössä hyvin vahvasti suojattu. Ks. esim. Rounds – Dehio 2007, s. 481, jonka mukaan common law -rahastorakenteet voivat ainakin teoriassa tarjota parempaa sijoittajansuojaa mannereurooppalaisiin vastineisiin verrattuna. Tämä on myös vahvistettu empiirisessä tutkimuksessa, mutta sen mukaan trust-rakenteen korkea sijoittajansuoja haittaa liiketoimintarisikien ottamista jopa liiaksi (ks. Vepsä 2022a, s. 180–183 ja siinä viitatu lähteet). Ks. myös ALRC – CASAC 1993c, s. xvi, jonka mukaan trust-oikeuden tarjoama suoja on niin vahva, ettei säilytysyhteisöä tarvita, vaan rahastoyhtiö voi pitää itse rahaston varoja trustissa osuudenomistajien hyväksi.

Mielenkiintoinen kysymys on, voitaisiinko sijoitusyhtiön alarahastoa pitää oikeussubjektina, jos sijoitusyhtiöistä olisi säädetty Suomen lainsäädännössä.²²⁴ Sama kysymys on relevantti myös sijoitusrahastoille ja osuustrusteille, jotka eivät ole oikeushenkilöitä. Sijoitusrahastoa ei ole perinteisesti pidetty oikeussubjektina. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty vallitsevasta oikeushenkilöopista poiketen, että sijoitusrahasto on passiivisesti oikeuskelpoinen, vaikka se ei ole prosessuaalisesti asianosaiskelpoinen, oikeustoimikelpoinen eikä myöskään oikeushenkilö. Sijoitusrahaston passiivisella oikeuskelpoisuudella tarkoitetaan, että se olisi oikeussubjekti, joka voisi saada oikeuksia ja tulla velvoitetuksi.²²⁵ Kansainvälisesti vallitsevana sääntelykäytäntönä on, etteivät sijoitusyhtiöiden alarahastot ole oikeushenkilöitä. Tästä huolimatta niillä on katsottu olevan tietyn asteinen erillistä oikeushenkilöllisyyttä heikompi erillisasema²²⁶ siviilioikeudellisesta näkökulmasta. Sateenvarjumuotoisen sijoitusyhtiön alarahastoon verrannolliseen solurakenteeseen on myös viitattu näennäisen kvasiyhtiön käsitteellä.²²⁷ Kvasiyhtiöllä tarkoitetaan järjestelyä, joka suorittaa joitakin yhtiön tehtäviä, mutta sille ei ole lain mukaan myönnetty erillisen oikeushenkilön asemaa.²²⁸ Tällaiselta järjestelyltä puuttuu oikeushenkilön asema *de jure*, mutta sillä on kuitenkin keskeiset oikeushenkilön ominaisuudet *de facto*. Siitä huolimatta lain näkökulmasta ainoastaan oikeushenkilöiden voidaan katsoa olevan olemassa²²⁹ toisin kuin vailla oikeushenkilöllisyyttä olevien alarahastojen²³⁰.

Jaottelu aktiiviseen ja passiiviseen oikeuskelpoisuuteen voi auttaa jäsentämään ja systematisoimaan sijoitusyhtiön alarahaston oikeushenkilöopillista asemaa. Teoria passiivisesta oikeuskelpoisuudesta on sijoitusrahastoja hankalammin sovellettavissa sijoitusyhtiön alarahastoihin, koska alarahasto ei ole juridisesti sijoitusyhtiöstä erillinen omaisuusmassa, vaan se on sijoitusyhtiön osa. Oikeustoimia ei tee alarahasto, vaan niiden osapuolena on sijoitusyhtiö itse. Tällöin ei ole epäselvyyttä sen suhteen, mikä taho on oikeustoimen oikeussubjekti: se on aina sijoitusyhtiö itse.²³¹ Käytän-

²²⁴ Tässä tarkastelussa myös oletetaan, että sijoitusyhtiöistä olisi säädetty kansainvälisen standardimallin, jossa sijoitusyhtiön alarahastot eivät ole oikeushenkilöitä, mukaisesti.

²²⁵ Harju 2020a, s. 76.

²²⁶ Conaway – Tsoflias 2012, s. 108–109. Ks. myös Feetham – Jones 2010, s. 155, jossa todetaan, että ”– a cell, whilst not being a legal person has a legal identity.”

²²⁷ Ks. McElhinney 2019, s. 188, jossa käytetään termiä ”quasi-distinct legal person”. Ks. myös Land 2009, s. 100–101.

²²⁸ Ks. esim. OECD Glossary of Statistical Terms - Quasi-corporations Definition (stats.oecd.org).

²²⁹ Kaisto 2005, s. 501–502 toteaa: ”Esimerkiksi ’sopimus’ voidaan palauttaa normeihin ja normeista määräämiseen siten, ettei sopimukselle itselleen ole tarvetta myöntää erityistä ontologista asemaa. Sitä vastoin esimerkiksi oikeushenkilöiden osalta on paremmat perusteet omaksua ontologinen ratkaisu, jonka mukaan ’On olemassa oikeushenkilöitä?’”

²³⁰ Ks. esim. Treasury (Australia) 2021a, s. 208: ”– a sub-fund does not ’exist’ as it is not a legal person.”

²³¹ Vepsä 2021b, s. 119.

nön oikeuselämän kannalta ei kuitenkaan ole merkitystä, selitetäänkö sijoitusyhtiön alarahaston asemaa passiivisen oikeuskelpoisuuden konstruktiota hyödyntäen vai ei. Olennaisempaa on se, ettei sijoitusyhtiön alarahastoa tulkita oikeushenkilöksi, koska tällainen tulkinta olisi virheellinen. Laajemmassa siviilioikeuden tutkimuksen kontekstissa²³² jaottelu aktiiviseen ja passiiviseen oikeuskelpoisuuteen on kuitenkin teema, jonka osalta lisätutkimus on toivottua.²³³

²³² Esimerkkinä voidaan mainita kuolinpesien, konkurssipesien ja epäitsenäisten säätiöiden oikeudellisen luonteen ymmärtäminen (ks. tältä osin Harju 2020a). Vastaavasti voidaan todeta Suomen oikeudessa tuntemattomasta trust-rakenteesta: trustilla on hyvin paljon oikeushenkilön piirteitä, mutta kyse on ennemminkin erityisestä oikeussuhteesta, joka ei muodosta järjestelyn osapuolista erillistä oikeushenkilöä.

²³³ Teoreettisesta taustasta tarkemmin ks. Kurki 2018, s. 469–492.

2 SIJOITUSRAHASTOSÄÄNTELY JA -MARKKINAT

2.1 Rahastotoiminta perustuu useiden sidosryhmien vuorovaikutukseen

2.1.1 Keskeiset toimijat

Sijoitusrahastosääntelyn analysoimiseksi rahastotoimintaan liittyvien eri tahojen ja niiden välisten suhteiden ymmärtäminen ovat ratkaisevan tärkeitä. Itse rahaston lisäksi myös muut rahastotoiminnan osapuolet voivat olla tiettyjen sääntelyvelvoitteiden kohteena, jotka suojaavat rahastosijoittajia huonolta hallinnolta, korkeilta kustannuksilta ja liialliselta riskinotolta. Itse asiassa jotkut säädökset, kuten AIFM-direktiivi, kohdistuu nimenomaisesti rahastonhoitajiin rahastojen sijaan varmistaakseen, että koko (ETA-alueella toimiva) UCITS-direktiivin ulkopuolinen rahastotoimiala on sääntelyn piirissä. Eri sidosryhmät, heidän intressinsä ja se, kuinka nämä intressit mahdollisesti ovat ristiriidassa sijoittajien intressien kanssa, vaihtelevat. Rahastojen toimintaa ei voida tarkastella erillään muista rahastotoiminnan osapuolista rahastojen ainutlaatuisen toimintaympäristön vuoksi. Niiden toimintaa on pikemminkin tarkasteltava rahastotoiminnan yleisen kehyksen ja eri osapuolten välisten kriittisten keskinäisten riippuvuuksien kontekstissa. Tässä luvussa tarkastellaan rahastotoiminnan osapuolia pääasiassa avointen rahastojen näkökulmasta.

Rahaston perustajatahoa kutsutaan promoottoriksi. Promoottori on usein suuri finanssialan konserni, joka tarjoaa sijoitusrahastojen lisäksi myös muita finanssipalveluita, mutta toisaalta se voi olla pelkästään sijoitusrahastoihin erikoistunut toimija. Promoottorin ja rahastonhoitajan keskeinen ero on se, että promoottori on taustavaikuttaja, johon rahastosääntely ei ulotu, mutta rahastonhoitaja on puolestaan suoraan rahastosääntelyn alainen toimija. Promoottorilla tarkoitetaan viimesijaista määräysvallan käyttäjää rahaston hoitamisessa ja markkinoinnissa.²³⁴ Promoottori

²³⁴ Ks. esim. Vepsä 2021a, s. 29 ja Vepsä 2022a, s. 134–135 ja niissä viitatu lähteet.

useimmiten omistaa rahastonhoitajan eli rahastoyhtiön suoraan tai välillisesti. Jotta rahastoliiketoimintaa voidaan ymmärtää kokonaisuutena ja säännellä sitä tarkoituksenmukaisesti, tulee tiedostaa promoottorin hallitseva rooli, joka saatetaan toisinaan virheellisesti sivuuttaa. Promoottorin hallitsevan roolin takia rahastolla ja rahastonhoitajalla ei voida useimmiten katsoa olevan itsenäistä tahtoa.

Rahastonhoitajan liiketoiminta on ammattimaisen sijoituspalvelun tarjoamista, jossa tarjotaan salkunhoito- tai omaisuudenhoitopalveluita sijoitusrahastoille.²³⁵ Rahastonhoitajat voivat hallinnoida useita eri rahastoja, joilla on erilaisia sijoitusstrategioita ja -tavoitteita. Useimmat suuret rahastonhoitajat hallinnoivat laajaa rahastovalikoimaa, joka sisältää erilaisilla sijoitustyyeillä sijoitettavia rahastoja. Suurilla rahastonhoitajilla voi olla hoidossaan useita satoja rahastoja. Rahastonhoitaja on tavallisesti taho, joka on perustanut rahastot, eli rahaston promoottorikonserniin kuulua taho, vaikka toisinaan perustajataho voi olla myös erillinen osapuoli suhteessa rahastonhoitajaan.²³⁶ Rahastonhoitajan on yleensä rekisteröidyttävä asianomaiselle valvovalle viranomaiselle ja sen on oltava tiettyjen petostentorjuntasääntöjen ja -säännösten ja kansallisen lain mukaisten huolellisuusvelvoitteiden alainen.

Sääntelyn näkökulmasta rahastonhoitaja voidaan määritellä lailliseksi tai luonnolliseksi henkilöksi, joka on kokonaisvastuussa rahaston hoitamisesta. EU-sääntelyn näkökulmasta rahastonhoitaja on UCITS-direktiivin mukainen rahastoyhtiö tai AIFM-direktiivin mukainen vaihtoehdorahastojen hoitaja. Ylätasolla rahastonhoitajan tehtäviin kuuluvat EU-sääntelyn nojalla rahaston sijoitusten hoito (salkunhoito), hallinnoiminen ja markkinointi.²³⁷ Rahastonhoitaja voi hoitaa rahaston salkunhoidon itse, jos se on nimetty rahastonhoitaja ja sillä on joko UCITS- tai AIFM-direktiivin mukainen toimilupa (tai molemmat) tai se on rekisteröitymisvelvollinen²³⁸ vaihtoehdorahastojen hoitaja. Tällöin se voi olla joko UCITS-direktiivin mukainen rahastoyhtiö tai AIFM-direktiivin mukainen vaihtoehdorahastojen hoitaja, joka on nimenomaisesti vastuussa rahaston hoitamisesta.²³⁹ Jos rahasto on sisäisesti hoidet-

²³⁵ Ks. IOSCO 2010, s. 9, jossa varainhoitopalvelu määritellään seuraavasti: ”operating funds raised from more than one investor without any control by investors over the investment decision, and distributing benefits of the investment.”

²³⁶ Ks. tarkemmin esim. Vepsä 2021a, s. 29. Ks. myös promoottorin ja rahastoyhtiön suhteesta Vepsä 2022a, s. 134–135.

²³⁷ Ks. UCITS-direktiivin liite II ja AIFM-direktiivin liite I.

²³⁸ Poikkeuksena AIFM-direktiivin toimilupavelvollisuuden pääsäännöstä vaihtoehdorahastoja voivat hoitaa myös direktiivin 3 artiklan 2 kohdassa säädettyjen de minimis -rajojen alle jäävät toimijat. Tämä mahdollistaa pienille toimijoille toimilupaa kevyemmän rekisteröintimenettelyn.

²³⁹ UCITS-direktiivin 5 artiklan 2 kohta ja AIFM-direktiivin 5 artiklan 1 kohta.

tu, rahastonhoitajana toimii yksittäinen hallituksen jäsen tai useita hallituksen jäseniä. Tällaisessa tapauksessa rahaston täytyy itse rekisteröityä tai hakea toimilupaa asianomaiselta valvovalta viranomaiselta.

Rahaston salkunhoitajalla tarkoitetaan tahoja, jotka tekee rahaston varoja koskevat sijoituspäätökset. Rahastonhoitaja on vastuussa salkunhoidosta, jos salkunhoitoa ei ole ulkoistettu. Salkunhoito voidaan kuitenkin ulkoistaa joko promoottorin konsernin sisäisesti tai kokonaan ulkopuoliselle salkunhoitoyhtiölle. Mikäli salkunhoito ulkoistetaan, voi EU-sääntelyn mukaan salkunhoitajana toimia asiamiehen roolissa toimiluvallinen UCITS-rahastoyhtiö, vaihtoehtorahastojen hoitaja, MiFID II²⁴⁰:n mukainen sijoituspalveluyritys tai esimerkiksi EU:n ulkopuolinen salkunhoitoyhtiö.

Säilytisyhteisö on yhteisö²⁴¹, joka on vastuussa rahaston varojen säilyttämisestä ja tiettyjen valvontatehtävien hoitamisesta. EU-sääntely edellyttää, että rahaston varojen säilyttäminen uskotaan säilytisyhteisölle. Sille on määrätty tietyt valvontatehtäviä sen varmistamiseksi, että hallintoyhtiö hoitaa rahastoa lainsäädännön ja rahaston sääntöjen mukaisesti.²⁴² Säilytisyhteisön laajat tehtävät erottavat EU-säilytisyhteisön yhdysvaltalaisista säilytisyhteisöistä, joilla on tavallisesti vain säilytystehtävä.²⁴³ Säilytisyhteisön on oltava luottolaitos tai muu MiFID-sijoituspalveluyrityksiin sovellettavien standardien mukaisesti valvottu yritys.²⁴⁴ EU:n ulkopuolisen vaihtoehtorahaston tapauksessa säilytisyhteisö voi myös olla luottolaitos tai muu vastaavanlainen yhteisö kuin MiFID-sijoituspalveluyritys edellyttäen, että tällaisiin yhteisöihin sovelletaan tehokasta vakavaraisuutta koskevaa sääntelyä ja valvontaa, jotka vastaavat EU-lainsäädäntöä ja jotka pannaan tehokkaasti täytäntöön.²⁴⁵ Yhteissijoitusyritysten ja vaih-

²⁴⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta.

²⁴¹ Tavanomaisesti säilytisyhteisönä toimii pankki. Vuoden 1987 SRL:ssa säilytisyhteisö tunnettiin nimellä säilytyspankki. Säilytisyhteisö-termi otettiin käyttöön UCITS-direktiivin implementoimisen yhteydessä vuonna 1994: ks. HE 309/1992 vp, s. 12. Vuonna 1990 ehdotettiin korvaavaksi termiksi käsitettä ”omaisuudenhoitaja” (1990:VM 21, s. 28), mutta kyseistä termiä ei kuitenkaan otettu käyttöön, koska se olisi virheellisesti saattanut luoda olettaman, että säilytisyhteisön tehtäviin kuuluisi huolehtia omaisuuden arvon säilymisestä.

²⁴² UCITS-direktiivin 22 artiklan 3 ja 4 kohdat ja AIFM-direktiivin 21 artiklan 7 ja 9 kohdat.

²⁴³ Zetsche 2018, s. 349. Ero tulee ilmi myös terminologian tasolla: Euroopassa säilytisyhteisö on depositary, kun taas Yhdysvalloissa se on custodian.

²⁴⁴ UCITS-direktiivin 23 artiklan 2 kohta ja AIFM-direktiivin 21 artiklan 3 kohta.

²⁴⁵ AIFM-direktiivin 21 artiklan 3 kohdan c alakohta ja 6 kohdan b alakohta. Euroopan komissio on hyväksynyt delegoidun säädöksen, joka sisältää AIFM-direktiivin mukaiset täytäntöönpanotoimenpiteet ja jossa täsmennetään kolmansien maiden vakavaraisuus- ja valvontajärjestelmiä arvioitaessa sovellettavia kriteerejä. Ks. vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun komission delegoidun asetuksen (delegoitu AIFM-asetus, (EU) N:o 231/2013) 84 artikla.

toehtorahastojen hoitajat eivät voi itse toimia säilytysyhteisöinä²⁴⁶, ja säilytysyhteisön on toimittava yksinomaan sijoittajien etujen mukaisesti ja rahastonhoitajasta riippumattomasti.²⁴⁷

Säilytysyhteisön säilytystehtävä sisältää rahaston varojen säilytystehtävän, transaktioiden selvityksen, tulovirran hallinnoimisen ja valtakirjaäänestysten sekä yhtiökohtaisten toimenpiteiden järjestämisen. UCITS- ja AIFM-direktiivissä kuvataan säilytystoiminto joko säilytyksenä tai arkistointina rahaston varojen tyyppistä riippuen. Omaisuutta säilytetään vain silloin, kun se on edellytyksenä kaupankäynnille ja selvitykselle – yleisimmin näin on arvopapereiden, kuten listattujen arvopapereiden kohdalla.²⁴⁸ Lisäksi säilytystoiminto sisältää vaatimuksen, että rahaston varat on erotettava säilytysyhteisön (ja sen asiamiesten) varoista siten, että kaikki yhteissijoitusyrityksen tai vaihtoehtorahaston säilytysyhteisön kirjanpidossa olevat varat voidaan erottaa säilytysyhteisön omista (ja sen asiamiesten) varoista ja ne voidaan aina tunnistaa asianomaiselle yhteissijoitusyritykselle tai vaihtoehtorahastolle kuuluviksi.²⁴⁹ Velvollisuus pitää kirjaa varoista kattaa sellaiset varat, joita ei voida säilyttää, jolloin säilytysyhteisön velvollisuutena on ylläpitää ajantasaista kirjaa varoista ja kyettävä vahvistamaan niiden omistajuus.²⁵⁰ Varmentaminen perustuu yhteissijoitusyrityksen, rahastoyhtiön tai vaihtoehtorahastojen hoitajan antamiin tietoihin tai ulkoisiin todisteisiin, jos sellaisia on saatavilla.²⁵¹ Tässä yhteydessä on huomioitava, että säilytysyhteisö voi olla myös rahaston varojen laillinen omistaja, vaikka tämä ei suoraan johdukaan UCITS-direktiivistä tai AIFM-direktiivistä.²⁵² Tällaisessa tapauksessa säilytysyhteisöllä ei ole ainoastaan säilytystehtävää, vaan se toimii myös rahaston varojen osuudenhaltijana tai ”hallintarekisteröijänä”.

²⁴⁶ Poikkeuksena on rekisteröitymisvelvollinen vaihtoehtorahastojen hoitaja, jolla ei ole velvollisuutta nimetä säilytysyhteisöä hoitamilleen vaihtoehtorahastoille.

²⁴⁷ UCITS-direktiivin 25 artiklan 1 kohta ja AIFM-direktiivin 21 artiklan 4 kohdan a alakohta.

²⁴⁸ UCITS-direktiivin 22 artiklan 5 kohdan a alakohdan i alakohta ja AIFM-direktiivin 21 artiklan 8 kohdan a alakohdan i alakohta.

²⁴⁹ UCITS-direktiivin 22 artiklan 5 kohdan a alakohdan ii alakohta ja AIFM-direktiivin 21 artiklan 8 kohdan a alakohdan ii alakohta ja 11 kohdan d alakohdan iii alakohta.

²⁵⁰ UCITS-direktiivin 22 artiklan 5 kohdan b alakohdan i ja ii alakohdat ja AIFM-direktiivin 21 artiklan 8 kohdan b alakohdan i ja iii alakohdat.

²⁵¹ UCITS-direktiivin 22 artiklan 5 kohdan b alakohdan i alakohta ja AIFM-direktiivin 21 artiklan 8 kohdan b alakohdan ii alakohta. Delegoidussa AIFM-asetuksessa määritellään ehdot, jotka vaihtoehtorahastojen on täytettävä, jotta säilytysyhteisö voi varmistua omistajuudesta ja varmistaa, ettei tällaisia varoja voida siirtää ilman, että säilytysyhteisölle tai sen edustajalle on ilmoitettu. Tällaista ohjetta ei ole UCITS-direktiivissä, mutta yhteissijoitusyritysten säilytysyhteisöt käyttävät yleensä menettelyjä, jotka ovat samankaltaisia kuin delegoidussa AIFM-asetuksessa.

²⁵² Ks. esim. Vepsä 2021a, s. 8, jossa on tarkasteltu osuustrustien oikeudellista luonnetta. Trustimuotoisissa rahastoissa trustee (joka on usein säilytysyhteisö) on rahaston varojen muodollinen omistaja.

Yleisesti ottaen voidaan tunnistaa kahdenlaisia rahastosijoittajia: institutionaalisia (ammattimaisia) sijoittajia ja ei-ammattimaisia sijoittajia. Institutionaaliset sijoittajat voidaan määritellä instituutioiksi, joita ovat esimerkiksi pankit, eläkerahastot, vakuutusyhtiöt ja muut rahastot ja joiden katsotaan olevan taloudellisesti kyvykkäämpiä ja jotka käyvät kauppaa useammin ja suuremmissa määrin kuin ei-ammattimaiset sijoittajat. Ei-ammattimaiset sijoittajat voidaan yleisesti kuvata henkilöiksi, jotka ostavat ja myyvät pieniä määriä arvopapereita omaan lukuunsa. EU:n tasolla MiFID II -direktiivi tunnistaa myös kahdentyyppiset sijoittajat: ”ammattimaiset sijoittajat” ja ”yksityissijoittajat”²⁵³.²⁵⁴ Ammattimaisia sijoittajia ovat institutionaaliset sijoittajat, kuten luottolaitokset, sijoituspalveluyritykset, sijoitusrahastot ja suuryhtiöt, jotka täyttävät vähintään kaksi seuraavista kriteereistä: (1) taseen loppusumma on 20 000 000 euroa tai enemmän, (2) nettoliikevaihto on 40 000 000 euroa tai enemmän ja (3) omat varat ovat 2 000 000 euroa tai enemmän.²⁵⁵ Ei-ammattimaiset eli piensijoittajat ovat sijoittajia, jotka eivät kuulu mihinkään muuhun kategoriaan. Tällä sijoittajaryhmällä on korkein sijoittajansuojan taso. Lisäksi ei-ammattimaiset sijoittajat voivat valita tulla kohdelluksi ammattimaisina sijoittajina MiFID II:n mukaisesti.²⁵⁶

Kun otetaan huomioon rahastojen merkitys kansallisissa säästämis- ja eläkejärjestelmissä, on tärkeää huomioida rahastomarkkinoiden kysyntäpuolen tehokkuus. Monipuolinen taloustieteellinen tutkimuskirjallisuus on viimeisen kahden vuosikymmenen aikana tarkastellut, kuinka rahastosijoittajat tekevät rahastosijoituksiaan koskevia päätöksiä. Tutkimukset ilmentävät, että sijoitusrahastosijoittajat eivät yleensä pysty suoriutumaan kurinalaisesta roolista, jota markkinoiden ”tehokkuus” vaatisi. Rahastosijoittajat usein valitsevat itse rahastot, joihin he sijoittavat – ja he valitsevat usein huonosti. Johdonmukaisten akateemisten tutkimustulosten mukaan – joiden tulokset hallitusten raportit vahvistavat – rahastoihin sijoittavat ei-ammattimaiset sijoittajat tarvitsevat paljon enemmän tukea kuin he tällä hetkellä saavat. Tutkimukset osoittavat, että rahastosijoittajat ovat yleensä tietämättömiä sijoittamiensa rahastojen ominaisuuksista, riskeistä ja kustannuksista. Rahastosijoittajat jahtaavat mennyttä tuottoa, joka on heikko signaali rahaston tulevasta tuotosta. He tekevät näin riippumatta vakuuttavasta tutkimustiedosta, jonka mukaan rahastojen kontekstissa mennyt tuotto

²⁵³ Yksityissijoittajia kutsutaan sijoituspalvelulaissa (747/2012) ei-ammattimaisiksi sijoittajiksi. Tätä termiä käytetään myös tässä tutkimuksessa.

²⁵⁴ MiFID II -direktiivin 4 artiklan 10 ja 11 kohdat. MiFID II tunnistaa myös kolmannen sijoittajatyypin: ”hyväksyttävät vastapuolet”. Hyväksyttäviä vastapuolia voidaan pitää ammattimaisten sijoittajien alatyypinä. Tämä kategoria soveltuu vain tiettyihin sijoituspalveluihin. Hyväksyttäviin vastapuoliin kuuluu yrityksiä, jotka toimivat aktiivisesti rahoitusallalla ja joilla katsotaan olevan investointipäätösten tekemiseen vaadittu kokemus yritysprofilinsa perusteella. Ks. MiFID II -direktiivin 30 artikla.

²⁵⁵ MiFID II:n liite II.I.

²⁵⁶ MiFID II:n liite II.II.

ei ole tae tulevasta tuotosta. Rahastosijoittajat, kuten muutkin sijoittajat, harjoittavat myös tarpeetonta markkinoiden ajoitusta. Lopputuloksena on, että rahastosijoittajat ovat usein omasta näkökulmastaan väärässä rahastossa, maksavat yleensä kohtuuttomia kustannuksia ja ostavat liian usein liian kalliilla ja myyvät halvalla.²⁵⁷ Näin ollen valtaosan ei-ammattimaisista sijoittajista voidaan todeta olevan epärationaalisia, mikä vähentää markkinavoimien tehokasta toimintaa.²⁵⁸

Institutionaalisilla sijoittajilla on tyypillisesti suurista omistusosuuksista johtuen enemmän äänivaltaa sijoituksissaan kuin ei-ammattimaisilla sijoittajilla, joten niillä on kannustin kehittää erikoisosaamista investointien tekemiseen ja seurantaan ja ne pystyvät olemaan aktiivisemmin mukana sijoituskohteidensa päätöksentekoprosesseissa.²⁵⁹ Institutionaalisten sijoittajien parempi pääsy sijoituskohteeseen liittyvään informaatioon yhdistettynä niiden suurempaan äänivaltaan on tärkein syy siihen, miksi institutionaaliset sijoittajat ovat heikomman suojan piirissä kuin ei-ammattimaiset sijoittajat: heidän oletetaan olevan asiantuntevia ja (taloudellisesti) riittävän vahvoja turvatakseen omia etujaan. Toisin sanoen, kun rahastossa on muutama suuri sijoittaja, jotka pystyvät valvomaan sijoituskohteen suoriutumista itsenäisesti ja tarvittaessa puuttumaan siihen, on sääntelyn keinoin ohjaaminen vähemmän perusteltua.²⁶⁰ Tämä ei tarkoita sitä, etteivätkö institutionaalisetkin sijoittajat tarvitsisi sijoittajan-suojaa ja läpinäkyvyyttä²⁶¹. Esimerkiksi Madoff-skandaali osoitti, että valvutuneiksi oletetut sijoittajat, kuten eläkerahastot ja pankit, eivät ole suojassa sijoituspetoksilta, koska myös ne kärsivät miljoonien suuruisia tappioita Madoff-skandaalissa.²⁶² Kaikilta sijoituspetoksilta suojautuminen on kuitenkin mahdotonta, koska jotkut petokset jäävät havaitsematta pitkäksi aikaa riippumatta institutionaalisten sijoittajien harjoit-

²⁵⁷ Ks. esim. Capon – Fitzsimons – Alan Prince 1996, s. 59–82; Wilcox 2003, s. 645–663; Cooper – Gulen – Rau 2005, s. 2825–2858; ICI 2006; SEC 2012; Guercio – Reuter 2014, s. 1673–1704 ja Palmiter 2018, s. 115.

²⁵⁸ Tässä epärationaalisuudella viitataan siihen, että ei-ammattimainen sijoittaja ei pysty tekemään kannaltaan optimaalisia päätöksiä. Tämän määrittäminen on kuitenkin hankalaa, koska jonkun sijoittajan näkökulmasta rahastojen ominaisuuksien tutkimatta jättäminen voi olla hyvinkin rationaalista toimintaa erityisesti silloin, jos kyseessä on pieni sijoitus ja huomioidaan optimaaliseen päätökseen pyrkimisen vaihtoehtokustannukset.

²⁵⁹ Bainbridge 2005, s. 10.

²⁶⁰ Ks. esim. Franks – Mayer 1990, s. 16; EC 2009, s. 6 ja Vepsä 2022b, s. 371. Institutionaalisten sijoittajien mukanaolo voi tällöin hyödyttää myös ei-ammattimaisia sijoittajia, jotka ovat sijoittajana samassa rahastossa. Institutionaalaisella sijoittajalla voi olla neuvotteluvoimaa vaikuttaa rahastonhoitajan toimintaan, jolloin neuvottelun kohteena olevista asioista riippuen lopputuloksesta pääsevät hyötymään myös muut sijoittajat.

²⁶¹ FCA 2019, s. 4 mukaan institutionaalisten sijoittajien on vaikea saada kustannuksista tietoja, joita he tarvitsevat tehokkaiden päätösten tekemiseen.

²⁶² Ks. Madoff's Victims, The Wall Street Journal (6 Mar. 2009). Ks. myös IMA 2009, s. 8, joka toteaa, että Madoff-skandaali aiheutti tappioita myös yhteissijoitusyrityksille, jolloin vahingonkärsijöitä olivat myös piensijoittajat.

tamasta asianmukaisesta ja huolellisesta sijoituskohteen arvioinnista.²⁶³ Tosiasia on joka tapauksessa, että näillä sijoittajilla on todennäköisesti ”sisäinen” kyky huolehtia itsestään ja olla tietoisia sijoituksista, jotka näyttävät liian hyviltä ollakseen totta tai ainakin taloudelliset resurssit hyödyntää asiantuntevaa ulkopuolista neuvontaa.

Rahastotoimintaan voi osallistua myös lukuisia muita kolmansia osapuolia, mikäli rahastonhoitaja päättää ulkoistaa toimintojaan. On tärkeää huomioida, että rahastonhoitaja ei saa ulkoistaa niin suurta osaa velvollisuuksistaan, että siitä tulee pohjimmiltaan niin kutsuttu postilaatikkoyhtiö. UCITS-rahastoyhtiöiden kohdalla UCITS-direktiivin 13 artiklan 2 kohdassa tarkoitettua postilaatikkoyhteisön käsitettä ei ole selvennetty UCITS-direktiivissä tai CESR:n (ESMA:n edeltäjä) toimesta, mutta voidaan väittää, että joka tapauksessa UCITS-rahastoyhtiö, jolla ei ole postiosoitteen lisäksi muuta läsnäoloa rekisteröintivaltiossaan on postilaatikkoyhteisö.²⁶⁴ SRL 6:1.2:n mukaan rahastoyhtiö saa ulkoistaa liiketoimintansa kannalta merkittäviä toimintojaan ainoastaan, jos se ei haittaa rahastoyhtiön riskienhallintaa, sisäistä valvontaa tai muuten merkittävästi rahastoyhtiön liiketoiminnan hoitamista.²⁶⁵ Rahastoyhtiö ei voi myöskään ulkoistaa kokonaisvastuutaan kolmannelle osapuolelle.²⁶⁶

Myös vaihtoehtorahastojen hoitajat voivat ulkoistaa toimintojaan. Vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (162/2014, AIFML) 10:1.1:n mukaan vaihtoehtorahastojen hoitaja ei saa ulkoistaa toimintojaan siinä määrin, että sen ei enää voida katsoa harjoittavan vaihtoehtorahastojen hoitamista eikä se voi myöskään ulkoistaa kokonaisvastuutaan kolmannelle osapuolelle.²⁶⁷ Toisin kuin UCITS-direktiivin osalta, postilaatikkoyhteisön termi on määritelty melko yksityiskohtaisesti delegoidun AIFM-asetuksen 82 artiklassa. Lisäksi ESMA on suositellut listaa toiminnoista, joita ei voida katsoa vaihtoehtorahaston hoitajan kriittisiksi toiminnoiksi eivätkä ne oli-

²⁶³ Tällä tarkoitetaan ns. due diligence -prosessia. Due diligence voidaan kuvata menettelyksi, jossa arvioidaan kaikki todelliset ja mahdolliset sijoitukseen liittyvät riskit. Katso myös Vancas 2010, s. 8. Rahastosijoituksen yhteydessä se koostuu rahaston ja rahastonhoitajan sijoitustavan arvioinnista. Pohjimmiltaan se sisältää kaiken sen arvioinnin, mikä voi johtaa päätökseen ostaa, pitää, myydä vai välttää tietyn rahastonhoitajan tarjoamia osakkeita tai rahasto-osuuksia. Kuitenkin jos joku, kuten Madoffin tapauksessa, antaa tarkoituksella vääriä lausuntoja tai salaa tietoja toiminnastaan, asianmukaisesti suoritettu due diligence -tutkimus ei välttämättä riitä petoksen paljastamiseen.

²⁶⁴ UCITS-direktiivin johdanto-osan 16 kohdan mukaan ”Kotijäsenvaltion harjoittaman valvonnan periaatteen moitteettoman toiminnan varmistamiseksi tällaiset toimeksiannot hyväksyvien jäsenvaltioiden olisi varmistettava, ettei rahastoyhtiö, jolle ne ovat myöntäneet toimiluvan, anna toimintaansa kokonaisuudessaan toimeksi yhdelle tai useammalle kolmannelle osapuolelle ja muutu näin pelkäksi postilaatikkoyhteisöksi ja ettei valtuutusten olemassaolo ole esteenä rahastoyhtiön tehokkaalle valvonalle.”

²⁶⁵ Tämä perustuu UCITS-direktiivin 13 artiklaan. Ks. myös Finanssivalvonta, Määräykset ja ohjeet 1/2012, kohta 5.2, jossa on annettu kansallisen tason lisäohjeistusta ja suosituksia rahastoyhtiöiden toimintojen ulkoistamisesta.

²⁶⁶ SRL 6:2.3.

²⁶⁷ Tämä perustuu AIFM-direktiivin 20 artiklaan.

si ulkoistussääntelyn piirissä.²⁶⁸ Delegoitu AIFM-asetus ei kuitenkaan omaksunut ESMA:n kattavaa luetteloja poissuljetuista toiminnoista. Siinä esitetään pikemminkin yleinen periaate, jonka mukaan tukitoimintojen, kuten hallinnollisten tai teknisten tehtävien siirtämistä ei tulisi pitää vaihtoehtorahastojen hoitajien tehtävien ulkoistamisena.²⁶⁹ Lisäksi ESMA on katsonut, ettei vaihtoehtorahastojen hoitaja voisi ulkoistaa salkunhoitoa ja riskienhallintaa kokonaisuudessaan samanaikaisesti.²⁷⁰ Tämän tutkimuksen kirjoitushetkellä UCITS- ja AIFM-direktiivin ulkoistamissääntöihin on suunnitteilla muutoksia, joiden tarkoituksena on muun muassa ulkoistamissääntöjen selventäminen sekä niiden yhdenmukaistaminen UCITS- ja AIFM-direktiivien välillä.²⁷¹

Muita kolmannen osapuolen palveluntarjoajia, joille rahastonhoitajan toimintoja voidaan ulkoistaa, ovat muun muassa hallinnoija eli administraattori, jakelija, siirtoasiamies ja sijoitusneuvonantaja. Administraattori tarjoaa hallintopalveluita rahastoille, kuten esimerkiksi kirjanpito- ja arvostuspalveluja. Rahastoyhtiöllä voi olla suora suhde asiakkaisiinsa, mutta yleensä jakelija sijoittuu rahastoyhtiön ja asiakkaiden väliin, erityisesti jos kyse on piensijoittajista. Tärkeimmät rahastojen jakelijat ovat pankit, vakuutusyhtiöt, erilaiset rahastoalustat ja sijoitusneuvojat. Siirtoasiamies on puolestaan toimija, joka maksua vastaan ylläpitää rahaston kirjanpitoa ja osuusrekisteriä. Siirtoasiamies käsittelee kaikki rahaston merkinnät ja lunastukset. Rahasto voi myös käyttää sijoitusneuvojaa, joka on erillinen toimija suhteessa salkunhoitajaan ja toimii neuvoa antavassa roolissa eikä tee sijoituspäätöksiä.

Muiden kolmansien osapuolten lisäksi on huomioitava, että rahastoilla täytyy yleensä olla tilintarkastaja. Tätä edellytetään EU-sääntelyssä.²⁷² Riippumattomalla tilintarkastajalla on velvollisuus tarkistaa rahaston vuosikertomukseen sisältyvä rahaston tilinpäätös. Tilintarkastajan tarkastaman tilinpäätöksen tulee sisältää tilintarkastajan

²⁶⁸ ESMA/2011/379, s. 123–124.

²⁶⁹ Delegoitun AIFM-asetuksen johdanto-osan kohta 82.

²⁷⁰ ESMA/2012/117, s. 7: ”Subject to the requirements mentioned above, ESMA considers that an AIFM may delegate the two functions (i.e. portfolio management or risk management) either in whole or in part, in the understanding that an AIFM may not delegate both functions in whole at the same time.”

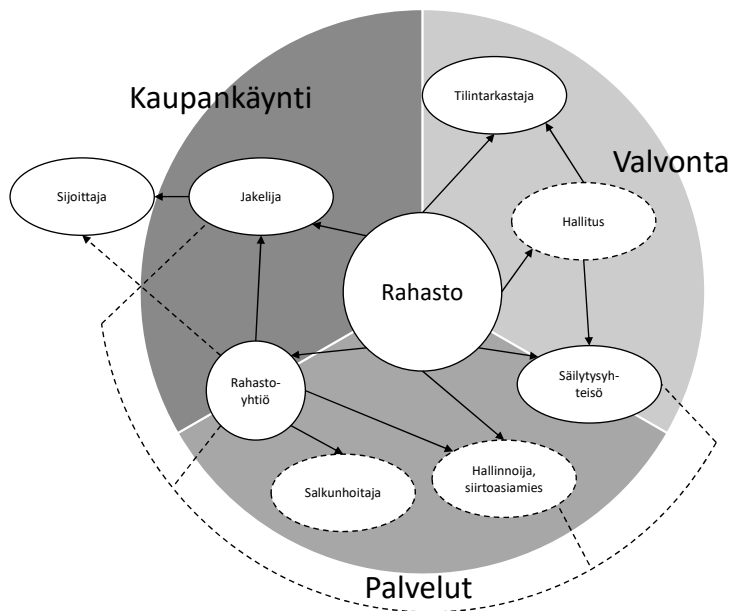
²⁷¹ Ehdotus EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI direktiivien 2011/61/EU ja 2009/65/EY muuttamisesta tehtävien siirtämistä koskevien järjestelyjen, maksuvalmiusriskin hallinnan, valvontaan liittyvän raportoinnin, säilytysyhteisö- ja säilytyspalvelujen tarjoamisen sekä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen lainojen alullepanon osalta (COM(2021)721); Euroopan unionin neuvoston kompromissiteksti 21.6.2022 (9768/1/22 REV 1) ja European Parliament, Report 2.2.2023 (A9-0020/2023).

²⁷² UCITS-direktiivin 73 artikla ja AIFM-direktiivin 22 artiklan 3 kohta.

lausunto siitä, että tilinpäätös antaa oikean ja riittävän kuvan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta voimassa olevien tilinpäätöksen laatimista koskevien säännösten mukaisesti ja täyttää lakisääteiset vaatimukset.

2.1.2 Sijoitusrahastotoiminnan hahmotustapoja

Yhteinen sijoitustoiminta voidaan järjestää lukuisilla eri tavoilla. Tämä johtuu rahastonhoitajan mahdollisuudesta ulkoistaa toimintojaan. Tämän takia yhteiseen sijoitustoimintaan osallistuvien toimijoiden lukumäärä voi vaihdella valitun palveluntarjoajarakenteen mukaisesti. Yhteiseen sijoitustoimintaan osallistuvat tahot ja niiden väliset suhteet voidaan esittää yksinkertaistetusti alla olevassa kuviossa, jossa toimijoiden tehtävät on jaettu kaupankäyntiin, valvontaan ja palveluihin. Kyseinen malli soveltuu pääasiassa avoimiin rahastoihin.



Kuva 3. Yksinkertaistettu malli yhteiseen sijoitustoimintaan osallistuvista toimijoista avoimissa rahastoissa.²⁷³

²⁷³ Hazenberg 2012, s. 34.

Kun yllä esitettyä mallia pelkistetään ja pyritään hahmottamaan yhteiseen sijoitustoimintaan osallistuvien keskeisten tahojen suhteita, voidaan yhteistä sijoitustoimintaa tarkastella niin sanotulla sijoituskolmion mallilla, johon EU-rahastosääntely perustuu. Se otettiin ensimmäistä kertaa käyttöön yhteissijoitusyritysten hallinnoinnissa ensimmäisen UCITS-direktiivin yhteydessä vuonna 1985. Sekä yhteissijoitusyrityksiltä että vaihtoehtorahastoilta edellytetään sijoitustoiminnan struktuuria, joka voidaan luonnehtia oikeudellisesti kolmiona, jonka kolme kärkeä muodostuvat: 1) sijoittajista, 2) säilytysyhteisöstä ja 3) rahastonhoitajasta. Rahasto on tämän järjestelyn keskipisteessä. Tämä pätee myös silloin kun – kuten käytännössä useimmiten on – monet palvelut on ulkoistettu erikoistuneille palveluntarjoajille tai kun rahastot perustetaan yhtiömuodossa, kuten vaihtuvapääomaisena sijoitusyhtiönä tai kommandiittiyhtiönä.²⁷⁴

Sijoituskolmio ei ole EU-lainsäätäjän innovaatio eikä sitä alun perin kehitetty EU:n rahoitusmarkkinalainsäädännöllä. Se voidaan jäljittää ensimmäisten hollantilaisten sijoitusrahastojen kultakautteen 1700-luvulle asti.²⁷⁵ Kolmio on muuttunut vain vähäisillä tavoilla vuosisatojen aikana sen kehittyessä Sveitsin sopimusperusteisissa rahastoissa ja brittiläisissä trusteissa 1800-luvulla sekä myöhemmin Ranskan ja Luxemburgin yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten (*Organismes de Placement Collectif*), saksalaisten sijoitusrahastojen (*Investmentfonds*) ja yhteissijoitusyritysten tulon myötä 1900-luvulla sekä AIFM-direktiivin myötä vaihtoehtorahastoissa 2000-luvulla. Kun perusrakenne on säilynyt sellaisenaan pitkään ilman merkittäviä muutoksia (ja aluksi ilman pakottavaa lainsäädäntöä) huolimatta valvutuneiden sijoittajien merkittävästä neuvotteluvoimasta, voidaan sen katsoa tarjoavan tehokkaan tasapainon rahastonhoitajien ja sijoittajien vastakkaisten etujen välillä. Nykyään sijoituskolmio on osa eurooppalaista lainsäädäntöä sekä piensijoittajille että institutionaalisille sijoittajille suunnatussa rahastonhoidossa.²⁷⁶ AIFM-direktiivin tuoma pakollinen kolmiorakenne vaati kuitenkin joitakin muutoksia vaihtoehtorahastojen rakenteeseen joissakin maissa, koska ennen AIFM-direktiiviä käytännöt vaihtelivat voimakkaasti.

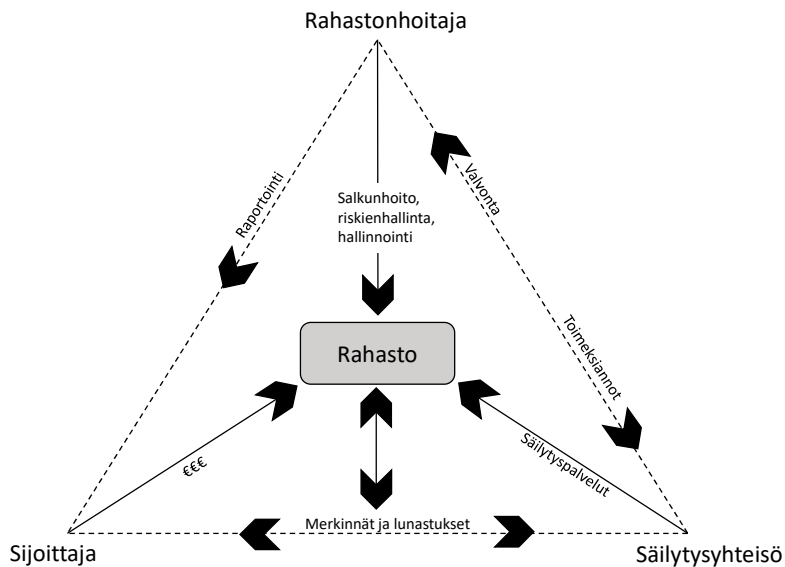
Sijoituskolmion taustalla oleva perustelu tulee ilmeiseksi, kun otetaan huomioon rahastonhoitajien ja säilytysyhteisöjen pääomavaatimukset ja rahaston hoitamisesta saatavat tuotot. Rahastonhoitajan oma sijoitus rahastoon on suhteellisesti pieni tai sitä ei ole lainkaan, vaikka hallinnointipalkkiotuotot (ja mahdolliset tuottopalkkiotuotot) voivat kokonaisuudessaan olla melko suuria. Esimerkiksi voitonjako-osuus

²⁷⁴ Ks. Zetzsche 2012, s. 372 ja Zetzsche 2018, s. 327. Ks. myös OECD 2000, s. 7.

²⁷⁵ Ks. tarkemmin varhaisten hollantilaisten rahastojen historiasta Zetzsche 2015a, s. 290–292.

²⁷⁶ Vrt. UCITS-direktiivin 22 artikla ja siitä eteenpäin ja AIFM-direktiivin 21 artikla.

tai suorituspalkkio voi johtaa erittäin suureen tuottoon rahastonhoitajan avainhenkilöille samaan aikaan kun sijoittajat ovat ainoita kärsijöitä silloin, kun rahaston sijoitustoiminta ei ole voitollista. Lisäksi informaatioepäsymmetria voi johtaa siihen, että sijoittajilla saattaa olla vaikeuksia ryhtyä oikeustoimiin rahastonhoitajia vastaan.²⁷⁷ Promoottorin resurssit ja tiedon määrä ovat lähtökohtaisesti ylivertaisia sijoittajiin verrattuna, mikä asettaa promoottorin voimakkaaseen asemaan.²⁷⁸



Kuva 4. Tavanomainen tapa hahmottaa sijoituskolmio.²⁷⁹

Perinteinen tapa hahmottaa sijoituskolmio voidaan nähdä liian epätarkkana yleistyksenä yhtiömuotoisissa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavissa yrityksissä, joissa on hallitus rahaston tasolla. Hallituksen täysi sivuuttaminen tarkastelusta väheksyy hallituksen merkitystä. Sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajat nimittävät hallituksen johtamaan sijoitusyhtiötä. Hallitus valvoo, että rahastoyhtiöllä on kyky hoitaa lakisääteiset tehtävänsä ja että sijoitusyhtiön hoitamisen ulkoistaminen rahastoyhtiölle on tehokas sijoittajia kohtaan. Hallitus on nimenomaisesti erikoistunut valvontatehtävään,

²⁷⁷ Zetzsche 2018, s. 328.

²⁷⁸ Cullen – Brennan 2017, s. 1873.

²⁷⁹ Ks. vastaavasti Zetzsche 2018, s. 328.

jolloin oikeanlaisella hallituksen kokoonpanolla rahastoyhtiön toiminnan valvonnan tason voidaan katsoa olevan sijoitusyhtiörakenteessa parempi verrattuna muihin oikeudellisiin rakenteisiin, koska säilytysyhteisöllä ei useinkaan ole tosiasiallisia edellytyksiä perusteelliseen valvontaan.²⁸⁰ On myös mielenkiintoista tiedostaa, että säilytysyhteisön rooli oli alkuperäisessä UCITS-direktiivissä rajoitetumpi sijoitusyhtiöissä verrattuna muihin yhteissijoitusyritysten oikeudellisiin rakenteisiin.²⁸¹ Tätä perusteltiin sillä, että sijoitusyhtiö on yleensä kansallisen yhtiöoikeuden alainen, jolloin sijoittajat pystyivät hyödyntämään yhtiöoikeudellisia oikeussuojakeinoja, kuten kontrollioikeuksia,²⁸² mikä ilmentää sitä, että sijoitusyhtiömuodon tarjoama lisäsuoja tiedostettiin jo tuolloin. Säilytysyhteisön rajoitetummilla velvoitteilla sijoitusyhtiöiden kohdalla ikään kuin tasapainotettiin sijoitusyhtiöiden sijoittajansuoja vastaamaan muita oikeudellisia rakenteita.

Rahastotasoinen hallitus voi osoittautua hyödylliseksi tietyissä tilanteissa ja parantaa rahastosijoittajien asemaa rahastonhoitajan opportunistiselta käyttäytymiseltä.²⁸³ Onnistuneella sääntelyllä on suuri vaikutus siihen, onko hallitus aidosti tehokas ja lisäarvoa tuottava, vai onko sen rooli passiivinen kumileimasin, joka ei pysty aidosti haastamaan rahastonhoitajan tekemiä ratkaisuja. Kun hallituksen merkitys tunnustetaan yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavan yrityksen hallinnossa, voidaan sitä pitää neljäntenä toimijana rahaston hallinnossa rahastonhoitajan, säilytysyhteisön ja sijoittajien lisäksi. Säilytysyhteisön ja hallituksen valvontatehtävät eivät ole päällekkäisiä, vaan toisiaan täydentäviä.²⁸⁴ Tällöin sijoituskolmio ei ole riittävä kuvaamaan eri toimijoiden tehtäviä ja vuorovaikutussuhteita, vaan hallintorakennetta on tarkasteltava ”sijoitusneliönä”. Alla olevassa *kuvasa 5* on kuvailtu sijoitusneliö, joka ei ole yleisesti esiintynyt alan tutkimuskirjallisuudessa. Syynä tähän voi olla se, että runsaan akateemisen keskustelun kohteena olevaa rahastotasoista hallitusta on jokseenkin enemmän vastustettu kuin puolustettu.²⁸⁵

²⁸⁰ Vepsä 2022a, s. 163–164 ja 192–193.

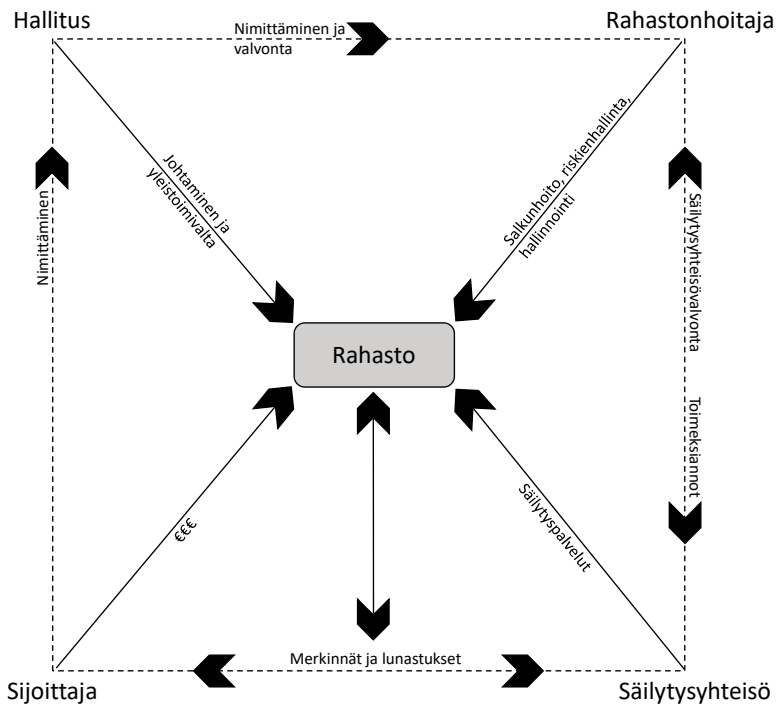
²⁸¹ Alkuperäisen UCITS-direktiivin (85/611/ETY) 7 artiklan 3 kohdan a–e alakohdissa asetettiin osuustrustien ja sijoitusrahastojen säilytysyhteisöille erityisiä velvoitteita. Kyseisistä velvoitteista b alakohdan mukainen velvoite huolehtia siitä, että osuuksien arvo lasketaan lain ja rahaston sääntöjen mukaisesti sekä c alakohdan mukainen velvoite noudattaa rahastoyhtiön antamia määräyksiä, jolleivät ne ole lain tai rahaston sääntöjen vastaisia, eivät sisällyneet direktiivin 14 artiklaan, jossa säädettiin sijoitusyhtiöiden säilytysyhteisöjen velvoitteista. Oikeustila säilyi vastaavana aina UCITS V:n antamiseen asti.

²⁸² Vandamme 1988, s. 32–33 ja Kremer – Lebbe 2014, s. 407.

²⁸³ Ks. tarkemmin Vepsä 2022a, s. 163–169.

²⁸⁴ Ks. SIB 1996, s. 9, jossa Yhdistyneen kuningaskunnan OEIC-sijoitusyhtiörakenteeseen ehdotettua säilytysyhteisön valvontaroolia päätettiin rajoittaa, jotta se ei muodostuisi päällekkäiseksi sijoitusyhtiön hallitukseen nähden. Säilytysyhteisövalvonnan tulisi keskittyä erityisesti hinnoittelun ja kaupankäynnin, tulovirtojen sekä sijoitus- ja lainanottovaltuuksien valvontaan.

²⁸⁵ Ks. hallituksen kritiikistä esim. Vepsä 2022a, s. 143–148 ja siinä viitatu lähteet.



Kuva 5. Sijoitusneliö tapana hahmottaa hallintoa sellaisessa rahastossa, jossa on hallitus.

2.2 Sijoitusrahastosäätelyn ja -markkinan historia ja kehitys

2.2.1 Kansainvälinen kehitys

Nykyhetken oikeuskulttuurisia rakenteita ja ilmiöitä ei voida ymmärtää syvällisesti, ellei tunneta nykytilaan johtaneita historiallisia kehityskulkuja. Sijoitusrahastoja koskevat markkinat ja sijoitusrahastoja koskeva sääntely ovat olleet jatkuvassa muutostilassa. Valitusta tarkasteluajanjaksosta riippumatta voidaan havaita, että kehitys ei ole pysähtynyt, vaan se on alituisesti käynnissä. On varsin todennäköistä, että näin tulee olemaan myös jatkossa. Yhteisen sijoitustoiminnan monimutkaisen luonteen vuoksi on epätodennäköistä, että kehityskulku johtaisi optimaaliseen lopputulokseen, jos-

sa järjestelmän evoluutio pysähtyisi kokonaan. Uudet innovatiiviset ratkaisut tulevat todennäköisesti muuttamaan yhteisen sijoitustoiminnan luonnetta jatkossakin. Tätä ilmentää myös akateemisen tutkimuksen ratkaisematon kysymys siitä, millä tavoin yhteisessä sijoitustoiminnassa voitaisiin taata sijoittajansuoja parhaalla mahdollisella tavalla. Runsaasta akateemisesta tutkimuksesta huolimatta kysymys on pysynyt hyvin kiistanalaisena. Tämä on myös yksi syy sille, miksi yhteistä sijoitustoimintaa koskevat sääntelyjärjestelmät poikkeavat toisistaan ja lainsäädäntökilpailua esiintyy.

Sijoitusrahastojen historia ulottuu 1700-luvun jälkipuoliskolle. Ensimmäisen sijoitusrahaston kehittäminen ja lanseeraus seurasi finanssikriisistä, joka alkoi Englannista ja levisi sitten Alankomaiden rahoitusmarkkinoille 1772 ja 1773. Tässä yhteydessä amsterdamilainen arvopaperivälittäjä *Abraham van Ketwich* perusti rahaston vuonna 1774 Hollannin tasavallassa nimellä ”*Negotiatie onder de Zinspreuk Eendragt maakt Magt*” (rahasto mottonaan ”Yhtenäisyys on voimaa”). Piensijoittajien riskien alentaminen hajauttamisen avulla oli yksi rahaston tärkeimmistä tavoitteista. Mielenkiintoista on, että hajauttamista koskevat säännöt määriteltiin tarjousasiakirjassa rajaamalla kymmenen erilaista joukkovelkakirjaluokkaa, joihin sijoituksia tuli tehdä. Näihin luokkiin kuuluivat Itävalta, Tanska, Saksan kuningaskunta, Espanja, Ruotsi ja Venäjä, sekä Latinalaisen Amerikan ja Länsi-Intian plantaasit. Koska rahasto ei sijoittanut osakkeisiin tai hollantilaisiin joukkovelkakirjalainoihin, sitä voidaan jälkikäteen luonnehtia kansainväliseksi korkorahastoksi, vaikka kyseistä termiä ei tuolloin ollut olemassaakaan.²⁸⁶

Rahaston rakenne oli suljettu, mutta osakkeilla käytiin kauppaa Amsterdamin pörsissä likviditeetin lisäämiseksi. Rahasto perustettiin 25 vuoden toimikaudeksi, jonka jälkeen sijoitussalkku oli tarkoitus realisoida ja jakaa varat sijoittajille, elleivät he päättäneet rahaston toimikauden pidentämisestä. Nykyaikaisista rahastoista poiketen yksi ”*Eendragt maakt Magt*”-tuotteen ominaisuuksista oli monimutkainen arpajaiselementti, joka siihen aikaan oli yleinen arvopapereille. Joka vuosi arvottiin sijoittajia, joille maksettiin takaisin sijoituksen nimellisarvo lisättynä 10 %:n palkkiolla. Rahaston hallinnointipalkkio oli arviolta 0,2 % vuodessa. Rahasto keräsi 838 550 guldenia, joka oli suhteellisen pieni osuus 1,5 miljardista guldenista, minkä verran hollantilaiset sijoittajat oli sijoittaneet ulkomaille tuolloin, joten kansantaloudellisesti rahastolla ei ollut

²⁸⁶ Hazenberg 2012, s. 16. Ks. myös Zetzsche 2012, s. 372. *Negotiatie*-rakenne on sittemmin kadonnut Hollannin oikeudesta.

suurta merkitystä. Rahaston sijoitusmenestys ei myöskään ollut suotuisaa. Jatkuvat sodat ja sekasorrot Euroopassa eivät auttaneet asiaa. Rahaston toimikautta jatkettiin alkuperäisen suunnitellun realisointiajankohdan jälkeen aina vuoteen 1824 asti.²⁸⁷

Ensimmäisen rahaston jälkeen Alankomaissa kehitettiin ja lanseerattiin erimuotoisia sijoitusrahastoja 1700-luvulla. Alankomaiden ulkopuolella ensimmäiset rahastot lanseerattiin 1800-luvun jälkipuoliskolla Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Tärkeänä innovaationa sijoitusrahaston kehityksessä voidaan mainita *Robert Fleming*in käynnistämä *First Scottish American Investment Trust* vuonna 1873 Skotlannissa. *Fleming*in rahastolle oli ominaista – toisin kuin muille Yhdistyneessä kuningaskunnassa saatavilla oleville rahastoille kyseisenä aikakautena – rahastonhoitajan täysi vapaus muuttaa sijoitussalkun koostumusta. Seuraavien kahden vuosikymmenen aikana noin 50 vastaavanlaista trustia lanseerattiin Englannissa ja Skotlannissa.²⁸⁸ Nämä rahastot olivat tavallisesti yhdistelmärahastoja, jotka sijoittivat noin kolmanneksen salkustaan joukkovelkakirjalainoihin. Salkun loppuosa sijoitettiin osakkeisiin ja etuoikeusosakkeisiin.²⁸⁹

Suljetut rahastot olivat valtavirtaa 1930-luvun puoliväliin asti.²⁹⁰ Maailman ensimmäinen avoin rahasto oli *Massachusetts Investors' Trust*, joka perustettiin Yhdysvalloissa vuonna 1924.²⁹¹ Suhteellisen hitaan alun jälkeen tästä rahastosta kehittyi Yhdysvaltain suurin sijoitusrahasto 1950-luvulla. Tänä aikana modernit tekniikat rahastojen markkinointiin ja myyntiin suurelle massalle tulivat suosioon. Muut rahastot kopiaivat avoimen rahaston konseptin Yhdysvalloissa 1920-luvulla ja muissa maissa toisen maailmansodan jälkeen. Näillä rahastoilla oli kuitenkin myös puutteita, jotka liittyivät erityisesti sijoittajien ja varainhoitajan välisiin eturistiriitoihin. Huonon hallintorakenteen ja liiallisen velanoton seurauksena varsinkin vähän ennen vuotta 1929 perustetut rahastot kärsivät osakemarkkinoiden romahduksesta.²⁹² Tänä aikana saadut kokemukset olivat syynä Yhdysvaltain kongressin säätämään sijoitusyhtiölakiin (*Investment Company Act of 1940*²⁹³). Keskeiset tämän lain avulla toteutetuista sijoittajien suojaa lisäävistä toimenpiteistä olivat riippumattomat hallituksen jäsenet²⁹⁴ ja sijoitusyhtiön yksinkertainen pääomarakenne.²⁹⁵

²⁸⁷ Hazenberg 2012, s. 16 ja 18. Ks. myös Zetzsche 2015a, s. 290–291.

²⁸⁸ Ks. osuustrustien historiasta ja kehityksestä myös Vepsä 2021a, s. 8–10.

²⁸⁹ Hazenberg 2012, s. 19.

²⁹⁰ Morley 2012, s. 349.

²⁹¹ Hazenberg 2012, s. 19 ja Horváthová 2015, s. 53 ja 240.

²⁹² SOU 1969:16, s. 47 ja Hazenberg 2012, s. 19–20. Ks. myös Vepsä 2021a, s. 9–10.

²⁹³ Yhdysvaltojen sijoitusyhtiölain historiasta on todettu, että rahastotoimiala pitkälti laati itse omat sääntönsä. Ks. Morley 2012, s. 398.

²⁹⁴ Ks. Yhdysvaltojen sijoitusyhtiölain taustoista Vepsä 2022b, s. 369–370 ja siinä viitatu lähteet.

²⁹⁵ Morley 2012, s. 388.

Vielä 1970-luvulla rahastosektori oli monissa maissa varsin kehittymätön eikä erityissääntelyä ollut.²⁹⁶ Länsi-Euroopan maissa sijoitusrahastojen kasvu on pääsääntöisesti alkanut vasta 1970-luvulla.²⁹⁷ Yhdysvaltojen sijoitusyhtiölakiin verrattuna tuorempi virstanpylväs sijoitusrahastojen kehityksessä oli ensimmäisen UCITS-direktiivin (85/611/ETY) säätäminen vuonna 1985 (UCITS I).²⁹⁸ Kyseinen direktiivi käynnisti rahastojen rajat ylittävän markkinoinnin kehityksen Euroopassa. Sitä ennen rahastonhoito ja rahastojen jakelu oli ensisijaisesti paikallista toimintaa toisaalta Yhdysvalloissa ja toisaalta Euroopan maiden sisällä. UCITS-direktiivin tavoitteena oli yhdenmukaistaa silloisen Euroopan yhteisön jäsenvaltioiden sijoitusrahastoja koskevaa lainsäädäntöä, mukaan lukien sijoittajansuojaa koskevien sääntöjen parantaminen, sekä luoda sijoitusrahastojen yhtenäismarkkinat EY:ssä. UCITS-direktiivissä lanseerattiin yhden toimiluvan periaate, jonka mukaan direktiivin mukaisilla yhteissijoitusyrityksillä, joilla on kotipaikka ja toimilupa jossakin EY-maassa, saavat markkinoida yhteissijoitusyrityksen osuuksia yleisölle myös muissa jäsenvaltioissa. Tällaisen yhteissijoitusyrityksen ei tarvinnut läpikäydä täyttä rekisteröintiprosessia kohdevaltiossa vaan suhteellisen yksinkertainen ilmoitusmenettely oli riittävä.

Luxemburg oli 30. maaliskuuta 1988 ensimmäinen jäsenvaltio, joka saattoi UCITS-direktiivin osaksi kansallista lainsäädäntöään.²⁹⁹ Ensimmäinen luxemburgilainen rahasto (*FCP Eurunion*) perustettiin vuonna 1959.³⁰⁰ Siihen aikaan, kun UCITS-direktiivi implementoitiin Luxemburgissa vuonna 1988, luxemburgilaisia rahastoja oli 463 kappaletta. Uusi lainsäädäntö salli monien näiden rahastojen muuttamisen yhteissijoitusyrityksiksi, jotta niitä olisi helpompi markkinoida rajojen yli. Yritykset, jotka aloittivat ensimmäisinä rajat ylittävää sijoitusrahastotoimintaa Luxemburgissa, olivat *Commercial Union*, *Robert Fleming & Co.*, *Fidelity Investments* ja *Franklin Templeton*. Vuoden 1988 loppuun mennessä Luxemburgissa oli perustettu 120 uutta yhteissijoitusyritystä, jotka hyötyivät uudesta UCITS-sääntelyyn perustuvasta lainsäädännöstä.³⁰¹

Luxemburg onnistui hyvin UCITS-direktiivin mukanaan tuomassa sääntelykilpailussa. Luxemburg pääsi hyötymään ensitoimijan edusta, jonka lisäksi sen sijoitusrahastoteollisuuden kehittämiseen tähtäävä strategia auttoi sitä onnistumaan muita valtioi-

²⁹⁶ OECD 2000, s. 8.

²⁹⁷ 1990:VM 21, s. 12.

²⁹⁸ Neuvoston direktiivi 85/611/ETY, annettu 20 päivänä joulukuuta 1985, arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

²⁹⁹ Ks. esim. 1990:VM 21, s. 13–14. Tällöin säädettiin Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif.

³⁰⁰ Kremer – Lebbe 2014, s. 6.

³⁰¹ Hazenberg 2012, s. 20.

ta paremmin asemoimaan itsensä parhaaksi kotipaikaksi rajojen yli markkinoitaville rahastoille. Muut tekijät, jotka vaikuttivat Luxemburgin menestymiseen rahastojen kotipaikkana, oli sen neutraali asema EU:ssa suurten maiden joukossa, monikielinen työvoima ja se, että se pystyi hyötymään olemassa olevasta asemastaan ja kokemuksestaan yksityispankkitoiminnan keskuksena.³⁰²

Vuoden 1985 jälkeen yhteissijoitusyrityksiä on kehitetty merkittävästi – yksinkertaisista rahastoista rahastoiksi, jotka voivat sijoittaa ja käyttää monenlaisia sijoitusinstrumentteja, kuten johdannaisia ja käteistä. 1990-luvun alkupuolella UCITS-direktiiviä esitettiin muutettavaksi (niin sanottu UCITS II -ehdotus), mutta muutosesityksistä ei koskaan syntynyt yhteisymmärrystä.³⁰³ Vuonna 2001 annettu UCITS III eli tuotedirektiivi (direktiivit 2001/107/EY ja 2001/108/EY)³⁰⁴ mahdollisti lisää joustavuutta sijoitustoimintaan vastauksena muuttuviin markkinatilanteisiin. Muutetussa UCITS I:ssä tunnistettiin edelleen lukuisia kehityskohteita³⁰⁵, minkä vuoksi vuonna 2009 annettiin UCITS IV (2009/65/EY)³⁰⁶, jolla kumottiin UCITS I. UCITS IV:n yhteydessä annetuilla uusilla säännöksillä pyrittiin parantamaan EU:n sijoitusrahastomarkkinoiden toimintaa antamalla yhteissijoitusyrityksille uusia toimintamahdollisuuksia sekä tehostamalla tietojen julkistamisvelvollisuutta ja yhteissijoitusyritysten osuuk-sien rajat ylittävää markkinointia koskevien säännösten toimivuutta. Tärkeä uudistus oli yhden toimiluvan periaatteen laajentaminen koskemaan markkinoinnin lisäksi myös yhteissijoitusyritysten rajat ylittävää hoitamista.³⁰⁷ Tämän jälkeen vuonna 2014 annettiin UCITS V (2014/91/EU)³⁰⁸, jolla asetettiin pääasiassa uusia velvoitteita säi-

³⁰² Thompson – Choi 2001, s. 7; Hazenberg 2012, s. 20 ja Zetzsche 2018, s. 305.

³⁰³ Syyrilä 2002, s. 261. Ks. myös Cumming – Imad’Eddine – Schwienbacher 2012, s. 265, jonka mukaan: ”The draft of UCITS II, regarded as highly ambitious, could not be adopted due to a lack of consensus.”

³⁰⁴ UCITS III tarkoittaa kahta direktiiviä, joilla vuonna 2001 muutettiin alkuperäistä UCITS-direktiiviä. Ks. Zetzsche 2018, s. 306, joka toteaa, että kummatkin direktiivit merkitsivät siirtymää tuotesääntelystä tuote- ja rahastonhoitajaa koskevaan sääntelyyn.

³⁰⁵ Ks. näistä tarkemmin esim. Kremer – Lebbe 2014, s. 13–14.

³⁰⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

³⁰⁷ Tällä tarkoitetaan ns. management passport -säännöksiä, jotka mahdollistavat yhteissijoitusyrityksen rahastoyhtiölle, joka on saanut toimiluvan jossakin jäsenvaltiossa, liiketoiminnan harjoittamisen muissa EU:n jäsenvaltioissa joko palvelujen tarjoamisen vapaudella tai perustamalla sivuliikkeen ilman erillistä toimilupaprosessia kohdejäsenvaltiossa. Ks. esim. ECA 2022, s. 9–10.

³⁰⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/91/EU, annettu 23 päivänä heinäkuuta 2014, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun direktiivin 2009/65/EY muuttamisesta säilytystoimintojen, palkka- ja palkkiopolitiikan sekä seuraamusten osalta.

lytysyhteisöille.³⁰⁹ UCITS-rahastot ovat ansainneet maineen varsin turvallisina sijoituskohteina, mistä kertoo se, että niiden historian aikana ei ole tiedossa tapauksia, joissa UCITS-sääntelyn ydinomaisuusluokat olisivat aiheuttaneet likviditeettiongelmia.³¹⁰

Globaalisti merkittävänä kehitysaskeleena mainittakoon myös AIFM-direktiivin antaminen 8. päivänä kesäkuuta 2011. Direktiivillä vahvistettiin yhdenmukaistetut säännöt, jotka koskevat sellaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien toimilupia, toimintaa ja avoimuutta, jotka hoitavat ja/tai markkinoivat vaihtoehtorahastoja ETA-valtioissa. Muut rahastot kuin yhteissijoitusyritykset eivät olleet ETA-tasoisesti säänneltyjä ennen AIFM-direktiivin antamista. Alun perin Euroopan komissio ei tukenut ajatusta siitä, että esimerkiksi pääoma- ja hedge-rahastoja tulisi säännellä. Tämä näkökulma kuitenkin muuttui, mikä johti AIFM-direktiivin säätämiseen.³¹¹ AIFM-direktiivi otettiin käyttöön, jotta voitaisiin paremmin säännellä vaihtoehtoisia sijoituksia, joita ei suurelta osin valvottu ja säännelty ennen vuosien 2008–2009 maailmanlaajuisia finanssikriisiä.³¹² AIFM-direktiivin sääntely kohdistuu vaihtoehtorahastojen hoitajiin eikä itse vaihtoehtorahastoihin.³¹³ AIFM-direktiivin hyväksymisen myötä EU omaksui samankaltaisen laajan yhteisen sijoitustoiminnan sääntelytavan kuin Yhdysvaltojen Investment Company Act 1940:ssä: AIFM-direktiiviä sovelletaan tietyin poikkeuksin kaikkiin yhteistä sijoitustoimintaa harjoittaviin yrityksiin, jotka eivät ole UCITS-direktiivissä tarkoitettuja yhteissijoitusyrityksiä.

Vuoden 2022 toisen kvartaalin lopussa rahastonhoitajat hallinnoivat ETA-alueella 19,4 triljoonan euron varallisuutta, joka vastasi noin 30,2 prosenttia koko maailman rahastovarallisuudesta. Tästä varallisuudesta 12,06 triljoonaa euroa oli hoidettavana 35 393 yhteissijoitusyrityksessä. Luxemburgiin rekisteröityjen yhteissijoitusyritysten pääomat olivat 35 %, Irlannin 23,3 %, Yhdistyneen kuningaskunnan 10,8 % ja Ranskan 6,7 % kaikkien yhteissijoitusyritysten pääomista. Muita kuin yhteissijoitusyrityksiä eli vaihtoehtorahastoja oli puolestaan 30 406 kappaletta, joissa oli hoidettavana yhteensä 7,36 triljoonan euron sijoitusvarallisuus. Vaihtoehtorahastojen

³⁰⁹ UCITS V oli pääasiallisesti reaktio Bernard Madoff -ja Lehman Brothers -skandaaleihin, jotka paljastivat olennaisia eroavaisuuksia säilytysyhteisöjen velvoitteissa ja vastuissa eri jäsenvaltioissa.

³¹⁰ Chiu 2018, s. 386 ja Zetsche 2018, s. 353. Ks. myös IMA 2009, s. 5 ja 14, joissa todetaan, että UCITS-sääntely toimi hyvin vuoden 2008 finanssikriisin aikana. Myös COVID 19 -pandemian aikana yhteissijoitusyritykset eivät olleet suurissa vaikeuksissa ja vain pieni osa niistä jouduttiin sulkemaan tilapäisesti (ICI 2020, s. 2 ja 32).

³¹¹ Ks. EC 2009, s. 18: ”The experience of the financial crisis indicates that a number of the risks posed by AIFM have been underestimated and are not sufficiently addressed by the current combination of national financial and company law regulation, general EU provisions and self-regulation.”

³¹² HE 94/2013 vp, s. 16–18.

³¹³ AIFM-direktiivin johdanto-osan 10 kohta. Ks. myös Zetsche 2012, s. 384; HE 94/2013 vp, s. 19 ja Kremer – Lebbe 2014, s. 18.

rahastopääomissa Saksa (29,4 %), Ranska (16,8 %), Luxemburg (12,8 %) ja Irlanti (12,1 %) johtivat sijoittautumisvaltioiden tilastoa.³¹⁴ Valtaosa vaihtoehtorahastoista on UCITS-rahastoja muistuttavia kansallisia rahastoja. Suomessa näistä voidaan mainita esimerkkinä erikoissijoitusrahastot.³¹⁵

Suomalaisten sijoitusrahastojen sijoitusvarallisuus on moneen muuhun EU:n jäsenvaltioon verrattuna melko pieni. Suomen rahastosektori, noin 135 miljardia euroa, on alhaisin myös Pohjoismaiden tasolla, jossa Ruotsin rahastosektori on selvästi suurin.³¹⁶ Rahastosektoreiden koon vertailu pelkkien rahastopääomien perusteella ei kuitenkaan kerro koko totuutta kyseisen maan rahastosäästämisen tasosta. Esimerkiksi Ruotsissa eläkejärjestelmä edistää kansalaisten rahastosijoittamista, mikä on omalta osaltaan tukenut Ruotsin rahastosektorin kasvua. Lisäksi Euroopassa rajat ylittävän rahastotoiminnan takia pelkkä rahaston rekisteröintivaltion katsominen voi hämätä tilastojen tulkitsemista, jos toiminnan tosiasiallista luonnetta ei ymmärretä.³¹⁷ Toisaalta rahastosektorit Euroopan valtioissa ovat kooltaan vain murto-osia Yhdysvaltojen yli 27 triljoonan euron rahastosektorista.³¹⁸ Globaalilla tasolla 2000-luvun merkittävään kasvaja on ollut Kiina, jonka rahastosektori on noussut neljänneksi suurimmaksi maailmassa, vaikka Kiinan rahastosektori on ollut olemassa vasta 20 vuotta.³¹⁹

³¹⁴ EFAMA Quarterly Statistical Release. September 2022 N° 90. Trends in the European Investment Fund Industry in the Second Quarter of 2022, s. 8 ja EFAMA International Quarterly Statistics September 2022. Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows. Trends in the Second Quarter of 2022, s. 4. Vrt. loppuvuoden 2021 tilanteeseen EFAMA 2022, s. 48.

³¹⁵ Delfrayssi 2013, s. 114–115 kuvaa tällaisia rahastoja termillä ”nationally regulated general purpose funds”. Ks. hieman vastaavasti Kremer – Lebbe 2014, s. 129, jossa tehdään rahaston ominaisuuksien perusteella jaottelu ”traditional UCI’s” ja ”Non-traditional UCI’s” välillä. AIFM-direktiivin raportoinnin näkökulmasta tällaiset rahastot kuuluvat pääasiallisesti ”muu strategia” -kategoriaan. Ks. komission delegoitu asetus (EU) N:o 231/2013, artikla 110 ja liite IV ja ESMA50-165-1734, s. 32.

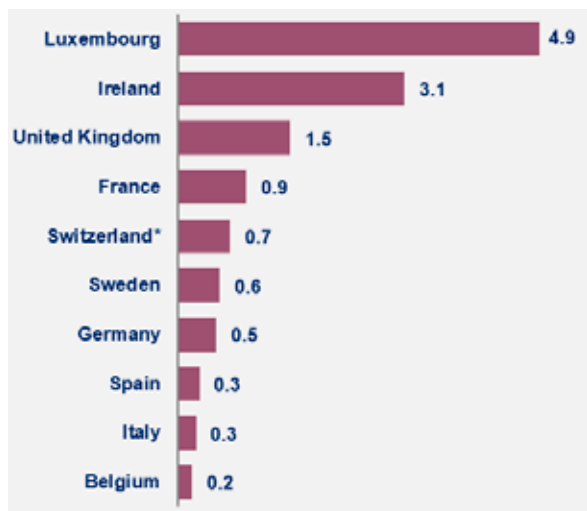
³¹⁶ EFAMA Quarterly Statistical Release. September 2022 N° 90. Trends in the European Investment Fund Industry in the Second Quarter of 2022, s. 8, jonka mukaan Pohjoismaiden rahastopääomat jakautuivat seuraavasti vuoden 2022 ensimmäisen vuosineljänneksen lopussa: Suomi 135,1 miljardia euroa, Tanska 297,9 miljardia euroa, Ruotsi 488,3 miljardia euroa ja Norja 156,5 miljardia euroa.

³¹⁷ Suomeen rekisteröity rahasto ei välttämättä tosiasiaassa ole suomalainen. Kyse voi olla esimerkiksi ruotsalaisen finanssikonsernin Suomeen rekisteröimästä rahastosta, jonka salkunhoito ja myynti tapahtuvat Ruotsissa. Tähän palataan jäljempänä (ks. tämän tutkimuksen luku 2.4).

³¹⁸ EFAMA International Quarterly Statistics September 2022. Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows. Trends in the Second Quarter of 2022, s. 10. On huomioitava, että tässä viitattu tilasto kattaa vain avoimet rahastot.

³¹⁹ EFAMA 2022, s. 78 ja 80.

Net Assets at End 2021 (EUR trillions)



Kuva 6. UCITS-rahastojen rahastopääomien top-10-tilasto vuoden 2021 lopussa. Yhdistyneen kuningaskunnan ja Sveitsin osalta tilastossa ovat mukana rahastot, jotka täyttävät UCITS-vaatimukset.³²⁰ Suomi ylsi sijalle 13 noin 140 miljardin euron rahastopääomalla.

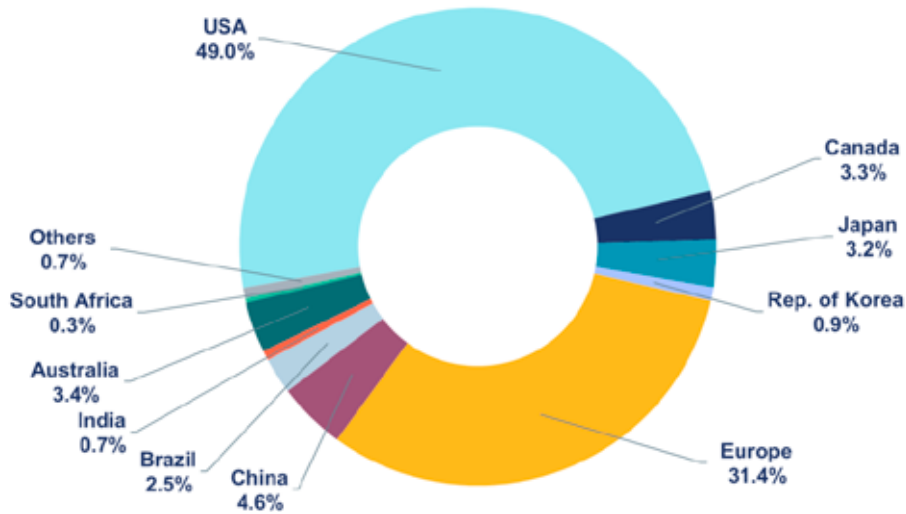
Yhteenlaskettunakin Euroopan rahastosektori on pienempi kuin Yhdysvaltojen rahastosektori (*kuva 7*). Toisaalta on huomioitava, että laajat kansainväliset vertailut eivät ole aukottomia, vaan eroihin vaikuttavat osin rahastosektorin ulkopuoliset tekijät. Esimerkiksi Yhdysvalloissa eläkejärjestelmä, jonka vastinetta monissa Euroopan maissa ei ole, on kanavoinut merkittävästi pääomia myös rahastoihin.³²¹ Euroopassa eläkejärjestelmillä ei ole yhtä merkittävää vaikutusta rahastopääomien kokoon,³²²

³²⁰ EFAMA Quarterly Statistical Release. March 2022 N° 88. Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2021 & Results for the Full Year of 2021, s. 2.

³²¹ Ks. esim. Thompson – Choi 2001, s. 8, jonka mukaan: ”The expansion of retirement savings was one of the main underpinnings of the growth of the US mutual fund industry in the 1990s.” Vastavasti toteaa myös Morley 2018, s. 14; Palmiter 2018, s. 114 ja EFAMA 2022, s. 74. Ks. eläkejärjestelmien vaikutuksesta rahastosektorin kokoon myös Khorana – Servaes 2008, s. 70 ja Hazenberg 2012, s. 23.

³²² Chiu 2018, s. 382.

mutta niissä tapahtuvat muutokset voivat kuitenkin aiheuttaa merkittäviä tilastopoikkeamia. Esimerkkinä voidaan mainita suurten hollantilaisten eläkerahastojen päätös siirtää varoja pois AIF-rakenteista erillismandaattien piiriin.³²³



Kuva 7. Maailman 10 suurinta avointen rahastojen sijoittautumispaikkaa vuoden 2021 lopussa. Yhdysvaltojen rahastopääomat ovat noin puolet maailman rahastopääomista, kun taas Euroopan osuus on noin kolmannes.³²⁴

2.2.2 Pohjoismaat ja Suomi

Sijoitusyhtiöitä ja -rahastoja koskevia selvityksiä ja sääntelyhankkeita oli vireillä samanaikaisesti kaikissa Pohjoismaissa 1960–1970-luvuilla. Ruotsissa osakerahastoja koskeva selvitys (Aktiefondsutredningen) aloitti toimintansa vuonna 1963 ja sai työnsä päätökseen 1969³²⁵, minkä pohjalta valmisteltu osakerahastolaki

³²³ EFAMA 2022, s. 14 mukaan Euroopan tasolla vaihtoehtorahastojen nettomyynti oli vuonna 2021 poikkeuksellisen alhainen (75 miljardia euroa), mikä johtui pääasiassa hollantilaisten eläkerahastojen toimenpiteistä. Näin alhaista nettomyyntitasoa ei ole nähty vuoden 2008 jälkeen.

³²⁴ EFAMA International Quarterly Statistics March 2022. Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows. Trends in the Fourth Quarter of 2022, s. 4. Ks. myös EFAMA 2022, s. 77. Kuviossa Eurooppa on esitetty yhtenä kokonaisuutena. Mikäli näin ei tehtäisi, ylttäisi Euroopasta 5 valtiota maailman 10 suurimman rahastojen sijoittautumispaikan joukkoon.

³²⁵ SOU 1969:16, s. 7.

(Aktiefondslag) tuli voimaan vuoden 1975 alusta.³²⁶ Norjassa valmistui sijoitusyhtiöitä koskeva mietintö vuonna 1969³²⁷, minkä pohjalta annettiin määräaikainen laki sijoitusyhtiöistä, Lov om visse former for felles investering (investeringsselskaper). Kyseessä oli valtuuslaki, jonka nojalla Norjan hallituksella oli mahdollisuus antaa tarkempia määräyksiä.³²⁸ Tanskassa puolestaan valmisteltiin vastaavaa lainsäädäntöä 1970-luvulla³²⁹, mikä johti sijoitusyhdistysperiaatteella toimivan yhteissijoittamislain (Lov om investeringsforeninger) antamiseen vuonna 1982.³³⁰ Huomionarvoista on, että Pohjoismaissa rahastosääntelyn varhainen valmistelutyö 1970-luvulla johti erilaisiin ratkaisuihin rahastojen oikeudellisten rakenteiden kohdalla: Norjan väliaikainen sijoitusyhtiölaki oli neutraali oikeudellisen muodon suhteen³³¹, Ruotsissa otettiin käyttöön sijoitusrahastorakenne³³², Suomessa esitettiin sijoitusyhtiörakennetta³³³ ja Tanskassa päädyttiin sijoitusyhdistysrakenteeseen³³⁴.

Suomen sijoitusrahastolainsäädäntö on kansainvälisesti verraten nuorta. Suomessa yhteistä sijoitustoimintaa koskevan sääntelyvalmistelun historia juontaa juurensa 1970-luvun alkuun. Erityisesti on huomioitava, että alun perin Suomessa yhteistä sijoitustoimintaa ei kaavailtu organisoitavaksi sopimusperusteisella sijoitusrahastorakenteella, vaan sijoitusyhtiömuodossa. Sijoitusyhtiöt mainittiin useassa yhteydessä, kun 1970-luvulla pohdittiin ratkaisuja Suomen kansantalouden rakenteellisten heikkouksien korjaamiseksi.³³⁵ Samoihin aikoihin Suomen Pankki asetti toukokuussa 1970 toimikunnan, jolle annettiin tehtäväksi laatia ehdotus sijoitusyhtiöitä koskevaksi lainsäädännöksi. Mietintö valmistui vuonna 1971.³³⁶ Mietinnön pohjalta hallitus antoi eduskunnalle esityksen sijoitusyhtiöitä koskevaksi lainsäädännöksi (HE 22/1977 vp).

³²⁶ HE 22/1977 vp, s. 3.

³²⁷ Finansdepartement 1969, s. 1–3 ja Ot.prp.nr.74. (1969–70), s. 3–4.

³²⁸ Ot.prp.nr.74. (1969–70), s. 11; HE 22/1977 vp, s. 3 ja Kauppa- ja teollisuusministeriö 1982, s. 9. Laki oli voimassa 30. kesäkuuta 1981 asti (ks. Ot.prp.nr.68 (1980–1981), s. 6).

³²⁹ HE 22/1977 vp, s. 3.

³³⁰ 1984:VM 24, s. 7.

³³¹ Finansdepartement 1969, s. 11; Ot.prp.nr.74. (1969–70), s. 11 ja Ot.prp.nr.68 (1980–1981), s. 6.

³³² Proposition 1974:128, s. 1–2.

³³³ HE 22/1977 vp, s. 1.

³³⁴ 1984:VM 24, s. 7. Ks. myös SOU 2002:56, s. 504, jonka mukaan Tanskan sijoitusyhdistykset voidaan luokitella sopimusperusteisiksi rahastoiksi.

³³⁵ Ks. KM 1971: A 19, s. 97, 107 ja 236. Yritysten oman pääoman lisäämiseksi pyrittiin nostamaan kiinnostusta osakesijoittamiseen. Todettiin, että uusiksi osakkeenomistajiksi voisivat tulla sijoitusyhtiöt, jotka myisivät edelleen osakkeitaan suurelle yleisölle. Sijoitusyhtiöiden aktiivinen myyntipolitiikka nähtiin myös mahdollisuutena muuttaa yleisön sijoituskäyttäytymistä kokonaisuudessaan. Samoin sijoitusyhtiöiden jakama informaatio nähtiin keinona parantaa yleisön tietämystä osakesäästämisestä. Tässä yhteydessä ei kuitenkaan otettu tarkemmin kantaa sijoitusyhtiötoiminnan organisoimiseen.

³³⁶ Ks. Suomen Pankki 1971. Tällöin Suomessa oli ainoastaan yksi osakeyhtiömuotoinen sijoitusyhtiö, Suomalaisia Arvopapereita Oy (ks. Suomen Pankki 1971, s. 8 ja HE 22/1977 vp, s. 9).

Esitys raukesi kuitenkin poliittisten erimielisyyksien johdosta.³³⁷ Valmistelua jatkettiin 1980-luvulla³³⁸, ja lopulta Suomen ensimmäinen sijoitusrahastolaki (480/1987, jäljempänä vuoden 1987 SRL), tuli voimaan syyskuussa 1987. Tässä laissa rahastotoiminta organisoitiin kuitenkin sopimusperusteisella sijoitusrahastorakenteella – aivan kuten vielä nykyäänkin – toisin kuin vuoden 1977 rauennessa esityksessä.³³⁹

Vuoden 1987 SRL:n säätämisen jälkeen sijoitusrahastolainsäädäntöä uudistettiin lukuisia kertoja 1990-luvulla. Keskeisimmät muutokset liittyivät UCITS-direktiivin kansalliseen implementointiin ETA-sopimuksen tullessa voimaan Suomessa vuonna 1994.³⁴⁰ Vuoden 1999 sijoitusrahastolaki (sijoitusrahastolaki, 48/1999) annettiin 29. päivänä tammikuuta 1999 ja se tuli voimaan 1. päivänä helmikuuta 1999.³⁴¹ Sillä kumottiin vuoden 1987 SRL. Vuoden 1999 SRL:iin tehtiin yli 30 muutosta ja osittaisuudistusta sen voimaantulon jälkeen, minkä lisäksi sen rinnalle on kehittynyt yksittäisiä erillislakeja. Keskeiset muutokset vuoden 1999 SRL:iin johtuivat uuden EU-sääntelyn kansallisesta implementoinnista.³⁴² Järjestyksessään Suomen kolmas sijoitusrahastolaki eli SRL, jolla kumottiin vuoden 1999 SRL, tuli voimaan 1. maaliskuuta 2019. Uutta lakia on kritisoitu siitä, että se ei saavuttanut sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistukselle asetettuja tavoitteita.³⁴³

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi pantiin täytäntöön säätämällä laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014, AIFML) 7. päivänä maaliskuuta 2014. AIFML:lla laajennettiin rahoitusmarkkinasääntely koskemaan myös siihen asti elinkeinovapauden nojalla harjoitettua omaisuudenhoitoon rinnastettua

³³⁷ Sijoitusyhtiölakia koskevaan hallituksen esitykseen liittyvä eduskunnan pankkivaliokunnan mietintö ei koskaan valmistunut, ja esitys raukesi vuoden 1979 eduskuntavaalien johdosta. Vasemmistopuolueet vastustivat lakiesitystä jyrkästi jo lähetekeskustelussa.

³³⁸ Vuonna 1984 valmistui sijoitusrahastotyöryhmän mietintö (1984:VM 24). Työryhmän tehtävänä oli selvittää sijoitusyhtiöitä tai -rahastoja koskevaan lainsäädäntöön liittyviä kysymyksiä sekä tehdä hallituksen esityksen muodossa tarpeelliseksi katsottavat lakiehdotukset.

³³⁹ Ks. etenkin HE 22/1977 vp, s. 1. Esityksen mukaan sijoitusyhtiöt olisivat julkisen valvonnan alaisia ja hankkisivat yleisöltä varoja, jotka yhtiö edelleen sijoittaisi taloudellista asiantuntemustaan hyödyntäen useisiin eri kohteisiin. Sijoituskohteina olisivat erilaiset arvopaperit, joiden tuotto ja arvonnousu tulisivat sijoittajien hyväksi. Hankkiessaan sijoitusyhtiön osakkeita säästäjästä tulisi samalla sijoitusyhtiön äänivaltainen osakas osakkeenomistajalle kuuluvine oikeuksineen. Sijoitusyhtiö olisi osakeyhtiö, jolla olisi kaksiosainen osakepääoma: kiinteä eli varsinainen osakepääoma sekä vaihtuva osakepääoma. Varojen hankkiminen tapahtuisi vaihtuvasta osakepääomasta annetuilla haltijaosakkeilla, joita myytäisiin yleisölle. Haltijaosakkeet sijoitusyhtiö olisi velvollinen lunastamaan takaisin, milloin haltijaosakas niin haluaa. Ks. myös HE 238/1986 vp, s. 8, Harju – Syyrilä 2001, s. 2 ja Lindström 2013, s. 112.

³⁴⁰ Turtiainen 2004, s. 2–3.

³⁴¹ Syyrilä 2002, s. 259–260 mukaan vuoden 1999 SRL:n säätämisenä toteutettiin laajoja muutoksia, joilla pyrittiin ottamaan huomioon sijoitusrahastotoiminnan nopea kehittyminen, kansainvälisen kilpailun kiristyminen ja näistä tekijöistä johtuva tuotekehittelyn tarve erityisesti siirryttäessä yhteiseen valuuttaan. Erikoissijoitusrahastojen toimintaedellytyksiä myös muutettiin.

³⁴² Ks. esim. Turtiainen 2004, s. 3; VM 5/2018, s. 25–26 ja HE 243/2018 vp, s. 8–9.

³⁴³ Ks. esim. Harju 2020a, s. 78–79; Vepsä 2022a, s. 138–139 ja Vepsä 2022b, s. 354.

kommandiittiyhtiömuotoista pääomasijoittamista ja kiinteistösijoittamista. Lakia sovelletaan oikeushenkilöihin, joiden säännöllistä liiketoimintaa on vaihtoehtorahastojen hoitaminen, vaihtoehtorahaston osuuksien tarjoaminen asiakkaille sekä vaihtoehtorahaston säilytysyhteisötoiminta. AIFM-direktiivin voimaansaattamisen jälkeen erikoissijoitusrahasto on nykyään yksi vaihtoehtorahaston oikeudellisista muodoista (niin sanottu sopimusperusteinen vaihtoehtorahasto).³⁴⁴

EFAMA:n tilaston mukaan rahastopääoma suomalaisissa rahastoissa (yhteissijoitusyhtykset ja vaihtoehtorahastot) oli vuoden 2021 lopussa noin 159 miljardia euroa.³⁴⁵ Suomen Pankin tilaston mukaan rahastopääomat olivat puolestaan noin 162,7 miljardia euroa.³⁴⁶ Suomalaisten tekemien sijoitusten osuus oli 76,3 prosenttia suomalaisten rahastojen rahastopääomista.³⁴⁷ Suomesta sijoitetaan paljon myös rahastoihin, joiden kotipaikka on ulkomailla. Arvion mukaan suomalaisten sijoitukset ulkomaisissa rahastoissa olivat yhteensä 198 miljardia euroa vuoden 2021 lopussa.³⁴⁸ Toisaalta tästä 198 miljardista valtaosa on institutionaalisten sijoittajien sijoituksia, kuten eläkeyhtiöiden sijoituksia.³⁴⁹ Lisäksi suuri osa suomalaisista sijoitusrahastoista sijoittaa ulkomaisiin rahastoihin. Näin ollen todellisuudessa melko vaatimaton osuus ulkomaille sijoitetusta sijoitusvarallisuudesta on yksityishenkilöiden tekemiä suoria sijoituksia. Vastaavasti ulkomaisten sijoittajien sijoittama varallisuus suomalaisissa sijoitusrahastoissa oli 38,3 miljardia euroa.³⁵⁰ Ilman luonnollisten henkilöiden ja institutionaalisten sijoittajien välillä tehtävää rajausta voitaneen todeta, että Suomesta sijoitetaan ulkomaisiin rahastoihin enemmän kuin kotimaisiin rahastoihin. Suomalaisten tekemistä yhteenlasketuista rahastosijoituksista 60 % kohdistuu ulkomaisiin rahastoihin ja 40 % kotimaisiin rahastoihin. Huomionarvoista on, että Suomi on ainoa pohjoismaa, josta sijoitetaan enemmän ulkomaisiin kuin kotimaisiin rahastoihin.³⁵¹

³⁴⁴ VM 5/2018, s. 27 ja 30 ja HE 243/2018 vp, s. 10 ja 13.

³⁴⁵ EFAMA 2022, s. 20.

³⁴⁶ Ks. Suomen Pankki, Säästäminen ja sijoittaminen -tiedote, 9.2.2022.

³⁴⁷ Suomen Pankki, Sijoitusrahastojen rahasto-osuusvelan jakautuminen omistajasektoreille (28.2.2022).

³⁴⁸ EFAMA 2022, s. 60.

³⁴⁹ EFAMA 2022, s. 63. Kotitalouksien osuus rahastosijoitusten kokonaisuusrynnästä oli noin 16,5 prosenttia. Toisaalta on huomioitava, että kotitalouksien varoja kanavoituu rahastosijoituksiin myös muuta kautta, kuten vakuutuslaitosten kanssa tehtyjen sijoitussidonnaisten vakuutus sopimusten kautta, eikä tämä näy suoraan tilastoissa.

³⁵⁰ Suomen Pankki, Sijoitusrahastojen rahasto-osuusvelan jakautuminen omistajasektoreille (28.2.2022). Vrt. EFAMA 2022, s. 58, jonka perusteella luku oli 36,6 miljardia euroa.

³⁵¹ EFAMA 2022, s. 60.

2.3 Rahastosääntelyn taustasyyt ja rooli

2.3.1 Tehokkuuden edistäminen

Sijoitusrahastosääntelyn keskeisenä tavoitteena on tehokkuuden edistäminen pääomamarkkinoilla. Taloustieteen eksistenssi tieteenä pohjautuu pitkälti resurssien rajallisuuteen. Koska resurssit ovat rajalliset, on ratkaisevaa edistää sellaista voimavarojen allokatiota, joka johtaa kansantaloudelliseen tehokkuuteen.³⁵² Taloustieteessä tutkitaan, miten voimavarat kohdentuvat yhteiskunnassa ja voitaisiinko voimavaroja allokoida yhä tehokkaammin. Lähtökohtaisesti taloustieteellisen teorian mukaan toimijat pyrkivät mahdollisimman suuren tehokkuuden saavuttamiseen eli mahdollisimman lähelle täydellisillä markkinoilla vallitsevaa markkinatasapainoa. Usein tehokkuuden käsitettä käytetään ilmaisematta, mitä tehokkuus on tai mitä tehokkuuden kategoriaa tehokkuuden ilmaisulla tarkoitetaan. Tehokkuuden määritelmä ei useinkaan käy ilmi kontekstista, jolloin pelkän käsitteen tehokkuus käyttäminen jättää argumentoinnin puoliavoimeksi. Tehokkuudesta puhuttaessa tarkoitetaan yleensä joko *Pareto*³⁵³- tai *Kaldor-Hicks*³⁵⁴-tehokkuutta.³⁵⁵ Näiden ohella taloustieteessä hyödynnetään lukuisia muita tehokkuuteen viittaavia käsitteitä.

Allokointitehokkuudella tarkoitetaan yhteisen sijoitustoiminnan kontekstissa sitä, missä määrin talousjärjestelmä ohjaa säästöjä tuottoisimpiin sijoituksiin. Tiedon kulkemisellä alan toimijoiden välillä on tässä tärkeä rooli. On huomattava tuki sille näkemykselle, että markkinavoimat eivät pysty yksinään tuottamaan välttämättömän tasoista ja tyyppistä informaatiota pääomamarkkinoilla, mikäli markkinavoimia ei ohjailla. Tämän näkemyksen kannattajat väittävät, että arvioidakseen mitkä sijoitukset tarjoavat parhaimman tuoton, tarvitsevat sijoittajat pääsyn tietoihin, jotka ylittävät sen tason, mitä järjestelmän ylläpitäjät muutoin olisivat valmiita paljastamaan. Toisin sanoen he väittävät, että sijoitusrahastosektorin allokointitehokkuutta voidaan

³⁵² Kaisanlahti 1995, s. 152.

³⁵³ Pareto-tehokkuus on tilanne, jossa yhdenkään toimijan asemaa ei voida parantaa ilman, että jonkun muun asemaa heikennetään.

³⁵⁴ Kaldor-Hicks-tehokkuus vallitsee tilanteessa, jossa kenenkään asemaa ei voida parantaa ilman, että jonkun muun asemaa heikennetään, ja jossa asemaansa parantavat eivät voisi edes periaatteessa korvata tappiota tai häviötä niille, joiden asema heikkenee.

³⁵⁵ Vahtera 2011, s. 42.

parantaa rahastonhoitajille asetettavilla pakollisilla taloudellisilla ja muilla tiedonanto-säännöillä. Kuitenkin sellaista sääntelyä on vältettävä, joka tukahduttaa markkinoita vähentämällä tarpeettomasti sijoittajien mahdollisia tuottoja.³⁵⁶

Toiminnallisella tehokkuudella tarkoitetaan sijoitusrahastojen kontekstissa sitä, miten sijoitusrahastoja hallinnoidaan. Yksi tapa parantaa yhteissijoittamisen toiminnallista tehokkuutta on asettaa tiettyjä vaatimuksia hyvän hallinnon standardeille, kuten esimerkiksi riippumattomien hallituksen jäsenten osallistumiselle hallintoon. Se, missä määrin tämänkaltaista sääntelyä tulisi ottaa käyttöön, on yleensä tarkastelun keskiössä. Vaihtoehtoisesti voitaisiin luottaa markkinavoimien kykyyn tuottaa kannustimia toiminnallisen tehokkuuden parantamiseen. Jotta tämä toimisi tehokkaasti, sijoittajien olisi voitava tarvittaessa rankaista rahastonhoitajaa tehottomasta käytöksestä, kuten esimerkiksi tarvittaessa vapauttaa rahastonhoitaja tehtävistään.³⁵⁷

Dynaaminen tehokkuus viittaa järjestelmän kykyyn sopeutua muuttuviin tarpeisiin, luoda innovaatioita ja nostaa tuottavuutta pitkällä aikavälillä. Yhteissijoitusalan dynaamista tehokkuutta voidaan edistää esimerkiksi sallimalla rahastosektorin toimijoille joustavuutta rahastojen oikeudellisen muodon ja hallinnollisten järjestelyjen suhteen. Toisaalta tietyt sääntelymuodot, kuten tiettyjen sijoituskohteiden kieltä, voivat heikentää järjestelmän kykyä mukautua muuttuviin markkinaolosuhteisiin.³⁵⁸

Pääoman hankinnassa ja muodostuksessa voidaan katsoa esiintyvän kaikkia edellä mainittuja tehokkuuden lajeja: allokontitehokkuutta, toiminnallista tehokkuutta ja dynaamista tehokkuutta. Arvopaperimarkkinoiden lainsäädäntö tulisi muotoilla siten, että se edistää kaikkia näitä. Pääomanmuodostuksen tehokkuuden maksimointi on tärkeää taloudellisen hyvinvoinnin näkökulmasta. On selvää, jos sääntelyjärjestelmä aiheuttaa enemmän kustannuksia pääoman kerääjille kuin on tarpeen asianmukaisen sijoittajansuojan tason takaamiseksi, järjestelmä on tehoton. Tämän seurauksena joitakin sijoituksia ei välttämättä tehtäisi, koska tuotto ei olisi tarpeeksi korkea, jotta

³⁵⁶ ALRC – CASAC 1993b, s. 14 ja 34–35.

³⁵⁷ ALRC – CASAC 1993b, s. 14.

³⁵⁸ ALRC – CASAC 1993b, s. 15.

sijoitus olisi houkutteleva. Tuloksena olisi talouskasvun hidastuminen. Sijoitusrahastosääntelyllä pyritään ehkäisemään tällaista kehitystä. Sääntelyjärjestelmän tulisi alentaa transaktiokustannuksia siihen verrattuna, ettei sääntelyä olisi lainkaan.

2.3.2 Päämies-agentti-suhde ja eturistiriidat

Rahastosijoittajat hyötyvät siitä, että he antavat varallisuuttaan rahastonhoitajan hoidettavaksi. Sijoitusrahastot tarjoavat sijoittajille erillistä korvausta vastaan sijoitustoiminnan asiantuntemusta, jota sijoittajilla itsellään ei välttämättä ole. Sijoittajilla ei monesti myös ole aikaa huolehtia sijoituksistaan tehokkaasti. Sijoitusrahaston sijoituspäätösten tekijät ovat oletusarvoisesti rahoitusmarkkinoiden ammattilaisia ja heidän palkkauksensa sekä työpaikkansa pysyvyys on riippuvainen siitä, kuinka hyvin he suoriutuvat sijoitusrahaston varallisuuden hoitamisesta. Sijoittajan kannalta tällaiseen omistuksen ja päätösvallan eriytymiseen voi kuitenkin liittyä monia riskejä.³⁵⁹ Koska rahastonhoitaja organisoii ja ylläpitää rahaston sijoituspoolia, eturistiriidat mahdollisuus on ilmeinen rahastonhoitajan ja sijoittajien välillä. Näin on erityisesti sen takia, koska toisin kuin ”hakuhyödykkeet”³⁶⁰, kuten esimerkiksi vaatteet, ovat varainhoitopalvelut ”kokemushyödykkeitä”, joiden laatua ei voida varmentaa etukäteen. Sijoitusten luontainen piirre on, että niiden riskiä ei voida riittävästi arvioida olemassa olevien tietojen perusteella, koska riski riippuu myös niiden tahojen rehellisyydestä ja taidosta, jotka tulevat hoitamaan sijoitusta tulevaisuudessa. Siksi on tärkeää tarkkailla ja ohjata rahastonhoitajan käyttäytymistä.³⁶¹

Rahasto-osuudenomistajien ja rahastonhoitajan välisen suhteen kaltaista toimeksiantosuhdetta tarkastellaan tavallisesti päämies-agenttiteorian kautta. Päämies-agenttimallille ominaisesti päämiehen ja agentin edut poikkeavat toisistaan myös yhteisessä sijoitustoiminnassa. Yhteisessä sijoitustoiminnassa rahastoyhtiö edustaa sijoittajia ja vastaa rahaston hoidosta sijoittajien puolesta ja saa asiamiehenä toimimisesta palkkion. Rahastosijoittajan päämääränä on saada mahdollisimman hyvä tuotto annetulla riskillä. Sen sijaan rahastonhoitajan määränpäänä on maksimoida omaa voittoaan eli pyrkiä siihen, että rahastosijoittajilta veloittettava palkkiosumma olisi mahdollisimman suuri. Päämäärät eivät ole välttämättä ilmeisessä ristiriidassa keskenään. Pitkällä aikavälillä rahastonhoitaja voi onnistua vain, jos se menettelee sijoittajien etujen

³⁵⁹ Schonfeld – Kerwin 1993, s. 127 ja Turtiainen 2004, s. 26.

³⁶⁰ Hakuhyödyke on tuote tai palvelu, jonka ominaisuuksia ja erityispiirteitä on helppo arvioida ennen ostoa.

³⁶¹ Wang 1994, s. 942.

mukaisesti, johon se on myös lakisääteisesti veloitettu³⁶². Lyhyellä ajanjaksolla rahastonhoitajalla ja etupäässä sen johdolla ja salkunhoitajilla voi silti olla vaihtoehtoisia tavoitteita, jotka edistävät heidän omaa etuaan. Rahastonhoitajat kuuluvat usein konserniin, johon tavallisesti kuuluvat myös sijoituspalveluyritys ja/tai luottolaitos. Tällaisissa tilanteissa on myös mahdollista, että rahastosijoittajien edut voivat olla vastakkaisia samaan konserniin kuuluvien muiden yhtiöiden tai näiden asiakkaiden etuihin nähden.³⁶³ Tämä voi ilmetä esimerkiksi siten, että jakelijoina toimivat pankit ovat haluttomia markkinoimaan passiivisia indeksirahastoja, joista saa harvoin suuria jakelupalkkioita.³⁶⁴

Todennäköiset intressiristiriitatilanteet liittyvät ensinnäkin sijoittajilta veloittaviin palkkioihin. Yhteiseen sijoitustoimintaan yhdistyvien palveluiden ulkoistaminen voi aikaansaada kannustimen veloittaa ylisuuria palkkioita. Perinteisenä esimerkkinä on pidetty sitä, että rahastonhoitajan kanssa samaan konserniin kuuluu usein myös arvopaperivälitystoimintaa harjoittava yhtiö, mikä voi johtaa rahastosijoittajien kannalta liian aktiiviseen kaupankäyntiin, koska rahastonhoitajalla voi olla kannustin kartuttaa arvopaperivälitystoimintaa harjoittavan yhtiön palkkioita. Toisaalta nykyään enemmän julkista huomiota on saanut päinvastainen tilanne, jossa kaupankäyntiä harjoitetaan liian vähän sellaisissa rahastoissa, joita markkinoidaan aktiivisina rahastoina.³⁶⁵ Lisäksi rahastonhoitajan on pelätty harrastavan sijoittajien etujen kannalta liian riskipitoista toimintaa. Rahastonhoitajalla on kannuste riskinottoon, koska riskinoton onnistuessa sijoitusvarallisuuden kasvu ja uudet nettomerkinnot johtavat rahastonhoitajan hallinnoitavana olevien pääomien määrän kasvuun, joka johtaa palkkiotuotosten kasvuun.³⁶⁶

Toinen mahdollinen intressiristiriitatilanteita synnyttävä tekijä liittyy rahaston varojen käyttöön. Rahastonhoitajalla voi olla yllyke hyödyntää rahaston varoja esimerkiksi markkinointiin³⁶⁷. Rahastonhoitaja voi myös koettaa toteuttaa samaan konserniin lukeutuvien yhtiöiden ja näiden asiakkaiden etuja rahastosijoittajien edun kustannuk-

³⁶² Ks. OECD 2005, s. 160 ja Hazenberg 2012, s. 54, joissa todetaan, että käytännössä kaikissa maissa rahastojen on lain mukaan toimittava yksinomaan sijoittajien etujen mukaisesti.

³⁶³ Turtiainen 2004, s. 27 ja Wegman 2016, s. 28–29.

³⁶⁴ ECA 2022, s. 34–35.

³⁶⁵ Tällöin kyse on ns. kaappi-indeksoijista. Kaappi-indeksoijat ovat aktiivisia rahastoja, joiden sijoitukset noudattavat kuitenkin läheisesti vertailuindeksiä. Ks. tarkemmin ESMA50-165-1292.

³⁶⁶ Ks. esim. IOSCO 1994, s. 9–10; IOSCO 2000, s. 8–9; OECD 2000, s. 7 ja Thompson – Choi 2001, s. 10.

³⁶⁷ Suomessa tämä ei ole avoimissa rahastoissa käytännössä mahdollista.

sella, jolloin kyseessä on lähipiiriliiketoimi³⁶⁸. Se voi esimerkiksi harjoittaa samaan konserniin kuuluvan tahon kanssa arvopaperikauppaa markkinahintaa edullisemmalla tai kalliimmalla hinnalla tai muutoin tavalla, joka ei ole tasapainossa rahaston päämäärien kanssa. Näin ikään rahastonhoitaja voi osallistua samaan konserniin kuuluvan yhtiön organisoimaan arvopaperien liikkeeseenlaskuun tavalla, joka ei ole rahastosijoittajien intressien mukainen. Sijoittajien edut voivat vaarantua myös silloin, jos rahastonhoitajalla tai sen työntekijöillä on tilaisuus harjoittaa kaupankäyntiä omaan lukuunsa. He saattavat esimerkiksi yrittää saada etua rahaston toteuttamien arvopaperikauppojen aikaansaamista hinnanvaihteluista. Lisäksi rahastonhoitaja voi muun ohella käyttää rahaston varoihin lukeutuvien osakkeiden tuottamaa ääni-oikeutta tavalla, joka hyödyttää konsernin tarkoituspäätä. Juridinen yhteys rahastonhoitajaan ei ole välttämätöntä intressiristiriititalanteille, koska rahastonhoitaja voi pyrkiä myötävaikuttamaan myös konsernista riippumattomien osapuolten etujen ajamiseen maksamalla ylisuuria palkkiota tai muita etuisuuksia rahastosijoittajien kustannuksella. Lisäksi eturistiriititalanteita voivat aiheuttaa rahastonhoitajan lähipiiriin kuuluvalla myönnettävät lainat tai sellaiselta saatavat lainat.³⁶⁹

Intressikonfliktit eivät rajoitu ainoastaan sijoittajien ja rahastonhoitajan välisiin eturistiriititalanteisiin. Intressikonflikteja syntyy myös sijoittajien välillä. Yleensä sijoittaja ei ole yksin rahastossa, koska rahastot sallivat yleensä useiden sijoittajien sijoittamista niihin.³⁷⁰ Nämä sijoittajat voivat ostaa uusia rahasto-osuuksia tai avoimen rahaston tapauksessa lunastaa osuutensa rahastosta. Yleensä, kun sijoittaja merkitsee rahasto-osuuksia tai lunastaa ne, rahastonhoitaja ostaa ja/tai myy rahaston sijoitusportfolion sijoituskohteita, josta aiheutuu kaupankäyntikuluja ja muita kuluja, kuten transaktiomaksuja, välityspalkkioita, veroja ja osto- ja myyntikurssin välisiä eroja³⁷¹. Sijoituskohteiden ostosta ja/tai myynnistä aiheutuvat kokonaiskustannukset veloitetaan rahastolta ja heikentävät siten rahaston tuottoa. Tämä vaikutus, joka tunnetaan diluutiovaikutuksena, voi vaikuttaa rahaston sijoittajien etuihin. Koska lähtökohtai-

³⁶⁸ Lähipiiriliiketoimet ovat varainhoitoalalla tavallisia. Scharfman 2018, s. 59 kuvailee lähipiiriliiketoimeksi sellaiseksi liiketoimeksi, jonka osapuolet ovat etuyhteydessä toisiinsa nähden. Yleinen esimerkki tällaisesta liiketoimesta olisi, jos saman rahastoyhtiön hoitama rahasto (rahasto A) ostaisi omaisuutta suoraan toiselta rahastolta (rahastolta B), jota myös sama rahastoyhtiö hoitaa. Tätä voidaan verrata niin kutsuttuun markkinaehtoiseen kauppaan, jossa kumpikaan osapuoli ei ole sidoksissa toisiinsa.

³⁶⁹ Ks. esim. IOSCO 1994, s. 9–10; IOSCO 2000, s. 4–10 ja OECD 2000, s. 8.

³⁷⁰ Yhteissijoitusyrityksissä tämä on myös pakollista. Ks. Harju 2021, s. 44, jonka mukaan UCITS-direktiivin 1 artiklan 2 kohdan a alakohdan käsite ”yleisö” on laaja ja avoin ja jopa laajempi kuin SRL:ssa asetettu 30 osuudenomistajan vähimmäismäärä. Tällöin yhden sijoittajan yhteissijoitusyritykset eivät olisi UCITS-direktiivin mukaan mahdollisia.

³⁷¹ Ns. bid/offer spreads.

sesti kaikki sijoittajat vastaavat sijoittajien sisään- ja ulosvirtaukseen liittyvistä kustannuksista, pitkäaikaiset sijoittajat ovat epäedullisessa asemassa uusiin tai rahastosta irtautuviin sijoittajiin verrattuna.³⁷²

2.3.3 Erityinen organisaatorakenne

Erityisen arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tarvetta yhteistä sijoitustoimintaa harjoittaville yrityksille voidaan viime kädessä perustella niiden selvästi erottuvalta organisaatorakenteelta. Yhteissijoittamiselle on tavanomaista, ettei ulkopuolinen omaisuudenhoitaja omista rahaston varoja, vaan varat on eriytetty rahastonhoitajasta. Eriyttäminen tapahtuu siten, että rahasto ja sen hoitaja ovat erillisiä oikeushenkilöitä tai muita järjestelyitä, joilla on erilliset omistajaryhmät, jotka liittyvät toisiinsa ensisijaisesti sopimuksen perusteella.³⁷³ Rahaston varat on useimmiten säilytettävä erillisessä säilytysyhteisössä.³⁷⁴ Rahastojen ja rahastonhoitajien erottaminen helpottaa useiden rahastojen ja muiden liiketoimintalinjojen hallinnointia rinnakkain kolmella tavalla. Ensinnäkin se estää velkojen ja residuaalitoriskien leviämisen rahaston ja toisen liiketoimintalinjan välillä. Toiseksi se antaa rahastonhoitajalle mahdollisuuden jatkaa toimintaansa, vaikka jotkut yksittäiset rahastot lopetettaisiin. Kolmanneksi se mahdollistaa useiden rahastojen välisten eturistiriitojen tehokkaan ratkaisemisen antamalla rahastonhoitajille valtuudet ja kannustimet ratkaista kyseiset eturistiriidat tehokkaasti.³⁷⁵ Rakenne myös varmistaa, että rahasto- ja säilytysyhteisöt pystyvät hyödyntämään laajuus- ja mittakaavaetuja voidessaan tarjota palveluitaan useille asiakkaille.³⁷⁶ On epäilty, että rahastot ovat päätyneet kyseiseen hallintomalliin kilpailun,

³⁷² Wegman 2016, s. 28–29. Diluutiovaikutusta voidaan ehkäistä useilla eri keinoilla. Ks. näistä tarkemmin IMA 2009, s. 29–30 ja Vepsä 2022b, s. 376–377.

³⁷³ Morley 2018, s. 17. Ks. myös Barker – Chiu 2017, s. 67–72 ja Vepsä 2022a, s. 134–135.

³⁷⁴ Ks. IOSCO 1997, s. 4, jonka mukaan on tärkeää, että rahaston varat säilytetään turvallisesti sijoittajien puolesta siten, että ne on rekisteröity jonkun muun rahastonhoitajasta erillisen yhteisön kuten säilytysyhteisön nimiin. Vrt. toisaalta ALRC – CASAC 1993b, s. 85, jossa erillisen säilytysyhteisön merkitys on kyseenalaistettu: ”Compliance risk will not be eliminated merely because the title to scheme assets is held by someone other than the operator. A bare custodian, for example, will provide little protection against misuse of scheme property because it will be required to deal with the property as instructed by the scheme operator.” Ks. myös Treasury (Australia) 2021b, s. 2, jossa perustellaan, miksei Australian sijoitusyhtiörakenteessa säilytysyhteisön nimeäminen ole pakollista.

³⁷⁵ Morley 2014, s. 1259.

³⁷⁶ Ks. Hooghiemstra 2019, s. 140. Sijoittajat hyötyvät palveluntarjoajien korkeasta erikoistumisen asteesta ja alhaisista kiinteistä kustannuksista, koska kiinteät kustannukset jaetaan useiden rahastojen ja asiakkaiden kesken.

ikään kuin ”luonnonvalinnan”, ohjaamina.³⁷⁷ Rahastoille on ominaista omistuksen ja määräysvallan suurempi erottaminen toisistaan kuin tavanomaisissa kaupallisissa yhtiöissä.³⁷⁸

Tämä organisaatiomalli on yhteinen lähes kaikelle, jota ajattelemme osana yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten sääntelyjärjestelmää. Esimerkiksi hedge-rahastot, pääomarahastot, sijoitusrahastot, pörssilistatut rahastot ja muut suljetut rahastot omaksuvat kaikki jonkin muunnelman tästä organisaatiomallista. Kyseinen organisaatiomalli on ainutlaatuisen tehokas rahastoille. Taustalla olevat syyt ovat monimutkaisia, mutta ne rajoittuvat pääasiassa siihen, että kyseinen malli rajoittaa rahastosijoittajan osallistumista rahastonhoitajan ja sen hoitamien muiden rahastojen liiketoimintaan. Koska rahastosijoittaja ei omista rahastoyhtiötä, ei hän voi määrätä rahastoyhtiötä. Lisäksi koska rahaston varat eivät kuulu samalle yhteisölle kuin rahastonhoitaja³⁷⁹, rahaston sijoittajilla ei ole rahastonhoitajan velkoihin ja kassavirtoihin liittyvää tappion tai voiton riskiä. Nämä rajoitukset rahastosijoittajan osallistumiselle rahastoliiketoiminnan hallinnointiin ovat yleensä järkeviä, koska rahastosijoittajilla on tavallisesti muita oikeuksia, jotka korvaavat määräysvallan tarpeen (kuten lunastusoikeus) ja myös yleensä ainutlaatuisen vahvat tarkkuustoiveet riskien räätälöinnissä. Rahastojen ja rahastoyhtiöiden välinen erottelu on siten yleensä tehokkain käytettävissä oleva malli useimmille rahastoille.³⁸⁰ Muunlaiset hallintorakenteet eivät näytä toimivan.³⁸¹

Rahastojen ja rahastonhoitajien erottaminen on kuitenkin suuri haaste sääntelijöille. Vaikka tämä malli on yleensä *tehokkain* tapa organisoida sijoitusrahasto, se ei kuitenkaan ole *täydellisen* tehokas tapa sijoitusrahaston organisointiin. Rahaston erottamisen hinta sen hoitajasta voi vaihdella rahastoittain ja olosuhteista riippuen. Vaikka rahastojen ja hoitajien erottaminen voi olla paras saatavilla oleva organisaatiomuoto monille rahastoille, se ei ole luonnonlaki, ja se voi hajota aina, kun sen hajoamiselle ominaiset olosuhteet toteutuvat. Rahastosääntelyn päätehtävä on siis puuttua niihin moniin riskeihin, joita rahastojen ja rahastonhoitajien erottaminen väistämättä aiheuttaa ja kohdistaa sääntelyn painopisteitä niihin tilanteisiin, joissa nämä riskit ovat suurimmat.

³⁷⁷ Morley 2014, s. 1245.

³⁷⁸ ALRC – CASAC 1993b, s. 34.

³⁷⁹ On huomioitava, että joissakin harvinaisissa rakenteissa rahastonhoitaja omistaa juridisesti rahaston varat. Ks. esim. SOU 1969:16, s. 44 ja 60 ja Rounds – Dehio 2007, s. 497–498, jossa tarkastellaan saksalaista trustia muistuttavaa Treuhandlösung-rakennetta, jossa rahaston varojen omistusoikeus on rahastoyhtiöllä.

³⁸⁰ Morley 2018, s. 18.

³⁸¹ Morley 2014, s. 1241–1243.

Riskejä on lukuisia. Yksi on se, että rahastonhoitajan monet rahastot voivat joutua konfliktitilanteeseen toistensa kanssa. Rahaston ja sen hoitajan juridinen erottaminen toisistaan mahdollistaa kymmenien tai jopa satojen rahastojen samanaikaisen hoitamisen, joka herättää vaikeita kysymyksiä siitä, miten rahastonhoitajan tulisi jakaa niukkoja resursseja niiden kesken. Kun rahastonhoitaja kohtaa tilaisuuden sijoittaa esimerkiksi kuuman teknologian startup-yritykseen, sen on päätettävä, mitkä sen hoitamista sadoista rahastoista saavat sijoitusmahdollisuuden.³⁸² Vastaava ongelma on jatkuva mahdollisuus siitä, että rahastonhoitaja voi sekoittaa asiakkaidensa varoja omiin varoihinsa. Rahastonhoitaja on kuin lakimies, jolla saattaa olla houkutus hyödyntää asiakasvaratilin varoja, jotka todellisuudessa kuuluvat asiakkaalle. Lisäksi potentiaalisena uhkanakuvana on riski siitä, että irtautumisoikeudet lakkaavat toimimasta. Koska rahastojen ja rahastonhoitajien eriyttäminen katkaisee rahastosijoittajan oikeuden kontrolloida rahastoyhtiötä, monet rahastot kompensoivat tätä tarjoamalla sijoittajilleen lunastusoikeuksia, säännöllisiä realisointimahdollisuuksia ja muita oikeuksia, jotka antavat heille mahdollisuuden siirtää rahansa pois rahastonhoitajan määräysvallasta. Rahastosijoittajilla ei ole myöskään oikeutta antaa ohjeita rahastonhoitajalle.³⁸³ Jos sijoittaja ei voi ohjata rahastonhoitajaa, hän voi ainakin ottaa rahansa pois. Mutta mitä tapahtuu, jos nämä irtautumisoikeudet lakkaavat toimimasta? Entä jos sijoittajilta puuttuu valvutuneisuus tai tietämys lunastusoikeudesta, tai entä jos rahastonhoitaja päättää keskeyttää lunastusoikeuden? Tai entä jos rahasto ei tarjoa lunastus- tai realisointioikeutta ollenkaan?³⁸⁴

Edellä mainitut ja lukemattomat muut ongelmat vaativat sääntelyä, ja erityisen rahastosääntelyn tehtävänä on tarjota se. Eri valtioiden rahastosääntelyssä on tavallisesti säännöksiä, jotka koskevat edellä mainittuja ja monia muita ongelmia, jotka johtuvat rahastojen eriyttämisestä rahastonhoitajista. Organisatorinen rakenne tarjoaa viime kädessä kokonaisvaltaisen selityksen siitä, mikä tekee rahastosta erityisen ja miksi sen toimintaa on tarpeen säädellä. Keskeinen syy, miksi rahastonhoitaja esimerkiksi kohtaa niin monia eturistiriitoja, on se, että se työskentelee samanaikaisesti niin monelle eri rahastolle. Sääntelyvaatimukset ovat luonnollisesti olemassa piensijoittajien suojelemiseksi, mutta niiden pääasiallinen tehtävä on suojella piensijoittajia rahastojen

³⁸² Esimerkissä on oletettu, että tarjottu sijoitusmahdollisuus olisi sallittu sijoituskohde suurimmalle osalle rahastoista.

³⁸³ Ks. esim. ALRC – CASAC 1993b, s. xxxv; ALRC – CASAC 1993b, s. 120 ja ALRC – CASAC 1993c, s. xxii.

³⁸⁴ Morley 2018, s. 18–19.

hallintorakenteeseen liittyviltä erityisiltä riskeiltä. Toisin sanoen rahastosääntely sääntelee piensijoittajien erityisiä riskejä, jotka aiheutuvat sijoittamisesta rakenteellisesti omintakeiseen organisaatiomalliin.³⁸⁵

Yksi tapa ymmärtää rahastosääntelyä on, että se ei ole arvopaperisääntelyn muoto ollenkaan, vaan se on itse asiassa eräänlaista tuote- tai palvelusääntelyä. Sekä rahastosijoittajilla että rahastoilla voidaan katsoa olevan kaksoisrooli.³⁸⁶ Tuoteanalogia on perusteltu lähinnä sijoitusrahastojen irtautumisoikeuksien merkityksen takia. Monissa rahastoissa, joissa rahastot ja rahastonhoitajat erotetaan toisistaan, irtautumisoikeudet saavat sijoittajat näyttämään enemmän asiakkailta kuin tavallisilta (yhtiön) omistajilta. Kompensoidakseen sijoittajien määräysvaltaa koskevia rajoituksia, jotka johtuvat rahaston erottamisesta sen hoitajasta, tarjoavat monet sijoitusrahastot sijoittajilleen vahvat irtautumisoikeudet, kuten oikeuden vetää sijoituksensa pois lunnastamalla. Tämän tuloksena avoimen sijoitusrahaston sijoittajan suhde rahastoon muodostuu vastaavanlaiseksi kuin asiakkaan suhde tavalliseen tuotteita tai palveluita myyvään yritykseen.

Samalla tavalla, kun vähittäiskaupan asiakas voi päättää, haluaako hän asioida siellä jatkossa, niin voi rahastosijoittaja myös päättää joka päivä, jättääkö hän rahansa rahastoon ja samalla sen käyttöön ja hallintaan vai ei. Vastaavasti kuin vähittäiskaupan asiakasta suojellaan sopimuksellisesti ja kuluttajansuojasääntelyllä eikä oikeudella valita yrityksen johtoa, niin myös sijoitusrahastosijoittajaa on suojattu lähinnä sopimuksella, sääntelyllä ja rahastonhoitajan huolellisuusvelvollisuudella eikä äänioikeudella rahastossa.³⁸⁷ Asiakkaiden nauttimaan poistumisen helppoutta on usein käytetty talousteoriassa määrittämään, kuka lasketaan asiakkaaksi (eikä sijoittajaksi) ja selittämään, miksi asiakas saa erilaista suojaa kuin sijoittaja.³⁸⁸ Rahastosta irtautuminen vaikuttaa välittömästi negatiivisesti rahastoyhtiön ansaintaan.³⁸⁹ Vaikka sijoitusrahastojen vertaus tuotteisiin on käyttökelpoinen tapa ymmärtää oikeussuhdetta, voidaan

³⁸⁵ Morley 2018, s. 19–20.

³⁸⁶ Roiter 2016, s. 4 ja 13. Rahastosijoittajat ovat samalla sekä osakkeenomistajia (tai osuudenomistajia) ja asiakkaita. Sijoitusrahasto on puolestaan samalla sekä tuote että oikeushenkilö tai muu oikeudellinen järjestely. Ks. myös Krug 2013a, s. 2061, jonka mukaan rahastoissa yhtiörakenne on vain väline, jonka kautta varainhoitoyhtiö tarjoaa palveluitaan.

³⁸⁷ Morley – Curtis 2010, s. 103; Morley 2014, s. 1233 ja 1247; Morley 2018, s. 20 ja Vepsä 2022a, s. 144.

³⁸⁸ Ks. laajemmin esim. Williamson 1983 ja Hansmann 2000.

³⁸⁹ Roiter 2016, s. 14.

sitä kritisoida tiettyjen rahastonhoitoon liittyvien erityispiirteiden takia, jotka eivät lähtökohtaisesti päde tavanomaisten tuotteiden kohdalla.³⁹⁰ Keskeistä on ymmärtää, että rahastonhoitajat ovat sijoittajien agentteja eivätkä vain palveluntarjoajia.³⁹¹

Kun kysytään, miksi sijoitusrahastot tarvitsevat muista yrityksistä poikkeavaa arvopaperisääntelyä, eivät perinteisinä pidetyt vastaukset riitä kartoittamaan perimmäisiä taustasyitä. Sijoitusrahastojen taipumus omistaa arvopapereita, piensijoittajien mukanaolo tai mahdollinen systeemiriskien uhka osoittautuvat riittämättömiksi selityksiksi sijoitusrahastojen sääntelyllisen erityisaseman ymmärtämiseksi. Tyydyttävoin vastaus osoittautuu yllättäväksi sijoitusrahastojen ominaisuudeksi, joka tunnustettiin vasta äskettäin: niiden erikoinen organisaatiomalli. Sijoitusrahaston taipumus olla rahastonhoitajista erillinen järjestely niin varoiltaan kuin omistus pohjaltaan edellyttävät erityistä sääntelyä.³⁹² Erityinen organisaatorakenne toimii yhteisen sijoitustoiminnan eturistiriitojen pohjimmaisena syynä ja auttaa selittämään sääntelyn tarvetta syvemmin verrattuna siihen, että sääntelyn tarvetta perusteltaisiin pelkästään eturistiriitojen ehkäisemistarpeella.

2.3.4 Sijoitusrahastojen suhde sijoitusrahastojen substituuutteihin

Taloustieteessä toisiaan korvaavia hyödykkeitä kutsutaan toistensa substituuuteiksi. Toisiaan korvaaville hyödykkeille on ominaista, että kun yhden hinta laskee, toisen kysyntä vähenee. Esimerkiksi jos sijoitussidonnaisten vakuutus tuotteiden hinta laskee *ceteris paribus*, sijoitusrahastojen kysyntä vähenee. Sijoitusrahastoissa on kyse säästämisen ja sijoittamisen muodosta, joten laajasti katsottuna kaikenlaisia muita vaihtoehtoisia sijoituskohteita voidaan pitää sijoitusrahastojen substituuutteina. Sijoitusrahastosääntelyn kannalta substituuuttihyödykkeiden olemassaolo on tärkeää. Jos sijoitusrahastosääntely ei toimi sijoittajien intressien mukaisesti, sijoittajat voivat investoida varansa muihin säästämisen ja sijoittamisen muotoihin.

³⁹⁰ Ks. DeMott 2018, s. 62, joka toteaa, että rahaston sijoitusstrategia voi muuttua sijoittajan ostopäätöksen jälkeen yksipuolisesti. On hankala nähdä, miten myyjä voisi tehdä muutoksia perinteiseen tuotteeseen kuten esimerkiksi huonekaluun sen jälkeen, kun kaupat on tehty.

³⁹¹ FCA 2018, s. 5 ja 10.

³⁹² Ks. vastaavasti Morley 2018, s. 21.

Taulukko 2. Sijoitusrahastojen vertautuminen muihin sijoitusmuotoihin. Taulukon tarkoituksena ei ole olla kattava esitys siinä esitellyistä sijoitusmuodoista ja niiden ominaisuuksista.

Sijoitusmuoto	Tyyppi	Hyötyjä	Haittoja
Sijoitusrahastot	Väilinen sijoittamisen muoto	<ul style="list-style-type: none"> • Ammattimainen varainhoito • Hajautus • Verotuksen lykkääntymiset (kasvuosuudet) • Ei vaadi sijoittajalta ajallista panosta 	<ul style="list-style-type: none"> • Hallinnointipalkkiot ja muut kulut • Vaikutusmahdollisuuksien puute • Läpinäkymättömyys rahaston toimintaan • Eturistiriidat
Vakuutussäästäminen (esimerkiksi sijoitussidonnaiset säästöhenkivakuutukset, eläkevakuutukset ja kapitalisaatiosopimukset)	Väilinen sijoittamisen muoto	<ul style="list-style-type: none"> • Valintamahdollisuus ammattimaisen varainhoidon ja sijoituskohteiden omatoimisen valitsemisen välillä • Hajautus • Verotuksen lykkääntymiset 	<ul style="list-style-type: none"> • Kustannukset • Mahdolliset säästöjen nostorajoitukset tuotteesta riippuen • Sijoituskohteiden mahdolliset rajoitukset • Eturistiriidat
Osakesäästötili	Erytynen sijoitustili, jonka sisällä voi sijoittaa listattuihin osakkeisiin	<ul style="list-style-type: none"> • Verotehokas tapa sijoittaa listattuihin osakkeisiin • Vaikutusmahdollisuudet sijoituskohteisiin 	<ul style="list-style-type: none"> • Enimmäispääoman rajoitus • Sijoituskohteet rajattu osakkeisiin
Suorat sijoitukset (esimerkiksi pörssinoteeratut osakkeet tai joukkovelkakirjalainat)	Suorat arvopaperisijoitukset	<ul style="list-style-type: none"> • Vaikutusmahdollisuudet sijoituskohteisiin • Mahdollisuus hyödyntää omaa sijoitusosaamista 	<ul style="list-style-type: none"> • Ei verotuksellista lykkääntymisetua • Useimmiten rajallinen hajautus
Pankkitalletukset	Rahasaatava (useimmiten) pankilta	<ul style="list-style-type: none"> • Turvallinen sijoituskohte (talletussuoja) 	<ul style="list-style-type: none"> • Arvonnousu yleisesti ottaen matala
Varainhoitosopimus	Varainhoidon ulkoistus kokonaan tai osittain	<ul style="list-style-type: none"> • Ammattimainen varainhoito • Asiakaskohtaisten tarpeiden huomiointi täysimääräisesti 	<ul style="list-style-type: none"> • Varainhoitopalkkiot • Vaikeus ylittää passiivisten sijoitusstrategioiden tuotot pitkällä aikavälillä • Eturistiriidat
Strukturoidut sijoitustuotteet	Yleensä talletus tai arvopaperi, joka koostuu tuotto-osasta sekä korko-osasta	<ul style="list-style-type: none"> • Tuottomahdollisuus ja riski voivat vaihdella suuresti • Mahdollisuus hallita sijoitussalkun riskin ja tuoton suhdetta 	<ul style="list-style-type: none"> • Usein monimutkaisia piensijoittajan näkökulmasta • Kustannukset
Muut sijoitukset (esimerkiksi johdannaiset, kiinteistöt, metsä, jalometallit, liistaamattomat osakkeet)	Suorat sijoitukset erilaisiin sijoituskohteisiin	<ul style="list-style-type: none"> • Ei välttämättä korrelaatiota perinteisiin likvideihin sijoituskohteisiin • Monipuoliset mahdollisuudet sijoitusosaamisen hyödyntämiseen 	<ul style="list-style-type: none"> • Mahdollinen likviditeetin puute • Kustannukset • Vaativat sijoittajan näkökulmasta aikaa ja osaamista

2.3.5 Sääntelyn rooli, keinovalikoima ja edut

Yhteissijoitustoimialan kaupallisen vakauden välttämätön edellytys on sijoittajien luottamus siihen, että heitä suojataan riittävästi rahastonhoitajien opportunistiselta käytökseltä ja että toimiala toimii tehokkaasti ja tuloksellisesti.³⁹³ Sääntelymekanismeilla, joita käytetään eturistiriitojen hallintaan, on yhteinen sääntelytavoite, joka on sijoittajansuojan takaaminen poistamalla tai minimoimalla mahdollisten rahastonhoitajan ja sen lähipiirin ja rahastosijoittajien välisten eturistiriitojen kielteisiä vaikutuksia sijoittajia kohtaan. Rahastosääntelyn taustalla on päämies-agentti-suhde ja tarve sen ratkaisemiseen. Sijoittajansuojalla (erityisesti heikomman suoja ja oikeudenmukaisuus) sekä rahoitusmarkkinoiden yleisellä toimivuudella on yhteiskunnallinen merkitys. Oikeudenmukaisuus on tietysti aina arvosidonnaista ja herkkä yhteiskunnallisille muutoksille. Oikeusvaltiossa oikeudellisen sääntelyn tulisi pyrkiä luomaan mahdollisimman hyvät ja oikeudenmukaiset olosuhteet ja kehikko markkinoiden ja yksilöiden toiminnalle, mutta samalla sallia toimijoille riittävä vapaus sopia omalla kustannuksellaan heille tärkeistä asioista. Eri valtioissa intressiristiriitatilanteisiin on varauduttu lainsäädännössä erilaisin keinoin. Poikkeuksetta rahastonhoitajalle on lainsäädännössä määrätty velvollisuus toimia huolellisesti ja lojaalisesti.³⁹⁴ Esimerkiksi Suomessa SRL 4:2.1:n mukaan rahastoyhtiön on harjoitettava sijoitusrahastotoimintaa huolellisesti, itsenäisesti ja asiantuntevasti sijoitusrahaston ja sen rahasto-osuudenomistajien etujen mukaisesti. Lisäksi rahastoyhtiön on toiminnassaan kohdeltava rahasto-osuudenomistajia yhdenvertaisesti.³⁹⁵

Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta suhteessa rahastoon ja sen kaikkiin osuudenomistajiin voi olla täydennetty lisäksi erilaisilla menettelytapasäännöksillä.³⁹⁶ Yleinen huolellisuus- ja lojaliteettivelvoite ilman menettelytapasäännöksiä ei ole tehokas sääntelykeino, koska huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitteen merkitys täytyy selvittää tapauskohtaisesti, mikä aiheuttaa epäluotettavuutta velvoitteen sisällöstä. Toisaalta

³⁹³ ALRC – CASAC 1993b, s. 12–13.

³⁹⁴ IOSCO 2000, s. 10–12.

³⁹⁵ Vastaavasti AIFML 6:1.1:n mukaan vaihtoehdorahastojen hoitajan on muun muassa toimittava rehellisesti, pätevästi, huolellisesti ja tasapuolisesti sekä otettava huomioon hoitamiensa vaihtoehdorahastojen tai niiden sijoittajien etu ja toimittava vaarantamatta markkinoiden häiriötöntä toimintaa.

³⁹⁶ SRL 4:2.3:n mukaan Finanssivalvonta antaa komission riskienhallintadirektiivin (2010/43/EU) täytäntöönpanemiseksi tarvittavat tarkemmat määräykset: 1) siitä, miten toimitaan sijoitusrahaston etujen hyväksi; 2) periaatteista, joilla varmistetaan, että rahastoyhtiöt käyttävät asianmukaisesti liiketoimintansa asianmukaiseen harjoittamiseen tarvittavia voimavaroja ja menettelytapoja; 3) toimenpiteistä, joilla täsmennetään eturistiriitojen rajoittamiseen liittyviä rakenteita ja organisaatiovaatimuksia; 4) toimenpiteistä eturistiriitojen tunnistamiseksi ja ehkäisemiseksi ja perusteista eturistiriitojen määrittelemiseksi. Vastaavasti vaihtoehdorahastojen hoitajien osalta tarkempia menettelytapasäännöksiä on annettu komission delegoidussa AIFM-asetuksessa (EU) N:o 231/2013.

yksityiskohtaisten menettelytapasäännösten haittana voi olla, että niiden avulla aikaansaadaan sääntelyratkaisuja, jotka voivat johtaa liian tiukkaan sääntelyyn ja aiheuttaa siten liiallisia transaktiokustannuksia.³⁹⁷ Lisäksi viime kädessä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden sekä menettelytapasäännösten aineellisten tavoitteiden toteutumisen merkitys on riippuvainen vahingonkorvausoikeuden ja mahdollisten rikosoikeudellisten seuraamusten tehokkuudesta.³⁹⁸

Huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitteen sekä menettelytapasääntöjen lisäksi eturistiriitatilanteisiin on varauduttu kieltämällä, sanktioimalla tai ehdollistamalla tyypillisimmät eturistiriitojen hyödyntämisen ja päämies-agentti-suhteen väärinkäyttämisen muodot. Esimerkiksi SRL 8:9.2:n mukaan rahastoyhtiö ei saa sijoittaa sijoitusrahaston varoja markkina-arvoa kalliimmalla hinnalla tai luovuttaa niitä markkina-arvoa halvemmalla hinnalla, ellei siihen ole erityistä syytä. Vastaavasti SRL 3:6–11:ssä on sisäpiiriä koskevat säännökset.³⁹⁹ SRL 3:11.1:n mukaan rahastoyhtiön sisäpiiriläinen ja rahastoyhtiön osakkeenomistaja ei saa ilman Finanssivalvonnan lupaa vastikkeellisesti hankkia rahastoyhtiön hoitaman sijoitusrahaston varoihin kuuluvia arvopapereita tai johdannaissopimuksia tai luovuttaa tällaiselle sijoitusrahastolle edellä tarkoitettuja varoja, ellei hankintaa tai luovutusta toteuteta SRL 13:2.1:n 1 kohdassa tarkoitettulla markkinalla tai markkinapaikalla. Lisäksi sisäpiiriläisten on julkistettava omistuksensa sisäpiirirekisterissä SRL 3:7.2:n mukaisesti. Sisäpiirisäännöksillä koetetaan estää rahastoyhtiön lähipiiriin kuuluvia väärinkäyttämistä asemaansa kaupankäynnissä sijoitusrahaston kanssa.⁴⁰⁰ Intressiristiriitoja ehkäisevät myös SRL:n yksityiskohtaiset määräykset sijoitusrahasto-osuuksien arvonnäilykselle, liikkeeseenlaskulle ja lunastamiselle.⁴⁰¹ Rahastoyhtiö ei myöskään saa omistaa toisen rahastoyhtiön osakkeita. Lisäksi eturistiriitoja torjuu se, että rahastoyhtiön toimintaa on rajoitettu toimialaa koskevilla säännöksillä.⁴⁰²

³⁹⁷ Ks. Thompson – Choi 2001, s. 10 ja Vepsä 2022a, s. 135, joiden mukaan yksistään erittäin rajoitettavaa sääntelyä ei ole pidetty tarkoituksenmukaisena keinona hallita eturistiriitoja.

³⁹⁸ ALRC – CASAC 1993b, s. 89 ja Turtiainen 2004, s. 30–31. Joissakin maissa on saavutettu hyviä tuloksia rahastonhoitajaan kohdistuvalla lähes ankaralla vastuulla: ks. esim. Treasury (Australia) 2018a, s. 9, jossa tarkastellaan sijoitusyhtiön yhteisömuotoisen hallituksen vastuuta. Treasury (Australia) 2018b, s. 51–57 mukaan myös rangaistukset sääntelyn rikkomisesta ovat keskimäärin ankaria. Tämä johtuu siitä, että Australian sijoitusyhtiörakenteesta puuttuu riippumaton valvoja (ns. independent oversight entity), koska sijoitusyhtiön hallituksena toimii yhteisömuotoinen hallitus (corporate director), joka on samalla myös rahastoyhtiö. Valvonnan puutetta on pyritty kompensoimaan asianmukaisilla sanktiokeinoilla. Euroopan UCITS-regiimissä rahastoyhtiön riippumattomana valvojana toimii rahastorakenteesta riippuen sijoitusyhtiön hallitus, säilytysyhteisö tai trustee. Ks. tarkemmin IOSCO 2006, s. 6.

³⁹⁹ SRL:n sisäpiirisääntelyä vastaaviin tarkoituksiin pyritään AIFML 7:8.1:n henkilökohtaisia liiketoimia koskevilla säännöksellä.

⁴⁰⁰ HE 110/2003 vp, s. 29.

⁴⁰¹ Ks. arvonnäilyks-, liikkeeseenlasku- ja lunastamismääräyksistä yksityiskohtaisemmin SRL 10 luku.

⁴⁰² Turtiainen 2004, s. 33.

Transaktiokustannuksettomissa olosuhteissa sopimusosapuolet voivat jakaa tulevaisuuden epävarmuuteen liittyvän riskin ilman sääntelyäkin *pareto*-tehokkaasti eli siten, ettei riskinjakoja voida muuttaa ilman, että jommankumman osapuolen hyvinvointi heikkenee. Tällöin lainsäädännön tehtäväksi jää ennen kaikkea vapaaehtoisesti tehtyjen sopimusten sitovuuden turvaaminen⁴⁰³. Sopimuksen tekoon liittyvät transaktiokustannukset saattavat silti estää tehokkaan sopimuksen syntyminen. Usein riskistä sopimisen kustannukset kaikkien osapuolten kanssa saattavat nousta niin suuriksi, että täydellistä sopimusta ei kyetä laatimaan.⁴⁰⁴ Transaktiokustannukset saattavat johtaa jopa siihen, että tiettyjä toimintoja ei voida järjestää sopimuksin⁴⁰⁵. Tällöin *Coasen* teoreeman transaktiokustannustulkinnan mukaan lainsäädännön tehtävänä on pyrkiä vähimmäistämään transaktiokustannuksia⁴⁰⁶. Tässä mielessä sijoitusrahastolainsäädäntö voidaankin nähdä kustannuksia madaltavana julkishyödykkeenä⁴⁰⁷ eli ”mallisopimuksena”, johon osapuolet voivat tukeutua ja laatia omat yksityiskohtaiset sopimuksensa. Transaktiokustannustulkinnan perusteella lainsäädännön tulisi kuitenkin olla pelkästään tahdonvaltaista.⁴⁰⁸

Elleivät osapuolet markkinahäiriöistä tai rajoittuneesta rationaalisuudesta johtuen pysty sopimaan riskin jakamisesta tehokkaasti, lainsäätäjälle avautuu mahdollisuus huolehtia riskinjaosta pakottavan lainsäädännön avulla. Sääntelyn tulisi siis minimoida kustannukset, jotka aiheutuvat haitallisen riskin ehkäisemisestä ja kantamisesta.⁴⁰⁹ Tässä kontekstissa sääntelyn, eli lainsäätäjän intervention markkinoiden toimintaan, oikeusperustana on, että sääntelyn on tuotettava tehokkaita ratkaisuja (instituutioita), jotka minimoivat transaktiokustannuksia ja ohjaavat niiden kohdentumista oikeudenmukaisesti puhdasta markkinamekanismia tehokkaammin. Rahastosääntelyllä on ratkaistu transaktiokustannusten lisääntyminen tarjoamalla toimijoille malli ja kehys, jonka he voivat ottaa käyttöön yhteisen sijoitustoiminnan organisointia varten. Rahastosääntelyllä transaktiokustannuksia voidaan vähentää verrattuna siihen, että jokainen resurssien omistaja toimisi itsenäisesti. Lain pakottavilla säännöksillä rakennetaan kehys, jolla varmistetaan yhteisen sijoitustoiminnan sisällöllinen yhteneväisyys

⁴⁰³ Mikäli transaktiokustannuksia ei olisi, resurssien allokaatio olisi *pareto*-tehokas oikeudellisesta sääntelystä riippumatta.

⁴⁰⁴ Määttä 1998, s. 55.

⁴⁰⁵ Esimerkiksi Coase 1937 mukaan yritystoiminnan olemassaolo perustuu juuri transaktiokustannusten olemassaololle. Korkeista transaktiokustannuksista johtuen tietynlainen toiminta kannattaa sopimusten sijasta organisoida yrityksen sisäiseksi toiminnaksi.

⁴⁰⁶ Kanniainen – Määttä – Timonen 1996, s. 50.

⁴⁰⁷ Taloustieteessä julkishyödyke ajatellaan sellaiseksi hyödykkeeksi, jonka määrä ei vähene, vaikka joku sitä käyttäisi. Julkishyödykkeen kuluttajien joukkoa on usein vaikea rajata eli se on kulutuksessa avoin.

⁴⁰⁸ Turtiainen 2004, s. 13.

⁴⁰⁹ Turtiainen 2004, s. 16.

ja instituution toimivuus yhteiskunnallisessa kontekstissa. Yhteiset pelisäännöt mal-
lintavat yhteisen sijoitustoiminnan organisointitapoja ja vähentävät transaktiokustan-
nuksia, koska toimijat voivat soveltaa valmiin järjestelyn mukaisia perussääntöjä ja
keskittyä sopimaan vain niistä asioista, joiden osalta he haluavat omalla kohdallaan
poiketa valmiista järjestelystä lain sallimissa rajoissa. Kun sijoitusrahasto voidaan
ymmärtää järjestelyyn osallistuvien tahojen sopimusverkkona⁴¹⁰, kaikkien osapuolten
voi olla helpompi tehdä sopimus tiettyjä kiinteitä taustasääntöjä vasten.⁴¹¹ Keskeinen
haaste liittyy kuitenkin sääntelyn määrään ja laatuun: liian alhainen sääntelyn määrä,
liikasääntely tai vääränlainen sääntely voivat tuottaa tuhoisia seurauksia.⁴¹²

Kokonaisuutena varainhoidon sääntelyn välttämättömyyttä ja jatkuvaa lisääntymistä
voidaan selittää sääntelykapitalismilla. Sääntelykapitalismi näkyy esimerkiksi vastuul-
lista liiketoimintaa koskevien normien ja uusien instrumenttien nopeana kasvuna.
Sääntelykapitalismi on näkemys, jonka mukaan sääntely on välttämätön täydennys
markkinoiden toiminnalle ja että valtio on sisällytetty taloudelliseen ja sosiaaliseen
järjestykseen, jolloin minkä tahansa valtion tilan muutoksen odotetaan heijastuvan
talouteen ja yhteiskuntaan ja päinvastoin. Arvopapereiden ja myös sijoitusrahasto-
jen sääntelyn määrän kasvu kiistatta legitimoit finanssisektorin kasvavan merkityksen
eetoksen – säänneltyä sijoitustapaa voidaan pitää ”oikeana” tapana säästää, koska
lainsäädäntö tarjoaa sille kehyksen ja saa siten aikaan luottamusta siihen osallistumi-
seen.⁴¹³ Pelkkä yleinen fidusiaarioikeus ei enää riitä,⁴¹⁴ mutta se ei kuitenkaan pois-
ta fidusiaaristen velvoitteiden⁴¹⁵ olemassaoloa, vaikka asiasta olisikin annettu yksi-

⁴¹⁰ Sopimusverkkoajattelua voidaan pitää varsin ajankohtaisena, koska monimutkaiset palveluntar-
joajien ketjut ovat muodostuneet hallitsevaksi ominaisuudeksi rahastoliiketoiminnassa. Näihin palve-
luseroksiin kuuluvat muun muassa ammattimainen omaisuudenhoito, kaupankäynti, sijoitustutkimus,
säilytyspalvelut, säilytysyhteisöpalvelut, päävälitys ja niin edelleen. Ks. esim. Barker – Chiu 2017, s. 75.

⁴¹¹ Wang 1994, s. 1040. Pakottavat standardisäännöt alentavat sopimuskustannuksia, mutta voivat
toisaalta rajoittaa toimintamahdollisuuksia liiaksi.

⁴¹² Krug 2013a, s. 2041. Ks. myös IOSCO 2010, s. 11: ”Regulation of conflicts of interest needs to
find a balance between over and under regulation. Inadequate regulation can result in costly failures
while over-regulation can prove detrimental to the financial industry through a cautious approach by
both investors and intermediaries.”

⁴¹³ Levi-Faur 2005, s. 14 ja Barker – Chiu 2017, s. 48.

⁴¹⁴ Barker – Chiu 2017, s. 65.

⁴¹⁵ Mikkola 2003, s. 37 mukaan fidusiaarisessa suhteessa on yleisellä tasolla kyse erityisestä luotta-
muksesta sellaista henkilöä kohtaan, joka toimii toisen henkilötahon hyväksi tai puolesta. Ks. myös
yksityiskohtaisemmin Sin 1997, s. 159–164, jossa päädytään lopputulokseen, että tarkan määritelmän
antaminen ei ole mahdollista eikä edes toivottavaa. Vepsä 2022a, s. 133 mukaan rahastonhoidossa on
kyse fidusiaarisesta oikeussuhteesta.

tyiskohtaista sääntelyä⁴¹⁶. Sijoitusrahastojen suuren taloudellisen merkityksen takia nimenomaisesti lainsäädäntöä on pidetty oikeana ratkaisuna itsesääntelyn⁴¹⁷ sijaan. Lainsäätäjän ei pitäisi siirtää vastuuta sääntelykehystä toimialan edustajille.⁴¹⁸

Yhteistä sijoitustoimintaa koskeva sääntely ei voi estää sääntelyn tarkoituksellista rikkomista ja epärehellisyyttä. Sillä voidaan kuitenkin luoda sääntöjä, joilla pystytään alentamaan säännösten noudattamatta jättämisestä aiheutuvat riskit hyväksyttävän alhaiselle tasolle. Vaatimustenmukaisuuteen keskittyminen on erityisen tärkeä näkökohta yhteissijoitusjärjestelmien sääntelykehyksessä, koska sijoittajilla on rajalliset valtuudet, useiden sijoitusrahastojen sijoitustoiminta on tarkkaan rajattua ja rahastonhoitajat voivat ottaa riskejä, jotka eivät ole sijoittajien etujen mukaisia.⁴¹⁹ Se, että sijoittajat voisivat luottaa sääntelyjärjestelmään, mikä on olennainen edellytys sääntelyn tavoitteelle edistää kaupallista vakautta, edellyttää, että sijoittajia suojellaan rahastonhoitajien laittomalta toiminnalta. Tämä sijoittajansuojan osatekijä sisältää myös tarpeen varmistaa, että jos sijoittajat jaetaan luokkiin, kohdellaan samaan luokkaan kuuluvia sijoittajia tasavertaisesti.⁴²⁰

2.4 Rajat ylittävä toiminta

Rajat ylittävän markkinoinnin säännöt ovat lähes identtiset kaikessa eurooppalaisessa sijoituslainsäädännössä. Markkinointilupa rajojen yli myönnetään yleensä rahastonhoitajalle (UCITS-rahastoyhtiö, vaihtoehtorahastojen hoitaja), jolla on kotijäsenvaltionsa toimiluvan nojalla oikeus tarjota rahasto-osuuksia muissa jäsenvaltioissa. Rajat ylittävän markkinointioikeuden saamiseksi EU-sääntely vaatii seuraavia toimenpiteitä. Yhteissijoitusyritys, joka haluaa markkinoida osuuksiaan toisessa jäsenvaltiossa, on ilmoitettava aikeestaan kotimaan valvontaviranomaiselleen toimittamalla vakio-muotoinen ilmoitus. Kotimaan valvontaviranomainen tarkistaa ilmoituksen ja, jos se on valmis, lähettää sen vastaanottavaan jäsenvaltioon viimeistään 10 työpäivän

⁴¹⁶ Ks. Laby 2018, s. 106, jonka mukaan: ”The fiduciary obligation does not disappear in the presence of a detailed rule. Rather, the rules coexist with the fiduciary obligation, which can continue to serve as the basis for liability.”

⁴¹⁷ Itsesääntely on oikeudellista sääntelyä, joka valmistellaan varsinaisen säädösjärjestelmän ulkopuolella. Itsesääntelyn heikkoutena voidaan pitää siihen sitoutumisen vapaaehtoisuutta ja usein myös valvontamekanismien heikkoa tasoa. Ks. myös Turtiainen 2004, s. 71, jonka mukaan itsesääntely voi olla julkista sääntelyä huonompi vaihtoehto. Joku yritys voi jäädä sääntelyn ulkopuolelle, jos kaikkien toimialalla toimivien ei tarvitse liittyä itsesääntelyorganisaation jäseniksi.

⁴¹⁸ Ks. myös ALRC – CASAC 1993b, s. 8 ja 151.

⁴¹⁹ Vaatimustenmukaisuusriskiä eli ns. compliance-riskiä voidaan pitää merkittävimpänä riskinä, jota toimivan sääntelyjärjestelmän tulee hallita.

⁴²⁰ Ks. vastaavasti ALRC – CASAC 1993b, s. 9–10.

kuluttua siitä, kun se on vastaanottanut ilmoituksen. Kotimaan viranomaisten on liitettävä asiakirjoihin todistus siitä, että yhteissijoitusyritys täyttää UCITS-direktiivissä asetetut edellytykset. Yhteissijoitusyritys pääsee vastaanottavan jäsenvaltion markkinoille tästä ilmoituspäivästä alkaen.⁴²¹ Vaihtoehtorahastojen osalta prosessi on vastaavanlainen, mutta kotivaltion valvontaviranomaiselle asetettu määräaika on 20 työpäivää ja rajat ylittävä markkinointilupa oikeuttaa markkinoimaan vaihtoehtorahastojen osuuksia ainoastaan ammattimaisille sijoittajille.⁴²² Vastaavat menettelyt sisältyvät AIFM-direktiiviä lähellä oleviin rahastoasetuksiin eli EuVECA-asetukseen⁴²³, EuSEF-asetukseen⁴²⁴ ja ELTIF-asetukseen^{425, 426}.

Esimerkki: Luxemburgiin rekisteröityä yhteissijoitusyritystä hoitaa luxemburgilainen rahastoyhtiö. Rajat ylittävä markkinointilupa oikeuttaa rahastoyhtiön markkinoimaan hoitamansa yhteissijoitusyrityksen osuuksia samalla toimiluvalla esimerkiksi Saksassa, Ranskassa ja Suomessa.

Ennen UCITS IV:n voimaantuloa rahastoyhtiöillä ei ollut rajat ylittäviä vapauksia, koska rahastoyhtiön kotipaikan oli oltava samassa jäsenvaltiossa kuin sen hallinnoiman yhteissijoitusyrityksen kotipaikka. UCITS-direktiivi mahdollistaa nykyään yhteissijoitusyritysten rajat ylittävän hallinnoinnin, joka tarkoittaa, että rahastoyhtiöllä on lupa hoitaa kotijäsenvaltioon perustettuja yhteissijoitusyrityksiä, mutta myös muihin jäsenvaltioihin perustettuja yhteissijoitusyrityksiä. Luvan hakeminen tapahtuu rahastoyhtiön kotivaltion valvontaviranomaiselle tehtävällä ilmoituksella, jossa rahastoyhtiö ilmoittaa aikeestaan hoitaa ulkomaista yhteissijoitusyritystä ja toimittaa tietyt määrättyt asiakirjat. Kun täydellinen ilmoitus on vastaanotettu, rahastoyhtiön valvontaviranomainen toimittaa nämä tiedot yhteissijoitusyrityksen kotivaltion sääntelyviranomaiselle kuukauden kuluessa yhdessä UCITS-direktiivin edellyttämien lisädokumenttien kanssa. Prosessi on vastaavanlainen vaihtoehtorahastojen osalta. Lupa rahastojen hoitamiseen rajojen yli mahdollistaa myös rahastonhoitajan sivuliikkeen perustamisen vastaanottavaan jäsenvaltioon eikä tällaiselle sivuliikkeelle tarvita erillistä toimilupaa.

⁴²¹ UCITS-direktiivin 91–96 artiklat.

⁴²² AIFM-direktiivin 32–33 artiklat.

⁴²³ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 345/2013, annettu 17 päivänä huhtikuuta 2013, eurooppalaisista riskipääomarahastoista.

⁴²⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 346/2013, annettu 17 päivänä huhtikuuta 2013, eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista.

⁴²⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2015/760, annettu 29 päivänä huhtikuuta 2015, eurooppalaisista pitkäaikaisinvestointirahastoista.

⁴²⁶ EuVECA-asetuksen 14–16 artiklat, EuSEF-asetuksen 14–16 artiklat ja ELTIF-asetuksen 5–7 ja 26–31 artiklat.

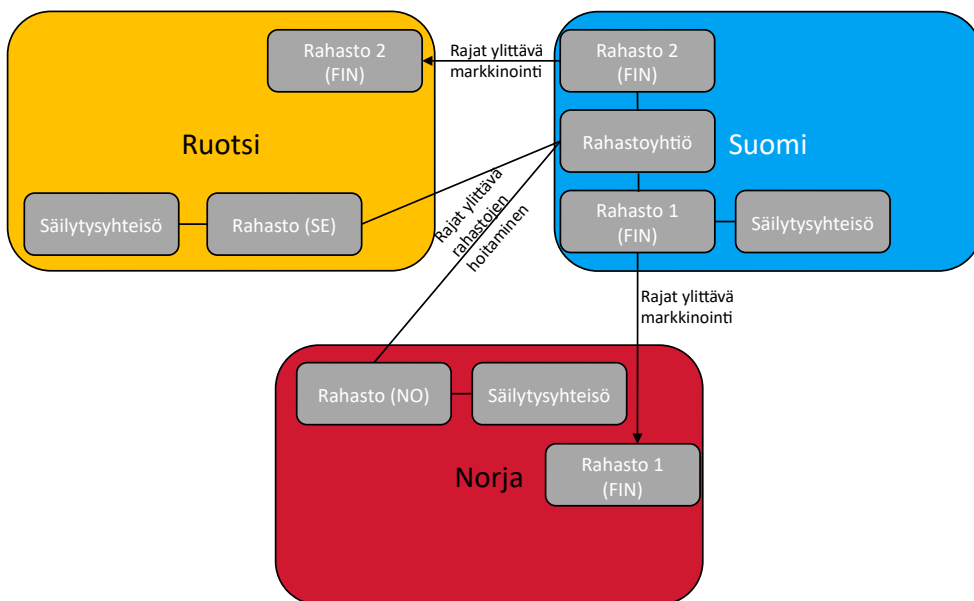
Esimerkki: Liechtensteinilainen rahastoyhtiö haluaa hoitaa luxemburgilaista yhteissijoitusyritystä. Lupa yhteissijoitusyritysten hoitamiseen rajojen yli mahdollistaa tämän.

UCITS-direktiivi kattaa sekä kotimaiset että rajat ylittävät yhteissijoitusyritysten sulautumiset, joissa voi olla mukana kaikenlaisia rahastoja – sijoitusrahastoja, sijoitusyhtiöitä ja osuustrusteja. Sulautumiset voivat koskea kokonaisia sateenvarjorahastoja tai vain tiettyjä alarahastoja. Sulautumistekniikat voivat vaihdella ETA-valtiosta toiseen (esimerkiksi kaikki maat eivät tarjoa kaikkia kolmea oikeudellista rakennetta). UCITS-direktiivissä määritellään sulautuvan rahaston ja vastaanottavan rahaston valvontaviranomaisten välinen ilmoitusmenettely sekä sulautumisprosessin määrääjat. Asiakirjoissa on ilmoitettava sulautumisen tyyppi ja mukana olevat yhteissijoitusyritykset; ehdotetun sulautumisen tausta ja perusteet; odotetut vaikutukset sulautuvien rahastojen osuudenomistajiin tai osakkeenomistajiin; rahastojen varojen ja tarvittaessa velvoitteiden arvostamisessa käytetyt kriteerit; vaihtosuhteen laskentamenetelmä; sulautumisen suunniteltu voimaantulopäivä; varojen siirtoon ja osuuksien vaihtoon sovellettavat säännöt ja sulautuvien yhteissijoitusyritysten perustamisasiakirjat.⁴²⁷ AIFM-direktiivin lähestymistapa on täysin päinvastainen. AIFM-direktiivissä ei käsitellä ollenkaan vaihtoehtorahastojen sulautumisia. Tämä on linjassa AIFM-direktiivin yleisen lähestymistavan kanssa, jonka tarkoituksena on ottaa käyttöön yhdenmukaistetut säännöt, jotka koskevat vain vaihtoehtorahastojen hoitajia eivätkä itse rahastoja.

Laajat mahdollisuudet harjoittaa rahastotoimintaa kotivaltion ulkopuolella ovat tehneet rahastoihin liittyvistä palveluketjuista ylikansallisia ja entistä monimutkaisempia. Rahastoja voidaan markkinoida ja rekisteröidä mihin jäsenvaltioon tahansa ja rajat ylittävät sulautumiset ovat mahdollisia. Tämän takia, vaikka rahasto olisi rekisteröity esimerkiksi Ruotsiin, ei se välttämättä tosiasiasa tarkoita, että rahasto olisi ”ruotsalainen”, jos rahaston hoitaminen tapahtuu kokonaisuudessaan muualta, esimerkiksi Suomesta. Tällöin Ruotsia käytetään ainoastaan juridisena rekisteröintipaikkana, mutta rahaston tosiasiallinen hoitaminen tapahtuu muualla. Ulkoistamissäännökset mahdollistavat edelleen sen, että esimerkiksi rahaston salkunhoito voi tapahtua jossain muussa valtiossa ja rahaston jakelu voidaan hoitaa edelleen jostain muusta valtiosta. UCITS- ja AIFM-direktiivi edellyttävät kuitenkin, että säilytysyhteisön kotipaikan on oltava sama kuin rahastolla⁴²⁸.

⁴²⁷ UCITS-direktiivin 37–48 artiklat.

⁴²⁸ UCITS-direktiivin 23 artikla ja AIFM-direktiivin 21 artiklan 5 alakohta. Mikäli vaihtoehtorahasto on sijoittautunut unionin ulkopuolelle, ei säilytysyhteisön tarvitse sijaita samassa valtiossa vaihtoehtorahaston kanssa.



Kuva 8. Yksinkertaistettu esimerkki rahastotoiminnan rakenteesta rajojen yli toimitaessa.

3 SÄÄNTELYKILPAILU

3.1 Sääntelykilpailu ilmiönä

Sääntelykilpailua, kilpailullista lainsäätämistä ja lainsäädäntökilpailua voidaan pitää toistensa synonyymeinä. Nämä termit viittaavat tilanteisiin, joissa eri lainsäädäntö-elimet lähestyvät samaa sääntelyongelmaa olennaisesti erilaisella tavalla.⁴²⁹ Yleensä tavoitteena on houkuttaa liiketoimintaa oman lainkäyttöalueen piiriin.⁴³⁰ Pohdittaessa sääntelykilpailun taloustieteellisiä reunaehtoja voidaan lainsäädäntöä pitää julkishyödykkeenä aivan kuten perinteisiä julkishyödykkeitä, kuten maanpuolustusta tai infrastruktuuria. Lainsäätäjät tarjoavat sääntelyä julkishyödykkeenä, jonka vastineeksi ne odottavat saavansa vero- tai muita tuloja säänneltäviltä eli sääntelyn kohteilta. Tässä kapeassa merkityksessä sääntelykilpailu on mahdollista määritellä hallitusten väliseksi kilpailuksi sääntelyn kohteista.⁴³¹ Sääntelykilpailua voi esiintyä useilla eri tasoilla. Horisontaalinen sääntelykilpailu kattaa kilpailun eri valtioiden välillä, kun taas vertikaalinen sääntelykilpailu kattaa kilpailun keskushallinnon ja osavaltioiden välillä.⁴³² Vertikaalista sääntelykilpailua voi olla myös valtion ja paikallishallinnon välillä. Sääntelykilpailun käsite voidaan jäljittää *Charles Tieboutin* vuonna 1956 julkaistuun artikkeliin⁴³³, jossa väitetään, että kilpailu useiden paikallisten lainkäyttöalueiden välillä tehostaa paikallisten julkisten palvelujen tarjontaa.

Tieboutin hypoteesi oli, että jokainen veronmaksaja muuttaisi sellaiselle lainkäyttö-alueelle, joka tarjoaa sellaiset julkishyödykkeet, jotka vastaavat parhaiten kyseisen veronmaksajan mieltymyksiä. *Tieboutin* malliin sisältyivät seuraavat oletukset: veron-

⁴²⁹ Esty – Geradin 2001a, s. xxiii.

⁴³⁰ Ks. esim. Kärki – Ruohonen – Vahtera 2021, s. 3.

⁴³¹ Gabor 2013, s. 3.

⁴³² Ribstein – Kobayashi 2006 on tarkastellut federalismin taloudellisia näkökohtia. Federalismi on poliittisessa merkityksessään valtiojärjestelmä, jolle ominaista on valtion eri alueiden laaja itsemääräämisoikeus. Kirjoittajat tekevät eron kilpailullisen federalismin ja fiskaalisen federalismin välillä ja toteavat kilpailullisen federalismin keskittyvän federalismin horisontaaliseen muotoon ja kattavan osavaltioiden hallitusten välisen kilpailun ihmisistä ja resursseista. Fiskaalinen federalismi kattaa federalismin vertikaalisen muodon ja julkisten palvelujen ja verotusvallan jaon keskushallinnon ja osavaltioiden hallintojen välillä. Romano 2005 on myös kirjoittanut liittovaltion roolista sääntelykilpailussa.

⁴³³ Ks. Tiebout 1956.

maksajien liikkuvuutta ei ole rajoitettu; heillä on käytettävissään kaikki informaatio siitä, millaisia vaihtoehtoja heille on tarjolla; he voivat valita lukuisten eri yhteiskuntien välillä; työmahdollisuudet eivät vaikuta heidän valintoihinsa; ulkoisvaikutuksia tai haitallisia ulkoisvaikutuksia ei ole⁴³⁴; ja on olemassa optimaalinen yhteisön koko, jota pienemmät yhteisöt ovat valmiita houkuttelemaan lisää asukkaita alentaakseen julkishyödykkeiden tarjoamisen kustannusten keskiarvoa. Nämä reunaehdot harvoin toteutuvat tosielämässä, mutta siitä huolimatta *Tieboutin* mallilla on ollut menestyksenkäs vastaanotto myöhemmissä tutkimuksissa, joissa mallia on testattu ja sovellettu edelleen.⁴³⁵

Sääntelyn ytimessä oleva ongelma liittyy usein taloudelliseen toimintaan.⁴³⁶ Kilpailullisen lainsäätämisen teorian mukaan tehokasta sääntelyä voidaan luoda perustamalla markkinat, jotka tarjoavat yrityksille ja kansalaisille mahdollisuuden vastustaa huomosti suunniteltua sääntelyä ja poistua tehottomasta lainkäyttövallasta kohti tehokkaampaa. Alan tutkijat ovat väittäneet, että lainkäyttöalueiden välinen sääntelykilpailu painostaa hallituksia toimimaan tehokkaasti. Mitä tulee vertikaaliseen sääntelykilpailuun, *Romano* on kirjoittanut, että kilpailullinen yhtiöoikeusjärjestelmä on vähemmän altis sääntelyvirheille kuin keskitetty järjestelmä, ja tietyn osavaltion tekemät virheet ovat helpommin korjattavissa.⁴³⁷ Visualisoitaessa analogiaa tuotemarkkinoille ja lainkäyttöalueiden väliselle kilpailulle tutkijat esittävät, että kilpailullinen lainsäädäntö johtaa ankaruudeltaan vaihteleviin standardeihin, jotka vastaavat tehokkaasti kunkin lainkäyttöalueen tarpeita ja toiveita.⁴³⁸ Viimeaikainen keskitetysti omistettujen yhtiömuotojen kehitys Yhdysvalloissa näyttää olevan sopusoinnussa sen väitteen kanssa, että jopa epätäydellinen sääntelykilpailu on tehokas keino tuottaa tehokkaampia lajeja.⁴³⁹

Hyvinvoinnin ja tehokkuuden lisääminen ovat useimmiten sääntelykilpailun tulosten mittareita, jolloin on tarpeen määrittää, mitä tehokkuudella tarkoitetaan. Sääntelykilpailun yhteydessä tehokkuuden mittaamista voidaan lähestyä *Kaldor-Hicks*-tehokkuu-

⁴³⁴ Ulkoisvaikutus on taloustieteessä kaupankäynnin tai taloudellisen toiminnan vaikutus, joka koskee kolmansia osapuolia, jotka eivät osallistu tehtävään päätökseen. Negatiivisesta ulkoisvaikutuksesta käytetään myös termiä ulkoishaitta ja positiivisesta ulkoishyöty. Jos toiminnan hyödyt tai haitat eivät rajoitu toimijoihin itseensä, ei päätöstä tehdä sosiaalisesti optimaalisella tavalla. Tyypillinen esimerkki negatiivisia ulkoisvaikutuksia synnyttävästä toiminnasta on ympäristöä saastuttava teollinen tuotanto. Positiivisia ulkoisvaikutuksia synnyttävistä investoinneista usein käytetty esimerkki on koulutus. Ulkoisvaikutukset ovat yksi markkinahäiriöiden tärkeimmistä syistä.

⁴³⁵ Gabor 2013, s. 2–3.

⁴³⁶ Esty – Geradin 2001a, s. xxiii.

⁴³⁷ Romano 2005, s. 3.

⁴³⁸ Esty – Geradin 2001b, s. 30.

⁴³⁹ McCahery – Vermeulen 2004, s. 213.

den konseptilla. *Kaldor-Hicksin* tehokkuuskonsepti edellyttää sellaista kokonaishyvinvoinnin lisäämistä, mikä mahdollistaa ainakin teoriassa tappion korvaamisen niille, joiden asema heikkenee. Pitäisikö tällainen hyvitys tehdä, on poliittinen kysymys, johon taloustieteilijä tuskin voisi antaa mielipidettä. Toisin sanoen *Kaldor*-testi läpäistään, jos uudessa tilanteessa sääntelymuutoksen jälkeen resurssien uudelleenjakko on mahdollista siten, että se loisi alkuperäistä tilaa paremman tilan. *Hicks*-testi läpäistään, jos uudelleenjakko ei ole mahdollista alkuperäisessä tilassa (ennen sääntelymuutosta) siten, että se tuottaisi *Pareto*-optimaalisemman⁴⁴⁰ tilan uuteen sääntelymuutoksen jälkeiseen tilaan verrattuna. Tunnetut tutkijat, muun muassa *Richard Posner*, ovat käyttäneet *Kaldor-Hicks*-kriteerejä tehokkuuden analysoinnissa.⁴⁴¹

Yksinkertaistamalla sääntelykilpailua koskevaa laajaa tutkimusta voidaan sääntelykilpailun potentiaaliset hyödyt luokitella kolmeen luokkaan. Ensimmäinen myönteinen seuraus siitä, että useat lainkäyttöalueet kilpailevat säännellyistä, on se, että sääntelykilpailun olemassaolo voi tyydyttää erilaisia mieltymyksiä. Kun alkuperäisessä *Tiebout*-mallissa oletettiin jo säänneltyjen monimuotoisuutta, on selvää, että monet erilaiset säännöt ovat toivottavampia kuin yksi sama sääntö kaikille. Toiseksi monet tutkijat kuvailevat sääntelyfederalismia parhaiden sääntöjen löytöprosessiksi.⁴⁴² Tämä hajauttamisen piirre, jota kutsutaan myös ”laboratoriofederalismiksi”, on vahva argumentti sen puolesta, että toimivaltaa tulisi jakaa useille oikeudellisille päättäjille. Jos informaatio ei ole täydellistä⁴⁴³, kuten monesti tosielämässä on, keskitetyt päättäjät eivät pääse parhaaseen mahdolliseen ratkaisuun ilman yritystä ja erehdystä. Schumpeteriläistä luovan tuhon mallia⁴⁴⁴ on sittemmin kehitetty soveltumaan tuotemerkkinoilla esiintyvään kilpailuun ja edelleen sääntelykilpailuun. Jälkimmäisessä yhteydessä kilpailu yritys-erehdysprosessin kautta on myös hyvin tunnettu lähestymistapa⁴⁴⁵. Kolmanneksi sääntelykilpailu voi estää kehityksen niin sanottua Leviatan-valtiota kohti. Englantilainen filosofi *Thomas Hobbes* kuvasi Leviatania valtiona, joka liioittelee

⁴⁴⁰ Ks. pareto-tehokkuudesta tämän tutkimuksen alaviite 353.

⁴⁴¹ Gabor 2013, s. 22–23. Vaikka *Kaldor-Hicks*-tehokkuus on käyttökelpoinen tehokkuuden konsepti monissa yhteyksissä, on tarpeellista tiedostaa, että se on kohdannut osakseen teknistä ja moraalista kritiikkiä ja monissa tutkimuksissa on yritetty kehittää oikeudenmukaisempia tai paremmin perusteltuja tehokkuuskäsitteitä.

⁴⁴² Ks. esim. Deakin 2006; Zumbansen 2006 ja Tietje – Lehmann 2010.

⁴⁴³ Taloustieteessä epätäydellisestä tiedosta on kyse silloin, kun tieto on puutteellista ja kaikilla toimijoilla on yhtäläinen epävarmuus tai -tietoisuus johonkin päätökseen vaikuttavasta tekijästä.

⁴⁴⁴ Schumpeter 1942, s. 82–85. Ns. luovan tuhon mallien eli innovaatioiden laatua korostavan kasvuteorian mukaan yritykset pyrkivät kehittämään loppu- tai välituotteita, jotka ovat aikaisempaa parempia. Paremman laadun vuoksi yritykset ja kotitaloudet siirtyvät käyttämään näitä tuotteita kulutukseensa ja tuotannossaan. Aikaisemmin innovaation tehneen yrityksen kannattavuus heikkenee ja lopulta sen toiminta lakkaa. Mallin mukaan markkinoilla esiintyy uudenlaisen tuotantotoiminnan luontia, mikä samalla aiheuttaa vanhan tuotantotoiminnan tuhoa.

⁴⁴⁵ Ks. esim. Van Den Bergh 2000.

voimiaan ja ylisääntele, jos sitä ei rajoiteta.⁴⁴⁶ Sääntelykilpailulla voi olla myönteinen vaikutus hillitsemään tällaista kehitystä.⁴⁴⁷ Tausta-ajatuksena on, että hallitukset verottaisivat ja kuluttaisivat liikaa, jos ne toimisivat monopoliasemassa. Kilpailutilanne tuo rajoituksia valtioiden verotus- ja kulutustottumuksiin, mikä tekee niistä vähemmän interventiohaluisia kuin ne muutoin olisivat. Fiskaalisen ja sääntelyfederalismin taloustieteelliset mallit osoittavat valtioiden välisen kilpailun hyödyllisyyden tässä suhteessa.⁴⁴⁸

Kilpailullista lainsäätämistä voidaan pitää vastavoimana standardien yhdenmukaistamiselle.⁴⁴⁹ Harmonisoinnilla pyritään edistämään avoimia markkinoita, minimoimaan tullien ulkopuolisia esteitä lainkäyttöalueiden välillä ja estämään kilpailukykyyn perustuvaa hyvinvointia vähentävää alisääntelyä. Näkemys standardien yhdenmukaistamisesta oikeutti liittovaltiotasaisen sääntelyn lavean laajentamisen Yhdysvalloissa 1970- ja 1980-luvuilla ympäristön⁴⁵⁰, kuluttajansuojan, terveyden ja turvallisuuden sekä työsuojelun alueille. Samanlaiset pelot kaupan vääristymistä ja heikkouksista yritysmarkkinoilla ovat johtaneet yhdenmukaistamisohjelmien täytäntöönpanoon ja keskitetyn lainsäädännön laajentamiseen EU:ssa.⁴⁵¹ Euroopan unionin harmonisointiohjelmat ovat vaikuttaneet muun muassa jäsenmaiden vero-, yritys- ja ympäristölakeihin.

Jos sääntelykilpailuteoreetikot ovat oikeassa, keskusvetoiset sääntelyohjelmat olisi purettava ja sääntelyvaltuuksia tulisi hajauttaa, koska muutoin sääntely-ympäristö kehittyi tehottomasti. Tämä perustuu oletukseen siitä, ettei keskitetty lainsäätäjä voi tietää, millainen sääntely toimii parhaiten. *Esty* ja *Geradin* ovat kuitenkin väittäneet, että optimaalinen hallinto edellyttää joustavaa kilpailun ja yhteistyön yhdistelmää valtiollisten toimijoiden välillä sekä myös valtiollisten toimijoiden ja ei-valtiollisten toimijoiden välillä. He viittaavat tähän sääntelykilpailun ja yhteistyön yhdistelmään termillä ”sääntelyllinen yhteiskilpailu”.⁴⁵² He perustavat väitteensä ajatukseen siitä, että hallitukset ovat oikeudellisten rakenteiden ja tuotteiden toimittajia vastaavasti kuin ne tarjoavat kansalaisille julkisia hyödykkeitä ja palveluita, kuten ympäristö- tai terveys-

⁴⁴⁶ Hobbes 1651.

⁴⁴⁷ Ks. esim. Sinn 1992.

⁴⁴⁸ Gabor 2013, s. 6.

⁴⁴⁹ *Esty* – Geradin 2001b, s. 30.

⁴⁵⁰ Revesz 2001, s. 3–17.

⁴⁵¹ *Esty* – Geradin 2001b, s. 30.

⁴⁵² *Esty* – Geradin 2001b, s. 31–32 näkee sääntelyllisessä yhteiskilpailussa (regulatory co-opetition) kolme eri ulottuvuutta: 1) hallitustenvälinen yhteiskilpailu (kilpailu ja yhteistyö hallitusten kesken), 2) hallituksensisäinen yhteiskilpailu (kilpailu ja yhteistyö eri osastojen ja virkamiesten välillä) ja 3) hallituksen ulkopuolinen yhteiskilpailu (yhteistyö- ja kilpailusuhteet valtiollisten ja ei-valtiollisten toimijoiden välillä).

ja turvallisuusstandardeja.⁴⁵³ Yhteiskilpailun käsite voidaan tulkita eri tavoin, koska itse asiassa tätä asiaa käsittelevät kirjoittajat eivät ole määrittäneet sille selkeitä rajoja. Yksi tulkinta siitä on, että oikeudelliset toimijat kilpailevat tietyissä asioissa, mutta tekevät yhteistyötä muissa asioissa (vaihtoehtoinen kilpailu-yhteistyö-malli).⁴⁵⁴ Toinen mahdollisuus on, että toimijat tekevät yhteistyötä yhdessä vaiheessa ja kilpailevat toisessa vaiheessa, ikään kuin syklisessä järjestyksessä (sekvenssinen yhteiskilpailu).⁴⁵⁵

Kuten minkä tahansa tavaran tai tuotteen valmistajia, markkinavoimien pitäisi ohjata hallituksia. Teoriassa markkinavoimien pitäisi pakottaa hallitukset tuottamaan sääntelytuotteita kilpailukykyisin hinnoin ja tehdä kokeiluja, innovaatioita ja tuotekohtaisia säädöksiä kansalaistensa hyödyksi. Sääntelykilpailuteoreetikot pitävät keskitettyjä standardien asettamisjärjestelmiä sääntelykartelleina, jotka estävät markkinoiden toimintaa, nostavat hintoja ja alentavat taloudellista tehokkuutta. Sääntelymarkkinat edustavat kuitenkin hyvin rajoitettua mallia kunnolla toimivista markkinoista, koska ne kärsivät markkinahäiriöistä, kuten epätäydellisestä informaatiosta, ulkoisvaikutuksista, markkinatoimijoiden liikkuvuuden puutteesta, liiallisista transaktiokustannuksista ja myös kilpailun alhaisesta määrästä.⁴⁵⁶ Markkinahäiriöt voivat johtaa tehottomiin lopputuloksiin. Yhteiskilpailu voi olla ratkaisu tällaisiin tilanteisiin, koska joissain tilanteissa yhteistyö on parempi kuin kilpailu.⁴⁵⁷ Oikeustaloustiede voi tarjota monenlaisia työkaluja sääntelymarkkinoiden ja niiden osallistujien analysoimiseksi. Esimerkiksi peliteoria on sopiva työkalu osapuolten strategisen käyttäytymisen tutkimiseen⁴⁵⁸. Oligopoliteoria puolestaan tarjoaa osaltaan näkökulmia sääntelykilpailumarkkinoille, joissa on vain vähän ”myyjä” eli lainsäätäjiä.

Sääntelyn harmonisaatiota ja sääntelykilpailua voidaan tarkastella samantapaisilla argumenteilla kuin yleensä keskustellaan keskittämisen tai hajauttamisen hyödyistä ja haitoista. Yhtenäistämistä voidaan kannattaa yhdenmukaisten kilpailuolosuhteiden

⁴⁵³ Esty – Geradin 2001b, s. 32–40.

⁴⁵⁴ Geradin – McCahery 2004.

⁴⁵⁵ Radaelli 2004, s. 20.

⁴⁵⁶ Ribstein 2001, s. 853 mukaan Euroopan ja Yhdysvaltojen välillä on merkittäviä eroja, jotka estävät amerikkalaistyyppisen sääntelykilpailun kehittymisen Euroopassa. Euroopan maiden oikeudellisilla, kulttuurillisilla, kielellisillä, historiallisilla ja muilla eroilla voi olla suurempi rooli rajoittamaan yrityksen kykyä valita erilaisten lainkäyttöalueiden välillä kuin Yhdysvalloissa.

⁴⁵⁷ Gabor 2013, s. 26. Yhteistyöllä voidaan estää peliteoreettisia ns. vangin pulma -tilanteita. Tämän strategisen vuorovaikutuksen peliasetelma vastaa tunnettua, kahden rikoksesta epäillyn vasikoi tai vaikeene -asetelmaa. Siinä vasikoiminen eli tunnustaminen on dominoiva valinta, vaikka molempien etujen mukaista olisi se, että kumpikaan ei tunnusta. Lopputulos, jossa molemmat tunnustavat, on huonompi molemmille kuin mitä yhteistyöllä olisi mahdollista saavuttaa. Esimerkiksi verosääntelykilpailun kontekstissa kilpailuasetelma kannustaa yleensä alentamaan verokantoja, vaikka kaikkien kilpailuun osallistuvien kannalta olisi tehokkaampaa sopia verokannoista yhteisesti.

⁴⁵⁸ Peliteoria osoittaa, että yksilöiden tekemä sopimus yhteistyöhön osallistumisesta on erilaista kuin ”kollektiivinen päätös”, jonka yksi keskitetty päätöksentekijä tekee.

aikaansaamisella ja talouden mittakaavaetujen edistämällä, kilpailun ja kaupan esteiden tai vääristymien eliminoimisella sekä sillä, että yhtenäisen sääntelyn avulla pystytään estämään tuotannon haitallisten ulkoisvaikutusten (esimerkiksi ympäristöongelmien) vierittäminen muun valtion ja sen asukkaiden kannettavaksi. Sääntelykilpailua puoltavina perusteina voidaan puolestaan vedota pluralistisuuteen, keskinäiseen kilpailuun ja siihen, että hajauttaminen tuo sääntelyn valmistelun ja toteuttamisen lähemmäksi säänneltäviä kohteita kuin keskittäminen.⁴⁵⁹ Täyden harmonisoinnin huonona puolena on, että se ei huomioi kansallisia erityispiirteitä ja vähentää sääntelyinnovaatioita.⁴⁶⁰ Vain jäsenvaltioiden tasolle hajautettu lainsäädäntö mahdollistaa käytännössä testata, mikä lainsäädäntö on tehokkain. Jos lainsäädäntö olisi esimerkiksi kokonaan EU-tasolla, erilaisten sääntelyvaihtoehtojen tehokkuutta ei voitaisi verrata keskenään.⁴⁶¹

Sääntelykilpailun etuina on korostettu erityisesti yrittäjien ja kuluttajien valinnanvapauden kasvua: yritykset voivat päättää sijoittautua omalta kannaltaan optimaalisimman lainsäädännön vaikutuspiiriin, ja kuluttajat voivat hankkia hyödykkeitä omasta näkökulmastaan parhaan oikeudenkäyttöpiirin alueelta. Huonoksi koettu lainsäädäntö on yksi syy yritystoiminnan ulkomaille viemiseen. Sääntelykilpailun on otaksuttu aikaansaavan eri valtioiden lainsäätäjille eräänlaisen kurinpitopaineen. Se torjuu määrältään, ankaruudeltaan tai kustannusvaikutuksiltaan ylenpalttista sääntelyä. Kilpailun on uskottu tuottavan lainsäädäntötoiminnassa myös hyödyllisiä eksperimентtejä ja innovaatioita. Toisaalta sääntelykilpailun haittapuolina on pidetty sääntelyn nopeaa poukkoilemista muutoksesta toiseen. Siitä kärsii oikeussääntelyn kestävyyttä ja ennustettavuutta aikaansaava funktio ja samoin yritysten ja yksilöiden edellytys tehdä pitkäaikaisia suunnitelmia. Sääntelykilpailun riskinä on pidetty varsinkin teoreettisissa tarkasteluissa sekä yli- että alisääntelyn vaaraa – vaikka itsessään onkin vaikeaa määrittää yksiselitteisiä kriteerejä yli- tai alisääntelylle.⁴⁶²

Suurimpana ongelmana sääntelykilpailussa on kuitenkin nähty *kilpailu alhaisimmilla sääntelytasolla*⁴⁶³, esimerkiksi ympäristönsuojelussa, työvoimaa koskevassa sääntelyssä, verotuksessa tai tuotteiden laatua ja turvallisuutta koskevissa säännöksissä. Kilpailu alhaisimmilla sääntelytasolla johtaa kokonaisuhyvinvoinnin laskuun, koska se johtaa tiettyjen, hyvinvointia muutoin edistävien, standardien laskuun. Tähän liittyvät huolet ovat hallinneet myös käytännön lainsäädäntötoiminnassa käytyä keskustelua

⁴⁵⁹ Tala 2005, s. 59–60.

⁴⁶⁰ Zetzsche 2015b, s. 8 ja Zetzsche 2018, s. 359.

⁴⁶¹ Savela 2003, s. 29.

⁴⁶² Tala 2005, s. 60 ja Vahtera 2011, s. 116

⁴⁶³ Alan tutkijat puhuvat ”race to the bottom” -ilmiöstä.

niin Yhdysvalloissa kuin Euroopassakin. Sääntelykilpailun ei kuitenkaan täydy johtaa automaattisesti alhaisimpiin sääntelytasoihin. Optimistit väittävät, että päinvastoin sääntelykilpailu yhtiöoikeudessa luo hyveellisen ”kilpailun ylimmistä sääntelytasoista⁴⁶⁴”: koska pääomamarkkinat hinnoittelevat enemmän tai vähemmän tarkasti sen, mikä valtion yhtiöoikeus on valittu, selviytyy voittajaksi valtio, jonka laki maksimoi osakkeenomistajien hyvinvoinnin. Yritystoiminnan kotipaikan valinnalle on kriittistä laadukas juridinen toimintaympäristö. Se ei yleensä ole synonyymi mahdollisimman alhaiselle sääntelytasolle eri osa-alueilla. Yksittäiselle yritykselle aikomus alan parhaiden käytäntöjen omaksumiselle voi tarjota kilpailuetuja, kun se pyrkii hyödykkeiden sä korkeaan laatuun tai turvallisuuden tasoon tai mukauttaa tuotantotoimintansa ympäristö- ja kestävyystekijöiden kanssa. Useilla hyödykealoilla kuluttajat pitävät ratkaisevana valintaperusteena korkeita laatustandardeja, esimerkiksi autojen, elintarvikkeiden tai lääkkeiden turvallisuuskysymyksissä. Näidenkään tekijöiden ei voida automaattisesti katsoa puoltavan alhaista sääntelytasoa.⁴⁶⁵ Rahastosääntelyn kontekstissa hyvänä esimerkkinä voidaan mainita Yhdistyneen kuningaskunnan rahastojen hallituksen roolia vahvistavat sääntelyuudistukset⁴⁶⁶ tai hedge-rahastojen vähimmäispääomavaatimukset⁴⁶⁷.

⁴⁶⁴ Kilpailu ylimmillä sääntelytasoilla (ns. ”race to the top”) on alhaisimmilla sääntelytasoilla kilpailun vastakohta.

⁴⁶⁵ Tala 2005, s. 60–61; Savola 2003, s. 29–31; Armour – Hansmann – Kraakman – Pargendler 2017, s. 21–22 ja Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2020:37, s. 18–19.

⁴⁶⁶ Yhdistyneen kuningaskunnan rahastosääntelyn uudistukset edustavat race to the top -lähestymistapaa, koska ne poikkeavat EU:n vähimmäisstandardeista. Toimiala kritisoi uudistuksia pääasiassa lisäntyneiden kustannusten takia. FCA 2018, s. 21 perustelee korkeampia sääntelystandardeja seuraavasti: ”We do not believe our proposals will damage the competitiveness of UK firms. We recognise that the proposed package of remedies will increase costs for some firms in the UK, but we expect that the benefits will outweigh any costs. We think it is vital to the competitiveness of the UK as a global centre for asset management that clients are confident that the UK fund industry offers good value. We also think our reforms will make the UK a more attractive place for investors and will make the UK asset management industry more competitive.” Ks. Yhdistyneen kuningaskunnan uudistuksista yleisemmin Vepsä 2022a, s. 165. Toimiala oli pystynyt pitkään vaikuttajaviestimään olemassa olevan rakenteen puolesta, johon liittyi merkittäviä eturistiriitoja. Esimerkiksi vuonna 2005 Yhdistyneen kuningaskunnan toimialajärjestö tarkasteli rahastojen hallintorakennetta ja totesi, ettei sen muuttamiselle ole tarvetta: ks. IMA 2005, s. 10.

⁴⁶⁷ Cumming – Dai 2009, s. 849: ”We empirically show that hedge funds registered in countries that have larger minimum capitalization requirements tend to have higher levels of inflows. This suggests that minimum capitalization enhances investor confidence in terms of greater stability with larger funds.”

Euroopan unioni ja Yhdysvallat tarjoavat esimerkkejä elinkeinoelämän organisaatioiden oikeuden kehityksen vertailevalle tutkimukselle.⁴⁶⁸ Molempia niistä voidaan pitää federaatioina⁴⁶⁹, joissa yksittäiset jäsenvaltiot säilyttävät huomattavan itsemääräämisoikeuden mutta samalla jakavat tärkeitä valtaoikeuksia liittovaltion päättäjille. Tämä mahdollistaa federaation eri jäsenvaltioiden välisen yhtiöoikeuteen kohdistuvan sääntelykilpailun tutkimisen.⁴⁷⁰ Tässä tutkimuksessa on tärkeää ymmärtää, että houkuttelevimmista rahastorakenteista ja rahastojen kotipaikoista esiintyy kilpailua Euroopan maiden kesken, mutta myös tätä laajemmin mannertenvälisesti, esimerkiksi Euroopan valtioiden ja Aasian valtioiden välillä. Yhdysvaltoja voidaan pitää vertailukohtana EU:lle, koska yhdysvaltalaiset sijoitusyhtiöt ovat pitkään toimineet osavaltioiden rajat ylittävillä markkinoilla ilman suuria yhtiöoikeudellisia rajoituksia. Oikeudelliset innovaatiot voivat toki siirtyä Euroopasta myös Yhdysvaltoihin, mutta on huomioitava, että avointen rahastojen kehittyneet markkinat ja useimmat markkinakäytännöt ovat peräisin Yhdysvalloista. Yhdysvallat on sinänsä hyvä vertailukohta EU:lle kilpailullisessa lainsäädännössä, mutta niiden väliset erot tulee pitää mielessä. Yhdysvallat voidaan nähdä homogeenisempänä unionina kuin EU. Sillä on esimerkiksi yhteinen valuutta, sama kulttuuri ja kieli koko kansakunnassa, yrityskauppoja koskevia rajoituksia on vähemmän kuin Euroopassa ja se toimii saman oikeusjärjestelmän alaisena.

Sääntelykilpailua koskeva tutkimustoiminta on Suomessa ollut melko niukkaa. Oikeustutkimuksessa ja oikeuspolitiikassa teema on ollut esillä jonkin verran. Eniten sääntelykilpailu on ollut esillä niin sanotun verokilpailun kontekstissa. Siinä valtalinjana on ollut painottaa eri valtioiden välisestä kilpailuasetelmasta aiheutuva kannustinta verokantojen madaltamiseen.⁴⁷¹ Muutoinkin sääntelykilpailu on useimmiten ahtaasti ja yksipuolisesti mielletty tapahtumaketjuksi, joka ohjaa vääjäämättä eri valtioiden tai lainkäyttöalueiden väliseen kilvoitteluun alhaisesta sääntelytasosta eritoten yritystoiminnassa. Tästä huolimatta etenkin yhtiöoikeudellisissa tarkasteluissa on tuotu näkyviin sääntelykilpailusta myös sitä potentiaalia, jota hyödyntämällä voidaan pyrkiä laadullisesti tasokkaaseen sääntely-ympäristöön⁴⁷². OYL:n esitöissä on lausuttu, että sääntelyllä on nimenomaisesti tavoiteltu ”sääntelyjärjestelmän kilpailukykyä”.

⁴⁶⁸ Vermeulen 2003, s. 71.

⁴⁶⁹ Vaikka EU ei ole tällä hetkellä konkreettisesti liittovaltio, useat tutkijat toteavat sillä olevan joitakin liittovaltiojärjestelmän piirteitä. Ks. esim. Kelemen 2005, s. 52: ” – studies make it clear that the EU polity can operate as and be analyzed as a federal system even if it lacks necessary attributes of statehood. Indeed, the fact that the EU is not a state has not stopped scholars of comparative federalism from examining it.”

⁴⁷⁰ Romano 1993, s. 28. Yhdysvaltojen ja EU:n lisäksi Romano hyödyntää kanadalaisia kokemuksia sääntelykilpailusta (Romano 1993, s. 118–128).

⁴⁷¹ Ks. esim. Edwards – Home Office (Great Britain) 1998, s. 16 ja 100 ja Savela 2003, s. 29.

⁴⁷² Ks. esim. Airaksinen – Timonen 2003, s. 1134–1148; Savela 2003, s. 30–35; Jauhiainen – Kaisanlahti 2005, s. 21 ja Vahtera 2011, s. 21.

Se lisää mahdollisuuksia säilyttää suomalaiset yhtiöt suomalaisina ja lisää Suomen houkuttelevuutta sijoittautumispaikkana.⁴⁷³ Sääntelyn kilpailukyky on myös nimenomaisesti ollut tuoreiden osakeyhtiölain muutostarpeita tutkivien selvitysten teemana.⁴⁷⁴ Myös verolainsäädännön uudistamisen yhteydessä on kiinnitetty huomiota varsinaisen verotuksen tason lisäksi myös verojärjestelmän yleisiin ominaisuuksiin, kuten lainsäädännön yksinkertaisuuteen, läpinäkyvyyteen, veropolitiikan vakauteen ja ennustettavuuteen sekä tehokkaasti toimivaan verohallintoon ja verovalvontaan. Niitä on pidetty yritysten sijoittumispäätösten ja sääntelykilpailun katsantokannalta ratkaisevina tekijöinä.^{475 476}

Tavanomaisesti on kiistää siitä, mikä muodostaa optimaalisen sääntelyn tai oikeudellisen instituution, joka kulloinkin on sääntelykilpailun kohteena. Silti tärkeä etu, joka liittyy valinnanmahdollisuuksiin useiden sääntelyjärjestelmien välillä, on se, että syntyy mahdollisuuksia sääntelyyn liittyville kokeiluille. Toisin sanoen erilaiset oikeudelliset järjestelmät toimivat koelaboratorioina, joista sääntelyviranomaiset ja yritykset voivat oppia lisää eri sääntelytapojen eduista ja haitoista. Lisäksi on epätodennäköistä, että esimerkiksi kaikkiin yrityksiin sovellettaisiin yhtä optimaalista yhtiöoikeutta, koska yritysten sääntelytarpeet vaihtelevat. Valinta lainkäyttöalueiden (tai niin sanottujen sääntelymenujen) välillä mahdollistaa sen vuoksi erilaiset oikeudelliset järjestelmät, jotka vastaavat erityyppisten yritysten tarpeita.⁴⁷⁷

Teoreettinen keskustelu sääntelyvallan jaosta on mahdollista tiivistää siten, että sekä sääntelyvallan keskittämiseen että kilpailun mahdollistamiseen voi liittyä erinäisiä ongelmia. Sääntelyvaltuuksien yksityistäminen⁴⁷⁸ tarjoaa eniten joustavuutta ja tilaa innovaatioille, mutta se voi olla kallista ja sopimatonta tilanteissa, joille ovat ominaisia huomattavat agenttikustannukset tai negatiiviset ulkoisvaikutukset. Sääntelyval-

⁴⁷³ Ks. Oikeusministeriön työryhmämietintö 2003:4, s. 81 ja HE 109/2005 vp, s. 16 ja 34.

⁴⁷⁴ Ks. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2020:39, s. 34, jossa todetaan: ”Työryhmän toimeksiantona on ensisijaisesti tutkia keinoja osakeyhtiölain kilpailukykyisyyden turvaamiseksi. Kilpailukyky näkökulmasta on hankalaa suositella sellaisia muutoksia, joihin liittyy varteenotettava riski kielteisistä vaikutuksista investointihalukkuuteen.” Selvitys perustui Sipilän hallitusohjelman toteutuksen 1. kärkihankkeen teemaan kilpailukykyyn vahvistamisesta elinkeinoelämän edellytyksiä parantamalla (ks. Hallituksen julkaisusarja 10/2015, s. 14–15 ja Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2020:39, s. 71). Ks. myös Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2020:37, s. 10 ja 17–20 ja Kärki – Ruohonen – Vahtera 2021, s. 2–3.

⁴⁷⁵ VM 12/2002, s. 26.

⁴⁷⁶ Tala 2005, s. 61–62.

⁴⁷⁷ Armour 2005, s. 410 ja Armour – Hansmann – Kraakman – Pargendler 2017, s. 22.

⁴⁷⁸ Tällä tarkoitetaan sääntelykilpailuun liittyvässä teoreettisessa keskustelussa esitettyä ajatusta siitä, että yhtiöoikeudessa tulisi sallia täysi sopimusvapaus. Tämän näkökulman kannattajien mukaan yritysten hallinto- ja ohjausjärjestelmät voitaisiin siirtää kokonaan julkisen valvonnan ulkopuolelle antamalla ne yksityisten toimijoiden käsiin. Tätä voidaan argumentoida kilpailun tuottamalla hyödyillä: jos sääntelykilpailu valtioiden välillä on hyvä asia, niin täydellinen sopimusvapaus yhtiöoikeuden alalla olisi vielä parempi.

tuuksien keskittäminen ratkaisee nämä ongelmat, mutta innovointimahdollisuuksien kustannuksella. Lisäksi keskittämistä on vaikea toteuttaa yhteyksissä, joista puuttuu koordinoiva julkinen viranomainen, joka on instituutio, jota ei usein esiinny kansainvälisellä tasolla ja joka voi olla vain rajoitetusti tehokas tietyillä alueilla, kuten Euroopan unionissa. Sääntelyvallan jako jäsenvaltioiden kesken puolestaan edustaa keskitien ratkaisua. Se voi luoda kilpailupaineita sääntelyviranomaisille edellyttäen, että sääntelyn kohteet voivat liikkua ja valita useiden oikeudellisten järjestelmien joukosta ja että muut kilpailun edellytykset ovat olemassa. Mutta kuten yksityistämisen tapauksessa, valintamahdollisuuden antaminen säännellyille eri oikeudellisten järjestelmien välillä voi johtaa epäoptimaalisiin tuloksiin tilanteissa, joissa kilpailumekanismit ovat epätäydellisiä tai joissa on merkittäviä agenttikustannuksia tai negatiivisia ulkoisvaikutuksia. Ainutta oikeata vastausta ei voida yksiselitteisesti antaa, vaan sääntelykohteiden erot huomioon ottaen voi olla mahdollista, että erilainen sääntelyvaltuuksien jakaminen voi itse asiassa olla asianmukaista eri yhteyksissä.⁴⁷⁹

3.2 Hyökkäävä ja puolustava sääntelykilpailu

Delawaren tapausta pidetään oikeutetusti avainesimerkkinä Yhdysvaltojen sääntelykilpailun dynamiikan ymmärtämisessä. Delawaren osavaltio on suurten yhdysvaltalaisen yritysten pääasiallinen sijoittautumispaikka: yli puolet Yhdysvalloissa julkisesti listatuista yrityksistä ja lähes 68 % Fortune 500:n⁴⁸⁰ yrityksistä on rekisteröity Delawareen. Delaware-ilmioistä käytävässä keskustelussa esiintyy kaksi näkemysten ääripäätä: yksi on sitä mieltä, että Delawaren lainsäätäjät ja tuomioistuimet ovat houkutelleet yhtiöitä alentamalla osakkeenomistajien suojan tasoa, mikä on johtanut kilpailuun alhaisimmilla sääntelytasoilla⁴⁸¹ kun taas toinen väittää, että Delaware on onnistunut, koska sen lait tarjoavat parhaan saatavilla olevan ratkaisun osakkeenomistajien ja johdon välisten agenttikustannusten hallintaan.⁴⁸² *Race to the bottom* -hypoteesin kannattajat väittävät, että vaikka Delawaren lainsäädäntöprosessi altistaa myös yritysten kotipaikan vaihtamiselle, tekee yrityksen johto, eivätkä osakkeenomistajat, useimmiten päätökset, jotka liittyvät yhtiön lailliseen kotipaikkaan. Jos osakkeenomistajien ja johdon välillä ilmenee eturistiriita, on johdon intresseillä yleensä taipumus voittaa.

⁴⁷⁹ Ks. Jackson 2001, s. 649–672, jossa teoreettisen keskustelun tilaa on analysoitu erityisesti rahoituspalvelusääntelyn kontekstissa.

⁴⁸⁰ Fortune 500 on yhdysvaltalaisen Fortune-talouislehden vuosittain julkaisema luettelo yhdysvaltalaisista julkisista yhtiöistä liikevaihdon mukaiseen suuruusjärjestykseen järjestettynä.

⁴⁸¹ Cary 1974, s. 663.

⁴⁸² Ks. esim. Winter 1977; Fischel 1982; Easterbrook 1982; Easterbrook – Fischel 1983; Romano 1985, s. 225 ja Easterbrook – Fischel 1991, luku 10. Ks. kotimaisesta tarkastelusta myös Savela 2003, s. 28–29.

Tämä näkyi Delawaren lainsäätäjän ja jossakin määrin myös tuomioistuinten halukkuudessa 1990-luvulla sellaisten sääntöjen hyväksymisessä, jotka voidaan tulkita johdon etuja edistäväksi siinä mielessä, että mahdollisten yritysostokohteiden sallittiin ottaa käyttöön puolustusmekanismeja vihamielisen yritysvaltauksen uhkaa vastaan,⁴⁸³ ja 1990-luvulla hyväksyttiin laki, jonka mukaan yritykset voivat jättää noudattamatta tiukkoja huolellisuusstandardeja, jotka vaikuttavat johdon korvausvastuuseen laiminlyönneistä.⁴⁸⁴ Ajatus, että Delawaren laki edustaa pienintä yhteistä nimittäjää, on kuitenkin kyseenalaistettu väitteillä, joiden mukaan kaikki yritysjohton yritykset alentaa osakkeenomistajien etuja ovat ajan mittaan johtaneet pääomamarkkinoiden vastareaktioon. Näin ollen johdolla olisi kannustin siirtää yhtiön kotipaikka sellaisen lainkäyttöalueen piiriin, joka edistää osakkeenomistajien etuja ja välttää lainkäyttöalueita, jotka vahingoittavat sijoittajia pääomakustannusten nousun kautta.⁴⁸⁵⁴⁸⁶ Kun sijoittajalla on valittavanaan yhtiöitä, joita säännellään erilaisilla (osavaltiokohtaisilla) laeilla, valitsevat sijoittajat lähtökohtaisesti sijoitusystävällisimmän lainsäädännön piiriin kuuluvan yhtiön sijoituskohteeseen.⁴⁸⁷

Delawaren strategiaa voidaan luonnehtia *hyökkääväksi sääntelykilpailuksi*. Siinä on kyse siitä, että lainkäyttöalueella on kannustin aktiivisesti uudistaa ja markkinoida oikeudellisia ”tuotteitaan”.⁴⁸⁸ Euroopassa 2000-luvun alkupuolelta vastaavana esimerkkinä voidaan mainita Yhdistynyt kuningaskunta, joka on ollut suosittu uusien yritysten, etenkin start up -yritysten, perustamisvaltio.⁴⁸⁹ Hyökkäävässä sääntelykilpailussa pyritään nimenomaisesti hyökkäämään aktiivisesti toisia lainkäyttöalueita vastaan: tavoitteena voi olla parantaa olemassa olevaa sääntelyä esimerkiksi siten, että se tekee ”hyökkäävästä” valtiosta houkuttelevamman sijoittautumispaikan yrityksille tai yksityishenkilöille verrattuna joihinkin muihin valtioihin. Tämän jälkeen hyökkäävä valtio saattaa markkinoida omaa sääntelyään aktiivisesti keskeisissä ”vastustajavaltioissa”. Toisaalta hyökkäävässä sääntelykilpailussa voidaan pyrkiä luomaan tietyn toimialan tarpeita varten kokonaan uusi oikeudellinen instituutio, jollaista ei ole aiemmin tunnettu. Hyvä esimerkki tästä on soluyhtiösääntelyn kehittäminen 1980-luvulla Bermudalla ja myöhemmin seuraavalla vuosikymmenellä Guerneysissä.⁴⁹⁰

⁴⁸³ Bebchuk – Ferrell 1999, s. 1168–1199.

⁴⁸⁴ Charny 1994, s. 372–373.

⁴⁸⁵ Winter 1977 ja Easterbook – Fischel 1991, luku 10.

⁴⁸⁶ Deakin 2006, s. 445–446.

⁴⁸⁷ Nuolima 1998, s. 1070.

⁴⁸⁸ Ringe 2013, s. 244.

⁴⁸⁹ Deakin 2006, s. 450 ja Ringe 2013, s. 236.

⁴⁹⁰ Feetham – Jones 2010, s. xi. Ks. soluyhtiöistä yleisesti Vepsä 2021b, s. 90–93.

Useimmilla valtioilla ei kuitenkaan ole halua ja intressiä lähteä aktiivisesti kehittämään omaa lainsäädäntöään siten, että tavoitteena olisi tehdä irtiottoja vakiintuneista kansainvälisistä käytännöistä tai muutoin kehittää merkittävästi poikkeavia innovaatioita. Yhdysvalloissa Delaware käyttää resursseja ja odottaa sopivaa tilaisuutta vastata suuriin yhtiöiden hallinnollisiin huolenaiheisiin tekemällä rohkeita muutoksia yhtiölainsäädäntöönsä. Kun se tekee tällaisen tarkistuksen, lisääntyvät yhtiöiden rekisteröinnit Delawareen merkittävästi, jolloin Delawaren verotulot kasvavat. Toiset osavaltiot kilpailevat ”puolustavasti” kopioimalla Delawaren lakimuutoksen – eivät houkutellakseen yrityksiä pois Delawaresta, vaan pysäyttääkseen yritysten siirtymisen sinne.⁴⁹¹ Tutkimustulokset osoittavat, että prosessi toimii, ja ne osavaltiot, jotka pystyvät nopeasti jäljittelemään Delawarea, menettävät vähemmän yrityksiä kuin ne osavaltiot, joilla uudistaminen kestää kauemmin tai ne eivät tee sitä ollenkaan.⁴⁹² Tätä prosessia kutsutaan *puolustavaksi sääntelykilpailuksi*.

Puolustava sääntelykilpailu on yleisempää kuin hyökkäävä sääntelykilpailu. Ymmärtääksemme, miksi lainsäätäjien ei-rahalliset kannustimet johtavat todennäköisemmin puolustavaan kuin hyökkäävään kilpailuun, on muistettava ero näiden kahden kilpailutyypin välillä. Ero on lainsäätäjän motiivissa. Hyökkäävässä kilpailussa lainsäätäjät yrittävät vetää puoleensa muista maista peräisin olevaa laillista kysyntää, kun taas passiivisessa tai puolustavassa kilpailussa tavoitteena on vain estää kotimaasta peräisin olevan laillisen kysynnän siirtyminen pois.⁴⁹³ Tällä erolla on seurauksia innovoinnin rooliin sääntelykilpailussa: puolustavassa sääntelykilpailussa ei ole kaksisuuntaista innovaatioprosessia vaan sen sijaan korkeintaan toisen lainsäätäjän innovaatio yksinkertaisesti kopioidaan. Markkinavoimat eivät puolestaan motivoi kopioinnin kohteeksi joutunutta lainsäätäjää saavuttamaan kilpailuetuja, joten innovaatioprosessi voi pysähtyä hyvin nopeasti.⁴⁹⁴ Sääntelykilpailu ei kuitenkaan aina välttämättä johda sääntelyn konvergenssiin. Esimerkiksi joissain tapauksissa lainkäyttöalue voi löytää *niche*-markkinaraon tarjoamalla oikeudellisia tuotteita, joita muilla lainkäyttöalueilla ei ole, jolloin voi käydä niin, että muut lainkäyttöalueet eivät voi (tai eivät pidä kannattavana) jäljitellä tällaista lainsäädäntöä.⁴⁹⁵

⁴⁹¹ Romano 2001, s. 509.

⁴⁹² Moodie 2004, s. 11 ja Romano 2005, s. 218.

⁴⁹³ Ks. esimerkkinä puolustavasta sääntelykilpailusta esim. HM Treasury 2012, s. 6, jossa perustellaan sopimusperusteisen rahastorakenteen sääntelyn tarvetta korostaen sitä, että kyseisiä rakenteita on jo muualla: ”Allowing for the possibility of UK authorised Tax Transparent Funds (ITFs), especially as similar vehicles are already available to the asset management industry in other EU jurisdictions, is important to ensure that the UK asset management industry can compete on a level playing-field.”

⁴⁹⁴ Cumming – MacIntosh 2000, s. 144 ja Klöhn 2012, s. 12.

⁴⁹⁵ Gabor 2013, s. 29.

3.3 Rahoituspalveluiden sääntelykilpailu Euroopassa

Vastavuoroisen tunnustamisen periaate edellyttää sekä kaupan esteiden poistamista (”negatiivinen integraatio”) että yhteisten vähimmäisvaatimusten asettamista (”positiivinen integraatio”). Käytännössä se tarkoittaa, että jokaisen ETA-jäsenvaltion on myönnettävä muihin jäsenvaltioihin sijoittautuneiden rahoituspalvelujen tarjoajien vapaa pääsy markkinoilleen edellyttäen, että jäsenvaltion/jäsenvaltioiden sääntelykehys tarjoaa systeemiriskien ja sijoittajien/velkojien suojan vähimmäistason. Avainkysymys on luonnollisesti se, tarjoaako kotijäsenvaltio tällaista suojaa ja missä määrin. Pitkien oikeudenkäyntien välttämiseksi, jotka saattavat viime kädessä estää rahoituksen välittäjiä käyttämästä tehokkaasti palvelujen tarjoamisen vapautta, on EU antanut useita säännöksiä yhteisten vähimmäisvaatimusten asettamiseen. Kuitenkin finanssisektorilla on vasta 1980-luvulla ryhdytty vakavasti otettaviin yhdenmukaistamist toimiin.⁴⁹⁶ Sisämarkkinoiden⁴⁹⁷ toteuttamisesta annetun vuoden 1985 valkoisen kirjan⁴⁹⁸ periaatteet sisällytettiin vuoden 1989 toiseen pankkidirektiiviin (89/646/ETY)⁴⁹⁹, jota pidetään tärkeimpänä pankkidirektiivinä ja jolla oli merkittävä vaikutus pankkitoimialan yhdentymisen vauhdittajana. Sisämarkkinat toteutettiin vuoden 1992 loppuun mennessä, jolloin rahoituspalvelujen eli pankki-, vakuutus- ja sijoituspalvelujen tarjoajille määriteltiin yhden toimiluvan periaate.

Integraation seurauksena jäsenvaltioiden on täytynyt antaa lisäsääntelyä ja/tai purkaa omaa rahoituslainsäädäntöään. Toisaalta jäsenvaltiot ovat yleensä velvollisia alistamaan rahoituksen välittäjät ja niin sanotut säännellyt markkinat (säännöllisesti toimivat organisoidut arvopaperikaupan yksiköt, jotka täyttävät vähimmäisstandardit ja kotijäsenvaltio tunnustaa ne sellaisiksi) toimilupaprosessille ennen kuin ne voivat aloittaa toimintansa. Toimilupavaatimukset vaihtelevat tarjottavien palvelujen tyyppin mukaan (lainat, talletukset, sijoituspalvelut, arvopaperikauppa, sijoitusrahastot, vakuutukset ja niin edelleen). Sääntelykehykset ovat kuitenkin samanlaiset. Rahoituspalvelujen tarjoajien on noudatettava erilaisia organisatorisia sääntöjä; noudatettava vakavaraisuusvaatimuksia; otettava käyttöön erityisiä kirjanpito- ja tiedonantoperiaatteita; käytettävä kokeneita ja hyvämaineisia johtajia; ja noudatettava tai vahvis-

⁴⁹⁶ Hertig 2000, s. 353.

⁴⁹⁷ Sisämarkkinoilla tarkoitetaan tavaroiden, palveluiden, pääoman ja henkilöiden vapaata liikkuvuutta EU:n sisämarkkinoilla.

⁴⁹⁸ Euroopan komissio julkaisi vuonna 1985 lainsäädäntösuunnitelman eli niin sanotun valkoisen kirjan sisämarkkinoiden toteuttamisesta. Se johti EY:n perustamissopimuksen muutoksiin, jotka teutettiin vuonna 1987 voimaan tulleella Euroopan yhtenäisasiakirjalla.

⁴⁹⁹ Toinen neuvoston direktiivi 89/646/ETY, annettu 15 päivänä joulukuuta 1989, luottolaitosten liiketoiminnan aloittamiseen ja harjoittamiseen liittyvien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta ja direktiivin 77/780/ETY muuttamisesta.

tettava erilaisia menettelytapasääntöjä. Rahoituspalvelujen tarjoajat hyötyvät yhden toimiluvan periaatteesta. Se antaa niille mahdollisuuden tarjota rajat ylittäviä palveluja tai avata sivukonttori muussa kuin kotijäsenvaltiossa ilman lisäluvan hakemista kyseisessä jäsenvaltiossa: pohjimmiltaan se vapauttaa rahoituspalvelujen tarjoajat vastaanottavan jäsenvaltion valvonnasta ja sääntelystä. Kuitenkin olisi liian pitkälle menevää väittää, että rahoituspalvelujen tarjoajat olisivat vain yhden ainoan sääntelyn, nimittäin kotijäsenvaltionsa sääntelyn piirissä. Vastavuoroinen tunnustaminen on pysynyt epätäydellisenä, koska vastaanottavat jäsenvaltiot ovat saaneet säilyttää sääntelyvaltuutensa joillakin alueilla.⁵⁰⁰

Toisin sanoen ennen vuosituuhannen vaihdetta EU:n sääntelyjärjestelmässä oli tehty kompromissi yhteiskilpailun⁵⁰¹ ja haitallisen sääntelykilpailun välillä.⁵⁰² Yhteiskilpailua voitiin katsoa esiintyvän, koska vastavuoroinen tunnustaminen mahdollistaa finanssipalvelujen tarjoajien valita yhden jäsenvaltion sääntelyjärjestelmän (kotijäsenvaltio) ja toimia sitten EU:n laajuisesti kyseisen järjestelmän mukaisesti. Näin ollen vastavuoroinen tunnustaminen kannusti jäsenvaltioita kilpailemaan tarjoamalla sääntelypaketteja, jotka saavat finanssipalvelujen tarjoajat valitsemaan ne kotijäsenvaltiokseen. Samalla jäsenvaltiot olivat sopineet, että (1) rahoituksen välittäjät voivat tarjota rahoituspalveluja alueellaan, vaikka ne olisivat ainoastaan toisen jäsenvaltion valvonnassa ja (2) ne tekevät yhteistyötä kotijäsenvaltion kanssa tällaisissa tilanteissa esimerkiksi tietojenvaihdon kautta. Sekä kilpailu alhaisimmilla sääntelytasoilla (rajoitetussa muodossaan) että rajoittamaton kilpailu ylimmillä sääntelytasoilla⁵⁰³ oli siten lähtökohtaisesti mahdollistettu finanssipalveluiden EU-lainsäädännöllä.⁵⁰⁴

Jäsenvaltiot, joiden standardit olivat korkeammat kuin EU-direktiivissä asetetut vähimmäisstandardit, saattoivat turvallisesti saattaa standardinsa lähemmäksi EU:n vähimmäistason ilman pelkoa siitä, että muut jäsenvaltiot olisivat voineet estää korkeampien sääntelystandardien omaavien maiden pääsyn omille markkinoilleen. Toisaalta jäsenvaltiot olivat myös paremmassa asemassa omaksumaan ja markkinoimaan

⁵⁰⁰ Hertig 2000, s. 353. Pääomamarkkinoiden yhtenäisyydessä on vielä nykyäänkin lukuisia kehityskohteita. Tätä ilmentää muun muassa EU:n pääomamarkkinaunionia koskeva hanke, jonka toimintasuunnitelma esiteltiin vuonna 2015. Pääomamarkkinaunioni on EU:n aloite, jolla pyritään luomaan todelliset pääoman sisämarkkinat kaikkialla EU:ssa. Ks. tarkemmin esim. EC CMU Factsheet 2021, s. 1–4. IMF 2019, s. 13 mukaan: ”Restrictions on crossborder offerings, administrative burdens, minority investor rights, and legal deficiencies were seen as key barriers to capital flows.”

⁵⁰¹ Yhteiskilpailua on tarkasteltu edellä luvussa 3.1.

⁵⁰² Stephan 1999, s. 2–6.

⁵⁰³ Ylimpien sääntelytasojen teorian mukaan sääntelykilpailu johtaa kaikkien osapuolten kannalta optimaalimpaan lopputulokseen eikä se yhtiöoikeuden kontekstissa esimerkiksi suosi yhtiön johdon etuja osakkeenomistajien etujen kustannuksella. Ks. esim. Winter 1977, s. 276 ja Ramirez 2007, s. 318.

⁵⁰⁴ Hertig 2000, s. 354.

vähimmäisstandardeja tiukempia standardeja. Kyseessä oli lähestymistapa, jota markkinaosapuolet saattoivat suosia, koska vastavuoroinen tunnustaminen takaa, että rahoituksen välittäjät voivat EU:n laajuisesti operoida tämän yhden ”alan parhaiden käytäntöjen” -järjestelmän⁵⁰⁵ mukaisesti.⁵⁰⁶ EU:n asettamat vähimmäisstandardit johtivat siihen, että sääntelykilpailumahdollisuudet alhaisimmilla sääntelytasoilla olivat rajoitettuja. Johtopäätös, että kilpailulle alimmilla sääntelytasoilla oli rajallisesti tilaa, ei tarkoittanut sitä, että yhden toimiluvan periaate olisi johtanut vähempään sääntelykilpailuun jäsenvaltioiden välillä. On selvää, että vastavuoroinen tunnustaminen lisäsi ylimmillä sääntelytasoilla kilpailun houkuttelevuutta.⁵⁰⁷ Ajateltiin, että EU voisi saavuttaa pitkällä aikavälillä tasapainoisen mutta innovatiivisen järjestelmän, jossa jäsenvaltiot jatkavat sääntelykilpailua toistensa kanssa. Yksi lainkäyttöalue voisi innostaa muita jäsenvaltioita parantamaan sääntelyään ja sen tehokkuutta.⁵⁰⁸

Vuoden 1999 EU:n rahoitusmarkkinoiden toimintasuunnitelmasta (FSAP)⁵⁰⁹ ja *Lamfalussy*-prosessin kehittämistä alkaen sääntelytapa kuitenkin muuttui perusteellisesti. Eurooppalainen rahoituspalvelulainsäädäntö siirtyi kohti täydellisen yhdenmukaistamisen mallia (maksimiharmonisointi), jossa jäsenvaltioiden välistä yhteistyötä tehostettiin täytäntöönpanoasioissa. Kansallisten päättäjien poliittiset valinnat korvattiin yhä useammin komission valinnoilla. Kirjallisuudessa tätä kehitystä on kutsuttu ”harmonisoinniksi muuntautumiskykyisellä sääntelyllä”. Sääntelyfilosofian muutoksen taustalla oleva pääasiallinen syy oli komission usko – jota taloustieteellisillä tutkimuksilla perusteltiin – siihen, että markkinoiden yhdentyminen sekä syvät ja likvidit arvopaperimarkkinat vaikuttavat myönteisesti liikkeeseenlaskijoiden pääomakustannuksiin. Rajat ylittävän taloudellisen toiminnan esteiden poistamisen lisäksi komissio tavoitteli muitakin merkittäviä poliittisia tavoitteita. Sen tarkoituksena oli edistää EU:n arvopaperimarkkinoita ja vahvistaa markkinarahoitusta lisäämällä sijoittajien luottamusta, tarjoamalla korkeatasoista vakavaraisuuden valvontaa ja sijoittajansuojaa sekä avaamalla vähittäismarkkinoita. Tämän seurauksena FSAP:n jälkeinen lähestymistapa rahoituspalveluiden sääntelyyn yhdisti jo aiemmin voimassa olleet yhden toimiluvan periaatteen ja kotijäsenvaltion valvonnan – eli keinot, jotka mahdollistavat periaatteessa sääntelykilpailun ja markkinatoimijoiden suorittaman

⁵⁰⁵ Tällä tarkoitetaan sitä, että jonkun valtion EU-sääntelyä korkeammat standardit voivat muodostua alan markkinakäytännöksi.

⁵⁰⁶ Hertig 2000, s. 354.

⁵⁰⁷ Hertig 2000, s. 354 ja 360–361.

⁵⁰⁸ Hertig 2000, s. 360–361 ja Horváthová 2015, s. 82.

⁵⁰⁹ Financial Services Action Plan.

sääntelyjärjestelmän valinnan – yksityiskohtaisten ja yhdenmukaistettujen sääntöjen antamiseen, asetusten lisääntyvään käyttöön ja viimeisimmäksi ylikansallisten valvontaviranomaisten, joilla on kattavat valtuudet, perustamiseen.⁵¹⁰

Finanssikriisin myötä kävi selväksi, että eurooppalaiset rahoitusmarkkinat kärsivät vakavista sääntelyyn ja sen implementointiin liittyvistä puutteista. Syksyllä 2008 komissio antoi *Jacques de Larosièren* johtamalle asiantuntijaryhmälle tehtäväksi selvittää, miten finanssivalvontaa voitaisiin parantaa. Vuonna 2009 julkaistussa *de Larosièren* ryhmän raportissa annettiin suosituksia finanssijärjestelmän valvonnan parantamiseksi, jotta finanssikriisien riski vähenisi ja jotta tällaiset kriisit eivät tulevaisuudessa olisi yhtä vakavia. Ryhmä katsoi muun muassa olevan tarpeen perustaa Euroopan finanssivalvojen järjestelmän, johon kuuluisi kolme Euroopan valvontaviranomaista, yksi pankkialaa, yksi arvopaperialaa ja yksi vakuutus- ja lisäeläkealaa varten, sekä suosittelee Euroopan järjestelmäriskineuvoston perustamista. *De Larosièren* raportin pohjalta Euroopan komissio ilmoitti maaliskuussa 2009 antamassaan tiedonannossa ”Elvytys Euroopassa” ehdottavansa lainsäädäntöä, jolla luotaisiin Euroopan finanssivalvonnan järjestelmä ja Euroopan järjestelmäriskikomitea. Euroopan komissio käsitteli teemaa tarkemmin toukokuussa 2009 antamassaan tiedonannossa ”Euroopan finanssivalvonta”. Vuonna 2010 perustettiin Euroopan valvontaviranomaiset Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen⁵¹¹, Euroopan pankkiviranomaisen⁵¹² ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen⁵¹³ sekä finanssijärjestelmän makrotason vakautta valvova järjestelmäriskikomitea⁵¹⁴.⁵¹⁵ Yhteiseurooppalaisen valvonnan piilovaikutus on etenkin Suomessa suuri, sillä Finanssivalvonta on haluton poikkeamaan ESMA:n ohjeista (guidelines) ja pidättäytyy julkistamasta omia kysymys–vastaus-tiedonantojaan (Q&A) toisin kuin useat muut kansalliset valvontaviran-

⁵¹⁰ Gerner-Beuerle 2012, s. 322–323. Ks. myös tarkemmin Manninen 2003, s. 254–272.

⁵¹¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) N:o 1094/2010, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/79/EY kumoamisesta.

⁵¹² Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) N:o 1093/2010, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan pankkiviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/78/EY kumoamisesta.

⁵¹³ Euroopan parlamentin ja Neuvoston asetukset (EU) N:o 1095/2010, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta.

⁵¹⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) N:o 1092/2010, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, finanssijärjestelmän makrotason vakauden valvonnasta Euroopan unionissa ja Euroopan järjestelmäriskikomitean perustamisesta.

⁵¹⁵ Collin 2020, s. 29–30.

omaiset, jotka pyrkivät kehittämään markkinoitaan. Finanssivalvonta on omaksunut sääntelyssä eurooppalaisten valvontaviranomaisten ”sivukonttorin” roolin, vaikkei se ole siihen velvoitettu.⁵¹⁶

Esimerkkinä sääntelytavan muutoksesta voidaan mainita EU:n pankkisääntely, jolle on nykyään tyypillistä, että siinä käytetään direktiivien sijaan tai rinnalla EU-asetuksia ja että sääntely on niin sanottua maksimiharmonisointia. Maksimiharmonisointi merkitsee sitä, että jäsenvaltio ei saa asettaa EU-sääntelyä pidemmälle meneviä vaatimuksia. Vuosien 2008–2009 finanssikriisin ja sitä heti seuranneen Euroopan valtionvelkakriisin jälkeen EU:ssa ruvettiin suunnittelemaan aiempaakin pidemmälle meneviä sääntelyn harmonisointi- ja pankkivalvonnan yhtenäistämistoimia. Näistä lähtökohdista tehtiin suunnitelma EU:n pankkiunioniksi. Pankkiunionin yhtenä keskeisenä tarkoituksena on suurimpien pankkien valvonnan siirtäminen pois kansallisilta valvontaviranomaisilta EU-tason valvontaviranomaiselle, jotta valvonta olisi yhdenmukaista ja jotta viranomainen voisi tehdä päätöksiä riippumatta kansallisista (poliittisista) erityispiirteistä tai paineista.⁵¹⁷

Muutos rahoituspalveluiden sääntelytavassa ei kategorisesti tarkoita, että kaikki rahoituspalveluita koskevat säädökset edustaisivat maksimiharmonisointia. Pikemminkin jokainen sääntelyaloite ja itse asiassa direktiiveihin sisältyvät yksittäiset sääntelyvälineet, kuten tiedonantovelvollisuudet tai tietyn tyyppisen markkinakäyttäytymisen kieltäminen, on analysoitava erikseen, jotta voidaan selvittää, edellyttävätkö ne vähimmäis- vai enimmäisharmonisointia. Lopputuloksena finanssikriisin jälkeisessä EU:ssa kuitenkin on, että täysharmonisaatioagenda (”single rulebook”)⁵¹⁸ ja uusi finanssisääntelyjärjestelmä ESFS⁵¹⁹ ovat poistaneet lähes kaiken tilan sääntelykilpailulta. Sääntelyn kehittymisen näkökulmasta tämä on epäsuotuisaa, koska maksimiharmonisointi mahdollistaa huonon sääntelyn leviämisen, kun sääntelykilpailun salliminen puolestaan estäisi sen tehokkaasti. Rahastosääntely on kuitenkin edelleen direktiiviperustaista ja siihen liittyvät keskeiset vero-, yhtiö- ja siviilioikeudelliset kysy-

⁵¹⁶ Harju 2020b, s. 714.

⁵¹⁷ Ks. tarkemmin Wuolijoki 2022, s. 14–15.

⁵¹⁸ Jotta rahoitusala olisi sisämarkkinoiden kannalta turvallisempi, luotiin yhteinen sääntökirja pankkiunionin ja rahoitusalan sääntelyn perustaksi EU:ssa. Yhteinen sääntökirja koostuu säädösteksteistä, joita kaikkien EU:n rahoituslaitosten (mukaan lukien noin 8300 pankkia) on noudatettava, jotta voidaan varmistaa tasapuoliset toimintaedellytykset kaikkialla EU:ssa.

⁵¹⁹ ESFS (European System of Financial Supervision) eli Euroopan finanssivalvojen järjestelmä rakentuu Euroopan valvontaviranomaisten, kansallisten valvontaviranomaisten ja Euroopan järjestelmäriskikomitean ympärille. Sen tärkeimpänä tehtävänä on varmistaa finanssivalvonnan johdonmukaisuus ja yhtenäisyys kaikkialla EU:ssa.

mykset ratkaistaan jäsenvaltioiden tasolla. Tämän takia sääntelykilpailu on keskeinen ilmiö sijoitusrahastojen sääntelyssä, vaikka viime aikoina sijoitusrahastojen sääntelyä on yhdenmukaistettu EU:n sisällä suoraan sovellettavilla asetuksilla.

3.4 Yhteisen sijoitustoiminnan sääntelykilpailu

Yhteisen sijoitustoiminnan kansainvälinen sääntelykilpailu on verrattain tuore ilmiö, joka on voimistunut viime aikoina.⁵²⁰ Rahastotoimintaa harjoitettiin pitkään paikallisesti eikä pääomien liikkuvuus rajojen yli ollut yhtä sujuvaa kuin nykyisin. Myös rahastojen markkinointi oli tällöin pääosin paikallista eikä kunnollisia kannustimia houkutella varainhoitotoimintaa omien rajojen sisäpuolelle ollut. Yhdysvaltojen rahastomarkkinoiden aikaisen kehittymisen takia myös sääntelykilpailu on siellä vanhempi ilmiö kuin Euroopassa. Sääntelykilpailua voidaan katsoa esiintyneen jo ennen liittovaltiotasoisien sijoitusyhtiölain (Investment Company Act of 1940) säätämistä, jolloin oli nähtävissä avointen rahastojen keskittymistä⁵²¹ erityisesti Massachusettsin osavaltioon. Investment Company Act 1940 ei ota kantaa rahastojen oikeudelliseen muotoon⁵²², mikä on mahdollistanut sääntelykilpailun jatkumisen rahastojen oikeudellisten rakenteiden osalta. Kilpailu on johtanut siihen, että avointen rahastojen osalta suosituiksi rekisteröintipaikoiksi ovat muodostuneet Maryland, Massachusetts ja Delaware.⁵²³ Puolestaan suljettujen rahastojen osalta kärkipaikkaa pitää Delaware.⁵²⁴ Delaware on ollut pitkään suosituin rahastojen rekisteröintipaikka Yhdysvalloissa, joka kertoo sen, että Delaware on onnistunut hyökkäävän sääntelykilpailun strategiassa. Globalisoituneessa taloudessa sopivaa sääntelyä ei voida enää toteuttaa ilman, että tutkittaisiin huolellisesti kilpailevien valtioiden sääntelyä. Kilpailua ei ole vain tuotteiden välillä, vaan myös rahastojen hallintojärjestelmien kesken.⁵²⁵

⁵²⁰ Hudson 2014, s. 133.

⁵²¹ Ks. esim. Morley 2012, s. 355.

⁵²² Yhdysvaltojen liittovaltiotason sijoitusyhtiölaissa (Investment Company Act of 1940) termi ”investment company” ei viittaa mihinkään tiettyyn oikeudelliseen muotoon, vaan laissa tarkoitettuja sijoitusyhtiöitä voivat periaatteessa olla mitkä tahansa eri osavaltioiden organisoitumismuodot, jotka täyttävät ”investment company” -määritelmän vaatimukset, joissa olennaista on, koostuvatko yhtiön varat suurimmaksi osaksi arvopapereista. Ks. tältä osin esim. Krug 2013b, s. 266; Roiter 2016, s. 11–12 ja Zetsche 2018, s. 340. Tästä syystä jotkut kirjoitukset saattavat kokonaan sivuuttaa erilaisten oikeudellisten muotojen merkityksen puhumalla pelkästään sijoitusyhtiöistä. Ks. esim. OECD 2000, s. 12, jossa todetaan: ”Thus, each ’mutual fund’ is constituted as a separate corporation in which the investors are shareholders.”

⁵²³ Schonfeld – Kerwin 1993, s. 114–115; Morley – Curtis 2010, s. 93; Roiter 2016, s. 62 ja DeMott 2018, s. 61.

⁵²⁴ Ks. esim. Clarkson – Jaecklin – Kaczmarek 2014, s. 3; Hudson 2019, s. 46 ja Debevoise & Plimpton LLP 2020, s. 9.

⁵²⁵ Wang 1994, s. 1044.

Sijoittajat eivät yleensä ole kiinnostuneita siitä, miten heidän sijoitussalkkunaan olevat rahastot on tuotettu. Sen sijaan sijoittajat tutkivat mieluummin tulosindikaattoreita, riskejä ja yksilöllisiä sijoituspainotuksia. Rahastoa ei myöskään valita hallituksen kokoonpanon perusteella, vaan promoottorin ja rahastoyhtiön ja niiden maineen perusteella.⁵²⁶ Siitä huolimatta rahastojen tuotanto-olosuhteilla ja erityisesti rahastopromoottorin päätöksellä rahaston kotipaikasta on ratkaiseva vaikutus sekä kilpailevien valtionhallitusten että yksittäisen yrityksen tasolla. Kotipaikkapäätöksellä on valtavat seuraukset myös poliittisella tasolla. Globaali varainhoitoala on hyvin kehittynyt, ja valtiot kilpailevat keskenään kasvattaakseen globaalia markkinaosuuttaan.⁵²⁷ Finanssikeskukset ja niiden hallitukset kilpailevat yritystuloista ja työpaikoista saatavasta lisäarvosta.⁵²⁸ Esimerkiksi kun sääntelyesteet erottavat Yhdysvaltojen ja Euroopan markkinat ja kieltävät suoran jakelun näiden kahden välillä, yhdysvaltalaiset yritykset, mutta myös muista ETA-alueen ulkopuolisista maista kotoisin olevat yritykset, ovat aina sen kysymyksen edessä, mihin Euroopan maahan rahasto kannattaisi rekisteröidä Euroopan laajuista jakelua varten. Vastaava kysymyksenasettelu koskee myös ETA-alueelle sijoittautuneita rahastonhoitajia. Sääntely mahdollistaa rahastojen rekisteröinnin mihin tahansa ETA-alueelle, jolloin rahaston kotipaikan ei tarvitse olla sama kuin rahastonhoitajalla. Rahastonhoitajilla on kannustin etsiä omalta kannaltaan optimaalisinta rekisteröintipaikkaa hoitamilleen rahastoille. Tämä lisää sääntelykilpailua jäsenvaltioiden välillä.⁵²⁹

Euroopassa yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen oikeudellisten muotojen yksityiskohdista säättäminen on jätetty jäsenvaltioiden lainsäätäjän tehtäväksi, minkä takia niitä koskeva sääntely poikkeaa eri jäsenvaltioissa. Yhteissijoitusyritykset voidaan perustaa sopimusperusteisina sijoitusrahastoina, osuustrusteina tai vaihtuvapääomaisina sijoitusyhtiöinä, kun taas vaihtoehtorahastojen oikeudellista rakennetta ei ole rajoitettu⁵³⁰. UCITS- ja AIFM-direktiivi ovat niin sanottuja minimiharmonisointidirektiivejä. Tämä mahdollistaa kansallisen lisäsääntelyn⁵³¹ antamisen, joka voi ylittää EU-tasoiset vähimmäisstandardit.⁵³² Suuressa osassa jäsenvaltioista esiintyy

⁵²⁶ Johnson 2009, s. 154; Johnson 2018, s. 147 ja Gerken – Starks – Yates 2018, s. 29–31. Yleisemmin yritysten maineeseen liittyvästä tutkimuksesta mainittakoon Mailath – Samuelson 2001, s. 415–441, jonka mukaan yrityksen hyvä maine aiheuttaa sen, että kuluttajat päivittävät yritykseen liittyviä uskomuksiaan hitaasti.

⁵²⁷ IFSCA Expert Committee 2021, s. 31.

⁵²⁸ Ks. esim. ICAV Bill RIA 2014, s. 4, jossa mainitaan kansallisen kilpailukyvyn ja etenkin työpaikkojen lisäämisen olleen keskeinen tavoite ICAV-sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn takana.

⁵²⁹ Lang – Schäfer 2013, s. 1.

⁵³⁰ Jotkut jäsenvaltiot ovat rajoittaneet vaihtoehtorahastojen oikeudellisten muotojen valikoimaa kansallisessa sääntelyssään, jolloin kyse on kansallisesta lisäsääntelystä. Näin on tehty esimerkiksi Kroatiassa; ks. Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 187–188.

⁵³¹ Vähimmäistason ylittävä sääntely tunnetaan ilmiötä kuvaavalla termillä ”gold plating”.

⁵³² Vandamme 1988, s. 13; Horváthová 2015, s. 82 ja ECA 2022, s. 9.

kansallista lisäsääntelyä ja niiden jäsenvaltioiden, jotka omaksuvat vähimmäisharmonisoinnin strategian, on todettu olevan kilpailullisesti etulyöntiasemassa.⁵³³ Toisaalta jotkut valtiot asettavat tietoisesti lisäsääntelyä ja ovat kuitenkin pärjänneet sääntelykilpailussa verrattain hyvin. Esimerkkinä voidaan mainita Yhdistynyt kuningaskunta.⁵³⁴

Kansallisen lisäsääntelyn antamisen mahdollisuus huomioiden voidaankin perustellusti kysyä, miksi EU antaa edelleen jäsenvaltioille liikkumavaraa rahastojen oikeudellisen rakenteen, huolellisuusvelvoitteiden luonteen ja niihin liittyvien vastuiden osalta, vaikka se voisi antaa yksityiskohtaista sääntelyä? Vastaus tähän kysymykseen on, että kyseisellä ratkaisulla pyritään lisäämään sääntelykilpailua jäsenvaltioiden välillä tietyillä sääntelyn osa-alueilla.⁵³⁵ Rahastosääntelyn sääntelykilpailu on ja on ollut Euroopassa sangen aktiivista. Se kohdistuu erityisesti rahastojen verokohteluun ja oikeudellisiin rakenteisiin, joita jäsenvaltiot sääntelyssään tarjoavat.⁵³⁶ Oikeudellisten rakenteiden sääntelyä ei ole haluttu rajoittaa nykyistä enempää, jotta eri oikeusjärjestelmiin ja -traditioihin kuuluvat jäsenvaltiot pystyvät sopeutumaan sääntelyyn. Lainsäätäjien näkökulmasta sääntelykilpailun kannustimet liittyvät siihen, mihin maahan rahastopromootorit, kuten suuret finanssiryhmät, päättävät rekisteröidä ja keskittää rahastojaan laajaa Euroopan- ja maailmanlaajuisia jakelua varten.

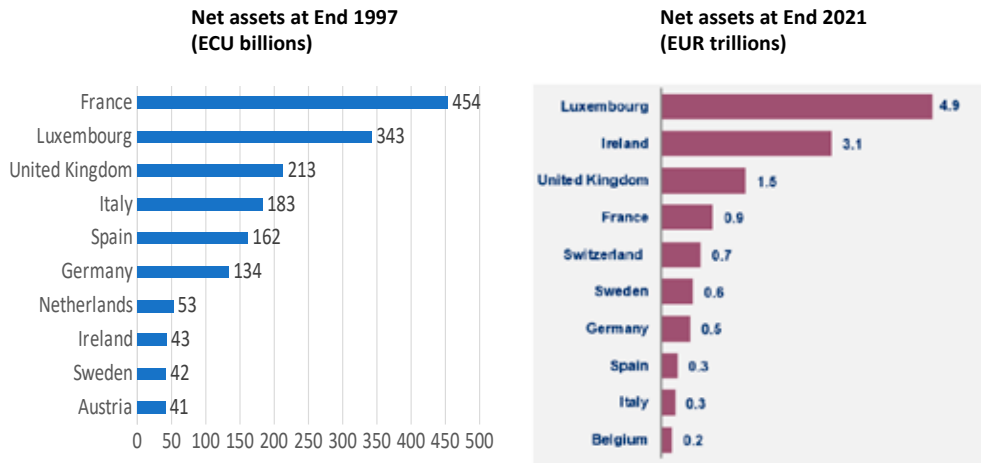
⁵³³ ECA 2022, s. 17. Tämän on kritisoitu luovan rahastotoimialalle vahvoja kannustimia osallistua edullisimman rekisteröintipaikan etsimiseen (ns. forum shopping), mikä johtaa kilpailun vääristymiin. Ks. myös IMA 2009, s. 18: ”Inconsistencies in the interpretation of the UCITS Directive that result in less rigorous approaches being taken leads to regulatory arbitrage, is a threat to investor protection and is damaging to the valuable UCITS brand.”

⁵³⁴ Ks. IMA 2009, s. 4, 9 ja 12–13, jossa todetaan, että Yhdistyneen kuningaskunnan säilytysyhteisöä koskee täysi riippumattomuusvaatimus, joka on vaatimuksena UCITS-direktiivin sääntelyä ankarampi. Ks. myös SIB 1995, s. 13 ja 152–153 ja Vepsä 2021a, s. 23. Yhdistynyt kuningaskunta on jatkanut samaa sääntelystrategiaa myös myöhemmin. Ks. tämän tutkimuksen alaviite 466. Korkea riippumattomuusvaatimusta esitettiin myös Australian sijoitusyhtiörakenteessa, jossa esitetyt säilytysyhteisön riippumattomuusvaatimukset olivat vielä Yhdistyneen kuningaskunnankin sääntelyä ankarampia (Treasury (Australia) 2017a, s. 61–62), mutta lopulta säilytysyhteisön nimeämisvelvollisuudesta luovuttiin kokonaan.

⁵³⁵ Horváthová 2015, s. 238. Tästä huolimatta yhä enemmän myös rahastojen sääntelyä annetaan nykyään suoraan sovellettavilla asetuksilla (kuten esim. PRIIPs-asetus (EU) N:o 1286/2014). Tämä perustuu teoriaan siitä, etteivät markkinavoimat välttämättä riitä takaamaan riittävää sijoittajansuojaa ilman pakottavaa sääntelyä ja toisaalta havaintoon siitä, että puitedirektiivien standardit voivat lopulta muodostua varsin eritasoisiksi yhtenäismarkkinoilla. Erityisesti tiedonantovelvollisuuksien kohdalla asetusten antaminen johtuu siitä, että muutoin tietoja annettaisiin yhteensovittamattomalla tavalla, eivätkä tiedot tällöin auta sijoittajia vertailemaan eri tuotteita tai ymmärtämään niiden ominaisuuksia. Tietojen antamisessa noudatettavien erilaisten menettelytapojen on katsottu estävän tasavertaisten toimintaedellytysten luomisen ja vääristävän kilpailua, mikä johtaa siihen, ettei sijoittajansuojan taso EU:ssa ole yhtenäinen. Tällaisena on katsottu haittaavan sisämarkkinoiden moitteetonta toimintaa.

⁵³⁶ Ks. esim. Barker – Chiu 2017, s. 263.

Vuonna 1974 Euroopan suurimmat avointen rahastojen keskuksat olivat Ranska ja Saksa, joihin rekisteröidyissä rahastoissa oli kummassakin noin 24 % kaikista silloisten ETY-maiden ja Sveitsin rahastopääomista.⁵³⁷ Vielä 20 vuotta sitten tilanne Euroopassa rahastojen sijoitusvarallisuuden suhteen näytti sangen erilaiselta nykypäivään verrattuna (*kuva 9*).⁵³⁸ Ranska oli pitkään 1990-luvulla maailman toiseksi suurin rahastovaltio Yhdysvaltojen jälkeen.⁵³⁹



Kuva 9. Euroopan kymmenen suurinta yhteissijoitusyritysten sijoittautumisvaltiota sijoitusvarallisuuden mukaan laskettuna vuoden 1997 ja 2021 lopussa.

Hieman yli 20 vuodessa Luxemburg on vakiinnuttanut paikkansa suvereenisti Euroopan suurimpana rahastovaltiona. Kuten *kuvasta 9* havaitaan, ei Irlanti edes ollut vuonna 1997 Euroopan viiden suurimman rahastovaltion joukossa (tarkalleen ottaen Irlanti löytyi sijalta 8, ja sijoitusrahastojen yhteenlaskettu sijoitusvarallisuuden arvo oli 43 miljardia ECU:a⁵⁴⁰).⁵⁴¹ Tämä on reaali maailman esimerkki siitä, kuinka sään-

⁵³⁷ Stafford 1975, s. 243. Ranskan ja Saksan rahastopääomien suuruus johtui lähes yksinomaan vahvasta kansallisesta markkinasta.

⁵³⁸ Ks. HE 202/1998 vp, s. 8.

⁵³⁹ Peltonen 1995, s. 50; OECD 2000, s. 15 ja Thompson – Choi 2001, s. 27. Rahastotoiminta kehittyi Ranskassa 1980-luvulla eksponentiaalisesti. Merkittävä kasvu johtui etenkin pankkitoiminnan ja arvopaperimarkkinoiden vapautumisesta. Ranska on vielä nykyäänkin merkittävä rahastovaltio Euroopassa, mutta suuren rahastopääoman määrä selittyy maan väkiluvulla (67,42 miljoonaa ihmistä vuonna 2021), minkä johdosta Ranskassa on merkittävät kotimarkkinat.

⁵⁴⁰ HE 202/1998 vp, s. 8.

⁵⁴¹ Ks. myös Lang – Schäfer 2013, s. 6, joka kuvaa vuoden 1998 tilannetta seuraavasti: ”This picture was not so clear in 1998, when France led the European list and the Irish fund market was minuscule.”

telykilpailulla voidaan vaikuttaa rahastojen sijoittautumispäätöksiin niinkin lyhyessä ajassa kuin muutamassa vuosikymmenessä. Luxemburg ja Irlanti ovat onnistuneet rakentamaan sääntely-ympäristön, jonka nojalla yhteissijoitusyritysten osuuksien markkinointi ulkomaille on tehokasta, jolloin toisaalta rahastosektorin kasvua on saatu alun perin kotimaisten yhteissijoitusyritysten osuuksien ulkomaille myynnin lisäksi siitä, että aiemmin ulkomaille rekisteröityneet rahastotoimijat ovat päättäneet siirtää liiketoimintansa Luxemburgiin tai Irlantiin suotuisan sääntely-ympäristön houkuttelemana. Irlannin rahastopääomien suhteellinen kasvu on ollut viimeisen 10 vuoden aikana merkittävästi Luxemburgia suurempaa.⁵⁴² Rahastopääomien keskittymistä Luxemburgiin ja Irlantiin ovat vauhdittaneet myös UCITS IV:n mukanaan tuomat muutokset EU-sääntelyssä, jolloin mahdollistettiin täysi yhden toimiluvan periaate⁵⁴³ ja rajat ylittävät yhteissijoitusyritysten sulautumiset.⁵⁴⁴

Luxemburgin ja Irlannin menestys eivät ole sattumaa. Luxemburg oli ensimmäinen jäsenvaltio, joka implementoi UCITS I:n, jolloin Luxemburgiin rekisteröityneet toimijat pääsivät ensimmäisenä markkinoimaan rahastoja toisiin jäsenvaltioihin. Muutkin jäsenvaltiot olisivat voineet toimia samoin, mutta monet olivat hitaita UCITS I:n implementoinnissa ja asettivat kansallista lisäsääntelyä, joka ylitti EU-sääntelyn vähimmäisvaatimukset.⁵⁴⁵ Luxemburg jatkoi tehokasta reagointia EU-säädöksiin myös myöhemmin ollessaan ensimmäinen jäsenvaltio, joka implementoi UCITS IV:n.⁵⁴⁶ Tietyt tekijät näyttävät suosivan Luxemburgia, kuten esimerkiksi suotuista toimilupamenettely, verokohtelu, yleinen sääntely ja dokumentointivelvollisuus. Lisäksi Luxemburgilla näyttää olevan keskimääräistä joustavampi sääntelyviranomainen toimialan tarpeisiin vastaamisessa (CSSF)⁵⁴⁷, pitkä kokemus rahastosääntelyn alalta ja neutraalimpi pohja rahoitustuotteiden myyntiin ulkomaille.⁵⁴⁸ Luxemburgin strategia

⁵⁴² Ks. EFAMA 2022, s. 20. Luxemburgin markkinaosuus yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen yhteenlasketuista rahastopääomista Euroopan tasolla oli 25 % vuonna 2011 ja Irlannin 13 %. Vuonna 2021 Luxemburgin osuus oli kasvanut 27 %:iin ja Irlannin osuus 19 %:iin.

⁵⁴³ Tällä tarkoitetaan sitä, että rahastopromoottorien ei tarvinnut enää perustaa erillistä rahastoyhtiötä jokaiseen jäsenvaltioon, jossa hoidettavalla yhteissijoitusyrityksellä on kotipaikka.

⁵⁴⁴ Nämä muutokset mahdollistivat rahastotoiminnan entistä helpomman keskittämisen etenkin Luxemburgiin ja Irlantiin.

⁵⁴⁵ Zetzsche 2018, s. 305.

⁵⁴⁶ Kremer – Lebbe 2014, s. 15.

⁵⁴⁷ Ks. esim. Harju 2021, s. 39–40, jonka mukaan joustava viranomaisharkinta on Luxemburgin ilmeinen kilpailuetu. Empiiriset tutkimukset tukevat myös tätä näkemystä (ks. esim. Chen – Klavebäck – Nordeborg – Van Schagen 2016, s. 14). Sääntelyteknisesti näin laaja harkinta- ja määräystenantovalta ei lähtökohtaisesti olisi Suomessa mahdollista.

⁵⁴⁸ Cumming – Imad’Eddine – Schwienbacher 2012, s. 272 ja Chiu 2018, s. 386–387.

juontaa juurensa jo ajalta ennen UCITS I:tä.⁵⁴⁹ Lukuisten erilaisten rahastorakenteiden valikoima on myös tunnustettu tärkeäksi tekijäksi, joka on vauhdittanut Luxemburgin kasvua.⁵⁵⁰

Merkittävä Luxemburgin vahvuus rahastojen kotipaikkana on se, että rahastotoimiala ja sitä ympäröivä palvelusektori on hyvin kehittynyt. Rahastojen perustamista, hallinnointia ja jakelua varten on olemassa vakiintuneet rakenteet, ja rahastoihin erikoistunutta inhimillistä pääomaa ja osaamista on runsaasti. Toinen vahvuus on rahoitusalan yleinen merkitys. Luxemburgin rahoitusalan osuus sen BKT:sta on yli neljäsosa⁵⁵¹, ja neljä rahoitusalan ydintoimintaa ovat pankkitoiminta, rahastot, vakuutus ja yritysrahoitus.⁵⁵² Luxemburgin lainsäätäjän ja viranomaisten on tiedetty välttävän suurelta osin kansallista lisäsääntelyä, mikä tarkoittaa, että he valitsevat EU-lainsäädännön implementoinnin ilman peukalointipyrkimyksiä sääntelyn ”parantamiseksi”. Kansallista lisäsääntelyä pidetään yleisesti ongelmana, koska se aiheuttaa usein odottamattomia seurauksia.⁵⁵³ Tämän lisäksi Luxemburgin valvovaa viranomaista pidetään asiantuntevana sekä sääntelyn eturintamassa pysymisen että toimialan toimijoiden palvelemisen ja ohjaamisen kannalta. Verrattuna moniin muihin kotipaikkoihin Luxemburgin CSSF ei toimi vain markkinavalvojana, vaan tarjoaa myös ohjausta, neuvontaa ja vaihtoehtoisia ratkaisuja rahastoyhtiöille.⁵⁵⁴

Myös Euroopan toiseksi suurimman sijoittautumisvaltion Irlannin menestys on selitettävissä pitkälti vastaavilla perusteilla. Vuonna 1987 Irlannin talouden elvyttämiseksi ja työllisyyden lisäämiseksi nimettiin erityinen paikka Dublinin ytimeen: *International Financial Services Centre*. Sinne sijoittautuneille rahoituspalveluyrityksille tarjottiin taloudellisia kannustimia, kuten esimerkiksi alhaisemmat verokannat kuin muille yrityksille.⁵⁵⁵ Tämä merkitsi käännekohtaa Irlannin kehittämisessä rahoituspalveluyritysten maailmanlaajuisiksi keskuksiksi. Kansainvälisestä rahastoteollisuudesta tuli keskeinen osa tämän strategian täytäntöönpanoa sen jälkeen, kun UCITS I oli imple-

⁵⁴⁹ Stafford 1975, s. 247 mukaan vähäinen viranomaisvalvonta ja suotuisa verotusasema ovat toimineet todellisina rahastojen vetovoimatekijöinä Luxemburgiin.

⁵⁵⁰ Näin esim. Feider 1992, s. 21.

⁵⁵¹ Ks. esim. Luxembourg Chamber of Commerce, Introduction to Luxembourg's economy. Viitattu 13.4.2022. <https://www.cc.lu/en/thematic-dossiers/luxembourg-economy>

⁵⁵² LuxembourgforFinance 2019, s. 7.

⁵⁵³ Ks. esim. Peltonen 1995, s. 10, jonka mukaan Luxemburgissa on omaksuttu UCITS-direktiivin sijoitus- ja lainanotto politiikka mahdollisimman joustavasti. Luxemburgin sääntelyssä on säännönmukaisesti sallittu kaikki ne laajennukset, joihin direktiivi on antanut mahdollisuuden.

⁵⁵⁴ Chen – Klavebäck – Nordeborg – Van Schagen 2016, s. 5–6. Ks. myös Zetzsche 2018, s. 326, jonka mukaan markkinavalvojien ammattitaito ja palvelualltius ovat avaintekijöitä rahastoklusterin menestykselle.

⁵⁵⁵ Erityinen verokanta poistettiin vuodesta 2006 alkaen Irlannin ja EU:n valtiontukia koskevien sopimusten mukaisesti.

mentoitu vuonna 1989.⁵⁵⁶ Irlantilainen pörssi Euronext Dublin on tunnettu maineestaan maailman johtavana rahastojen listautumismarkkinapaikkana, kuten esimerkiksi hedge-rahastojen, ETF-rahastojen, pääomarahastojen, multimanager-rahastojen⁵⁵⁷, kiinteistörahastojen, riskipääomarahastojen, kehittyvien markkinoiden rahastojen, johdannaisrahastojen ja rahastojen rahastojen osalta. Sillä on joukko rahastojen listaamista koskevia sääntöjä, ja Irlantiin sijoittautuneen rahaston listautumishakemukset Euronext Dubliniin toimivat yleensä rinnakkain CBI:n toimilupahakemusten kanssa.⁵⁵⁸ Peräti 67 prosenttia⁵⁵⁹ Euroopan ETF-rahastojen varoista ovat Irlantiin rekisteröidyissä ETF-rahastoissa. Keskeiset tekijät sille, että monilla ETF:illä on kotipaikka Irlannissa, ovat infrastruktuuri, teknologia ja asiantuntemus ETF:ien hoitamiseen, jotka ovat kehittyneet maassa vuosien varrella. Koska ETF:ien hoitaminen on hyvin järjestelmäpohjaista ja teknologiavetoista, irlantilaiset palveluntarjoajat ovat investoineet enemmän ja saaneet enemmän kokemusta ETF-rahastojen palvelujen tarjoamisesta kuin mitkään muut EU:n lainkäyttöalueet.⁵⁶⁰

Laajasti tarkasteltuna Irlanti on houkutteleva kotipaikka rahastoille ja omaisuudenhoitajille ja se tarjoaa useita muita kilpailuetuja, jotka ylittävät pelkästä EU-säätelyn vähimmäistason noudattamisesta ja implementoimisesta saatavat edut. Irlannin rahastoteollisuus on aina pyrkinyt olemaan innovatiivinen rahastorakenteiden saatavuuden suhteen ja rahastorakenteiden lainsäädäntöä on päivitetty useaan otteeseen sen varmistamiseksi, että rakenteet sopivat paremmin tarkoitukseensa ja heijastelevat toimialan tarpeita.⁵⁶¹ Markkinavalvoja CBI:tä pidetään asiantuntevana ja luotettavana sekä toimilupaprosessia nopeana ja sujuvana.⁵⁶²

⁵⁵⁶ CLRG First Report 2001, s. 329.

⁵⁵⁷ Ns. multimanager fund. Kyseessä on rahasto, joka sijoittaa eri rahastonhoitajien hallinnoimiin toisiin rahastoihin. Joissakin tapauksissa sijoittajat voivat myös valita sijoituskohteena olevia kohderahastoja.

⁵⁵⁸ Listautumispalveluitaan mainostaessaan Euronext Dublin korostaa sen tarjoamia erityisiä kilpailuetuja, kuten esimerkiksi: kilpailukykyiset maksut rahastokohtaisesti eikä osakelajikohtaisesti; taatut listautumisen käsittelyajat 2–5 päivää; lisääntynyt näkyvyys; parannettu läpinäkyvyys; kyky täyttää sijoittajien vaatimukset; verotuksen tehostaminen; kolmannen osapuolen harjoittaman valvonnan edut; ja pääsy ETF-kaupankäyntiin.

⁵⁵⁹ Refinitiv Lipper. Monday Morning Memo: Review of the European ETF Market 2021 by Detlef Glow (7.3.2022) ja EFAMA 2022, s. 42.

⁵⁶⁰ Clarke – White 2018, s. 360–361.

⁵⁶¹ Browne 2015, s. 23.

⁵⁶² Chiu 2018, s. 386–387.

Tärkeä rahastojen vetovoimatekijä on myös se, että Irlannin oikeusjärjestelmä on *common law* -järjestelmä⁵⁶³, toisin kuin mannereurooppalainen järjestelmä⁵⁶⁴, jonka pohjalla Irlannin pääkilpailija Luxemburg toimii. Näin ollen Irlannissa sovelletaan hyvin kehittyneitä sopimusoikeuden sääntöjä, jotka johtavat kattaviin, yksityiskohtaisiin ja helposti saatavilla oleviin sopimuksiin, joissa määritellään kaikkien osapuolten oikeudet ja velvollisuudet. Irlanti on myös sopimisosapuolena useissa yleissopimuksissa, mukaan lukien Haagin yleissopimuksessa oikeuspaikkasopimuksista ja uudelleenlaaditussa Bryssel I -asetuksessa tuomioistuimen toimivallasta sekä tuomioiden tunnustamisesta ja täytäntöönpanosta siviili- ja kauppaoikeuden alalla. Kaikki tämä helpottaa sopimusten läpikäyntiä, ymmärtämistä ja täytäntöönpanoa. Tästä johtuva oikeusvarmuuden lisääntyminen yhdistettynä ammatinharjoittajien tekniseen asiantuntemukseen ja kokemukseen sekä tehokkaaseen tuomioistuinjärjestelmään muodostavat rahastotoiminnalle vahvan perustan. Lisäksi Irlanti tarjoaa 12,5 prosentin yhteisöverokannan ja nollaveron rahastoille.⁵⁶⁵

Luxemburgin ja Irlannin asema kansainvälisinä rahastoklustereina erottuu tilastoista selkeästi, kun tarkastellaan rahastopääomien suhdetta bruttokansantuotteeseen (BKT). Luxemburgin rahastopääomat ovat peräti 7992 % BKT:sta ja Irlannin rahastopääomat 965 % BKT:sta. Seuraavana tilastossa on Australia, jolla kyseinen suhdeluku on 200 %.⁵⁶⁶ Suomen suhdeluku on puolestaan 63 %. Luxemburgin ja Irlannin lukemat ovat mahdollisia ainoastaan kansainvälisen rahastoklusterin asemalla: ulkomaiset rahastonhoitajat käyttävät kyseisiä maita pelkästään rahastojen rekisteröintivaltiona, josta rahastoja markkinoidaan ulkomaille.⁵⁶⁷ Kyseisiin maihin rekisteröityistä rahastoista yli 90 % on ulkomailta omistettuja⁵⁶⁸ ja kyseisillä mailla on yli 95 %:n

⁵⁶³ Common law'ta käytetään oikeusvertailussa tarkoittamaan anglosaksista tai angloamerikkalaista oikeutta.

⁵⁶⁴ Mannermainen oikeus eli romaanis-germaaninen oikeus tarkoittaa Manner-Euroopassa kehittyneitä oikeuskulttuuria, joka painottaa oikeustieteen ja kirjoitetun lainsäädännön asemaa common law'ta enemmän.

⁵⁶⁵ Clarke – White 2018, s. 361. Lisäksi liiketoimintaympäristön näkökulmasta Irlantia pidetään yleisesti hyvänä paikkana liiketoiminnan harjoittamiseen ja vuotuisella Global Business Complexity Index -listalla se sijoittui neljänneksi parhaaksi paikaksi harjoittaa liiketoimintaa vuonna 2021 (ks. TMF Group 2021, s. 17). Irlanti on OECD:n jäsen ja hyötty koulutetusta englanninkielisestä työvoimasta, alhaisesta korruptiosta, rahanpesun estämisen sääntelystä, hyvästä teknologisesta infrastruktuurista ja vahvoista näytöistä sisäisten investointien tekemisessä.

⁵⁶⁶ EFAMA 2022, s. 78. Ks. myös Thompson – Choi 2001, s. 47. Ks. laajasta finanssikeskuksen näkökulmasta myös Zoromé 2007, s. 8, jonka mukaan rahoituspalvelujen nettoviennin suhde BKT:hen on indikaattori valtion OFC-asetusta (Offshore Financial Center): ”More specifically, it can be considered that the ratio of net financial services exports to GDP could be an indicator of the OFC status of a country or jurisdiction.”

⁵⁶⁷ Ks. esim. OECD 2000, s. 14 ja 19 ja Thompson – Choi 2001, s. 16, joiden mukaan suurin osa Hollantiin ja Sveitsiin markkinoitavista rahastoista ovat Luxemburgissa perustettuja. Ks. myös OECD 2000, s. 5 ja Khorana – Servaes 2008, s. 67.

⁵⁶⁸ EFAMA 2022, s. 57.

markkinaosuus rajojen yli markkinoitavista rahastoista ETA-alueella⁵⁶⁹. Rahastojen tuotanto- ja jakelupaikkojen eriytymisen taustalla vaikuttavat selkeät syyt eikä merkkejä polkuriippuvuudesta näytä olevan.⁵⁷⁰

Kun puhutaan yleisesti rahastojen kotipaikan valintaan vaikuttavista tekijöistä, on tarpeen mainita rahastojen tuotantoa ohjaavat verkostovaikutukset, joissa sääntelijällä on tärkeä rooli. Tutkimustulokset osoittavat, että päätös rahaston kotipaikasta ei perustu ensisijaisesti kustannustekijöihin, kuten rekisteröintimaksuihin ja työvoimakustannuksiin, vaan pikemminkin oikeudelliseen kehukseen sisältyvään hyväksymis- ja lupaprosessiin ja työvoiman laatuun. Erot näissä tekijöissä voivat tarjota rahastoyhtiöille mahdollisuuden perustaa tietyssä maassa nopeammin innovatiivisia ja monimutkaisia rahastoja muihin maihin verrattuna. Perinteisillä kustannustekijöillä (esimerkiksi mittakaavaeduilla) on vain keskinkertainen rooli sijoittautumispaikan valinnassa eivätkä ne näyttäisi olevan ensisijainen syy sijoittautua finanssikeskukseen. Alhaisilla verokannoillakaan kilpailu ei takaa finanssikeskusten houkuttelevuutta tulevaisuudessa.⁵⁷¹ Kokonaisuutena sääntelyllä on kuitenkin katsottu olevan merkittävään vaikutus rahastojen kotipaikan valinnassa. Sääntelyn tärkeäksi osa-alueeksi on tunnistettu erilaisten rahastojen oikeudellisten rakenteiden valikoima.⁵⁷² Euroopassa suosituille rahastojen rekisteröintivaltioille on toisaalta myös ominaista, ettei salkunhoito yleensä tapahdu samassa maassa kuin mihin rahasto on rekisteröity.⁵⁷³ Varainhoitoyhtiöiden sijoittautumispäätöksiin vaikuttavat tekijät eroavatkin tietyiltä osin rahastojen sijoittautumispäätöksiin vaikuttavista tekijöistä.⁵⁷⁴

⁵⁶⁹ EFAMA 2022, s. 58.

⁵⁷⁰ Lang – Schäfer 2013, s. 2.

⁵⁷¹ Zetzsche 2015b, s. 24.

⁵⁷² Lang – Schäfer 2013, s. 15, 17 ja 19–20. Joustavien rahastorakenteiden valikoima on tunnistettu tärkeäksi tekijäksi myös vaihtoehtorahastojen kotipaikan valinnassa: ks. Clarkson – Jaecklin – Kaczmarek 2014, s. 10.

⁵⁷³ Esimerkiksi Luxemburgissa kyse on yleensä siitä, että ulkomainen varainhoitaja perustaa rahaston Luxemburgiin ja markkinoi sitä kotimaahansa ja mahdollisesti muihin maihin. Esim. Thompson – Choi 2001, s. 37 toteaa: ”However, since the investment management of Luxembourg funds usually takes place outside Luxembourg – –” Näin on ollut jo 1970-luvulla (Stafford 1975, s. 247).

⁵⁷⁴ Ks. varainhoitajien sijoittautumispäätöksiin vaikuttavista tekijöistä esim. Hudson 2019, s. 27.

Rahastosääntelyä koskeva sääntelykilpailu ei rajoitu ainoastaan Yhdysvaltojen tai Euroopan sisäiseksi sääntelykilpailuksi, vaan sitä esiintyy aktiivisesti myös mannertenvälisesti, ja toisaalta kilpailupainetta luovat etenkin niin sanottujen *offshore*-valtioiden⁵⁷⁵ sääntelyuudistukset. Rahastojen oikeudellisten rakenteiden uudistamisen osalta voidaan mainita seuraavia esimerkkejä, jotka ovat vaikuttaneet merkittävästi sääntelyuudistuksiin myös sääntelyuudistuksen tehneiden valtioiden ulkopuolella, koska tällaiset uudistukset ovat lisänneet muiden valtioiden puolustavaa sääntelykilpailua. Yhdistynyt kuningaskunta mahdollisti vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt sääntelysään vuonna 1997,⁵⁷⁶ jotta Yhdistyneen kuningaskunnan rahastosääntely olisi vähintään yhtä kilpailukykyistä verrattuna muihin Euroopan maihin.⁵⁷⁷ Sijoitusyhtiöiden alarahastorakenteen varojen ja velvoitteiden eriyttäminen tapahtui lainsäädännön tasolla vuonna 2000 Luxemburgissa⁵⁷⁸, vuonna 2005 Irlannissa⁵⁷⁹ ja vuonna 2011 Yhdistyneessä kuningaskunnassa⁵⁸⁰. Rahastorakenteiden valikoiman parantamiseksi Irlanti sääteli sopimusperusteisista rahastoista vuonna 2003⁵⁸¹ ja Yhdistynyt kuningaskunta vuonna 2013⁵⁸². Irlanti toteutti merkittävän vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden sääntelyuudistuksen lanseeraamalla uuden yhtiömuotoisen rahastorakenteen

⁵⁷⁵ Zoromé 2007, s. 7 määrittelee OFC:n (Offshore Financial Center) seuraavasti: ”An OFC is a country or jurisdiction that provides financial services to nonresidents on a scale that is incommensurate with the size and the financing of its domestic economy.” Viittaus offshore-alueeseen tarkoittaa yleensä perinteistä offshore-lainkäyttöaluetta, kuten Caymansaaria, Jerseyä tai Brittiläisiä Neitsytsaaria. Termiä käytetään kuitenkin usein myös muista kotipaikoista, jotka ovat suosittuja rajat ylittävien sijoitusten strukturoinnissa, kuten Delaware ja Luxemburg. Ks. toisaalta Hudson 2014, s. 303, jonka mukaan perinteinen offshore/onshore-ajattelu alkaa olla vanhentunut. On nousemassa esiin lainkäyttöalueiden homogenisointimalli: perinteiset offshore-lainkäyttöalueet tiukentavat sääntöjään (jotta niitä ei syytettäisi rahanpesun mahdollistamisesta tai veronkierrossa avustamisesta), kun taas perinteiset onshore-lainkäyttöalueet höllentävät sääntöjään globalisaation aiheuttaman kilpailun lisääntyessä.

⁵⁷⁶ Tällöin tuli voimaan The Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996 (SI 1996 No. 2827), joka mahdollisti OEIC-sijoitusyhtiöiden perustamisen. Nykyään voimassa oleva säädös on The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).

⁵⁷⁷ Thompson – Choi 2001, s. 18 ja HM Treasury 2011, s. 8. Yhdistyneen kuningaskunnan osuustrukturakennetta ei pidetty kansainvälisesti kilpailukykyisenä. Ks. vastaavasti SIB 1995, s. 7 ja IFSCA Expert Committee 2021, s. 25: ”However, a ‘trust’ is a common law concept and if given an option, investors from non-common law countries would not make it their default choice.”

⁵⁷⁸ Ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 10 ja 59. Tällöin säädettiin Loi du 17 juillet 2000 portant modification de certaines dispositions de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif, jolla muutettiin Luxemburgin silloista rahastolakia eli Loi de 1988:aa.

⁵⁷⁹ Tällöin säädettiin The Investment Funds, Companies and Miscellaneous Provisions Act 2005, jolla säädettiin alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyydestä VCC-sijoitusyhtiöissä.

⁵⁸⁰ Vuonna 2011 tuli voimaan The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2011 (SI 2011 No. 3049), jossa turvattiin alarahastojen varojen ja velvoitteiden erottaminen toisten alarahastojen varoista ja velvoitteista. Ks. lakimuutoksen taustoista OEIC (Amendment) Regulations 2011 Explanatory Memorandum, s. 1–3.

⁵⁸¹ Ks. tarkemmin Irlannin sopimusperusteisista CCF-rahastoista esim. Investment Funds, Companies and Miscellaneous Provisions Bill 2005. Explanatory and Financial Memorandum, s. 1–4 ja IF 2015, s. 1–4.

⁵⁸² Tällöin tuli voimaan The Collective Investment in Transferable Securities (Contractual Scheme) Regulations 2013 (SI 2013 No. 1388). Ks. tarkemmin uudistuksen taustoista HM Treasury 2012, s. 5–8.

vuonna 2015.⁵⁸³ Ruotsi toteutti laajan vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan selvityksen vuonna 2016⁵⁸⁴, mutta ehdotukset eivät ole toistaiseksi johtaneet lainsäädäntötoimiin.⁵⁸⁵ Aasian finanssikeskuksista Hongkong pani täytäntöön vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn vuonna 2018⁵⁸⁶, Singapore vuonna 2020⁵⁸⁷ ja Australia vuonna 2022⁵⁸⁸. Myös Afrikan finanssikeskus Mauritius pani täytäntöön sijoitusyhtiösääntelyn vuonna 2022.⁵⁸⁹ Vastaava sääntelyuudistus on työn alla myös Intiassa.⁵⁹⁰

Suljettujen rahastojen sääntelykilpailurintamalla merkittäviä viimeaikaisia tapahtumia ovat olleet Luxemburgin vuoden 2013 uudistukset, jolloin uudistettiin olemassa olevaa sääntelyä ja mahdollistettiin rahastotoimintaan erityisesti suunniteltu kommandiittiyhtiön kaltainen rahastorakenne.⁵⁹¹ Caymansaaret uudisti vuonna 2014 ELP-rakennettaan, joka oli jo aiempien vuosikymmenten aikana muodostunut hyvin kilpailukykyiseksi suljettujen rahastojen oikeudelliseksi rakenteeksi.⁵⁹² Yhdistynyt

⁵⁸³ Tällöin tuli voimaan Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015, jolla mahdollistettiin ICAV-sijoitusyhtiöiden perustaminen. ICAV on kokonaan uusi yhtiömuoto ja se on paranneltu versio Irlannin aiemmasta VCC-sijoitusyhtiöstä.

⁵⁸⁴ Ks. SOU 2016:45, s. 23–68 ja 217–297 ja Regeringens proposition 2017/18:5, s. 100.

⁵⁸⁵ Harju 2020a, s. 59 ja Vepsä 2022b, s. 354.

⁵⁸⁶ Tällöin tuli voimaan Securities and Futures Ordinance (Cap. 571), joka mahdollisti OFC-sijoitusyhtiöiden perustamisen. Uudistuksen pääasiallinen tavoite oli rahastosääntelyn kansainvälisen kilpailukykyyn lisääminen, jotta Hongkong säilyttäisi ja vahvistaisi asemaansa kansainvälisenä finanssikeskukseksi: ks. esim. FSDC 2013, s. 1; FSTB 2014, s. ii, 1 ja 31; SFC 2017, s. 4 ja SFC 2018, s. 1.

⁵⁸⁷ Tällöin tuli voimaan Variable Capital Companies Act 2018, joka mahdollisti VCC-sijoitusyhtiöiden perustamisen, jotka ovat ominaisuuksiltaan hyvin samankaltaisia kuin Hongkongin OFC-sijoitusyhtiöt. MAS 2017, s. 3 ja MAS 2019a, s. 5 mukaan uudistuksen tavoitteena oli kehittää ja vahvistaa Singaporen asemaa rahastojen rekisteröintipaikkana ja hallinnointikeskukseksi.

⁵⁸⁸ Australiassa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely, Corporate Collective Investment Vehicle Framework and Other Measures Act 2022, jolla muutettiin muun muassa Australian yhtiölakia (Corporations Act 2001), tuli voimaan 1.7.2022. Ks. sääntelyn voimaantuloajankohdasta myös Treasury (Australia) 2021a, s. 4; Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021, s. 1 ja Treasury (Australia) 2021b, s. 1. Australian CCIV-sijoitusyhtiöt muistuttavat ominaisuuksiltaan Yhdistyneen kuningaskunnan OEIC-sijoitusyhtiöitä: ks. tarkemmin esim. Vepsä 2022a, s. 186.

⁵⁸⁹ Ks. FSC 2021. Mauritiuksen Variable Capital Companies Act 2022 hyväksyttiin 12.4.2022 ja se tuli voimaan 16.5.2022.

⁵⁹⁰ Ks. IFSCA Expert Committee 2021, jossa tarkastellaan vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiömuodon tarvetta ja soveltuvuutta Intiaan sekä rakenteelta edellytettäviä keskeisiä lähtökohia ja IFSCA Expert Committee 2022, joka sisältää varsinaisia lainsäädäntöehdotuksia.

⁵⁹¹ Tällöin tehtiin merkittäviä muutoksia SCS-rakenteeseen (société en commandite simple) ja lanseerattiin sittemmin kansainvälisillä markkinoilla suosituksi muodostunut SCSp (société en commandite spéciale).

⁵⁹² Caymansaaret lanseerasi ELP-rakenteen alun perin vuonna 1991. Vuoden 2014 uudistukset muun muassa lisäsivät osapuolten sopimusvapautta ja yhtenäistivät rakennetta suhteessa Delaware Limited Partnership -rakenteeseen.

kuningaskunta uudisti kommandiittiyhtiömuotoisten rahastojen sääntelyään vuonna 2017.⁵⁹³ Irlanti⁵⁹⁴ ja Hongkong⁵⁹⁵ seurasivat perässä vuonna 2020. Singapore on myös käynnistänyt vastaavat uudistukset.⁵⁹⁶

Sääntelykilpailu rahastosääntelyssä on johtanut sijoittajan kannalta parempaan tilanteeseen verrattuna siihen, ettei sääntelykilpailua lainkaan olisi. Edellä esimerkkeinä tarkasteltujen Irlannin ja Luxemburgin rahastosäännöt ovat hyvin kehittyneitä. Ne täydentävät markkinamekanismeja ja niiden osalta voidaan todeta, että ne eivät edusta kilpailua alimmilla tai välttämättä ylimmilläkään sääntelytasoilla, vaan *parhail-la* sääntelytasoilla, joiden tarkoituksena on tarjota optimaalinen sääntely-ympäristö rahastonhoitajille, muille välikäsille ja sijoittajille.⁵⁹⁷

Yleisellä tasolla katsottuna yhteisen sijoitustoiminnan sääntelykilpailun voidaan ajatella olevan pikemminkin kilpailua ylimmistä sääntelytasoista kuin kilpailua alimmista sääntelytasoista. Tällöin kilpaillaan siitä, mikä on kaikkien intressitahojen kannalta paras vaihtoehto. Vastakohtana pidetään perinteisesti verotuksen sääntelykilpailua, jossa kilpailu voi viime kädessä johtaa kaikkialla haitalliseen verokertymien alenemiseen. Jos jokin valtio heikentäisi rahastosääntelynsä sijoittajansuojan tasoa merkittävästi, saattaisivat rahastonhoitajat aluksi suosia tällaista valtiota. Sijoittajat alkaisivat kuitenkin vieroksumaan kyseiseen valtioon rekisteröityjä rahastoja, mikä vaikeuttaisi varainkeruuta. Tällainen ei olisi pitkällä aikavälillä menestyksekkäs sääntelystrategia.⁵⁹⁸

Kansainvälinen sääntelykehitys ja rahastopääomien keskittyminen tiettyihin valtioihin osoittavat tämän kehityksen. Voidaan kysyä, edustaako esimerkiksi Luxemburgin, Irlannin tai Caymansaarten rahastosääntely alhaista sääntelytasoa? Vastaus on kielteinen. Rahastonhoitajilla olisi mahdollisuus perustaa rahastoja valtioihin, joissa sääntelyn tuomat velvoitteet ovat paljon alhaisempia kuin edellä mainituissa valtioissa. Miksi näin ei ole tapahtunut? Syy liittyy siihen, että sijoittajien oletetaan olevan

⁵⁹³ Tällöin mahdollistettiin PFLP-rakenne (Private Fund Limited Partnership), joka on erityisesti suunniteltu pääoma- ja muiden suljettujen rahastojen tarpeisiin. Ks. tarkemmin uudistuksen taustoista HM Treasury 2015, s. 5 ja HM Treasury 2016, s. 3.

⁵⁹⁴ Tällöin tuli voimaan Investment Limited Partnerships (Amendment) Act 2020, jolla muutettiin Investment Limited Partnerships Act 1994:ää. Lakia päivitettiin usealla osa-alueella vastaamaan nykyistä EU-sääntelyä ja markkinakäytäntöä ja siinä muun muassa mahdollistettiin alarahastorakenne, joka ei ole perinteisesti ollut mahdollinen kommandiittiyhtiömuotoisissa rahastoissa.

⁵⁹⁵ Tällöin tuli voimaan The Limited Partnership Fund Ordinance (Cap. 637), joka mahdollistaa LPF-rahastojen perustamisen. Ks. uudistuksen taustoista FSTB 2019, s. 1–11.

⁵⁹⁶ ACRA 2021, s. 1–3 ja ACRA 2021 Annex A, List of proposed amendments to the Limited Partnerships Act ("LP Act"), s. 1–16. Julkinen konsultaatio päättyi vuoden 2021 lopulla, mutta vastauksia ja seuraavia vaiheita ei ole vielä tämän tutkimuksen kirjoitushetkellä julkaistu.

⁵⁹⁷ Zetzsche 2018, s. 321.

⁵⁹⁸ Ks. vastaavasti yhtiöoikeuden kontekstissa Savela 2003, s. 29–35 ja Vahtera 2011, s. 112.

rationaalisia toimijoita (tai ainakin mahdollisimman rationaalisia), jolloin he pyrkivät maksimoimaan omaa hyvinvointiaan. Sijoittaminen itsessään on jo riskipitoista toimintaa, jolloin sijoittajat pyrkivät välttämään ylimääräisiä riskejä, kuten alisääntelystä aiheutuvia operatiivisia riskejä, jotka näyttäytyvät esimerkiksi riittämättöminä ja huolimattomina rahastoyhtiöiden sisäisinä menettelyinä. Tällöin he valitsevat rahastoja, jotka on rekisteröity sellaisiin valtioihin, joiden sääntelyyn sijoittajat luottavat. Sijoittajat edellyttävät, että heitä suojataan riittävästi rahastonhoitajien opportunistiselta käytökseltä. Tämän takia rahastonhoitajien ei kannata perustaa rahastoja liian alhaisen sääntelytason valtioihin, eikä valtioiden kannata alentaa sääntelytasoaan siten, että sijoittajansuojan taso heikkenee.

Rahastosääntelyn kehityksestä on osoitettavissa lukuisia esimerkkejä, jotka osoittavat kilpailun kohti ylempiä sääntelytasoja. Esimerkiksi Yhdysvaltojen Investment Company Act of 1940 edesauttoi rahastosääntelyn kehittymistä myös Euroopassa aikana, jolloin yhteinen sijoitustoiminta oli hyvin alhaisesti säänneltyä. Käyttökelpoinen esimerkki korkeilla sääntelytasolla kilpailemisesta on myös alarahastorakennetta koskevan sääntelyn kehittyminen: merkittävät rahastovaltiot – yksi toisensa jälkeen – paransivat sääntelyä siten, että alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyden toteutuu myös lakisääteisesti.⁵⁹⁹ Tämä muutos kohdistui yksiselitteisesti sijoittajansuojan lisäämiseen. Toisaalta myös EU:n AIFM-direktiivi on monesti rinnastettu vastineeksi Yhdysvaltojen vuoden 2010 *Dodd-Frank* -reformille⁶⁰⁰, jolloin sääntelyn lisääntymisen Yhdysvalloissa heijastui sääntelyn lisääntymiseen myös Euroopassa – sijoittajansuojaa lisäen. Viimeiseksi voidaan mainita sijoitusyhtiörakenteen keskeinen sijoittajansuojaa lisäävä elementti eli sijoitusyhtiötasoinen hallitus: EU-sääntely ei edellytä, että sijoitusyhtiöissä on hallitus, mutta jäsenvaltiot ovat kuitenkin katsoneet hallitusta koskevan sääntelyn tarpeelliseksi.⁶⁰¹

Tarkasteltaessa rahastosääntelyn kehitystä pitkällä aikavälillä havaitaan selvästi, että sääntelyn määrä on lisääntynyt eikä se ole juurikaan laskenut.⁶⁰² Rahastotoimiala on kehittynyt viimeisen sadan vuoden aikana sopimuksenvaraisesta toiminnasta voimakkaan erityissääntelyn alaiseksi toiminnaksi. Samaan aikaan väärinkäytösten määrä on alentunut merkittävästi ja yleinen luottamus rahastosijoittamista kohtaan on korkealla tasolla, mitä ilmentää maailmanlaajuinen rahastopääomien säännöllinen

⁵⁹⁹ Vepsä 2021b, s. 95–96.

⁶⁰⁰ Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act on Yhdysvaltojen liittovaltion laki, joka hyväksyttiin 21. heinäkuuta 2010. Sen tarkoituksena oli olla vastaus rahoitusalan menettelytapoihin, jotka johtivat vuosien 2007–2008 finanssikriisiin. AIFM-direktiiviin verrattuna Dodd-Frank on kuitenkin laajempi, koska se vaikuttaa lähes kaikkiin Yhdysvaltain rahoituspalvelujen osa-alueisiin.

⁶⁰¹ Ks. myös tämän tutkimuksen alaviite 140.

⁶⁰² Ks. kyseisestä kehityksestä tarkemmin tämän tutkimuksen luku 2.2.1.

kasvu. Sijoittajat eivät ole valmiita luopumaan saavutetusta sijoittajansuojan tasosta, mikä tarkoittaa sitä, ettei valtioilla ole kannustimia kilpailla alhaisista sääntelytasoisista. Tämä johtaa siihen, että rahastosääntelyssä kilpaillaan parhaista sääntelytasoisista, jotka takaavat korkeatasoisen sijoittajansuojan ja mahdollisuudet tehokkaaseen toiminnan harjoittamiseen.

Toisaalta sääntelykilpailun tuottamista hyödyistä huolimatta on huomioitava, että EU:n yhtenäismarkkinan toimivuuden näkökulmasta on myös mahdollista kritisoida sitä, että rahastotoimiala on pääasiassa keskittynyt muutamaamaan valtioon. Yhden toimiluvan periaatteen takia rahastojen on todettu keskittyvän rahastoklustereihin.⁶⁰³ Viiden suurimman yhteissijoitusyritysten sijoittautumisvaltion (Luxemburg, Irlanti, Yhdistynyt kuningaskunta, Ranska ja Sveitsi) markkinaosuus kaikista yhteissijoitusyritysten yhteenlasketuista rahastopääomista oli peräti 81 % vuonna 2021.⁶⁰⁴

3.5 Sääntelykilpailua hidastavia tekijöitä

3.5.1 Sääntelyn paikallisuus

Kansainvälisen rahastosääntelyn konvergenssipaineen vastavoimana oleva oikeuden lokaalisuus pohjautuu myös keskeisesti yhteissijoittamisen transaktiokustannusanalyysiin. Voimassa olevan järjestelmän sisältö koostuu monista eri tekijöistä. Näitä ovat yhtäältä oikeudellinen sääntely, joka koostuu rahastojen erityissääntelystä sekä siihen liittyvästä muusta relevantista lainsäädännöstä. Relevantti oikeudellinen sääntely käsittää olennaisena osana velvoiteoikeuden, jonka avulla rakentuu valtaosa sijoitusrahaston ja sen sidosryhmien välisistä suhteista, sekä maksukyvyttömyysmenettelyjä sääntelevän insolvenssioikeuden. Toisaalta sijoitusrahastoinstituutio on luonnehdinta omasta markkinaympäristöstään, jossa käytännöt ja kulttuurit rajaavat, miten sijoitusrahasto ja sen eri sidosryhmät toimivat ja millaisia oikeuksia ja velvollisuuksia eri toimijoilla on. Esimerkiksi mannereurooppalaisen ja angloamerikkalaisen oikeuskulttuurin valtioiden yhteissijoittamisen instituutiot poikkeavat toisistaan. Eri järjestelmissä sijoitusrahastojen tarkoitus ja rahaston eri etuhajojen sisältö voidaan nähdä erityyppisenä, vaikka sijoitusrahastojen sääntelyllinen rakenne sinänsä voi olla hyvin samankaltainen.⁶⁰⁵

⁶⁰³ ECA 2022, s. 4 ja 12.

⁶⁰⁴ EFAMA 2022, s. 21.

⁶⁰⁵ Ks. vastaavasti osakeyhtiöinstituution osalta Vahtera 2010, s. 163–164 ja Vahtera 2011, s. 116.

Toimivan sijoitusrahastojen hallinnointijärjestelmän perusominaisuudet omaavassa järjestelmässä, johon sen käyttäjät ovat sopeutuneet, aiheutuu alhaisia sisäisen järjestäytymisen ja ulkopuolisen vaihdannan kustannuksia. Järjestelmän muuttamisesta aiheutuu paikallisella tasolla toimijoille opettelu- ja muutuskustannuksia, jotka koskevat sekä sisäistä organisoitumista että ulkoisia, intressitahoihin kohdistuvia suhteita. Kun kansalliseen sääntelyyn suuntautuu markkinaistumisesta seuraava paine, on lokaaliselle sääntelylle leimallista, että se etsii sellaiset uudet sääntelymekanismit, jotka ovat tunnusmerkillisiä olemassa olevalle järjestelmälle. Näin ollen kansainvälistyminen ei välttämättä luonnostaan johda eri järjestelmien konvergenssiin. Sääntelyn lokaalinen optimi vähentää lainsäädäntökilpailua ja vaikeuttaa erityyppisten sijoitusrahastojen sääntelyjärjestelmien paremmuuden vertailua, kun järjestelmät perustuvat ainakin jossain määrin kansallisille lähtökohdille.⁶⁰⁶

3.5.2 Kotimarkkinaharha

Sääntelykilpailusta pidättäytyminen ei tarkoita automaattisesti sitä, että kilpailusta pidättäytyneen valtion rahastopääomat siirtyisivät kokonaan ulkomaisiin rahastoihin. Tästä pitää huolen kotimarkkinaharha. Käyttäytymistaloustieteellisessä tutkimuksessa kotimarkkinaharhalla tarkoitetaan sijoittajien taipumusta sijoittaa suurin osa sijoitussalkustaan kotimaisiin osakkeisiin jättäen huomiotta ulkomaisiin osakkeisiin sijoittamisesta saatavat hajauttamisen edut. Tämän vinouman uskottiin alun perin johtuvan ulkomaisiin osakkeisiin sijoittamiseen liittyvistä ylimääräisistä vaikeuksista, kuten lakisäätelisistä rajoituksista ja ylimääräisistä transaktiokustannuksista. Toisaalta jotkut sijoittajat voivat yksinkertaisesti osoittaa kotimarkkinaharhaisuutta, koska he haluavat sijoittaa siihen, mikä on heille jo tuttua, sen sijaan, että he siirtyisivät tuntemattomaan. Rahastojen kontekstissa tämä tarkoittaa sitä, että rahastosijoittajat suosivat kotimaisia rahastoja ulkomaisten rahastojen kustannuksella. Tähän vaikuttaa myös se, että kotimaiset jakelijat ja sijoitusneuvojat ylipainottavat suosituksissaan usein oman konserninsa (kotimaisia) rahastoja, koska se on liiketaloudellisesti kannattavinta.

Kotimarkkinaharha toimii jossakin määrin rahastorakenteisiin kohdistuvan sääntelykilpailun vastavoimana niissä valtioissa, jotka eivät tavoittele kansainvälisen rahastoklusterin asemaa. Sen vaikutusta on vaikea osoittaa tilastollisesti, koska rahastojen sijoittautumiseen ja sijoittajien sijoituspäätöksiin vaikuttavat niin monet tekijät. Asiaa

⁶⁰⁶ Vastaavasti Vahtera 2011, s. 117–118.

voidaan tarkastella vertailemalla eri valtioiden rahasto-osuuksien kokonaisuksyn-
nän jakautumista koti- ja ulkomaisiin rahastoihin. Esimerkiksi Italian kaikista rahas-
to-omistuksista 26 % on kotimaisissa rahastoissa ja 74 % ulkomaisissa rahastoissa.
Bulgariassa vastaavat luvut ovat 29 % ja 71 %.⁶⁰⁷ Kumpaakaan näistä valtioista
ei tunneta aktiivisena rahastosääntelynsä kehittäjänä. Näitä lukuja voidaan verrata
Ranskaan, jossa 80 % rahasto-omistuksista on kotimaisissa rahastoissa ja Yhdisty-
neeseen kuningaskuntaan, jossa kotimaisten rahastojen omistusosuus on 79 %⁶⁰⁸.
Kummatkin valtiot tunnetaan aktiivisista ponnisteluista rahastosääntelynsä kilpailu-
kyvyn eteen. Suomessa, joka on vuosien aikana panostanut rahastosääntelynsä kilpai-
lukykyyn, 40 % omistuksista kohdistuu kotimaisiin rahastoihin ja 60 % ulkomaisiin
rahastoihin.⁶⁰⁹ Tarkastelluista esimerkeistä voidaan havaita, etteivät rahastopääomat
ole kokonaan karanneet edes Italian tai Bulgarian kaltaisista valtioista.

Keskeinen syy ulkomaisiin rahastoihin sijoittamiselle on se, ettei kotimaisista rahas-
toista löydy halutunlaisella sijoitusstrategialla toimivaa rahastoa. Tiettyyn valtioon re-
kisteröityjen rahastojen sijoitusstrategian monipuolisuuteen vaikuttaa viime kädessä
se, missä määrin isot kansainväliset toimijat haluavat rekisteröidä rahastojaan sinne.
Kotimarkkinaharha ei riitä takaamaan tietyn valtion rahastosektorin elinvoimaisuutta,
mikäli sääntelyn kilpailukykyyn ei panosteta riittävästi. Viime kädessä rahastoyhtiöt
joutuvat sopeuttamaan toimintaansa sen takia, koska niiden kanssa kilpailee samoilla
yhtenäismarkkinoilla myös ulkomaisia rahastoja. Mikäli nämä ulkomaiset rahastot
toimivat tehokkaammin suotuisamman sääntely-ympäristön takia ja tehokkuusedut
ovat merkittäviä kotimaisiin rahastoihin verrattuna, joutuvat myös kotimaiset rahas-
toyhtiöt siirtämään rahastojaan suotuisamman sääntely-ympäristön maihin, mikäli ne
haluavat pysyä kilpailussa mukana.⁶¹⁰

⁶⁰⁷ EFAMA 2022, s. 60. Esitettyihin lukuihin tulee suhtautua varauksella. Rahaston rekisteröinti-
valtio ei kerro koko totuutta, koska osa italialaisten tai bulgarialaisten omistamista ulkomaille rekiste-
röidyistä rahastoista voivat faktisesti olla italialaisten tai bulgarialaisten promoottorien hoitamia (ns.
round-trip funds).

⁶⁰⁸ EFAMA 2022, s. 60.

⁶⁰⁹ EFAMA 2022, s. 60.

⁶¹⁰ Ks. esim. Hazenberg 2012, s. 23–24, jonka mukaan johtavat hollantilaiset rahastonhoitajat siirsi-
vät hoitamansa rahastot Hollannista Luxemburgiin, mikä johti merkittävään rahastopääomien laskuun
Hollannissa.

3.6 Sijoitusrahastojen oikeudelliset rakenteet ja globaalin standardimallin muutos

Kansainvälisesti sijoitusrahastojen oikeudellisesta muodosta riippumatta niiden hallinnossa on keskeistä sijoitusrahaston ja rahastonhoitajan erottaminen toisistaan.⁶¹¹ Myös UCITS-direktiivi korostaa rahaston ja rahastonhoitajan erottamista toisistaan.⁶¹² Sijoitusrahastojen hallintorakenteen yksityiskohdat poikkeavat sijoitusrahastojen erilaisten oikeudellisten muotojen välillä. Yhteisen sijoitustoiminnan järjestämiselle on lukuisia vaihtoehtoisia oikeudellisia rakenteita. Euroopassa yhteinen sijoitustoiminta on organisoitu enimmäkseen kolmelle eri yhteisömuodolle: 1) yhtiömuotoinen sijoitusrahasto eli vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö, 2) sopimusperusteinen sijoitusrahasto ja 3) osuustrustimuotoinen rahasto.⁶¹³ Tämä johtuu UCITS-direktiivin 1 artiklan 3 kohdasta, joka sallii yhteissijoitusyritysten perustamisen ainoastaan mainituissa oikeudellisissa rakenteissa ja kyseisiä rakenteita käytetään pääosin avoimissa rahastoissa, mutta vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on tavanomainen oikeudellinen rakenne myös suljetuissa rahastoissa⁶¹⁴. Mainittujen oikeudellisten muotojen lisäksi on syytä mainita kommandiittiyhtiömuotoiset rahastot, jotka ovat suljettujen epälikvideihin omaisuusluokkiin sijoittavien rahastojen tavanomaisin oikeudellinen rakenne.

Sijoittajien oikeudellinen asema ja päätöksenteko-oikeudet sekä rahaston hoitoon osallistuvien tahojen oikeudet ja velvollisuudet poikkeavat eri oikeudellisten muotojen välillä.⁶¹⁵ Viime kädessä erilaiset hallintomallit heijastuvat myös rahastonhoitajaan kohdistuvan valvonnan tasoon ja eturistiriitojen hallinnassa käytettävissä oleviin keinoihin.⁶¹⁶ Hallintorakenteen perimmäisenä tarkoituksena tulisi olla sijoittajien suojaaminen.⁶¹⁷ Rahastojen hallintorakenteen selittäminen rahastojen ja rahastonhoitajien erottamisella toisistaan ei ota kantaa eri oikeudellisten rakenteiden yksityiskohtiin ja

⁶¹¹ Morley 2014, s. 1238 kutsuu teoriaansa sijoitusrahastojen hallintorakenteesta ”separation of funds and managers” -teoriaksi ja se tulee erottaa osakeyhtiöiden omistuksen ja johdon erillisyydestä. Vrt. IOSCO 2000, s. 2, jossa rahastojen hoitamisessa esiintyvät eturistiriitatilanteet rinnastetaan tietyiltä osin suurissa julkisissa osakeyhtiöissä esiintyviin eturistiriitatilanteisiin.

⁶¹² Barker – Chiu 2017, s. 72.

⁶¹³ Ks. Vandamme 1988, s. 2; Thompson – Choi 2001, s. 4 ja 14; Turtiainen 2004, s. 21 ja OECD 2005, s. 6.

⁶¹⁴ Esim. Bohan 2015, s. 46 toteaa, että suljetut ICAV-sijoitusyhtiöt ovat myös mahdollisia. ICAV onkin melko tavanomainen oikeudellinen rakenne suljetuissa vaihtoehtorahastoissa.

⁶¹⁵ Ks. yhteenveto sijoitusyhtiöiden, sopimusperusteisten sijoitusrahastojen ja osuustrustien erilaisista ominaisuuksista Vepsä 2021a, s. 37.

⁶¹⁶ Ks. esim. IOSCO 2006, s. 47–48, jossa todetaan, että eri oikeudellisissa muodoissa perustetut rahastot eivät ole yhtä tehokkaita arvon tuottamisessa tai sijoittajansuojan osalta.

⁶¹⁷ UCD Centre for Corporate Governance 2014, s. 2: ”The ultimate goal of the governance framework should, therefore, be investor protection.”

eroavaisuuksiin. Tässä luvussa esitellään edellä mainittujen rahastojen oikeudellisten rakenteiden pääpiirteet. Yksityiskohtaisemmin yhteissijoitusyritysten oikeudellisia rakenteita on tarkasteltu ensimmäisessä tutkimusartikkelissa.⁶¹⁸

Sopimusperusteisten ja trust-muotoisten rahastojen sijoittajia kutsutaan osuudenomistajiksi, kun taas sijoitusyhtiöiden sijoittajat ovat osakkeenomistajia. Sopimusperusteinen rahasto on eräänlainen yhteissijoitustoimintaa koskevan erityissäätelyyn konstruoima sopimusverkon varaan rakentuva jaoton yhteisomistussuhde, joka tulee erottaa siviilioikeudellisista yhteisomistussuhteista. Varat ovat osuudenomistajien yhteisesti omistamat⁶¹⁹, vaikka heillä ei olekaan suoraa omistusoikeutta sopimusperusteisen rahaston sijoituskohteisiin. Osustrusti puolestaan on sekoitus sopimusoikeudellisia ja trust-oikeudellisia⁶²⁰ aineksia, jossa sijoittajien varat asetetaan trustiin osuudenomistajien hyväksi. Varat omistaa muodollisesti *trustee*⁶²¹, mutta osuudenomistajat ovat varojen tosiasiallisia edunsaajia. Sopimusperusteinen rahasto ja osustrusti eivät ole oikeushenkilöitä, joten ne eivät voi itsenäisesti tehdä oikeustoimia.⁶²² Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön rakenne on helpommin ymmärrettävä: sijoitusyhtiö omistaa sijoitusyhtiössä olevat varat ja sijoittajat omistavat ainoastaan

⁶¹⁸ Ks. Vepsä 2021a.

⁶¹⁹ Tästä huolimatta varojen omistajuus voidaan teknisesti kirjata sijoitusrahaston tai rahastoyhtiön nimiin (SRL 21:3.2). Vrt. HM Treasury 2012, s. 10–11, jonka mukaan Yhdistyneen kuningaskunnan sopimusperusteisessa ACS-rakenteessa rahaston varojen muodollinen omistusoikeus on säilytysyhteisöllä. Tekniset kirjaamisratkaisut eivät kuitenkaan poista sopimusperusteisen sijoitusrahaston luonnetta erityisenä jakamattomana yhteisomistussuhteena. Ks. tältä osin myös Vepsä 2021a, s. 22.

⁶²⁰ Ks. esim. IMA 2009, s. 9, jossa todetaan, että trust-oikeus soveltuu osustrusteihin. Muihin yhteissijoitusyritysten oikeudellisiin rakenteisiin se ei sovellu.

⁶²¹ Näin esim. OECD C(71)234 1972, s. 8; IOSCO 2006, s. 35 ja Rounds – Dehio 2007, s. 483.

⁶²² Tämä tarkoittaa myös, että osustrusti tai sijoitusrahasto eivät ole oikeussubjekteja. Oikeussubjekti on oikeustieteessä sellainen taho, joka voi saada oikeuksia ja tulla velvoitetuksi. Tätä ominaisuutta kutsutaan oikeuskelpoisuudeksi. Vrt. toisaalta Harju 2020a, s. 76, jossa katsotaan sijoitusrahaston olevan passiivisesti oikeuskelpoinen, vaikka se ei ole prosessuaalisesti asianosaiskelpoinen, oikeustoimikelpoinen eikä myöskään oikeushenkilö. Tällöin sijoitusrahasto olisi oikeussubjekti. Vrt. Vepsä 2021a, s. 22, jossa todetaan, että sijoitusrahaston oikeudellinen muoto ei kuitenkaan välttämättä tarvitse oikeuskirjallisuudessa vähän hyödynnettyä passiivisen oikeuskelpoisuuden käsitettä. Vaikka sijoitusrahaston nimiin voidaan kirjata oikeuksia ja velvollisuuksia, ei tämä välttämättä tarkoita, että sijoitusrahasto olisi oikeussubjekti. Tarkastelussa viitataan esimerkkinä myös Ranskan sääntelyyn. Ks. toisaalta Bouchard 1997, s. 48, jonka mukaan sijoitusrahastot nauttivat tietynlaisesta taloudellisesta itsemääräämisoikeudesta oikeushenkilöllisyyden ulkopuolella. Hän kuvaa sijoitusrahaston asemaa tietynasteisena oikeudellisenä yksilöllisyytenä ”d’une individualité juridique”, kun taas oikeushenkilöllisyys olisi ”une personnalité morale”.

sijoitusyhtiön osakkeet.⁶²³ Sijoitusyhtiö on oikeushenkilö, joten sillä on oikeushenkilölle tyypilliset oikeudet ja se voi esimerkiksi velvoittautua ja tehdä oikeustoimia omilla nimissään.⁶²⁴ Kaikille kolmelle tarkastelluille oikeudellisille muodoille on yhteistä alarahastojen perustamisen mahdollisuus, vaikkakin alarahastorakenne on tunnetuin nimenomaan sijoitusyhtiöillä.⁶²⁵

Keskeisin ero edellä tarkasteltujen oikeudellisten muotojen välillä on se, kuinka sijoittajat voivat osallistua rahaston päätöksentekoon. Sopimusperusteiselle rahastorakenteelle on ominaista, että osuudenomistajat eivät voi osallistua rahastoa koskevaan päätöksentekoon. Käytännössä osuudenomistajan ainoana oikeussuojakeinona on mahdollisuus osuuksien lunastamiseen. Osustrusteissa osuudenomistajilla on hieman enemmän päätösvaltaa kuin sopimusperusteisissa rahastoissa. Pääsääntöisesti heidän suostumuksensa vaaditaan, jos osustrustin ehtoja muutetaan olennaisesti. Vaihtuvapääomaisissa sijoitusyhtiöissä sijoittajina olevilla osakkeenomistajilla on eniten vaikutusvaltaa. Teoriassa heillä on viime kädessä ylin päätösvalta yhtiökokouksessa, jossa voidaan esimerkiksi päättää hallituksen jäsenten valinnasta taikka rahastoyhtiön vaihtamisesta. Kyseessä on ikään kuin rahastoyhtiön ja osakkeenomistajien etuja yhteensovittava lisäsuojajärjestelmä, jota osustrustit ja sopimusperusteiset rahastot eivät tarjoa.⁶²⁶

⁶²³ Ks. esim. SOU 1969:16, s. 44; OECD 2000, s. 26; Rounds – Dehio 2007, s. 484 ja General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 57. Esineoikeudellisesta näkökulmasta sijoitusyhtiön osakkeet ovat omistajilleen irtainta omaisuutta eivätkä reaaliomaisuutta. Ks. ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 6. Sijoitusyhtiön osake voidaan määritellä tietyn tyyppiseksi oikeusasemaksi suhteessa sijoitusyhtiön kokonaisvarallisuuteen. Se ei tuo omistajalleen oikeutta sijoitusyhtiölle kuuluviin yksittäisiin esineisiin eli sijoituskohteisiin. Myöskään yhteisomistusoikeutta osakkeenomistajalla ei ole, vaan varallisuuden subjektina on yksinomaan yhtiö itse. Ks. vastaavasti Kartio – Tammi-Salminen 2019, Varallisuus oikeus>VI ESINEOIKEUS>2. Esineet ja omaisuus>Esineet>Yleistä>Esineiden lajeja ja Varallisuus oikeus>VI ESINEOIKEUS>2. Esineet ja omaisuus>Omaisuus>Kiinteä ja irtain omaisuus>Jaottelun tyhjentävyys.

⁶²⁴ Näin esim. Cornick 1997, s. 29; SFC 2017, s. 11; Treasury (Australia) 2018a, s. 20–21 ja Treasury (Australia) 2021a, s. 7 ja 53.

⁶²⁵ Vepsä 2021a, s. 36.

⁶²⁶ Vepsä 2021a, s. 36–37.

Edellä tarkastellut oikeudelliset rakenteet ovat yleisiä nimenomaan avoimissa rahastoissa. Epälikvideissä suljetuissa vaihtoehdorahastoissa yleisesti käytetty kommandiittiyhtiömuotoinen rahastorakenne⁶²⁷ on siinä mielessä mielenkiintoinen tarkastelukohde, että siitä käy ilmi, miten irtautumisoikeuksien puuttuminen vaikuttaa sijoittajien oikeuksiin. Mitä rajoitetumpi irtautumisoikeus on, niin sitä suurempi intressi sijoittajilla on vaatia kontrollioikeuksia ja muita heidän asemaansa parantavia sopimuksellisia oikeuksia. Sijoittajien asianmukaista huolellisuutta korostavat myös pääomarahastojen läpinäkymättömyys ja sopimusten monimutkaisuus ja tulkinnanvaraisuus.⁶²⁸ Pääomarahastosijoittaja ei voi ottaa riskiä siitä, että hallinnointiyhtiö olisi kyvytön hoitamaan rahastoa eikä sijoittaja voisi tehdä muuta kuin odottaa rahaston toimikauden päättymistä, joka voi tapahtua vasta 10 vuoden kuluttua.⁶²⁹ Toisaalta rahaston toimikauden rajallisuus johtaa siihen, etteivät sijoittajat vaadi yhtä voimakkaita kontrollioikeuksia kuin esimerkiksi yksityisissä osakeyhtiöissä, joissa sijoitus on periaatteessa ikuinen, jos osakkeilla ei ole toimivia jälkimarkkinoita eivätkä ne muutoin ole lunastusehtoisia.⁶³⁰

Rahastojen oikeudelliset muodot ovat olleet vuosikymmenten ajan kansainvälisen sääntelykilpailun kohteena. Kansallisen finanssisektorin ja erityisesti rahastoteollisuuden ja siihen liittyvän liitännäispalvelusektorin vahvistamisen toivossa valtiot pyrkivät lanseeraamaan jatkuvasti toinen toistaan innovatiivisempia rahastorakenteita. Olemassa olevia rakenteita kehitetään myös herkästi seuraamalla muualla tapahtu-

⁶²⁷ Ks. esim. EC 2009, s. 95; Zetsche 2012, s. 376; HE 94/2013 vp, s. 61; VM 14/2018, s. 157–160 ja Viitala 2018, s. 530. Kommandiittiyhtiömuotoisia rahastoja (limited partnership) voidaan perustaa useissa eri valtioissa ja lainkäyttöalueilla. Sijoitusyhtiötermin (investment company) voidaan katsoa sisältävän laeassa merkityksessään kaikenlaiset yhtiömuotoiset rahastot, kuten kommandiittiyhtiöt, mutta useimmiten kansainvälisessä kirjallisuudessa sijoitusyhtiötermiä käytetään yksinomaan puhuttaessa osakeyhtiöitä muistuttavista vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä, kuten Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöistä. Kun järjestelyllä on tietyt ominaispiirteet, on oikeutettua puhua sijoitusyhtiöistä, vaikka järjestely ei kaikilta osiltaan vastaisikaan Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöitä. Näitä ominaispiirteitä on tarkasteltu tarkemmin tämän tutkimuksen luvussa 1.2. Kommandiittiyhtiömuotoisiin rahastoihin on puolestaan niiden poikkeavan luonteen takia syytä viitata sijoitusyhtiötermin sijaan erikseen niitä paremmin kuvaavilla termeillä.

⁶²⁸ Ks. DeMott 2018, s. 66, jonka mukaan Yhdysvalloissa Dodd-Frank-sääntelyn (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) rekisteröitymis- ja tiedonantovelvoitteet paljastivat lukuisia puutteita pääomarahastojen hoitajissa. Esimerkiksi 40 %–60 %:ssa rekisteröityneistä rahastonhoitajista esiintyi joitakin vajavuuksia, jotka liittyivät pääosin puutteisiin rahaston kuluja ja kustannuksia koskeissa tiedonannoissa sekä sijoituskohteiden ongelmalliseen hallintaan. Monien rahastosopimusten todettiin luovan laajan harmaan alueen, joka salli allokoida rahaston sijoittajien maksettavaksi sellaiset kustannukset, jotka eivät kohtuudella olisi kuuluneet sijoittajien maksettavaksi. Esimerkkinä mainitaan eräs rahastoyhtiö, joka allokoiki miljoonien dollarien edestä omia kulujaan hoitamiensa rahastojen maksettavaksi.

⁶²⁹ Joissakin tapauksissa sijoittaja voisi yrittää myydä osuutensa jälkimarkkinoilla, mikäli se on rahaston perustamisasiakirjojen mukaan sallittua.

⁶³⁰ Morley 2014, s. 1246 ja 1254–1255; MAS 2017, s. 11; Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 172 ja Vepsä 2022a, s. 151.

neita sääntelymuutoksia.⁶³¹ Sääntelykilpailu ei tarkoita ainoastaan sitä, että pyrittäisiin tarjoamaan rahastonhoitajille mahdollisimman joustava sääntely-ympäristö, vaan sijoittajansuojan varmistaminen on aivan yhtä tärkeässä asemassa. Jatkuva sääntelyinovaatioiden kehittäminen on tarpeen, koska rahastojen hallinnon järjestämiseen ei ole saatu kehitettyä täydellistä rakenteellista ratkaisua.⁶³² Erilaisia rahastojen oikeudellisia rakenteita kehitetään ja sijoittajien oikeudet voivat poiketa eri rakenteiden välillä, vaikka sijoittajien oikeudellisen aseman eroavaisuuksia eri rakenteiden välillä on toisinaan kritisoitu.⁶³³

Erilaiset sijoitusrahastorakenteet voidaan nähdä toisistaan poikkeavina julkishyödykkeinä, joita lainsäätäjät tarjoaa markkinoille. Erilaiset rahastomuodot pyrkivät alentamaan transaktiokustannuksia eri tavoin. Tällöin toiminnan harjoittajilla on käytössään useita ”mallisopimuksia”, joista he voivat valita käyttöönsä sopivimmat. Rahastosääntely voidaan näin ollen nähdä yritysmuutosääntelyn kaltaisena, jossa on erilaisia yritysmuotoja toimijoiden valittavana. Tietty rakenne saattaa soveltua käsillä olevaan tilanteeseen paremmin kuin toinen, jolloin transaktiokustannusten alentamisen näkökulmasta on tarkoituksenmukaista, että toisenlainen mallisopimus on valmiiksi olemassa ja valittavissa, jolloin osapuolten sopimiskustannukset jäävät alhaisiksi. Kilpailullisissa olosuhteissa eri rahastorakenteiden eli julkishyödykkeiden olemassaolo mahdollistaa tehokkaiden ratkaisujen kehittymisen ajan myötä, koska markkinat suosivat tehokkaita sopimusehtoja.

Erilaisten rahastorakenteiden suosio on vaihdellut aikojen saatossa. Kun yhteinen sijoitustoiminta alkoi kehittyä kohti nykyistä muotoaan Yhdistyneessä kuningaskunnassa 1800-luvun puolen välin jälkeen, käytettiin yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen osakeyhtiöitä ja trust-rakennetta. Näiden kahden rakenteen suosio vaihteli vuorotellen 1930-luvulle tultaessa.⁶³⁴ Tällöin ei voitu vielä puhua tietyn rakenteen globaalista standardiasemasta, koska yhteisen sijoitustoiminnan markkinat olivat pitkälti paikalliset. Trust-rakenteen suosio voimistui vuoden 1929 pörssiromahduksen jälkeen, koska sijoitusyhtiömuotoa pidettiin osittain syyllisenä pörssiromahduksen aiheuttamiin tappioihin.⁶³⁵ Samalla sopimusperusteiset yhteissijoitusvälineet kehittivät Euroopassa hiljalleen 1900-luvulla vastineena trust-muotoisille rahastoille, vaikka niiden juuret ovatkin jäljitettävissä Sveitsiin aina 1800-luvulle asti. Vahvaa *common law*

⁶³¹ Ks. esim. FSTB 2014, s. 1, joka toteaa Hongkongin sijoitusyhtiösääntelyn valmistelussa otetun mallia Luxemburgin, Irlannin, Yhdistyneen kuningaskunnan ja Caymansaarten sääntelystä.

⁶³² IOSCO 2007, s. 2 ja 14.

⁶³³ Ks. esim. World Bank 2008, s. 24, jonka mukaan sijoittajien erilaiselle kohtelulle erilaisissa oikeudellisissa rakenteissa perustetuissa rahastoissa ei näytä olevan mitään perusteita.

⁶³⁴ Ks. Vepsä 2021a, s. 9–10 ja 27–28 ja niissä viitatu lähteet.

⁶³⁵ Vepsä 2021a, s. 9.

-leimaa kantava trust on ollut vaikea instituutio siirrettäväksi sellaisenaan mannereurooppalaista oikeusryhmää edustaviin maihin. Pysyäkseen mukana rahastosektorin sääntelyn kehityksessä mannereurooppalaista oikeusryhmää edustavien maiden oli kehitettävä yhteistä sijoitustoimintaa varten sellainen oikeudellinen muoto, joka on mahdollisimman samankaltainen osuustrustin kanssa ilman trust-oikeudellisia elementtejä.⁶³⁶

Osuustrustit ja sopimusperusteiset sijoitusrahastot olivat Euroopassa pitkään rahastojen hallitseva oikeudellinen rakenne. Osuustrustit olivat Euroopan lisäksi levinneet tehokkaasti brittiläisen imperiumin entisille lainkäyttöalueille. Sopimusperusteisten sijoitusrahastojen ja osuustrustien suosio johtui siitä, että osakeyhtiösääntelyssä oli useita erityisesti pääomarakennetta koskevia rajoituksia, jotka estivät osakeyhtiömuodon tehokkaan käyttämisen rahastotoiminnassa. Tilanne alkoi kuitenkin muuttua, kun osakeyhtiörakennetta alettiin kehittää rahastotoimintaan soveltuvaksi. Esimerkiksi Ranskassa, joka oli pitkään Euroopan suurin rahastovaltio, mahdollistettiin vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö jo vuonna 1963.⁶³⁷ Ratkaisevana taitekohtana voidaan pitää 1980- ja 1990-lukuja, jolloin vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiörakenteen voidaan katsoa nousseen avointen rahastojen globaaliksi standardimalliksi. Yhdysvalloissa vastaavaa muutosta ei voida katsoa tapahtuneen, koska liittovaltiotasoisien sijoitusyhtiösääntelyn takia kaikki avointen rahastojen oikeudelliset rakenteet ovat faktisesti yhtiöiden kaltaisia⁶³⁸, vaikka ne olisikin juridisesti perustettu muussa rakenteessa kuin yhtiömuodossa.

Avointen sijoitusrahastojen globaalin standardirakenteen muutos on heijastunut rahastoissa ilmenevän päämies-agentti-suhteen ratkaisuun. Sopimusperusteisissa sijoitusrahastoissa ja osuustrusteissa ei ole yksinomaan sijoittajien etuja valvovaa elintä, kun taas sijoitusyhtiöissä on tällainen elin, joka on rahastotasoinen hallitus. Vaikka avoimissa sijoitusyhtiöissä sijoittajien pääasiallinen oikeussuojakeino on lunastusoikeus, vähentää hallitus kuitenkin eturistiriitatilanteita, mikäli sen toiminta on järjestetty sääntelyssä asianmukaisella tavalla. Suljetuissa sijoitusyhtiöissä hallituksen rooli on tätä merkittävämpi, koska sijoittajat eivät voi irtautua rahastosta. Näin ollen sijoitusyhtiörakenteen valikoituminen globaaliksi standardirakenteeksi on ollut sijoittajien näkökulmasta hyödyllinen kehityskulku, koska sijoitusyhtiörakenne tarjoaa

⁶³⁶ Vepsä 2021a, s. 17.

⁶³⁷ Beggans 1969, s. 132 ja Vepsä 2021a, s. 27.

⁶³⁸ Vepsä 2022b, s. 373 (alaviite 108).

muita rakenteita paremmat keinot eturistiriitojen hallintaan. Tämä kytkeytyy myös edellä tarkasteltuun pohdintaan siitä, että sääntelykilpailu rahastosääntelyssä johtaa korkeisiin sääntelytasoihin, jotka parantavat sijoittajansuojaa.

Globaalin standardimallin muutos sijoitusyhtiömuotoon alentaa myös transaktiokustannuksia, koska sijoitusyhtiöistä on säädetty eri valtioissa hyvin samankaltaisesti, joka on seurausta puolustavasta sääntelykilpailusta. Rakenteeseen liittyvät selontoto- ja oppimiskustannukset ovat näin ollen alhaisia myös rajat ylittävissä tilanteissa. Esimerkiksi sijoitettaessa irlantilaiseen ICAV-sijoitusyhtiöön ja singaporelaiseen VCC-sijoitusyhtiöön on mahdollista havaita, että rakenteet ovat hyvin samankaltaisia. Siirtymä kahdesta erilaisesta globaalista standardimallista (osuustrustit ja sopimusperusteiset sijoitusrahastot) yhteen standardimalliin eli sijoitusyhtiörakenteeseen alentaa transaktiokustannuksia, koska rakenne tunnetaan hyvin eri oikeuskulttuureissa.⁶³⁹

3.7 Suomen toimenpiteet yhteisen sijoitustoiminnan sääntelykilpailussa

Suomessa on tehty aktiivisesti toimenpiteitä sijoitusrahastosääntelyn kansainvälisen kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi ja edistämiseksi. Vuoden 1990 sijoitusrahastolakityöryhmän suositusten tavoitteena oli sijoitusrahastojen kilpailukyvyyn ja toimintaedellytysten parantaminen muuttuvissa olosuhteissa ja suomalaisten sijoitusrahastojen kilpailuedellytysten parantaminen ulkomaisiin rahastoihin verrattuna.⁶⁴⁰ Vuonna 1992 UCITS-direktiivin implementointia perusteltiin lainvalmisteluaineistossa suomalaisten sijoitusrahastojen toimintaedellytysten parantamisella kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla.⁶⁴¹ Toimenpiteitä jatkettiin vuonna 1996, jolloin tehdyt lainuudistukset johtivat sijoitusrahastomarkkinan voimakkaaseen kasvuun.⁶⁴² Lainsäätäjä toi avoimesti esille, että lakimuutosten tavoitteena oli suomalaisten sijoitusrahastojen kansainvälisen kilpailukyvyyn säilyminen ja parantaminen.⁶⁴³ Myös 1990-luvun lopussa voimaan tulleen vuoden 1999 SRL:n esitöissä mainitaan tavoite sijoitusrahastojen kansainvälisen kilpailukyvyyn varmistamisesta.⁶⁴⁴

⁶³⁹ Pelkistettynä esimerkkinä voidaan mainita, että mannereurooppalainen institutionaalinen sijoittaja saattoi tarvita common law -juristia trust-rakenteen tulkitsemiseksi ja päinvastoin, jos common law -sijoittaja oli sijoittamassa sopimusperusteiseen sijoitusrahastoon. Sijoitusyhtiörakenne puolestaan mahdollistaa oikotiet eli tietynasteiset päätöksentekoa nopeuttavat peukalosäännöt due diligence -tarkastuksissa.

⁶⁴⁰ 1990:VM 21, s. 20 ja 25.

⁶⁴¹ HE 309/1992 vp, s. 12.

⁶⁴² HE 202/1998 vp, s. 6 ja Harju 2020a, s. 79.

⁶⁴³ HE 59/1996 vp, s. 1, 9, 19 ja 26.

⁶⁴⁴ HE 202/1998 vp, s. 25 ja 73.

Huomion kiinnittäminen sijoitusrahastosääntelyn kansainväliseen kilpailukykyyn jatkui 2000-luvulla. Vuonna 2003 Suomessa implementoitiin alkuperäisen UCITS-direktiivin (85/611/ETY) muutosdirektiivit (2001/107/EY ja 2001/108/EY).⁶⁴⁵ Muutoksilla pyrittiin suomalaisen sijoitusrahastotoiminnan kansainvälisen kilpailukyvyn parantamiseen luomalla lähtökohtia ja edellytyksiä sijoitusrahastojen tuotekehitykselle ja rahastoyhtiöiden muun toiminnan kehitykselle.⁶⁴⁶ Tämän jälkeen sijoitusrahastosääntelyyn tehtiin laajoja muutoksia, kun nykyinen UCITS-direktiivi pantiin täytäntöön vuonna 2011. Muutosesitykseen sisältyvien kansallisten muutostarpeiden todettiin vahvistavan suomalaisten sijoitusrahastojen kilpailukykyä mukauttamalla sääntelyä muuhun eurooppalaiseen sääntelykäytäntöön ja edistävän pitkäaikaisen rahastosijoittamisen houkuttelevuutta, tehokkuutta ja kilpailukykyä.⁶⁴⁷

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi implementoitiin osaksi kansallista lainsäädäntöä vuonna 2014, jolloin AIFML tuli voimaan. AIFML:n esitöiden mukaan sääntelyllä pyritään edistämään kotimaisten rahoitusmarkkinoiden tehokkuutta, kilpailukykyä sekä luotettavuutta. Lisäksi mainittiin, että on olennaista turvata suomalaisten pääomarahastojen ja kiinteistörahastojen sekä erikoissijoitusrahastojen kilpailukyky, jotteivät ne joutuisi heikompaan asemaan muihin eurooppalaisiin tai ETA-valtioiden ulkopuolisiin toimijoihin verrattuna. Kilpailukyvyn edistämiseksi AIFML:iin ei myöskään sisällytetty direktiiviä ankarampia vaihtoehtorahaston sijoitustoimintaa koskevia vaatimuksia tai uusia vaatimuksia rahaston sääntöjen ennakkohyväksynnästä.⁶⁴⁸ Viimeisimpänä merkittävänä kotimaisen sijoitusrahastosääntelyn kansainvälisen kilpailukyvyn parantamiseen tähtäävistä hankkeista on syytä mainita sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus, joka toteutettiin vuosina 2016–2019. Hankkeen keskeisenä tavoitteena oli suomalaisen sijoitusrahastotoiminnan kilpailukykyisyyden säilyttäminen kansallisesti ja kansainvälisesti.⁶⁴⁹ Samaan aikaan tarkasteltiin myös eri sijoitusmuotojen verotusta, jolloin sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen nykyisiä verotusperiaatteita ei muutettu. Verokohtelun säilyttämistä ennaltaan perusteltiin muun muassa toimialan kilpailukykytekijöillä.⁶⁵⁰

Tilastojen valossa Suomen toimenpiteitä sijoitusrahastosääntelyn kilpailukyvyn edistämässä ei voida pitää merkityksettöminä. Vuosina 1995–2000 UCITS-rahastojen kasvuvauhti oli Suomessa jopa Euroopan kärkitasoa. Kasvu ei kuitenkaan ole johtunut

⁶⁴⁵ Ns. UCITS III -sääntelykokonaisuus.

⁶⁴⁶ HE 110/2003 vp, s. 14.

⁶⁴⁷ HE 113/2011 vp, s. 42 ja 53.

⁶⁴⁸ HE 94/2013 vp, s. 83–86.

⁶⁴⁹ VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 1; VM 5/2018, s. 49 ja HE 243/2018 vp, s. 50.

⁶⁵⁰ VM 14/2018, s. 111 ja HE 304/2018 vp, s. 41.

pelkästään lainsäädännön kansainvälisen kilpailukyvyyn kasvattamisesta, vaan rahastosijoittamisen aiemmasta jälkeenjääneisyydestä Suomessa.⁶⁵¹ Kun vielä vuonna 1992 suomalaisten sijoitusrahastojen yhteenlaskettu markkina-arvo oli noin 100 miljoonaa euroa, oli tämä arvo vuoden 2002 lopussa 16,6 miljardia euroa, eli markkina-arvo oli kymmenessä vuodessa yli satakertaistunut huolimatta osakemarkkinoiden jyrkästä laskusta kesästä 2000 alkaen.⁶⁵² Viimeisen kymmenen vuoden aikana Suomi on onnistunut säilyttämään suhteellisen markkinaosuutensa – joka on noin 1 % – yhteis-sijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen yhteenlasketuissa rahastopääomissa EU-tasolla.⁶⁵³

Lainsäätäjän useiden vuosikymmenten ajan jatkunutta määrätietoista strategiaa sijoitusrahastosäätelyn kilpailukyvyyn säilyttämiseksi on perusteltua jatkaa. Kilpailukykyä lisääviin sääntelytoimenpiteisiin liittyvä keskeinen kysymys on se, tulisiko sääntelyuudistusten tavoitteena olla kansainvälisen kehityksen etulinjassa pysyminen, jolloin harjoitettaisiin ensisijaisesti hyökkäävää sääntelykilpailua. Toinen ja yleisempi vaihtoehto on harjoittaa puolustavaa sääntelykilpailua, jolla pyritäisiin vähentämään rahastotoiminnan siirtymistä Suomesta pois suotuisamman sääntelyn valtioihin. Kehitys on jo osoittanut, että Suomesta siirtyy rahastotoimintaa keskeisempiin Euroopan rahastovaltioihin, kuten Luxemburgiin⁶⁵⁴.

Markkina-alueen kilpailukykyä voitaisiin parantaa EU-sääntelyn tarjoamia keinoja täysimääräisesti hyödyntämällä.⁶⁵⁵ Mainittuihin keinoihin lukeutuu muun muassa monipuolisten organisoitumismuotojen mahdollistaminen kansallisessa sääntelyssä. Suomi ei voi realistisesti kilpailla rahastopääomista maailman johtavien rahastoklusterien kanssa, koska pelkkä monipuolinen rahastorakenteiden valikoima, kuten vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiörakenteen mahdollistaminen, ei itsessään takaa rahastoklusterin aseman saavuttamista⁶⁵⁶, vaan kehitykseen vaikuttavat myös monet muut

⁶⁵¹ Harju – Syyrilä 2001, s. 40–41.

⁶⁵² HE 110/2003 vp, s. 5.

⁶⁵³ EFAMA 2022, s. 20. Suomen rahastopääomat ovat lähes kolminkertaistuneet kymmenen vuoden aikana.

⁶⁵⁴ VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 13. Tuoreena esimerkkinä voidaan mainita SEB:n hoitamien Suomeen rekisteröityjen sijoitusrahastojen sulautuminen Luxemburgiin rekisteröityihin yhteissijoitusyrityksiin. Toisena esimerkkinä voidaan mainita Handelsbankenin hoitamien rahastojen keskittäminen Suomesta pois vuonna 2014. Toisaalta yleisenä esimerkkinä voidaan mainita myös Nordean Luxemburgin rahastotoiminta, vaikka siinä ei olekaan varsinaisesti kyse rahastotoiminnan siirtämisestä Suomesta pois. Vuoden 2021 lopussa Nordean Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöiden nettovarot olivat peräti 107,4 miljardia euroa, joka on yli puolet Suomen rahastosektorin koosta (ks. Nordea 1 SICAV Audited Annual Report 2021, s. 12 ja Nordea 2 SICAV Audited Annual Report 2021, s. 8).

⁶⁵⁵ VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 13.

⁶⁵⁶ Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 14.

tekijät.⁶⁵⁷ Suomen kannalta olisi perusteltua jatkaa puolustavan sääntelykilpailun strategiaa, joka on tähän mennessä toiminut keskeisenä sijoitusrahastolainsäädännön uudistusten ajurina.

Sijoitusrahastosääntelyn kansainvälisen kilpailukyyn kasvattamisen yhtenä keskeisenä seurauksena voidaan olettaa olevan suomalaisten rahastojen rahastopääomien kasvu. Suomesta tehdään enemmän sijoituksia ulkomaisiin kuin kotimaisiin rahastoihin, kun tarkastelu koskee sekä yhteissijoitusyrityksiä että vaihtoehtorahastoja.⁶⁵⁸ Kilpailukyyn kasvattamiseen liittyvänä tavoitteena voidaan ensinnäkin pitää sitä, että Suomesta sijoitettaisiin enemmän kotimaisiin rahastoihin, kuin ulkomaisiin rahastoihin. Kotimaisten rahastojen tulisi sijoittajien näkökulmasta olla vähintään yhtä houkuttelevia sijoituskohteita kuin ulkomaistenkin rahastojen.⁶⁵⁹ Tämä edellyttää kilpailukykyistä sääntelyä, jotta suomalainen rahastovalikoima pysyisi monipuolisena ulkomaisiin vastineisiin verrattuna. Toisaalta pidemmän tähtäimen tavoitteena tulisi nähdä tilanne, jossa suomalaisiin rahastoihin kanavoituvat ulkomaiset sijoitukset ylittäisivät Suomesta ulkomaisiin rahastoihin tehtävät sijoitukset. Tällöin rahastovelat ylittäisivät rahastosaamiset. Suomen näkökulmasta relevanttina tavoitteena voidaan silloin pitää sitä, että suuret pohjoismaiset rahastopromootorit, kuten pankit, suosisivat Suomea rahastojen rekisteröintivaltiona, josta rahastoja markkinoitaisiin takaisin promootorin kotivaltioon. Tällöin Suomi olisi Pohjoismaiden tasolla paikallinen rahastoklusteri.

⁶⁵⁷ Ks. tämän tutkimuksen luku 3.4, jossa on tarkasteltu Luxemburgin ja Irlannin rahastosektoreiden kilpailukykyyn vaikuttaneita tekijöitä.

⁶⁵⁸ EFAMA 2022, s. 20. Prosentuaalisesti Suomen kasvu on ollut keskimääräistä EU-tasoa parempaa, mutta toisaalta esimerkiksi Ruotsi ja Sveitsi ovat onnistuneet nelinkertaistamaan rahastopääomansa kyseisenä ajanjaksona.

⁶⁵⁹ Ks. vastaavasti Proposition 1974:128, s. 94.

4 NYKYTILA JA SIOITUSYHTIÖSÄÄNTELYN TARVE

4.1 Sopimusperusteisen rakenteen käyttöönotto ja polkuriippuvuus

4.1.1 Miksi Suomessa otettiin käyttöön sopimusperusteinen sijoitusrahastorakenne?

Sopimusperusteinen rahastomuoto (sijoitus- ja erikoissijoitusrahasto) on ainoa erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu oikeudellinen rakenne Suomen lainsäädännössä, vaikka alun perin Suomessa yhteistä sijoitustoimintaa ei kaavailtu organisoitavaksi sopimusperusteisella rahastorakenteella, vaan sijoitusyhtiömuodossa, kuten edellä on todettu. Valmistelutyö 1970-luvulla ei kuitenkaan tuottanut suunniteltua lopputulosta, vaan lopulta Suomen ensimmäinen sijoitusrahastolaki, vuoden 1987 SRL, tuli voimaan syyskuussa 1987. Tässä laissa rahastotoiminta organisoitiin sopimusperusteisella sijoitusrahastorakenteella – aivan kuten vielä nykyäänkin – toisin kuin vuoden 1977 rauennessa esityksessä.⁶⁶⁰

Suomessa toimi jo ennen vuoden 1987 SRL:n säätämistä silloisen osakeyhtiölain (vuoden 1978 OYL, 734/1978) mukaisesti perustettuja sijoitusyhtiöitä. Tällöin pörssilistatut osakeyhtiömuotoiset sijoitusyhtiöt olivat piensijoittajille ainoa tilaisuus hankkia ammattimaisesti hallinnoitu hajautettu sijoitussalkku vaatimattomalla pääomalla. Nimenomaan arvopaperisäästämiseen liittyviä erityiskysymyksiä ajatellen sekä vuoden 1978 OYL:ia että muutakin yhteisöläinsäädäntöä pidettiin kuitenkin monessa suhteessa puutteellisenä. Esimerkiksi verokohtelu vuoden 1978 OYL:n

⁶⁶⁰ Ks. etenkin HE 22/1977 vp, s. 1. Ks. myös HE 238/1986 vp, s. 8; Harju – Syytilä 2001, s. 2 ja Lindström 2013, s. 112.

mukaan perustetuissa sijoitusyhtiöissä oli epäedullista verrattuna sijoitusrahastoihin. Lisäksi tällaisissa sijoitusyhtiöissä sijoittaja kantoi riskin sijoitusyhtiön liiketoiminnan kariutumisesta, koska sijoittajien pääoma kuului sijoitusyhtiön osakepääomaan.⁶⁶¹

Vuoden 1987 SRL:ia valmisteltaessa päädyttiin siihen, että sopimusperusteinen rahastorakenne on tarkoituksenmukaisin muoto organisoida sijoitusrahastotoimintaa. Valintaa perusteltiin lähinnä vertailulla senhetkiseen sääntelytrendiin muissa maissa. Todettiin, että sopimusperusteinen rahastorakenne on yleinen muissa Euroopan maissa, ja OECD:n vuonna 1972 hyväksymissä sijoitusrahastotoimintaa koskevissa standardisäännöissä suositellaan yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamista nimenomaan rahastomuotoisena⁶⁶². Lainvalmistelussa todettiin myös Euroopan neuvoston hyväksyneen samana vuonna vastaavanlaiset standardisäännöt.⁶⁶³ Valmisteltavaan lakiin otettiin mallia Ruotsin, Norjan ja Tanskan rahastosääntelystä, joissa oli otettu huomioon edellä mainitut standardisäännöt. Erityisesti painotettiin myös sopimusperusteisen rahastorakenteen turvallisuutta osakeyhtiömuotoiseen rahastoon nähden: ”Tämä seikka erottaa sijoitusrahastot sellaisista sijoitusyhtiöistä, joissa yleisö merkitsee sijoitusyhtiön osakkeita rahasto-osuuksien asemesta. Tällaisissa sijoitusyhtiöissä yleisön sijoittamat varat kuuluvat sijoitusyhtiön omaisuuteen eli sijoitusyhtiön osakepääomaan. Sijoitusyhtiön mennessä konkurssiin yleisön sijoittamat varat eivät näin ollen ole turvassa. Tässä suhteessa rahastojärjestelmä on sijoittajan kannalta turvallisempi.”⁶⁶⁴

⁶⁶¹ HE 238/1986 vp, s. 8; Turtiainen 2004, s. 37 ja Lindström 2013, s. 112–113. Ennen vuoden 1987 SRL:n säätämistä maassamme toimi kolme osakeyhtiömuotoista sijoitusyhtiötä: Medical Investment Trust Oy, SYP-Invest Oy ja OP-Sijoitus Oy. Vuoden 1978 OYL soveltuí sellaisenaan kuitenkin huomosti kollektiiviseen arvopaperisäästämiseen, koska laissa ei ollut huomioitu nimenomaisesti arvopaperisäästäjien oikeusturvaa ja muita etuja. Ks. myös Harju – Syyrilä 2001, s. 4, jonka mukaan pörssilistatuissa osakeyhtiömuotoisissa sijoitusyhtiöissä oli esiintynyt ongelmia ja epäselvyyksiä.

⁶⁶² Suomen sääntelyvalmistelussa esitetty väite siitä, että OECD:n standardisäännöissä suositeltaisiin sopimusperusteista sijoitusrahastorakennetta, on sinänsä virheellinen. Standardisäännöissä ainoastaan todetaan, että Euroopassa osakeyhtiösääntelyn rajoitusten takia avointen rahastojen perustaminen yhtiömuodossa on harvinaista. Dokumentti ei ota kantaa siihen, voitaisiinko osakeyhtiösääntelyä muuttaa tai säätää sijoitusyhtiöille erityislakeja. Ks. tältä osin OECD C(71)234 1972, s. 9. Ks. myös SOU 1969:16, s. 45, jonka mukaan avointen sijoitusyhtiöiden perustaminen oli Euroopassa harvinaista kyseisenä aikakautena, koska valtaosa osakeyhtiölaeista ei sallinut vaihtuvan pääoman konseptia.

⁶⁶³ Council of Europe, Resolution (72) 28 relating to investment funds. (Adopted by the Committee of Ministers on 19 September 1972 at the 213th meeting of the Ministers' Deputies).

⁶⁶⁴ Ks. Kauppa- ja teollisuusministeriö 1982, s. 20 ja HE 238/1986 vp, s. 5–6. Ks. myös 1984:VM 24, s. 7–8, jonka mukaan: ”Rahastomuoto on muissa maissa todettu käyttökelpoiseksi, toimivaksi ja turvallisiksi. Osakeyhtiön muodossa tapahtuvaa sijoitustoimintaa ei ole pidetty tarkoituksenmukaisena muotona silloin kun on pyritty luomaan puitteita järjestetyille ja mahdollisimman riskivapaalle osake-säästämislle.”

On huomioitava, että vuoden 1987 SRL ei estänyt ennen kyseisen lain voimaantuloa perustettujen osakeyhtiömuotoisten sijoitusyhtiöiden toimintaa. Laissa nimenomaan sallittiin tällaisille yhtiöille mahdollisuus osallistua yhteisiin arvopaperisijoituksiin vuoden 1987 SRL:n mahdollistaman uuden sijoitusrahastotoiminnan ohella.⁶⁶⁵ Laki-
tekninen ratkaisu pohjautui siihen, että toisaalta ei haluttu estää jo olemassa olevien osakeyhtiömuotoisten sijoitusyhtiöiden toimintaa, mutta toisaalta kuitenkin nähtiin olevan tarvetta rajoittaa yhteisiä arvopaperisijoituksia koskeva toiminta näihin kah-
teen vaihtoehtoiseen tapaan.⁶⁶⁶ Toimintamuotoja koskeva rajausta poistettiin kuitenkin vuoden 1999 SRL:n säätämisen yhteydessä. Rajausta ei nähty enää tarpeelliseksi, kos-
ka vuoden 1987 SRL:n mukainen sijoitusrahastomuoto oli vakiinnuttanut asemansa markkinoilla eikä vastaavaa vähittäisasiakkaille suunnattua yhteistä sijoitustoimintaa käytännössä ollut kannattavaa harjoittaa osakeyhtiömuotoisena.⁶⁶⁷

Yhteiskunnallinen kehitys ja rahastojen toimintaympäristö on muuttunut merkittä-
västi siitä, kun vuoden 1987 SRL säädettiin. Ratkaisevana perusteena sopimuspe-
rusteisen rahastorakenteen valinnalle vuoden 1987 SRL:iin oli osakeyhtiömuotoisen
sijoitusyhtiön potentiaalinen konkurssiriski. Muuttuneessa sääntely-ympäristössä al-
kuperäiset perusteet käytettävissä olevien rahastorakenteiden rajoittamiselle eivät ole
enää relevantteja. Vuoden 1987 SRL:n säätämisen aikoihin Suomi ei ollut ETA:n eikä
EU:n jäsen eikä riskejä alentava UCITS-sääntely siten ollut voimassa. ETA-sopimuk-
sen voimaantulon yhteydessä vuoden 1994 alussa toteutetuilla SRL:n muutoksilla
pantiin kuitenkin täytäntöön UCITS-direktiivin säännökset. Tämän lisäksi 2000-lu-
vulla UCITS-sääntelyyn tehdyt lukuisat muutokset ovat parantaneet sijoittajansuojaa
entisestään.

⁶⁶⁵ Vuoden 1987 SRL:n 2.1 § kuului seuraavasti: ”Toimintaa, jolla yleisölle tarjotaan mahdollisuus osallistua yhteisiin arvopaperisijoituksiin, saadaan harjoittaa vain sijoitusrahastotoimintana tai siten, että osallistuminen sijoittamiseen tapahtuu sijoitustoimintaa harjoittavan osakeyhtiön osakkeita merkitsemällä.”

⁶⁶⁶ Ks. HE 238/1986 vp, s. 11, jonka mukaan kollektiivisen arvopaperisijoittamisen harjoittaminen esimerkiksi avoimena yhtiönä tai kommandiittiyhtiönä nähtiin riskialttiiksi vaihtoehdoksi ei-ammattimaisille sijoittajille.

⁶⁶⁷ Ks. HE 202/1998 vp, s. 21, jonka mukaan toimintamuodon rajauksen poistamisen ei katsottu myöskään aiheuttavan riskiä siitä, että piensijoittajat alkaisivat sijoittaa varojaan kommandiittiyhtiömuotoisiin venture capital -rahastoihin.

Sijoitusrahaston maksukyvyttömyys on äärimmäisen epätodennäköinen UCITS-sääntelyn takia (käytännössä melkein mahdoton, mikäli sääntelyä noudatetaan⁶⁶⁸).⁶⁶⁹ Tämän takaavat muun muassa UCITS-sääntelyn edellyttämät sijoituskohteiden rajoitukset, hajautusvaatimukset, johdannaisten käyttöä koskevat rajoitukset, riskienhallintavaatimukset, viranomaisvalvonta, varojen säilytysvaatimukset (sijoittajien varojen suojeleminen rahastoyhtiön tai säilytisyhteisön konkurssissa) ja raportointivaatimukset.⁶⁷⁰ Vaatimukset koskevat kaikkia UCITS-yhteissijoitusyrityksiä niiden organisoitumismuodosta riippumatta (sopimusperusteiset rahastot, yhtiömuotoiset rahastot ja osuustrustit). Näin ollen nykyisessä sääntely-ympäristössä yhtiömuotoisen yhteissijoitusyrityksen konkurssi ei ole yhtään sen todennäköisempi kuin sopimusperusteisen yhteissijoitusyrityksen, koska molemmat rakenteet ovat yhtäläisen sijoitusriskejä alentavan sääntelyn piirissä. Vaihtoehtorahastoilla riskit maksukyvyttömyydestä ovat suurempia, mutta niidenkään tapauksessa maksukyvyttömyysriskiin ei vaikuta vaihtoehtorahaston oikeudellinen rakenne, vaan sen sijoitusstrategia.

4.1.2 Ruotsin lainvalmistelutyön vaikutus ja polkuriippuvuus

Vuoden 1987 SRL:n perusteluissa on havaittavissa vastaavanlainen osakeyhtiökeskeinen ajattelutapa kuin Ruotsin sijoitusrahastosääntelyä koskevassa lainvalmistelutyössä 1970-luvulla, jossa osakeyhtiömuotoa pidettiin ikään kuin annettuna ja muuttumattomana. Tällöin pohdittiin, toimisiko osakeyhtiö rahastotoiminnassa sellaisena kuin osakeyhtiö silloin tunnettiin, mutta toisaalta ei analysoitu sitä, kuinka osakeyhtiösääntelyä tulisi muuttaa, jotta se soveltuisi paremmin rahastotoimintaan. Tällöin ei myöskään keskusteltu siitä, voitaisiinko rahastotoimintaa varten kehittää täysin oma yhtiömuotonsa. Ahdasnäköinen osakeyhtiökeskeinen ajattelu on ollut luontevaa historiallisessa kontekstissaan, mutta sen ei tulisi vaikuttaa nykypäivänä käytettävissä oleviin sääntelyvalintoihin.

⁶⁶⁸ On huomioitava, että mikään systeemi ei ole täysin immuuni tahallisille petoksille. Ks. esim. IMA 2005, s. 7.

⁶⁶⁹ Ks. esim. HM Treasury 2007, s. 9, jossa todetaan UCITS-muotoisen OEIC-sijoitusyhtiön kaatumisriskistä seuraavaa: ”In practice, the probability of an OEIC collapse is small.” Ks. myös Feetham – Jones 2010, s. 109–110 ja SOU 2016:45 s. 225.

⁶⁷⁰ Ks. HE 202/1998 vp, s. 19. Ks. myös Turtiainen 2004, s. 46, jossa todetaan sijoitusrahaston konkurssin olevan harvinainen nimenomaan riskejä alentavan sääntelyn johdosta.

Ruotsin ensimmäinen rahastolaki, niin sanottu osakerahastolaki (Aktiefondslag 1974:931) tuli voimaan vuoden 1975 alussa. Tämän tutkimuksen näkökulmasta on kiintoisaa, että kyseisen lain esityöt sisälsivät osion, jossa analysoitiin sitä, millaisessa oikeudellisessa rakenteessa rahastotoimintaa tulisi harjoittaa. Vaihtoehtoina mainittiin osakeyhtiöt ja taloudelliset yhdistykset. Osakeyhtiömuodon haittana mainittiin muun muassa, että saman osakeyhtiön sisällä ei voida perustaa useita rahastoja.⁶⁷¹ Nykyään tämä on kuitenkin mahdollista, mikäli alarahastorakenteesta on säädetty.

Silloisen osakeyhtiösääntelyn takia yhtiömuodossa perustetut rahastot olisivat aina olleet suljettuja, joiden osakkeiden määrä olisi pitänyt määritellä etukäteen. Suljettujen yhtiöiden osalta todettiin myös, etteivät ne tavanomaisesti lunasta osakkeitaan. Rahastosijoittajilla pitäisi kuitenkin olla lunastusoikeus, jolloin lunastusmahdollisuuden lähtökohtainen puuttuminen heikensi osakeyhtiön soveltuvuutta rahastotoimintaan. Jatkuvan lunastusoikeuden puuttumisen takia osakeyhtiömuoto tulkittiin jäykäksi ja sen todettiin olevan käytännön syiden takia huonosti soveltuva avointen rahastojen tarpeisiin. Riskinä on mainittu myös se, että rahastovarot sekoittuisivat yhtiön muihin omiin varoihin.⁶⁷² Riski on ollut tällöin todellinen, koska sijoitusyhtiötä ei tarkasteltu ulkoisesti hoidettuna, vaan sisäisesti hoidettuna, jota ei olisi hoitanut sijoitusyhtiöstä erillinen rahastoyhtiö. Tällöin sijoitusyhtiöllä olisi ollut rahastovarojen lisäksi myös liiketoiminnassaan hyödyntämiä muita omaisuuseriä, kuten esimerkiksi liikekiinteistöjä.

Ruotsin osakeyhtiölain todettiin sisältävän säännökset osakeyhtiön perustamismenettelystä ja yhtiöön suoritettavista pääomasijoituksista. Osakepääoman korottamisen ja alentamisen menettelytavat oli tarkasti määritelty laissa. Laki sisälsi myös yksityiskohtaiset säännökset yhtiön päätöksenteosta, toimeenpano- ja valvontaelimistä, konsolidointimääräyksistä ja niin edelleen. Jotta rahastovarojen sallittaisiin kuulua yhtiön varoihin, todettiin Ruotsin osakeyhtiölakiin olevan tarpeen sisällyttää osakeyhtiöille oikeus laskea liikkeeseen ja ostaa omia osakkeita ilman erityisiä muotovaatimuksia. Yhtiön osakepääoma olisi siten jatkuvan vaihtelun kohteena. Tällaisen järjestelyn todettiin olevan vieras Ruotsin yhtiöoikeuden keskeisille periaatteille. Neuvoa-antavien elimien näkökulmiin tukeutuen lainvalmistelussa pidettiin mahdollisena toteuttaa niin radikaaleja yhtiölainsäädännön muutoksia, jotka olisivat mahdollistaneet yhtiöiden perustamisen vaihtuvalla osakepääomalla.⁶⁷³

⁶⁷¹ Proposition 1974:128, s. 38. Ks. myös Kauppa- ja teollisuusministeriö 1982, s. 20.

⁶⁷² Proposition 1974:128, s. 38–39 ja 97. Vastaavaa pohdintaa esiintyi myös Norjassa. Ks. Finansdepartement 1969, s. 18, jonka mukaan ”Aksjelovens regler er imidlertid åpenbart uhensiktsmessige for investeringsselskaper.” ja s. 45.

⁶⁷³ Proposition 1974:128, s. 95–96.

Ruotsin analyysissa on todettu, että osakeyhtiö on itsessään suljettu organisaatio *per se*. Jos sijoitusrahastoja varten tehtäisiin osakeyhtiölakiin muutoksia, jotka mahdollistaisivat osakeyhtiölle vaihtuvan osakepääoman, poikettaisiin merkittävästi osakeyhtiöoikeudellisista periaatteista. Tämän takia Ruotsin osakerahastolain esitöissä on päädytty lopputulokseen, ettei osakeyhtiötä tulisi harkita rahastotoiminnan oikeudellisenä rakenteena,⁶⁷⁴ vaan rahastosääntelyn tulisi perustua avoimelle sijoitusrahastorakenteelle.⁶⁷⁵

Ruotsin lainvalmistelutyö johti siihen, että Ruotsin osakerahastoista tuli sopimusperusteisia sijoitusrahastoja, joiden hoitamisesta vastasi rahastoyhtiö. Lähes 50 vuotta sitten 1970-luvulla tehty sääntelyratkaisut lienevät osasy sille, miksei Ruotsissa voida vielä nykyäänkään perustaa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä. Ruotsin sääntelyvalinnat määrittivät kehitystä myös Suomessa ja Norjassa, joiden sijoitusrahastolakeihin otettiin mallia Ruotsin sääntelystä.⁶⁷⁶ Kuten edellä todettiin Suomen osalta, eivät perustelut sijoitusyhtiömuodon puuttumiselle ole Ruotsissakaan enää relevantteja. Tästä huolimatta aiempien selvitysten perusteluilla ja valinnoilla on ollut vaikutusta nykytilanteeseen. Tätä ilmentävät esimerkiksi Ruotsin vuoden 2002 selvityksessä todettu suora viittaus aiempien selvitysten lopputuloksiin sijoitusyhtiömuodon heikosta toteutettavuudesta⁶⁷⁷ ja toisaalta se, ettei Ruotsin vuoden 2016 selvityksessä päädytty suosittelemaan vakiintuneen kansainvälisen käytännön mukaista sijoitusyhtiömallia, vaan alarahastorakenne todettiin ongelmalliseksi. Tämän takia Ruotsissa on ehdotettu sateenvarjorakenteen korvikkeeksi sijoitusyhtiörakennetta, jossa useilla sijoitusyhtiöillä olisi yhteinen hallinnointi, mutta ne olisivat kuitenkin erillisiä oikeushenkilöitä.⁶⁷⁸

Suomen ja Ruotsin sääntelyvalintoja voidaan pitää polkuriippuvuuden osoituksena. Monet tutkijat ovat yhtä mieltä siitä, että historialla on enemmän merkitystä nykytilanteeseen kuin useimmissa yhteiskuntatieteellisissä tutkimuksissa on tunnustettu. Tiettyillä menneisyyden tapahtumilla voi olla ratkaisevia vaikutuksia tulevaisuuteen ja nämä tapahtumat voivat sijoittua melko kaukaiseen menneisyyteen. Itse asiassa yksi erottuvimmista polkuriippuvuuden piirteistä on ajatus, että tietyn tapahtuman

⁶⁷⁴ Proposition 1974:128, s. 39. Ks. vastaavasti Kauppa- ja teollisuusministeriö 1982, s. 20.

⁶⁷⁵ Proposition 1974:128, s. 94. Ks. myös SOU 1969:16, s. 84–87.

⁶⁷⁶ Ot.prp.nr.68 (1980–1981), s. 7–8; 1984:VM 24, s. III; HE 238/1986 vp, s. 1 ja 8–9 ja Peltonen 1995, s. 1.

⁶⁷⁷ Ks. SOU 2002:56, s. 509–510: ”En sådan ordning skulle enligt tidigare förarbetsuttalanden vara främmande för de aktiebolagsrättsliga principerna i Sverige och så genomgripande ändringar i bolagslagstiftningen var det uteslutet att genomföra.”

⁶⁷⁸ Ks. SOU 2016:45, s. 237–238. Ks. myös Ruotsin esitykseen liittyvästä kritiikistä Vepsä 2021b, s. 123.

tärkeimmät vaikutukset voivat olla ”ajallisesti myöhässä” – toisin sanoen vaikutukset eivät aluksi näy, mutta ovat selvästi nähtävissä myöhemmin. Polkuriippuvuuden tutkijat ovat yleensä samaa mieltä siitä, että monet johtavat menetelmät – kuten valtavirran tilastolliset menetelmät ja rationaalisen valinnan analyysi – voivat saada huomion pois tietyistä historiallisista tapahtumista ja sitä kautta kuvata väärin tärkeiden lopputulosten syitä. Näillä tavoin tutkijoiden keskuudessa vallitsee jonkinlainen yksimielisyys polkuriippuvuuden käsitteestä.⁶⁷⁹

Polkuriippuvuutta voidaan määritellä kuudella ominaispiirteellä: 1) menneisyys vaikuttaa tulevaisuuteen, 2) alkuolosuhteet ovat kausaalisesti merkittäviä, 3) satunnaiset tapahtumat ovat kausaalisesti tärkeitä, 4) historiallista lukittumista tapahtuu, 5) tapahtuu itseään toistava sekvenssi ja 6) tapahtuu reaktiivinen sekvenssi. Tutkijat ovat eri mieltä siitä, onko näiden kuuden ehdon tai jonkin niiden yhdistelmän toteuduttava, jotta voidaan puhua polkuriippuvuudesta. On esimerkiksi eri näkemyksiä siitä, kuinka monta edellä mainituista ehdoista tulisi sisällyttää polkuriippuvuuden määrittelmään. Kilpailevat määrittelmät eivät kuitenkaan ole luonnostaan ongelmallisia, vaan tieteellinen analyysi voi hyötyä erilaisten määrittelmien olemassaolosta.⁶⁸⁰

On huomionarvoista, että vaikka Suomessa on ollut suosituksia sijoitusyhtiörakenteen käyttöönotosta, eivät nämä ehdotukset ole toistaiseksi johtaneet lainsäädäntötoimiin.⁶⁸¹ Ehdotukset eivät ole saaneet merkittävää huomiota lainsäätäjän taholta, joka on tottunut nauttimaan yli 30 vuotta käytössä olleeseen sopimusperusteiseen rahastorakenteeseen liittyvästä mukavuudesta. Tämän kehityksen voidaan katsoa olevan osoitus siitä, että sijoitusyhtiörakenteen käyttöönottoa kohtaan on tietynasteista vastarintaa, joka osoittaa polkuriippuvuuden vaikutuksen. Polkuriippuvuuden voimat auttavat selittämään, miksi jotkut valtiot ovat pystyneet omaksumaan sijoitusyhtiörakenteen käyttöönsä hyvin nopeasti, kun taas Suomessa on jatkettu sen välttelyä. Tämä viittaa siihen, että riittävästi toimivan rakenteen, vaikkakin epäoptimaalisen, olemassaolo on riittävä sijoitusrahastomarkkinoiden ylläpitämiseen ja kehittämiseen. Kun tiettyyn malliin on päädytty, saattaa se olla tehottomampi kuin uusi modernimpi malli, mutta uusi malli voi kuitenkin olla lyhyellä aikavälillä tehottomampi, kun huomioidaan oppimis- ja implementointikustannukset. Tähän kytkeytyy olennaisesti myös edustuksellisen demokratian päätöksenteon lyhytjänteisyys: poliittisten päättä-

⁶⁷⁹ Mahoney – Schensul 2009, s. 457. Ks. polkuriippuvuudesta myös Engelberg 2019, s. 249–251 ja siinä viitatu lähteet. Engelberg on arvioinut Suomen järjestelmään mahdollisesti liittyviä polkuriippuvuustekijöitä, joilla voisi olla vaikutusta tutkimuksessa arvioidun yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn käyttöön ottamiseen liittyen.

⁶⁸⁰ Mahoney – Schensul 2009, s. 457 ja 469.

⁶⁸¹ Näitä tarkastellaan jäljempänä seuraavassa luvussa.

jien kannattaa tehdä sellaisia päätöksiä, jotka hyödyttävät omaa äänestäjäkuntaa ja sitä kautta edesauttavat päättäjän uudelleenvalintaa. Harvoin kerätään kovin suuria äänisaaliita lupaamalla asioita, jotka palvelevat kaukana tulevaisuudessa eläviä ihmisiä.⁶⁸²

Sääntelykilpailun ja oikeuden konvergenssipaineen vastavoimina toimivien oikeuden lokaalisuuden ja sitä ilmentävän polkuriippuvuusajattelun ei tarvitse johtaa ylikansallisesta näkökulmasta tehottomuuteen. Polkuriippuvuusajattelua voidaan lähestyä dynaamisen tehokkuuden kautta. Dynaaminen tehokkuus tarkastelee tehokkuutta ja sen parantamista ajan kuluessa. Tällöin sääntelyä voidaan muuttaa, vaikka se johtaisi lyhyellä aikavälillä tehottomampaan (transaktiokustannusten lyhytaikainen li säys), mutta pitkällä aikavälillä tehokkaampaan (transaktiokustannusten aleneminen pitkällä aikavälillä) lopputulokseen.⁶⁸³ Tällöin vallitsevaa epäoptimaalista standardia kannattaa muuttaa, vaikka se olisikin muutoshetkellä kallista, mutta johtaa kuitenkin oletusarvoisesti pitkällä aikavälillä tehokkuushyötyihin.

4.2 Kilpailukykyäkökulmat ja sijoitusyhtiörakenteen edut

4.2.1 Sijoitusyhtiörakenteen tarpeen tunnistaminen Suomessa ja Ruotsissa

Jo vuonna 1990 eli kolme vuotta vuoden 1987 SRL:n voimaantulon jälkeen vuoden 1990 sijoitusrahastolakityöryhmä tiedosti sopimusperusteisen rahastojärjestelmän vaikeuttavan suomalaisten sijoitusrahastojen kilpailukykyä. Yhtiömuotoisen rahastotoiminnan todettiin kasvavan nopeimmin Euroopassa. Näin ollen vuoden 1990 sijoitusrahastolakityöryhmä esitti, että vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskevaa sääntelyä tulisi valmistella osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä. Sijoitusrahastolakityöryhmä ei itse tarkastellut kysymystä vedoten siihen, ettei vuoden 1978 OYL ky-

⁶⁸² Ks. vastaavasti Wuolijoki 2022, s. 20, jossa todetaan, että perustavanlaatuisin syy sille, että taloustieteellisessä mielessä optimaaliseen sääntelyyn ei finanssialalla päästä, on se, että tällaista sääntelyä ei aina edes tavoitella. Finanssialan sääntelyä koskevana ongelmana on toisinaan pidetty muun muassa sitä, että lakeja säättävät poliitikot tavoittelevat usein omaa uudelleenvalintaansa ja taloustieteellisessä mielessä epäoptimaalisten finanssialan sääntelymallien valinta voi hyvinkin tukea politiikan kansansuosiota.

⁶⁸³ Ks. vastaavasti Vahtera 2011, s. 118–119.

seistä rakennetta tuntenut.⁶⁸⁴ Työryhmämuistiossa ei otettu kantaa siihen, voitaisiinko vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä säätää mahdollisesti kokonaan osakeyhtiöolais- ta erillisessä laissa. Myös vielä 2000-luvun alun oikeuskirjallisuudessa arvioitiin, että vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden toimintaedellytyksiä selvitettäisiin osakeyhtiö- lain uudistamisen yhteydessä.⁶⁸⁵ Näin ei kuitenkaan tapahtunut.

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiörakenteen tarve nousi laajemmin julkiseen keskus- teluun vuonna 2016 aloitetussa sijoitusrahastolain uudistamishankkeessa, joka päät- tyi uuden SRL:n voimaantuloon 1.3.2019. Hankkeen tavoitteena oli arvioida, miten sijoitusrahastolainsäädäntöä tulisi uudistaa sijoitusrahastotoiminnan kotimaisen ja kansainvälisen kilpailukyvyyn edistämiseksi sekä toiminnan tehokkuuden ja uusien toimijoiden alalle tulon mahdollisuuksien lisäämiseksi. Vaihtuvapääomainen sijoitus- yhtiö oli uudistamishankkeessa pintatasoisen tarkastelun kohteena. SRL-työryhmä ei kuitenkaan kyennyt valmistelemaan esitystä vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöi- tä koskevaksi sääntelyksi, vaan sen osalta tyydyttiin toteamaan: ”Työryhmä päätyi esittämään vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön sääntelyn siirtämistä jatkovalmiste- luun, sillä kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta.” ja toisaal- ta ”Esityksessä ehdotetaan kuitenkin toistaiseksi pitäytymistä vielä sopimusmallisen sijoitusrahaston rakenteessa, sillä vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osalta kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta, joka edellyttää vielä huolel- lista lisäselvitystä suhteessa nykyiseen yhtiösääntelyyn.”⁶⁸⁶ Korkealle asetetuista ta- voitteista huolimatta ”kokonaisuudistus” jäi osittaisuudistuksen tasolle jatkumoksi useille aikaisemmille vuoden 1999 SRL:iin tehdyille osittaisuudistuksille.⁶⁸⁷ Vaikka sijoitusyhtiöistä ei ole juurikaan tehty kotimaista tutkimusta ennen tämän tutkimuk- sen artikkeleita, on kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa muutoin esitetty kannanottoja sijoitusyhtiöitä koskevan lainsäädännön säätämisen puolesta⁶⁸⁸.

⁶⁸⁴ 1990:VM 21, s. 26 ja 29. Samansuuntaisesti lausui HE 309/1992 vp, s. 27, jossa todettiin, että vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden toimintaedellytysten selvittäminen tapahtunee osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä. Epäiltiin myös, että äänioikeusettomien osakkeiden mahdollistaminen vuo- den 1978 OYL:ssä lisäisi sijoitusyhtiöiden perustamismahdollisuuksia. Vaihtuvapääomaisten sijoitus- yhtiöiden toimintaedellytysten selvittämistä pidettiin kuitenkin siinä määrin osakeyhtiöoikeudellisena kysymyksenä, ettei siihen otettu kantaa vuonna 1992 vuoden 1987 SRL:iin tehdyn osittaisuudistuksen yhteydessä, jolloin päädyttiin ainoastaan toteamaan lyhyesti, että toistaiseksi sijoitusrahastotoimintaa voitaisiin harjoittaa Suomessa vain rahastomuotoisena yhteisönä.

⁶⁸⁵ Harju – Syyrilä 2001, s. 58.

⁶⁸⁶ Ks. VM 5/2018, s. 14 ja 52 ja HE 243/2018 vp, s. 53. Lainvalmisteluun annetussa lausuntopalaute- teessa toivottiin vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn pikaista jatkovalmistelua. Ks. Lausuntopalaute arviomuistioista sijoitusrahastolain uudistamisesta 2017, s. 1–7 ja Lausuntoyhteenveto Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta 2018, s. 8.

⁶⁸⁷ Ks. vastaavasti myös Lausuntoyhteenveto Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työ- ryhmämuistiosta 2018, s. 7, jossa todetaan ehdotettujen uudistusten olevan kokonaisuutena tarkastel- tuna vaatimattomia ja Harju 2020a, s. 78–79.

⁶⁸⁸ Ks. esim. Harju – Syyrilä 2001, s. 4; Turtiainen 2004, s. 202; Viitala 2018, s. 546 ja Harju 2020a, s. 85.

Myös naapurimaassamme Ruotsissa haluttaisiin mahdollistaa vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden perustaminen.⁶⁸⁹ Ruotsissa käynnistettiin vuonna 2014 selvitys pohtimaan, miten ruotsalaisen rahastotoimialan kilpailukykyä voitaisiin parantaa modernisoimalla rahastolainsäädäntöä. Valmis selvitys *En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad* (SOU 2016:45) julkaistiin kesäkuussa 2016, ja siinä suositeltiin muun muassa, että kilpailukyvyn parantamiseksi Ruotsissa tulisi sallia yhtiömuotoiset rahastot (*associationsrättsliga fonder*). Selvityksessä todetaan, että jäykästä sääntelystä johtuen monia rahastoja on jo siirtynyt Ruotsista ulkomaille, minkä seurauksena menetetään verotuloja ja työpaikkoja.⁶⁹⁰ Selvitys ja sen sisältämä esitys sijoitusyhtiölaiksi⁶⁹¹ eivät ole toistaiseksi johtaneet lainsäädäntötoimiin erityisesti sen takia, että sijoitusyhtiöitä koskevaa verosääntelyä ei samassa yhteydessä selvitetty.⁶⁹² Tämän tutkimuksen tekohetkellä asian on kuitenkin todettu olevan valmistelussa Ruotsin hallituksen kansliassa.⁶⁹³

4.2.2 Sijoitusyhtiö ei ole osakeyhtiö

Rahastotoimialan kilpailukykyä on mahdollista lisätä ottamalla käyttöön kansainvälisesti tunnistettavia sijoitustuotteita.⁶⁹⁴ Kilpailukyvyn varmistamiseksi Suomen sijoitusrahastosääntelyn tulisi tarjota yhtä laajasti yhtiömuotoja ja toimintamalleja kuin muissa ETA-maissa. Sijoittajien kannalta tuttu yhtiömuoto ja toimintamalli voivat vaikuttaa yhtenä tekijänä etenkin, jos sijoituspäätös joudutaan tekemään ulkomaisen toimijan tarjoaman ja kotimaisen toimijan tarjoaman vaihtoehdon välillä. Toisin kuin suurin osa ETA-maista (Irlanti, Luxemburg ja entinen ETA-valtio Yhdistynyt kuningaskunta ovat johtavia esimerkkejä), Suomen oikeusjärjestelmä ei nykyään tarjoa mahdollisuutta perustaa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä, vaikka UCITS-direktiivi sen mahdollistaisi.⁶⁹⁵ Suomessa OYL:n säännökset osakepääoman ja osakkeiden

⁶⁸⁹ Ks. esim. SOU 2002:56, s. 501–502; SOU 2016:45, s. 233–234; Chen – Klavebäck – Nordeborg – Van Schagen 2016, s. 16–17 ja Näringslivets Regelnämnd NNR AB 2017, s. 35.

⁶⁹⁰ Ks. SOU 2016:45, s. 234, jonka mukaan ”Mot bakgrund av detta har Sverige en konkurrensnackdel genom att inte tillhandahålla en bolagsmodell med rörligt aktiekapital för fondverksamhet. Detta visar sig bl.a. i det faktum att flera fonder med svensk anknytning har flyttat till utlandet, med reducerade skatteintäkter och förlorade arbetstillfällen som konsekvenser.”

⁶⁹¹ Förslag till lag (0000:0000) om investeringsbolag, ks. SOU 2016:45, s. 23–68.

⁶⁹² Ks. Regeringens proposition 2017/18:5, s. 100 ja Harju 2020a, s. 59. Ks. myös tämän tutkimuksen alaviite 1067.

⁶⁹³ Finansutskottets betänkande 2021/22:FiU22, s. 30 ja 34.

⁶⁹⁴ Treasury (Australia) 2017a, s. 4 ja Treasury (Australia) 2018a, s. 4.

⁶⁹⁵ Yhdeksää jäsenvaltiota sekä Norjaa ja Yhdysvaltoja koskeneessa kansainvälisessä vertailussa ilmeni, että vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö oli mahdollinen kahdeksassa silloisessa jäsenvaltiossa (Tanska, Yhdistynyt kuningaskunta, Irlanti, Saksa, Ranska, Luxemburg, Espanja ja Italia) ja Yhdysvalloissa. Ks. VM 14/2018, s. 240–250.

lukumäärän muuttamisprosesseista ovat monimutkaisia, hallinnollisesti sopimattomia ja aikaa vieviä yhteisen sijoitustoiminnan näkökulmasta, koska prosessit vaativat usein sekä yhtiöorganien että viranomaisen myötävaikutusta.⁶⁹⁶

Sinänsä OYL:n säännökset mahdollistavat yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamisen, mutta OYL:n edellytysten nojalla osakeyhtiömuotoinen yhteinen sijoitustoiminta olisi haitallisemmassa asemassa verrattuna sopimusperusteisen sijoitus- tai erikoissijoitusrahastorakenteen käyttämiseen, koska sijoitusyhtiöiden toiminnan näkökulmasta OYL:n tiukat osakepääoman ja osakkeiden määrän muuttamista koskevat säännökset ajaisivat hyödyntämään osakeyhtiön sijoitettua vapaata omaa pääomaa. SVOP-sijoitusten avulla toimiva osakeyhtiömuotoinen rahasto olisi kauttaaltaan uudenlainen konstruktio, jollaista ei ennestään tunneta. Sijoitetun vapaan oman pääoman konsepti ei ole ylipäätään kovin tuttu suomalaisille sijoitusrahastosijoittajille eikä ainakaan ulkomaisille sijoittajille, jotka ovat tottuneet vaihtuvan osakepääoman periaatteella toimiviin vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin.⁶⁹⁷ Kansallisen markkinan epäedullisen aseman ohella tällaiset rakenteet eivät olisi helposti markkinoitavissa ulkomaille, koska ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta rakenne olisi vieras ja vaatisi merkittäviä oppimiskustannuksia. Lisäksi osakeyhtiö on verotuksellisesti epäedullisessa asemassa sijoitusrahastoihin verrattuna eikä osakeyhtiömuoto mahdollista sijoitusyhtiöiden tyypillisiä ominaisuuksia, kuten alarahastorakennetta. OYL:n sääntelyn epäsovpiisuus yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen ja siihen liittyvän verosääntelyn puuttuminen ovat keskeisiä syitä sille, miksi osakeyhtiömuodossa on perustettu Suomessa vain muutamia vaihtoehtorahastoja, vaikkei sääntely tätä suoraan estäkään.^{698, 699}

Vaihtuvapääomaiselta sijoitusyhtiöltä edellytettävän osakeyhtiöstä poikkeavan pääomajärjestelmän ja kansainvälisesti omaksuttujen sääntelykäytäntöjen takia ei ole asianmukaista pitää vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä osakeyhtiönä, vaan rahastona. Vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä säätäminen ei ole puhtaasti osakeyhtiöoikeudellinen kysymys, vaikka toisinaan näin on vanhastaan esitetty.⁷⁰⁰ Kysymystä tulisi ar-

⁶⁹⁶ Vepsä 2022b, s. 388.

⁶⁹⁷ Liian monimutkainen pääomarakenne voi johtaa siihen, ettei sijoitusyhtiöihin sijoiteta ollenkaan. Ks. vastaavasti esim. Morley 2013, s. 361: ”One might worry that if the array of securities offered by mutual funds becomes too complicated, then unsophisticated household investors might be overwhelmed by the time and effort required to sort through them.”

⁶⁹⁸ Ks. Viitala 2018, s. 513, jossa todetaan osakeyhtiömuotoisen rahastotoiminnan olevan Suomessa harvinaista. Ks. HE 94/2013 vp, s. 114, jossa todetaan vaihtoehtorahaston oikeudellista muotoa koskevasta vapaudesta seuraavaa: ”Pykälän määritelmän mukaisesti vaihtoehtorahasto voi olla yhteisö tai sopimusperusteinen järjestely. Määritelmä ei ota kantaa siihen, missä oikeudellisessa muodossa tai rakenteessa yhteissijoitus tulisi järjestää tai minkälaiset yksittäiset oikeudelliset muodot katsotaan kuuluviksi lain soveltamisalaan.”

⁶⁹⁹ Vepsä 2022b, s. 389.

⁷⁰⁰ Ks. mm. 1990:VM 21, s. 26 ja 29; HE 309/1992 vp, s. 27 ja tämän tutkimuksen alaviite 684.

vioida yhteisen sijoitustoiminnan erityistarpeet tiedostaen, mikä tarkoittaa ratkaisujen omaksumista sijoitusrahastosääntelystä ja vastaavia ulkomaisia rakenteita koskevasta sääntelystä. Sääntelyssä tulisi pyrkiä mahdollisimman suureen neutraaliteettiin sopimusperusteisten sijoitusrahastojen kanssa.⁷⁰¹ Oikeudellisena ilmiönä tyyppinen vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö ei ole tavallinen kaupallinen osakeyhtiö, vaan se on yhteisen sijoitustoiminnan tarpeisiin suunniteltu erityinen yhtiömuoto.⁷⁰² Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on eräänlainen erityistä tarkoitusta varten perustettu⁷⁰³ *lex specialis* -yhtiö, jossa rahastospesifillä sääntelyllä poiketaan etenkin yhtiöoikeuden asettamista osakepääomaa ja sen määrän muuttamista koskevasta vaatimuksista.⁷⁰⁴

4.2.3 Kansainvälisesti tunnettu rakenne

Vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä säätäminen on ratkaisu yhteen tärkeimmistä kilpailuhaitoista, joka Suomen rahastosääntelyyn tällä hetkellä liittyy. Samanlainen rakenne on laajalti saatavilla monilla muilla EU:n lainkäyttöalueilla. On jokseenkin poikkeavaa, että Suomessa, jossa on verrattain kehittyneet rahoitusmarkkinat, sitä ei ole. Luxemburgissa, jossa on Euroopan suurimmat rahastopääomat, suurin osa rahastoista on perustettu SICAV-rakenteessa, joka on luxemburgilainen vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiörakenne⁷⁰⁵. Valtaosa Luxemburgissa toimivista rahastoista on ulkomaisen promoottorin perustamia, joten SICAV-muodon suosio ilmentää laajaa kansainvälistä preferenssiä.⁷⁰⁶

⁷⁰¹ HM Treasury 2013, s. 8 ja 35 mukaan eri oikeudellisten rakenteiden ei tulisi poiketa toisistaan enempää kuin on välttämätöntä mutta kuitenkin siten, että otetaan huomioon niiden erilaiset oikeudelliset ominaispiirteet.

⁷⁰² Ks. vastaavasti esim. SFC 2017, s. 5; Vepsä 2021a, s. 31 ja Treasury (Australia) 2021a, s. 17. Esimerkiksi Saksassa (ks. Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 178) on käyty debattia siitä, onko sikäläinen InvestmentAG ylipäättään osakeyhtiö vaiko täysin oma yhtiömuotonsa. Jos sääntely rakennetaan Irlannin tapaan täysin osakeyhtiösääntelystä erillisenä, on selvää, että tällaisen erillissääntelyn mukainen sijoitusyhtiö on osakeyhtiöstä erillinen oma yhtiömuotonsa.

⁷⁰³ Ks. esim. OECD 2000, s. 19, jossa todetaan SICAV-sijoitusyhtiöiden olevan erityistä tarkoitusta varten perustettuja yhtiöitä (special purpose company). Ks. vastaavasti myös Thompson – Choi 2001, s. 36.

⁷⁰⁴ Hooghiemstra 2019, s. 141 toteaa osuvasti: ”Finally, the strict capital requirements laid down in corporate law that are applicable to (public and private) limited companies and equivalent corporate legal forms are being derogated by (most) Member States under the ‘lex specialis’ Fund Forms in fund law.” Ks. myös Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 179, joka toteaa, että sijoitusyhtiörakenteessa tärkeintä on järjestelyn analysoiminen rahastoliiketoiminnan lähtökohdista käsin ja osakeyhtiörakenne tulisi huomioida tarkastelussa toissijaisena seikkana.

⁷⁰⁵ Ks. SICAV-rakenteesta tarkemmin esim. Vepsä 2021a, s. 27–35.

⁷⁰⁶ Vepsä 2021a, s. 28. Ks. myös Dietrich – Müller 2016, s. 50.

Sijoitusyhtiöitä koskeva lainsäädäntö edistäisi myös yleisempää tavoitetta globaalista rahastosääntelyn yhdenmukaistamisesta.⁷⁰⁷ Sijoitusyhtiörakenteen käyttöönotto hyödyttäisi tätä tavoitetta myötävaikuttamalla yhtenäisen Suomessa hoidettujen rahastojen toimialan luomiseen ja helpottamalla tehokasta osallistumista maailmanlaajuisille markkinoille. Suomen sääntelykehysten yhdenmukaistaminen hyvin kehittyneiden kansainvälisten järjestelmien kanssa voi vähentää uusien rahastonhoitajien, jotka haluaisivat toimia Suomessa, markkinoille tulemisen esteitä. Tämä voi lisätä kilpailua ja antaa suomalaisille kuluttajille suuremman tuotevalikoiman, kuten esimerkiksi monipuolistamalla tarjolla olevia omaisuusluokkia.⁷⁰⁸ Sijoitusyhtiöiden sääntelykehys hyödyntää vaihtuvapääomaista yhtiörakennetta siten, että rakenne on ulkomaisten sijoittajien ja rahastonhoitajien tunnistettavissa.

Suurin osa Pohjoismaiden ulkopuolisista sijoittajista ei tunne Suomen nykyistä sopimusperusteista rahastorakennetta kovin hyvin, mikä on usein este laajalle markkinoinnille ulkomaille. Sopimusperusteinen rakenne yhdistettynä Suomen lainkäyttöalueen tuntemattomuuteen tekee suomalaisista rahastoista vähemmän houkuttelevia Pohjoismaiden ulkopuolisille sijoittajille. Luxemburgin kehityksessä suureksi rahastoklusteriksi Luxemburgin SICAV teki vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiörakenteen tunnetuksi maailmanlaajuisesti.⁷⁰⁹ Sillä on todistettu tehokkuus ja se nauttii kansainvälistä arvostusta. Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiön käyttöönotto tekisi suomalaisista rahastoista nykyistä helpommin lähestyttäviä ulkomaisille sijoittajille, koska sijoitusyhtiörakenteella olisi yhtäläisyyksiä ennestään laajasti tunnetun luxemburgilaisen SICAV:in kanssa. Tuttu standardirakenne vähentäisi oikeudellisen due diligen-

⁷⁰⁷ Esimerkiksi IOSCO:n raportit ovat olleet keskeisiä tämän tavoitteen edistämisessä.

⁷⁰⁸ Ks. myös Treasury (Australia) 2021a, s. 5.

⁷⁰⁹ Hazenberg 2012, s. 21. Vaikka vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä on toiminut Yhdysvalloissa jo kauan ennen Luxemburgin SICAV-rakenteen läpimurtoa, ei niitä kuitenkaan markkinoida maailmanlaajuisesti samassa mittakaavassa kuin UCITS-rahastoja, koska Yhdysvaltojen sääntely on jokseenkin rajoittavaa. Tämän takia vasta SICAV-rakenne on tehnyt vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä laajasti tunnetun maailmanlaajuisesti, kuten esimerkiksi Euroopassa ja Aasiassa. Toisaalta myös UCITS on nykyään tunnettu ”brändi” globaalisti: ks. esim. Ks. Cumming – Imad’Eddine – Schwiendbacher 2012, s. 263 ja 285–290 ja Horváthová 2015, s. 27, jossa todetaan, että etenkin luxemburgilaisia UCITS-rahastoja markkinoidaan aktiivisesti myös kolmansiin maihin, kuten Aasiaan ja Etelä-Amerikkaan. Markkinointia harjoitetaan paljon esimerkiksi Hongkongissa, Singaporessa, Taiwanissa, Chilessä ja Perussa. Kolmansiin maihin markkinoinnin todetaan olevan lisääntymään päin tulevaisuudessa. Ks. myös Delfrayssi 2013, s. 114 ja 116–120 ja Barker – Chiu 2017, s. 270 ja 272, joiden mukaan UCITS on tunnettu brändi ja standardi maailmanlaajuisesti. Vastaavasti toteaa myös Lang – Schäfer 2013, s. 7 ja Chiu 2018, s. 386. Luxemburgin tavoin myös Irlanti on kansainvälisen rahastoklusterin asemassa ja sinne rekisteröityjä rahastoja markkinoidaan laajasti ympäri maailman. Ks. esim. Browne 2015, s. 23.

ce -tarkastelun kustannuksia, jota erityisesti ammattimaiset sijoittajat harjoittavat.⁷¹⁰ Monissa maissa keskeinen syy sijoitusyhtiörakenteen käyttöönotolle on ollut nimenomaan rajojen yli markkinoimisen edellytysten parantaminen.⁷¹¹

On todennäköistä, että institutionaaliset sijoittajat suosivat yhtiörakennetta, jos valinta pitäisi tehdä eri oikeudellisessa rakenteessa perustettujen samalla sijoitusstrategialla toimivien rahastojen välillä pitäen muut tekijät muuttumattomina *ceteris paribus*. Euroopan rahastoteollisuudessa yhtiörakennetta käytetään laajemmin kuin muita rakenteita, ja institutionaaliset sijoittajat suosivat paremmin tuntemaansa rakennetta. Tämä on jo yksinään merkittävä sijoitusyhtiörakennetta puoltava seikka, koska vakuutus- ja eläkeyhteisöt ovat suurin rahastosijoittajaluokka Euroopassa.⁷¹² Maailmanlaajuinen rahastorakenteita koskeva bränditietoisuus, verotukselliset syyt ja yhdenmukaisuus SICAV-muotoon ovat tekijöitä, jotka ohjaavat suosimaan yhtiömuotoa. Piensijoittajille ei ole niin selkeää, mitä rahastorakennetta tai mihin maahan rekisteröityjä rahastoja he suosivat⁷¹³. Tämä johtuu ensisijaisesti piensijoittajien rajallisesta tietämyksestä rahastorakenteita kohtaan.⁷¹⁴ Tämän takia piensijoittajien kohdalla kysymys on ennen kaikkea rahastonhoitajan valinnasta: mikäli rahastopromoottori, kuten suuri pankki, päättää ottaa sijoitusyhtiörakenteen käyttöön ja tarjota sitä asiakkailleen, sijoittavat asiakkaat lähtökohtaisesti kyseiseen rakenteeseen. Mikäli sijoitusyhtiösääntelyssä saadaan hyödynnettyä hallituksen tuoma lisävalvonnan kerros onnistuneesti, pystyy sijoitusyhtiörakenne tarjoamaan tietyiltä osin muita rakenteita parempaa sijoittajansuojaa ja tehokkuusetuja, jolloin sijoitusyhtiörakenne toteuttaa

⁷¹⁰ Ammattimaisille sijoittajille on tyypillistä, että täydellisen rationaalisuuden sijasta yritysten päätoimintatekijät käyttävät erilaisia oikoteitä ja peukalosääntöjä toiminnassaan. Due diligence -tarkastuksessa tämä voi tarkoittaa sitä, että institutionaaliset sijoittajat tekevät riskiarvioita, milloin due diligence -tarkastus voidaan toteuttaa suppeasti. Tyypiesimerkkinä on tilanne, jossa sijoituskohteena oleva rahasto on rakenteeltaan sellainen, jonka tiedetään edustavan toimialan parhaita käytäntöjä.

⁷¹¹ Ks. Australian sijoitusyhtiörakennetta edeltävistä pohdintoista Treasury (Australia) 2017a, s. 4; Treasury (Australia) 2017b, s. 3; Treasury (Australia) 2018a, s. 3 ja Treasury (Australia) 2021a, s. 3: ”The Johnson report also identified Australia’s need for a CIV that provides flow-through tax treatment, maintains investor protection, and is more internationally recognisable than the MIS (Australia’s current trust-based CIV).” Johnsonin raportilla tarkoitetaan Mark Johnsonin johtaman työryhmän tuottamaa raporttia (Australian Financial Centre Forum 2009), jossa annettiin suosituksia Australian finanssisektorin kansainvälisen kilpailukyvyyn parantamiseksi. Ks. Australian Financial Centre Forum 2009, s. 62: ”Many potential non-resident investors in Australian funds, particularly in the Asia-Pacific region, do not come from common law jurisdictions. Neither they nor investment advisers in the region are typically familiar or comfortable with trust structures. They are more familiar with managed funds structured as a corporate vehicle or a limited partnership.” Ks. myös Board of Taxation 2011, s. 5 ja 8.

⁷¹² EFAMA 2022, s. 62 mukaan vakuutus- ja eläkeyhteisöjen omistusosuus eurooppalaisissa rahastoissa on peräti 41 %, kun taas kotitalouksien osuus on 24 %. Suomessa vakuutusyhtiöiden rahastosi-
joitusten allokaatio on peräti Euroopan korkein (60 %). Ks. EFAMA 2022, s. 69.

⁷¹³ Kotimarkkinaharhan on kuitenkin todettu johtavan kotimaisten vaihtoehtojen suosimiseen.

⁷¹⁴ SOU 2002:56, s. 501 ja Boire – Kiswanto – Wiklund – Liu 2016, s. 16–17. Piensijoittaja saattaa esimerkiksi sijoittaa sellaiseen rahastoon, jota hänen sijoitusneuvojansa, kuten pankki, hänelle tarjoaa.

tällöin paremmin myös piensijoittajien etuja. Samalla kun rahastoyhtiöiden toiminnan kilpailukykyisyyttä parannettaisiin tarjoamalla sääntelyssä lisää vaihtoehtoisia toimintamuotoja ja vaihtoehtoja toiminnan järjestämiseen, tulee rahastosijoittajien asema turvata riittävällä tavalla.⁷¹⁵

4.2.4 Joustavuus ja yhtiörakenteen edut

Vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä voidaan pitää joustavampana kuin olemassa olevaa sopimusperusteista rakennetta, joka on tietyiltä osiltaan jäykkä. Erityisesti mahdollisuus perustaa helpommin erilaisia ja erillisiä alarahastoja eri asiakkaille saatevarjorahaston sisällä lisää joustavuutta. Joustavuus ilmenee erityisesti rahastojen perustamisessa ja hallinnoinnissa. Lisäksi pakottavaa toimintamuotoa koskevaa sääntelyä olisi vähemmän kuin sijoitusrahastoilla, mikä mahdollistaa suuremman sopimusvapauden yhtiöjärjestyksessä.⁷¹⁶ Todennäköisesti yhtiömuodossa rahastoja voitaisiin kannattavammin perustaa pienemmille asiakas- ja omaisuusmäärille, koska rahaston hallinnointikustannukset olisivat alhaisemmat kuin erillisissä sopimusperusteisissa sijoitusrahastoissa.⁷¹⁷ On toisaalta huomioitava, että alarahastojen perustaminen on mahdollista myös nykyisessä sopimusperusteisessa rakenteessa. Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön joustavuus riippuu viime kädessä siitä, onnistutaanko sääntely toteuttamaan oikealla tavalla erityisesti alarahastorakenteen osalta.⁷¹⁸ Sijoitusyhtiörakenteesta ei puutu mitään sopimusperusteiseen sijoitusrahastorakenteeseen verrattuna ja tämän lisäksi se tuo mukanaan yhtiörakenteen hyödyt.

Sijoitusyhtiörakenteeseen liittyy yleisiä yhtiörakenteeseen kytkeytyviä etuja. Näitä ovat muun muassa asema erillisenä yhteisönä ja oikeushenkilönä, jatkuvuus, osakkeenomistajien rajoitettu vastuu, osakkeiden siirtokelpoisuus ja verotuksellinen status verosopimusten näkökulmasta. Esimerkiksi sopimusten solmiminen on vaivattomampaa sellaiselle rahastolle, jolla on oikeushenkilöllisyys, samoin kuin tiettyihin sijoituskohteisiin sijoittaminen. Sijoittajien ja eri sidosryhmien näkökulmasta on turvallisempaa asioida erillisen yhteisön kanssa verrattuna sellaiseen rakenteeseen, joka ei ole oikeushenkilö. Yhtiö on olemassa erillisenä oikeushenkilönä, joka on erillinen osakkeenomistajiin nähden. Jatkuvuus puolestaan takaa sen, että sijoitusyhtiö

⁷¹⁵ VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 1.

⁷¹⁶ Ks. vastaavasti SIB 1995, s. 8, jossa verrataan OEIC-sijoitusyhtiön joustavuutta osustrusteihin nähden.

⁷¹⁷ Vaihtoehtorahastojen osalta tämä voisi tarkoittaa esimerkiksi ns. yhden sijoittajan rahastoja, joita käytetään yleensä institutionaalisten asiakkaiden varainhoitojärjestelyinä.

⁷¹⁸ Ks. tähän liittyen esim. Vepsä 2021b, s. 99 ja 122.

on olemassa riippumatta osakkeenomistajissa tapahtuvista muutoksista, joita voivat olla esimerkiksi osakkeenomistajan kuolema, maksukyvyttömyys, irtautuminen tai oikeustoimikelvottomuus. Rajoitettu vastuu takaa sen, etteivät osakkeenomistajat ole vastuussa sijoitusyhtiön velvoitteista vaan heidän vastuunsa rajoittuu heidän sijoittamaansa pääomaan. Osakkeiden siirtokelpoisuus taas mahdollistaa sijoitusyhtiön osakkeiden siirtämisen, ellei sitä ole yhtiöjärjestyksessä rajoitettu. Lopuksi sijoitusyhtiöiden verotuksellinen status verosopimusten näkökulmasta oikeuttaa ne yleensä verosopimusten mukaisiin etuuksiin⁷¹⁹.

4.2.5 Tehokas hallintorakenne ja sijoittajansuoja

Vaikka pääasialliset kriteerit yhteistä sijoitustoimintaa koskevien sääntelyuudistusten arvioimiseksi ovat taloudellisia eli tehokkuuden edistämiseen pyrkiviä, niin toisaalta on myös hyväksyttävä sääntelyn tärkeä rooli sijoittajien ja muun yhteiskunnan etujen suojelemisessa rahastojen heikkotasaisen hallinnon aiheuttamilta haitoilta. Mikäli näitä etuja ei suojeltaisi, aiheuttaisi se taloudellisia ja muita kustannuksia sijoittajille ja koko yhteisölle. Useimmissa tapauksissa näitä kustannuksia voi olla vaikea arvioida määrällisesti. Siitä huolimatta sääntelyjärjestelmä, joka jättäisi ne kokonaan huomiotta, olisi epätäydellinen. Sijoitusyhtiörakenne pyrkii sekä lisäämään taloudellista tehokkuutta että parantamaan rahastojen hallinnon järjestämisen tasoa, joka vaikuttaa sijoittajansuojaan.⁷²⁰

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallintorakenne parantaa rahastojen hallinnon tasoa sopimusperusteisiin rahastoihin verrattuna. Osakeyhtiöoikeudesta tutut osakkeenomistajien äänioikeudet ja sijoitusyhtiön tasolla toimiva hallitus täydentävät rahastosijoittajien nykyisiä oikeuksia. Edellä luvussa 1.2.2 on todettu, että osakkeenomistajien äänioikeudet ja hallitus ovat erityisen hyödyllisiä silloin, kun sijoittajien irtautumisoikeuden käyttäminen ei ole mahdollista. Tällainen tilanne on käsillä etenkin silloin, jos sijoitusrahastomarkkinoilla vallitsee alhainen kilpailun taso. Tällöin sijoittajilla ei välttämättä ole kannustimia irtautua kalliista rahastosta, mikäli edullisia vastineita ei ole markkinoilla. Euroopan sijoitusrahastomarkkinoiden kilpailuasteen voidaan todeta olevan jokseenkin alhainen, jolloin markkinavoimat eivät yksinään

⁷¹⁹ Ks. HE 304/2018 vp, s. 11, jonka mukaan ulkomaisen sijoitusrahaston oikeudellinen muoto esimerkiksi yhtiömuotoisena rahastona voi auttaa verosopimusetujen saavuttamisessa, mutta se ei ole kuitenkaan ratkaiseva tekijä.

⁷²⁰ Ks. myös ALRC – CASAC 1993b, s. 7–8.

riitä pitämään rahastojen kustannuksia alhaisina.⁷²¹ Tämä on todennettavissa, kun verrataan eurooppalaisten rahastojen kustannuksia yhdysvaltalaisiin rahastoihin, jotka toimivat markkinalla, jossa vallitsee korkea kilpailun taso.⁷²² Euroopassa sijoitusrahastomarkkina on yhä fragmentoitunut ja kärsii aidosta valtiorajat ylittävän kilpailun puutteesta⁷²³ eikä aitoa yhtenäismarkkinaa ole syntynyt.⁷²⁴ Peräti 70 % EU-rahastojen rahastopääomista on rahastoissa, joita markkinoidaan vain yhdessä jäsenvaltiossa. Sijoittajia ei katsota suojattavan tarpeeksi kohtuuttomilta kustannuksilta.⁷²⁵ Nämä seikat puoltavat toimivan rahastotasaisen hallituksen merkityksen lisäämistä, koska yksi keskeinen osa hallituksen valvontaroolista on sen varmistaminen, että rahastoyhtiön veloittamat palkkiot ovat kohtuullisia.⁷²⁶ Rahastojen palkkiot ovat laskeneet Euroopassa viime vuosien aikana, mutta eivät niin paljon kuin Yhdysvalloissa.⁷²⁷ Hallituksen rooli osakkeenomistajien agenttina tarkoittaa sitä, että hallituksen tulisi olla vastuussa osakkeenomistajille siitä, että hallituksen nimittämä rahastoyhtiö tuottaa osakkeenomistajille lisäarvoa.⁷²⁸

⁷²¹ Vepsä 2022a, s. 164. Perinteisesti on ajateltu, että vapaa kilpailu riittäisi pitämään rahastojen kustannukset kurissa. Ks. esim. SOU 1969:16, s. 111.

⁷²² Ks. Duvall – Swan 2021, s. 13, jossa todetaan, että UCITS-rahastojen keskimääräiset juoksevat kustannukset olivat osakerahastoissa 1,24 % ja osakeindeksirahastoissa 0,28 %. Kun tätä verrataan yhdysvaltalaisiin rahastoihin, joissa vastaava luku oli osakerahastoissa 0,50 % ja osakeindeksirahastoissa 0,06 % (Duvall 2021, s. 8) havaitaan, että keskimääräiset kustannukset ovat eurooppalaisissa rahastoissa moninkertaisia yhdysvaltalaisiin rahastoihin verrattuna. Ks. myös Delbecque 2022, s. 1: ”The asset-weighted average product cost of US mutual funds is significantly lower than that of UCITS.” ja ECA 2022, s. 32.

⁷²³ Aidosta rajojen yli markkinoinnista ei voida katsoa olevan kyse, kun promoottori perustaa rahaston toiseen jäsenvaltioon ja markkinoi sitä takaisin kotivaltioonsa (ns. round-trip funds). Tilastot, joissa kansallisten ja ulkomaisten rahastojen määrittely perustuu ainoastaan rahaston rekisteröintivaltioon, eivät huomioi tätä seikkaa eivätkä täten anna realistista kuvaa rajat ylittävän kilpailun määrästä. Ks. esim. EFAMA 2019, s. 19.

⁷²⁴ EFAMA 2022, s. 57 mukaan: ”In most European countries, the vast majority of home-domiciled funds are held at home. In 13 countries, more than 90% of the home-domiciled funds are held domestically.”

⁷²⁵ ECA 2022, s. 4–5, 7 ja 44. Kohtuuttomia kustannuksia ei ole määritelty EU-sääntelyn tasolla, mikä vaikeuttaa rajanvetoa. Ks. ESMA34-45-1673, s. 9. Ks. myös FCA 2017, s. 45.

⁷²⁶ Sopimusperusteisissa sijoitusrahastoissa ei ole tahoja, joka valvoisi kustannusten kohtuullisuutta. Ks. esim. OECD 2000, s. 20: ”There is no independent monitoring as to the reasonableness of fees.” Ks. myös FCA 2017, s. 5, jonka mukaan: ”Investors’ awareness and focus on charges is mixed and often poor.” Tutkimukset osoittavat, etteivät piensijoittajat anna kustannuksille merkittävää painoarvoa päätöksenteossa. Ks. esim. Alexander – Jones – Nigr 1998, s. 301–316; Wilcox 2003, s. 645–663; Barber – Odean – Zheng 2005, s. 2095–2120 ja Evans – Fahlenbrach 2012, s. 3530–3571.

⁷²⁷ EFAMA 2022, s. 15 ja 47. Toisin kuin Yhdysvalloissa, on Euroopassa paljon piensijoittajille tarkoitettuja rahastoja, joissa ei ole hallitusta (sopimusperusteiset sijoitusrahastot ja osuustrustit), mikä voi osaltaan vaikuttaa rahastojen keskimääräiseen palkkiotasoon. Toisaalta on huomioitava, että Yhdysvaltoihin verrattuna korkeampaan palkkiotasoon vaikuttavat Euroopassa myös muut rakenteelliset tekijät, kuten rahastojen pienempi keskimääräinen koko Yhdysvaltoihin verrattuna, jolloin mittakaavaetuja ei päästä hyödyntämään yhtä tehokkaasti kuin Yhdysvalloissa.

⁷²⁸ Ks. myös FCA 2018, s. 13.

Lisäksi kontrollioikeudet ja hallitus voivat tuoda vaikeasti mitattavaa jatkuvaa hyötyä osakkeenomistajille, koska ne luovat rahastoyhtiölle teoreettisen lisäpelotteen erottamisuhan muodossa, jota sopimusperusteisten sijoitusrahastojen hallintorakenne ei tarjoa. Hallituksen avulla sijoitusyhtiörakenteeseen tuodaan rahastoyhtiön toiminnan valvontaan lisäkerros, jota sopimusperusteisissa sijoitusrahastoissa ei ole.⁷²⁹ Hallituksen jäsenillä oleva päätösvalta tarjoaa lisäarvoa myös siinä muodossa, että riitoja voidaan ratkaista enemmän sisäisesti ilman valvojan viranomaisen osallistumista.⁷³⁰ Hallitusten merkitys tulee tehostumaan tulevaisuudessa,⁷³¹ ja tässä kehityksessä erityisesti riippumattomien hallituksen jäsenten merkitys korostuu.⁷³² Hallitus ei kuitenkaan ole ylivoimainen ratkaisu sijoittajansuojan edistämiseksi, mutta se on tärkeä osa monitahoista sijoittajansuojan lisäämiseen pyrkivää keinovalikoimaa.⁷³³ Hallituksen toiminnan tehokkuutta lisää se, ettei hallitus voisi ulkoistaa kokonaisvastuutaan hallinnon asianmukaisesta järjestämisestä.⁷³⁴

Koska vaihtuvapääomaisissa sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajien oikeudet perustuvat osakkeisiin, on sijoittajilla osakasoikeudet toisin kuin sopimusperusteisessa sijoitusrahastorakenteessa. Osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia voidaan pitää sijoitusyhtiörakenteen hyötynä.⁷³⁵ Tämä sisältää esimerkiksi äänivallan, hallituksen nimittämis-oikeuden ja yhtiökokoukset. Nämä tekijät antavat sijoittajille mahdollisuuden vaikuttaa rahaston hallintoon sijoitusyhtiörakenteessa. Käytännössä oikeudet ovat kuitenkin teoreettisia ja niitä käytetään harvoin. Etenkin piensijoittajien näkökulmasta on lähes aina kannattavampaa irtautua rahastosta kuin pyrkiä vaikuttamaan

⁷²⁹ Vepsä 2022a, s. 191–192.

⁷³⁰ Wang 1994, s. 1001.

⁷³¹ Ks. esim. Khorana – Servaes 2008, s. 85, jossa arvioidaan, että muuttuvassa regulaatioympäristössä hallitusten merkitys korostuu tulevaisuudessa: ”However, we do believe that regulation and disclosure rules will be modified to make fund boards a more important shareholder protection mechanism, both in the United States and around the world.”

⁷³² Ks. Hudson 2019, s. 65: ”Certainly post-financial crisis, there is a desire for more independent directors and, especially, more independent directors with fewer directorships (fewer ‘jumbo directors’), and clearly increasingly there is an investor need for directors to have more knowledge and experience, and certain investors want more full board meetings.”

⁷³³ Johnson 2018, s. 152–153.

⁷³⁴ IFIA 2011, s. 8 ja 10; CBI 2014, s. 28 ja SFC 2018, s. 11. Ks. myös Vepsä 2022a, s. 178, jossa todetaan, että mikäli hallitusta kannustetaan asianmukaisin sanktiokeinoin suoriutumaan tehtävästään huolellisesti, edesauttaa tämä omalta osaltaan, ettei hallituksen valvontarooli jää ainoastaan oikeudelliseksi fiktioksi. Ks. vastaavasti World Bank 2008, s. 4, jossa todetaan, että tulisi harkita yksittäisten toimihenkilöiden ja johtajien henkilökohtaisen vastuun vahvistamista. Suurin osa rahastosektorin väärinkäytöksistä on yksityishenkilöiden tekemiä, jotka ryhtyvät kyseisiin toimiin tavoitellessaan henkilökohtaista hyötyä. ALRC – CASAC 1993b, s. 88 on todennut osuvasti: ”Managing other people’s money is a responsibility not to be taken lightly and scheme operators must carry the responsibilities associated with this activity.” Esimerkiksi Irlannissa hallituksen jäsenen rajaton vastuu sijoitusyhtiön velvoitteista ei ole täysin poissuljettua (ks. General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 87 ja ICAV Act 2015, section 115(2)).

⁷³⁵ SOU 2002:56, s. 501.

rahaston hallintoon, mikäli irtautuminen on mahdollista.⁷³⁶ Tämä ei kuitenkaan tee osakkeenomistajien oikeuksia tarpeettomaksi, koska ne on tarkoitettu varavälineiksi sellaisiin tilanteisiin, joissa muiden oikeussuojakeinojen käyttäminen ei ole mahdollista. On todennäköistä, että äänivalta on jossakin määrin tärkeämpää institutionaalisille sijoittajille, koska niiden tekemät sijoitukset ovat lähtökohtaisesti suurempia kuin piensijoittajilla.

4.2.6 Vaikutukset rahaston kustannuksiin ja nettotuottoon

Organisoitumisesta koituvien hyötyjen vastapainona pidetään yleensä organisaation valvonnasta syntyviä kustannuksia. Yhtiöiden toiminnan tehokkuutta koskevassa kirjallisuudessa sidosryhmien väliset suhteet ja niiden sääntely ovatkin keskeisiä tutkimuskysymyksiä. Sidoryhmien kohtaamat väärinkäytösriskit lisäävät valvonta- ja sopimuskustannuksia ja heikentävät siten rahoituksen saatavuutta sekä kasvattavat sen kustannuksia. Tehoton sijoittajansuoja vähentää välillisesti yhtiöiden kykyä investoida ja heijastuu näin ollen kielteisesti taloudellisen toimeliaisuuden edellytyksiin. Sijoitusrahastojen perustehtävien toteuttaminen edellyttääkin sijoittajalle riittävää varmuutta siitä, että sääntely on kunnollista ja hänen sijoitustaan suojataan. Keskeisenä elementtinä sijoittajaystävällisessä sääntelyssä on sijoittajien kohtaamien transaktiokustannusten alentaminen.

Sijoitusyhtiömuodon ja sijoitusrahastomuodon transaktiokustannuksia vertailemalla ei ole löydettävissä yksiselitteistä ratkaisua kumpi rakenteista on tehokkaampi. Ei siis ole myöskään olemassa taloustieteellisiä perusteluita, miksi kontrollioikeus tulisi sijoitusyhtiömuodossa antaa rahasto-osuudenomistajille. Toisaalta ei ole olemassa liioin yksiselitteisiä perusteluita sille, miksi kontrollioikeutta ei kannattaisi antaa rahasto-osuudenomistajille. Lainsäädännön pitäisikin olla tältä osin tahdonvaltaista, joka saavutetaan siten, että yhteisen sijoitustoiminnan organisoiminen tulisi sallia sekä sijoitusrahastomuodossa että sijoitusyhtiömuodossa.⁷³⁷ Sijoitusyhtiömuoto olisi se, joka tarjoaa sijoittajille sijoitusrahastoja laajemmat kontrollioikeudet. Useat valtiot ovat jättäneet kysymyksen sopivan rahastorakenteen valinnasta markkinoiden ratkaistavaksi. Päätösvalta kulloiseenkin liiketoimintaan parhaiten soveltuvasta oikeudellisesta muodosta kuuluisi luontevimmin markkinoilla toimiville rahastonhoitajille

⁷³⁶ Vepsä 2022a, s. 143–148.

⁷³⁷ Turtiainen 2004, s. 156.

ja toissijaisesti myös sijoittajille⁷³⁸, jolloin kansallisen lainsäätäjän tehtäväksi jäisi tarjota mahdollisimman laaja keinovalikoima yhteisen sijoitustoiminnan organisoimista varten.⁷³⁹ Sijoitusyhtiörakenteen mahdollistaminen ei näin ollen tarkoita sitä, että nykyisestä sijoitusrahastorakenteesta tulisi luopua.⁷⁴⁰ Markkinat osaavat viime kädessä arvioida, mihin tarkoituksiin sijoitusyhtiörakenne on parempi kuin sijoitusrahastorakenne tai päinvastoin. Verokohtelu on esimerkki sellaisesta seikasta, jossa sijoitusyhtiörakenne tuo lisäarvoa nykytilanteeseen verrattuna esimerkiksi kansainvälisten rahastorakenteiden strukturoinnissa.⁷⁴¹

Rahaston oikeudellisen muodon vaikutusta sijoitusmenestykseen ja riskitasoon on tutkittu vähän.⁷⁴² Sijoitusyhtiöiden kustannustehokkuutta osuustrusteihin verrattuna on tutkittu empiirisesti Yhdistyneen kuningaskunnan markkinoilla. Ensimmäisen tutkimuksen mukaan brittiläisistä rahastoista kerätyn poikkileikkausaineiston perusteella vaikuttaa siltä, että vaihtuvapääomaiset yhtiömuotoiset rahastot (OEIC) veloittavat huomattavasti alhaisempia merkintäpalkkioita kuin trustimuotoiset rahastot. Sama pätee myös vuosittaisiin hallinnointipalkkioihin. Tutkimuksessa ei kuitenkaan tunnistettu, että organisoitumismuodolla olisi ollut vaikutusta rahastojen sijoitusmenestykseen. Samaa kysymystä tutkittiin uudelleen laajemman tutkimusaineiston pohjalta, jolloin päädyttiin kustannusten osalta päinvastaiseen tulokseen, jonka mukaan osuustrustit veloittavat alhaisempia palkkioita kuin OEIC-sijoitusyhtiöt. Tämä koskee sekä hallinnointi- että merkintäpalkkioita.⁷⁴³ Kokonaisuutena yhtiömuodon paremmuus ei kuitenkaan horjunut, kun otetaan huomioon sijoitusmenestyksen vaikutus. Uudemman tutkimuksen mukaan osuustrustien riskikorjattu tuotto⁷⁴⁴ on

⁷³⁸ Sijoittajien valinnat ja mieltymykset ohjaisivat myös rahastonhoitajien tuotekehityspäätöksiä.

⁷³⁹ Vepsä 2021a, s. 37.

⁷⁴⁰ Vaikka sijoitusyhtiörakenne on suosituin, on sopimusperusteinen rahastorakenne myös merkittävä. Esimerkiksi Luxemburgin ja Ranskan rahastomarkkinat ovat osoittaneet, että molemmille rakenteille (sijoitusyhtiöt ja -rahastot) on aitoa kysyntää.

⁷⁴¹ Jos verosopimus ei sisällä erityistä mainintaa sijoitusrahastoista, suomalaisen sijoitusrahaston voidaan yhtä hyvin tulkita olevan verosopimussubjekti tai ei. Tulkinta saattaa vaihdella valtioittain. Tästä saattaa syntyä tulkintakonflikti, joka johtaa kansainväliseen monenkertaiseen verotukseen. Jos rahasto on yhtiömuotoinen, voi se auttaa verosopimusetujen saavuttamisessa.

⁷⁴² Ks. vastaavasti Gupta – Szado 2008, s. 3: ”While there is a plethora of research on investment strategies, asset allocation and risk management, one area where academic research is scarce is the legal structure that a fund employs and the resulting differences in performance and risk.”

⁷⁴³ Osuustrustien alhaisemmat palkkiot selittyvät sillä, että trust-oikeuden huolellisuusveloite on suurempi kuin yhtiöoikeudessa. Ks. Warburton 2010, s. 184, 187, 192 ja Lin – Varottil 2020, s. 982. Toisaalla on jopa esitetty, että trust-oikeutta vastaavien fidusiaariveloitteiden pitäisi soveltaa myös sijoitusyhtiöihin (ks. Horváthová 2015, s. 257). Tämä voisi kuitenkin mahdollisesti johtaa liian korkeaan huolellisuustasoon, joka rajoittaa riskinottoa tarpeettomasti. Empiiriset tutkimustulokset Yhdistyneen kuningaskunnan markkinoilta tukevat tätä hypoteesia (ks. Vepsä 2022a, s. 180–182).

⁷⁴⁴ Rahastosijoittajat välittävät viime kädessä ainoastaan riskikorjatusta nettotuotosta. Näin esim. Kong – Tang 2008, s. 197; FCA 2017, s. 18 ja IA 2021, s. 19.

selvästi alhaisempi kuin OEIC-sijoitusyhtiöillä. Kun huomioidaan kustannusten ja riskikorjatun tuoton nettovaikutus, on sijoittajan näkökulmasta selvästi kannattavampaa sijoittaa OEIC-sijoitusyhtiöön verrattuna osuustrustiin.⁷⁴⁵

Vastaavia tuloksia on saatu Luxemburgiin kohdistuvan riippumattomien hallituksen jäsenten vaikutusta analysoivan tutkimuksen sivutuotteena.⁷⁴⁶ Näin ollen olemassa oleva empiirinen tutkimustieto puhuu sijoitusyhtiörakenteen puolesta⁷⁴⁷, mutta tulokset eivät ole suoraan yleistettävissä. Kattavamman tutkimuksen puuttuessa tuloksia voidaan pitää suuntaa antavina.⁷⁴⁸ Sääntelykilpailuteorian pitäisi myös tukea tätä tulosta: sääntelykilpailu johtaa rahastosääntelyssä sijoittajan näkökulmasta entistä tehokkaampien rakenteiden kehittymiseen, koska lähtökohtaisesti rationaalisuuteen pyrkivät sijoittajat välttävät kannaltaan huonoja vaihtoehtoja. Positiivinen vaikutus nettotuottoon olisi luonteva syy siihen, miksi yhtiömuoto jatkuvasti parantaa asemaansa markkinoilla muiden oikeudellisten muotojen kustannuksella.⁷⁴⁹ Euroopasta saatuja tuloksia tukevat myös havainnot Yhdysvalloista, jossa rahastojen keskimääräiset kustannukset ovat alemmalla tasolla kuin Euroopassa, ja ne ovat myös alentuneet

⁷⁴⁵ Ks. Vepsä 2022a, s. 180–182, jossa Warburtonin tutkimusten tuloksia ja tutkimusasetelmaa on tarkasteltu tarkemmin.

⁷⁴⁶ Hazenberg 2012, s. 190 mukaan: ”In line with the notion that FCPs have inferior governance as compared to SICAVs, FCPs have higher TERs.” Ks. myös Hazenberg 2012, s. 199–200.

⁷⁴⁷ Ks. tarkemmin Vepsä 2022a, s. 180–182. Warburtonin tutkimukset kohdistuivat sijoitusyhtiöiden ja osuustrustien vertailuun. Vaikka trustimuotoiset rahastot eivät olekaan suoraan verrannollisia Suomessa käytössä olevaan sopimusperusteiseen rahastorakenteeseen, ollaan kuitenkin käytännössä lähellä sitä, koska osuustrusteissa osuudenomistajien äänivalta on minimaalista kuten sopimusperusteisissa rahastoissa. Sopimusperusteinen rahastorakenne on manneureurooppalaisen oikeusjärjestelmän vastine osuustrustirakenteelle (ks. Vepsä 2021a, s. 17).

⁷⁴⁸ Ks. Vepsä 2022a, s. 182, jossa todetaan, että merkittävän markkina-alueen, kuten Luxemburgin, SICAV-sijoitusyhtiöiden ja FCP-sijoitusrahastojen kustannusten ja sijoitusmenestyksen vertailu olisi varsin tervetullut jatkotutkimuskohde.

⁷⁴⁹ Esim. OECD 2000, s. 25 mukaan osuustrustin asema on heikkenemässä. Kyseinen kehitys on edelleen voimistunut läpi 2000-luvun.

merkittävästi viimeisen 24 vuoden aikana.⁷⁵⁰ Yhdysvalloissa on käytössä sijoitusyhtiörakenne, jossa on hallitus. Hallitusten toiminnan tehostuminen voi olla yksi syy⁷⁵¹ kustannusten alenemisen taustalla.⁷⁵²

4.2.7 Monipuolisten toimintamahdollisuuksien vaikutus rahastojen kotipaikkaan

Rahastotoiminta on kehittynyt voimakkaasti 2000-luvulle tultaessa sekä maailmanlaajuisesti että Euroopassa, mukaan lukien Suomessa. EU-sääntelyn rinnalla edistystä on tapahtunut myös monen jäsenvaltion kansallisessa sääntelyssä kuten erityisesti EU:n keskeisissä rahastomaissa Luxemburgissa ja Irlannissa. Kansallisella sääntelyllä on varmistettu ja tuettu rahastotoiminnan kilpailukykyä muun muassa erilaisilla yhtiömuodoilla ja joustavalla toiminnan järjestämistä koskevalla sääntelyllä, jos kyse ei ole direktiivin alaan kuuluvasta sääntelystä. Euroopassa onkin havaittavissa vahvaa keskittymistä rahastosektorilla juuri niihin maihin, joissa on panostettu erilaisiin toiminnan järjestämismahdollisuuksiin, kuten eri yhtiömuotojen valikoimaan ja mahdollisimman joustavaan kansalliseen sääntelyyn direktiivin ulkopuolelle jäävien osa-alueiden kohdalla unohtamatta kuitenkin verotuksellisten ratkaisujen vaikutusta.⁷⁵³

Empiiristen tutkimusten mukaan sääntelytekijät vaikuttavat eniten UCITS-rahastojen kotipaikan valintaan.⁷⁵⁴ Ensimmäisessä tutkimuksessa (*Lang – Schäfer* 2013) tutkimusaineisto on kerätty kyselyillä ja haastatteluilla, jotka ovat kohdistuneet rahastonhoitajien päättävässä asemassa oleviin henkilöihin ja toisessa tutkimuksessa (*Boire – Kiswanto – Wiklund – Liu* 2016) haastattelut ovat kohdistuneet monipuolisesti erilaisiin rahastotoimialan asiantuntijoihin.⁷⁵⁵ Huomionarvoista on, että rahasto-sääntelyn merkitys rahaston kotipaikan valintaan on todettu suuremmaksi kuin esimerkiksi työvoiman laadun ja saatavuuden, työvoimakustannusten ja verokohtelun

⁷⁵⁰ Duvall 2021, s. 3. Ks. myös Birdthistle 2018, s. 269.

⁷⁵¹ Muita syitä voivat olla esimerkiksi trendinomainen varojen siirtyminen edullisiin rahastoihin ja kalliiden rahastojen vähentyminen markkinoilta. Ks. myös EFAMA 2022, s. 15 ja 47, jonka mukaan yhteissijoitusyritysten kustannukset ovat myös laskeneet tasaisesti viime vuosien aikana. Tästä huolimatta niiden keskimääräiset kustannukset ovat korkeampia kuin yhdysvaltalaisissa sijoitusyhtiöissä.

⁷⁵² Hallituksen kykyyn ja kannustimiin valvoa sijoittajien etuja on voinut vaikuttaa riippumattomien hallituksen jäsenten määrän kasvu SEC:n vuonna 2001 antaman asetuksen (Role of Independent Directors of Investment Companies, 66 Fed. Reg. 3734) johdosta. Ks. Vepsä 2022a, s. 176.

⁷⁵³ VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 2.

⁷⁵⁴ Lang – Schäfer 2013, s. 15, 17 ja 19–20 ja Boire – Kiswanto – Wiklund – Liu 2016, s. 10.

⁷⁵⁵ Lang – Schäfer 2013, s. 13 ja Boire – Kiswanto – Wiklund – Liu 2016, s. 5–6.

merkitys.⁷⁵⁶ On huomioitava, että sääntely vaikuttaa rahastojen kotipaikan valintaan kokonaisuutena: itsessään rahastomuotojen valikoima on yksi onnistuneen sääntelyn merkittävä osatekijä, muttei ainoa tekijä. Mainittujen tutkimusten löydösten perusteella huomion kiinnittäminen rahastosääntelyn kilpailukykyyn on tärkeää.

On selvää, että monet valtiot pyrkivät varmistamaan, että niiden sääntely tunnustaisi erilaisia yhteisen sijoitustoiminnan oikeudellisia rakenteita, kuten esimerkiksi sijoitusyhtiöt, kommandiittiyhtiöt ja sopimusperusteiset rahastorakenteet. Vallitsevana suuntauksena on siis se, että maat ovat siirtymässä tarjoamaan laajennettua rahastorakenteiden valikoimaa, jotta markkinaosapuolet voivat valita toimintaansa parhaiten sopivan juridisen rakenteen.⁷⁵⁷ Tätä taustaa vasten Suomi on epäedullisessa kilpailuasemassa, koska se ei tarjoa rahastotoimintaan yhtiörakennetta vaihtuvalla osakepääomalla. Tämä käy ilmi muun muassa siitä, että rahastotoimintaa on siirtynyt Suomesta ulkomaille, minkä seurauksena verotulot ovat vähentyneet ja työpaikkoja on menetetty.⁷⁵⁸ Muualla Euroopassa vastaava kehitys on jo ehtinyt pidemmälle.⁷⁵⁹ Suomen kilpailukykyyn lisäämiseksi suhteessa muihin lainkäyttöalueisiin ja niiden rahastolainsäädäntöön tulisi myös Suomessa ottaa käyttöön vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön rakenne. Puolustavan sääntelykilpailun näkökulmasta vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on Suomen kannalta perusteltu ja toimiakseen sen tulee täyttää kansainväliset kriteerit.⁷⁶⁰

4.3 Sijoitusyhtiösääntelyn kansantaloudellinen merkitys

Rahoitusmarkkinat ovat ratkaisevan tärkeitä reaalityaloudelle kilpailukykyyn ja työllisyyden kannalta. Euroopan rahoitusmarkkinoiden karttaa alettiin piirtää uudelleen EMU:n yhteydessä ja uudistukset ovat sittemmin jatkuneet nopeasti. Globalisaatio ja digitalisaatio merkitsevät sitä, että rahoitusmarkkinat muuttuvat edelleen. Rakenteelliset ja teollisuuden muutokset edellyttävät kansallisen lainsäädännön uudistamista

⁷⁵⁶ Lang – Schäfer 2013, s. 26.

⁷⁵⁷ Vastaavasti toimitaan myös tavanomaisessa yhtiöoikeudessa. Ks. esim. Armour – Hansmann – Kraakman – Pargendler 2017, s. 19, jonka mukaan: ”First, a given jurisdiction can provide for a menu of different standard form legal entities from which parties may choose in structuring an organization.”

⁷⁵⁸ Tuoreena esimerkkinä voidaan mainita SEB:n hoitamien Suomeen rekisteröityjen sijoitusrahastojen sulautuminen Luxemburgiin rekisteröityihin yhteissijoitusyrityksiin. Toisena esimerkkinä voidaan mainita Handelsbankenin hoitamien rahastojen keskittäminen Suomesta pois vuonna 2014.

⁷⁵⁹ Ks. esim. Hazenberg 2012, s. 23–24, jonka mukaan Hollannin johtavat rahastoyhtiöt siirsivät Hollantiin rekisteröidyt rahastonsa Luxemburgiin, mikä johti Hollannin rahastopääomien laskuun vuosina 2000–2009.

⁷⁶⁰ Vepsä 2022b, s. 392.

samalla tavalla kuin muissa ETA-maissa on jo tapahtunut. Suomella on hyvät perusedellytykset kehittyä Pohjois-Euroopan merkittäväksi finanssivaltioksi. Suomen edellytetään kuitenkin hyödyntävän ja vahvistavan kilpailuetuja sekä poistavan sääntelyesteitä. Infrastruktuuriin, asiantuntemuksen ja laajan suomalaisen rahastosäästämisen valossa arvioituna suomalainen rahastotoimiala on asemassa, jossa se pystyisi asemoitumaan paikalliseksi rahastoklusteriksi, jonka vetovoima estää rahastojen siirtymistä Yhdistyneeseen kuningaskuntaan, Luxemburgiin ja Irlantiin. Korkeasti koulutetun työvoiman ja riskipääoman yhdistäminen on edistänyt start-up-yritysten ja innovatiivisten palveluiden kasvua Suomessa. Sijoitusyhtiömuodon mahdollistamisella ei ole tarkoitus kilpailla merkittävien kansainvälisten rahastoklusterien kanssa rahastopääomista, vaan se mahdollistaa tasavertaiset kilpailuedellytykset rahastojen perustamiselle Suomessa ja vähentää kannustimia perustaa rahastoja ulkomaille, jolloin kyseessä olisi ensisijaisesti puolustavaa sääntelykilpailua. Puolustavan sääntelykilpailun on todettu olevan toimiva sääntelystrategia siihen verrattuna, ettei tehtäisi mitään.⁷⁶¹

Suomen sijoitusrahastosääntelyn kansallisesta kilpailukyvyistä on kannettu jatkuvaa huolta. Keskeisenä kilpailukykyä haittaavana seikkana on pidetty yhteissijoitusyritysten oikeudellisten rakenteiden rajaamista ainoastaan sopimusperusteisiin sijoitusrahastoihin.⁷⁶² Julkinen valta voi toimenpiteillään edistää kansallista kilpailukykyä esimerkiksi toimivalla verotuksella ja sääntelyllä. Yleisesti hyväksyttynä lähtökohtana pidetään sitä, että pääomamarkkinoiden tehokkuus on osa Suomen kilpailukykyä. Ilman pääomanmuodostusta ei ole investointeja. Sijoitusrahastojen sääntelyn on ajateltu olevan keskeinen osa pääomamarkkinoiden toimivuutta, koska hyvin toimivan sijoitusrahastosektorin nähdään helpottavan pääoman kerryttämistä ja yritystoiminnan tehokasta harjoittamista. Lainsäädäntö tulisi pyrkiä lähtökohtaisesti järjestämään niin, että niukat taloudelliset resurssit saataisiin mahdollisimman kattavasti hyödynnettyksi ja niiden käyttö mahdollisimman tehokkaaksi.

Sääntelymuutosten lähtökohtana tulisi pitää sitä, että säännösmuutoksen yhteiskunnallisten hyötyjen tulisi ylittää muutoksesta aiheutuvat kokonaiskustannukset. Lainvalmisteluresurssit ovat niukkoja, mikä tarkoittaa sitä, että tulisi korostaa sellaisia sääntelyhankkeita, joiden yhteiskunnallinen merkitys on suuri. Siten myös muutosten aikaansaannin vaihtoehtoiskustannukset olisi otettava arvioinnissa huomioon. Muutosten kustannuksista välittömät lainvalmistelijoiden työkustannukset ovat todennäköisesti vähämerkityksellinen erä. Huomattavasti suurempi merkitys on muutoksesta

⁷⁶¹ Ks. tämän tutkimuksen luku 3.2.

⁷⁶² Ks. vastaavasti esim. Treasury (Australia) 2021a, s. 4.

aiheutuvilla oppimiskustannuksilla. Tällaisina kustannuksina on otettava huomioon sekä toimijoiden sisäiset että erilaisten konsulttien käyttämisen kustannukset. Myös konsulttien opiskelukustannukset on luonnollisesti otettava huomioon. Vaikeasti arvioitava kustannus on uudistuksen aiheuttama mahdollinen toiminnan häiriintyminen sekä riskit, jotka muutoksesta aiheutuvat.⁷⁶³

Rahastojen kotipaikan merkitys kansantaloudelle on laaja. On todettu, että rahastojen kotipaikan ja rahaston hallinnointitoiminnan ja muiden tukitoimintojen sijainnin välillä on vahva yhteys. Esimerkkejä tyyppillisistä rahaston kotipaikkaan kytkeytyvistä palveluista ovat seuraavat: 1) siirtoasiamiespalvelut⁷⁶⁴, 2) rahaston kirjanpito palvelut, 3) säilytyspalvelut, 4) tilintarkastuspalvelut ja 5) lakipalvelut. Tutkimuksessa on todettu, että rahaston rekisteröintivaltiossa sijaitseviin paikallisiin palveluihin käytetään keskimäärin summa, joka vastaa noin 0,20 % rahaston hallinnoitavista varoista.⁷⁶⁵ Tämän lisäksi, kun ihmiset kokoontuvat päivittäin työpaikoille, on luonnollista, että muutakin pehmeää infrastruktuuria, kuten hotelleja, ravintoloita ja ostoskeskuksia syntyy. Näiden palveluiden käyttäminen luo positiivisen heijastevaikutuksen rahastosektorille ja sitä ympäröivään ekosysteemiin.⁷⁶⁶ Näin ollen rahastojen siirtymiseen Suomeen ja niiden kotipaikan pitämiseen Suomessa liittyy merkittävä potentiaali paikalliselle työllisyydelle ja yritystoiminnalle.

Harkittaessa vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä säätämistä on olemassa kaksi toimintavaihtoehtoa: 1) ei tehdä mitään tai 2) säädetään vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä. Rahastotoimialalle, liitännäispalveluiden tarjoajille tai sijoittajille ei olisi mitään hyötyä vaihtoehdosta yksi, koska nykytilanne pysyisi silloin ennallaan. Vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä säätäminen puolestaan toisi elinkeinoelämälle lukuisia laajoja hyötyjä. Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön lanseeraamisesta johtuvan Suomen kilpailukykyyn lisääntymisestä koituvan hyödyn mittaaminen ja kvantifointi on haastavaa erityisesti sen takia, että kyse on teknisestä lainsäädännöstä, josta saatavat hyödyt edellyttävät, että toimiala ottaisi vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön käyttöönsä, mikä on viime kädessä vapaaehtoista. Etukäteisten taloudellisten vaikutusten

⁷⁶³ Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2020:39, s. 53–54.

⁷⁶⁴ Tällä tarkoitetaan ns. transfer agency -palveluita, joiden ulkoistaminen ei Suomessa ole vielä kovin tavanomaista. Korkean erikoistumisen rahastoklustereissa, kuten Irlannissa ja Luxemburgissa siirtoasiamiespalveluiden käyttäminen on kuitenkin yleistä. Kyseiset palvelut sisältävät yleensä osuusrekisterin ylläpitämisen mukaan lukien merkintöjä ja lunastuksia koskevien tietojen hallinnoinnin ja osingonjaon toteuttamisen.

⁷⁶⁵ Ks. HM Treasury 2012, s. 6 ja laajemmin KPMG/IMA 2007.

⁷⁶⁶ Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 100.

arviointi on parhaimmillaankin vain suuntaa antavaa. Julkinen keskustelu rahasto-sektorin keskuudessa viittaa kuitenkin siihen, että toimialalla on halukkuutta saada vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiörakenne käyttöön Suomessa.⁷⁶⁷

Sääntelyllä saavutettavat taloudelliset edut koostuvat pääasiassa siitä marginaalisesta hyödystä, että vältetään rahastojen siirtyminen Suomen ulkopuolelle ja luodaan aidot mahdollisuudet kasvattaa Suomen ”markkinaosuutta” etenkin UCITS-rahastojen pääomissa, joka on noin 1 %⁷⁶⁸ vuoden 2021 lopun tilanteen mukaan. Rahastojen kotipaikan siirtymisen välttäminen johtaa suomalaisten yhtiöiden voittojen säilyttämiseen ja lisääntymiseen, työpaikkojen säilymiseen Suomessa sekä muihin aineetomiin hyötyihin, jotka realisoituvat Suomen maineen kasvaessa korkean profilliin rahastovaltiona. Jos Suomi epäonnistuisi vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön sääntelyn valmistelussa, on erittäin todennäköistä, että tämä johtaisi pitkällä aikavälillä olemassa olevien suomalaisten rahastonhoitajien, jotka tarvitsevat sijoitusyhtiömuotoa, päätökseen perustaa sijoitusyhtiö sellaiseen valtioon, jonka sijoitusyhtiösääntely on laajalti tunnustettua. Tällaiset lainkäyttöalueet olisivat todennäköisesti tulevaisuudessa perustettavien sijoitusyhtiöiden luonteva kotipaikka.

Rahaston kotipaikan etuja on käsitelty muun muassa IMA/KPMG:n yhteisessä raportissa, joka julkaistiin marraskuussa 2007. Tässä raportissa todettiin, että sijoitusten hallinnoinnin bruttoarvonlisäystä voitaisiin analysoida variantissa ja invariantissa suhteessa rahaston kotipaikkaan. Suurin osa omaisuudenhoidon bruttoarvonlisästä on invarianttia ja siksi riippumaton rahaston kotipaikasta. Kuitenkin analyysi osoitti, että 16 % rahastonhoitajan perimistä kokonaiskuluista (TER⁷⁶⁹) olivat sidoksissa rahaston kotipaikkaan. Tämä osuus kohdistuu välttämättömiin hallinnollisiin menoihin ja palveluihin, kuten rahastojen kirjanpitoon, oikeudelliseen neuvontaan ja tilintarkastukseen. Nämä menot ovat yleensä palkkioita paikallisille palveluntarjoajille (esimerkiksi lakiryityksille) tai palkkoja sisäisille työntekijöille.⁷⁷⁰ Tämän takia rahastojen kotipaikalla on olemassa selvä yhteys työllisyyteen ja myös palveluntarjoajayritysten voittoihin. On tärkeää huomata, että rahastonhoitajalle nämä menot eivät ole lisä-

⁷⁶⁷ Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiömuodon käyttöönotto on yksi Finanssiala ry:n hallitusohjelmavoitteilta 2023–2027. Ks. Finanssiala ry 2022, jonka mukaan: ”Kotimaisten sijoitusrahastojen kansainvälistä kilpailukykyä on parannettava. Tämä on toteutettava sijoitusrahastolain uudistuksessa jatkovalmisteluun siirrettyjen ehdotusten mukaisesti, kuten rahastojen osuusrekisterin kehittämällä sekä vaihtuvapääomaisella sijoitusyhtiömallilla.”

⁷⁶⁸ Ks. EFAMA Quarterly Statistical Release. March 2022 N° 88. Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2021 & Results for the Full Year of 2021, s. 9.

⁷⁶⁹ Total expense ratio.

⁷⁷⁰ KPMG/IMA 2007, s. 4–5 ja 14.

menoja – vain lainkäyttöalue, jossa kulutus tapahtuu, muuttuu.⁷⁷¹ Nykyisellään suomalaisten rahastojen kustannukset ovat keskimääräisellä tasolla maailmanlaajuisessa vertailussa⁷⁷², mikä ilmentää sitä, että hallinnointi ei ole Suomessa keskimääräistä kalliimpaa, mikä luo hyvän perustan rahastotoiminnalle.

IMA/KPMG-raportin mukaan 16 % kokonaiskuluista voidaan arvioida olevan noin 0,20 % hoidettavista rahastopääomista. Raportin mukaan arviolta 26 % tästä bruttoarvonlisästä päätyy palveluntarjoajien ylijäämäksi (liikevoitoksi).⁷⁷³ Vuoden 2021 lopussa Euroopan laajuinen UCITS-markkina oli arviolta 21,89 triljoonan euron suuruinen rahastopääomilla mitattuna, mistä Suomen UCITS-rahastopääomat olivat noin 139,6 miljardia euroa.⁷⁷⁴ Jos raportin lukuja käytetään lähtökohtana ja sovelletaan niitä Suomeen ja oletetaan, että 25 % suomalaisista UCITS-rahastoista⁷⁷⁵ siirtyisi ulkomaille seuraavan 10 vuoden aikana, aiheutuisi tästä suomalaisille yrityksille arviolta noin 7 miljooonan euron tappiot. Todellisuudessa vaikutus olisi suurempi, koska rahastopääomat ovat jatkuvassa kasvussa.

Vastaavasti voidaan olettaa, että vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskeva sääntely voisi saada Suomesta hoidettuja ulkomaille rekisteröityjä rahastoja harkitsemaan kotipaikan vaihtamista Suomeen. Kun tiettyyn kotipaikkaan on kerran päädytty, liittyy sen vaihtamiseen usein kotipaikan siirtämistä jarruttavia tekijöitä. Jos oletetaan, että 50 % Suomesta hoidetuista ulkomaille rekisteröidyistä rahastoista vaihtaisi kotipaikkansa Suomeen, saataisiin tästä noin 9,77 miljooonan euron lisävoitot paikalliselle palvelusektorille.⁷⁷⁶ Vastaavasti jos ajatellaan, että sääntelytoimenpiteet nostaisivat pääomien siirtymisen positiivista virettä muun muassa aidon rajojen yli markkinoinnin kasvamisen myötä ja Suomi kolminkertaistaisi markkinaosuutensa UCITS-rahastojen pääomissa nykyisestä 1 %:sta 3 %:iin pitkällä aikavälillä, saataisiin tästä noin 55,8 miljooonan euron lisähyödyt palveluteollisuudelle. Kasvaneiden pääomien suorat hyödyt olisivat puolestaan noin 117,3 miljooanaa euroa, kun otetaan huomioon myös

⁷⁷¹ Kyseiset toiminnot ja tehtävät täytyisi toteuttaa tavalla tai toisella riippumatta siitä, minne rahasto on sijoittautunut.

⁷⁷² Morningstar 2022, s. 28.

⁷⁷³ KPMG/IMA 2007, s. 16 ja 19.

⁷⁷⁴ EFAMA Quarterly Statistical Release. March 2022 N° 88. Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2021 & Results for the Full Year of 2021, s. 9.

⁷⁷⁵ Suomen varsin keskittyneellä sijoitusrahastomarkkinalla tämä voisi tapahtua käytännössä esimerkiksi siten, että jompikumpi kahdesta suurimmasta rahastoyhtiöstä siirtäisi rahastonsa Suomesta pois.

⁷⁷⁶ Suomesta ei ole saatavilla tilastotietoa siitä, miten suuri omistusosuus suomalaisilla rahastosijoittajilla on sellaisissa ulkomaisissa rahastoissa, jotka ovat suomalaisen rahastoyhtiön perustamia ja joita markkinoidaan takaisin Suomeen (ns. round-trip funds). Arvio on tehty Ruotsin luvun perusteella, joka on 7 % (ks. EFAMA 2022, s. 61). Lukumäärällisesti tällaisia rahastoja on Suomessa 54, joiden määrä vastaa noin 11 %:a kaikista suomalaisista yhteissijoitusyrityksistä ja vaihtoehtorahastoista.

rahastonhoitajien suorat palkkiot.⁷⁷⁷ Sekä kasvaneet varainhoitopalkkiot että palvelusektorin lisävoitot kasvattaisivat verotuloja merkittävästi. On myös varsin tyypillistä, että suomalaisten rahastojen salkunhoito tapahtuu Suomessa. Kun arvoketjun yläpää sijaitsee myös Suomessa, on todennäköisempää, että promoottori hyödyntää palveluketjun varrelta paikallisia palveluita, kuten esimerkiksi sijoitusneuvontaa, säilytyspalveluita, yritysneuvontaa, verotus-, kirjanpito- ja lakipalveluita.⁷⁷⁸

Mikäli rahastojen siirtymistä kansainvälisiin rahastoklustereihin saadaan vähennettyä, voi tämä myös johtaa sijoittajien näkökulmasta suomalaisten sijoitusyhtiöiden edullisempaan kustannustasoon luxemburgilaisiin ja irlantilaisiin sijoitusyhtiöihin verrattuna. Vaikka Luxemburgin ja Irlannin rahastosääntelyä ja toimintaympäristöä pidetään kehittyneimpinä Euroopassa, ei tämä kuitenkaan tarkoita sitä, että rahastoja pystyttäisiin tuottamaan edullisemmin kuin muualla.⁷⁷⁹ Tämä voi johtua siitä, että kyseisten maiden palveluinfrastruktuuri on hyvin kehittynyt. Korkean erikoistumistason omaavat palveluntarjoajat saattavat pystyä veloittamaan keskimääräistä korkeampia kustannuksia, jotka heijastuvat myös rahastojen palkkiotasoon.

Edellä esitetyt luvut perustuvat hypoteettisiin arvioihin eikä niiden toteutuminen ole varmaa. Kuten lainvalmistelussa on tavanomaista, taloudelliset vaikutustenarvioinnit joudutaan tekemään epävarmojen tietojen pohjalta. Näin olisi myös sijoitusyhtiösääntelyn kohdalla. Lainsäätäjän päätöksentekoa voidaan lähestyä *Simonin* rajoitetun rationaalisuuden teorian kautta. Sen mukaan yksilöllä on päätöksentekoon käytävissä vain rajoitettu määrä tietoa, joten hänen rationaalisuutensa on näin ollen rajoitettu.⁷⁸⁰ Myös lainsäätäjät ovat herkkiä yllätyksille. Aika ajoin lainsäätäjät saattavat laskea väärin laatimiensa sääntöjen sosiaaliset jälkiseuraukset.⁷⁸¹ Lähtökohtaisesti lainvalmistelu ajatellaan rationaaliseksi toiminnaksi, mutta käytännön lainvalmistelun arjessa on kuitenkin todettu, että rationaalisen mallin mukaisten ohjeiden noudattaminen on lähes ylivoimaista.⁷⁸²

⁷⁷⁷ Laskentaa varten rahastojen kokonaiskustannuksiksi on arvioitu 1,24 % (ks. esim. Duvall – Swan 2021, s. 1). Varainhoitoalan liikevoittoprosentiksi on arvioitu 34 %, jota voidaan Suomen markkinoilla pitää varsin maltillisena arviona. Ks. alan kannattavuudesta esim. ”Koronamyrsky iski, mutta varainhoito menestyi silti: Näistä syistä ala kuuluu koronakriisiin ehdottomiin voittajiin, eikä näkymissäkään ole vikaa” (Kauppalehti 25.3.2021).

⁷⁷⁸ Ks. vastaavasti myös FSTB 2016, s. 8.

⁷⁷⁹ ECA 2022, s. 32 mukaan Luxemburgiin ja Irlantiin rekisteröidyillä rahastoilla on keskimääräistä korkeammat kustannukset. ESMA 50-165-1710, s. 25 mukaan alhaisimmat kustannukset raportoitiin Tanskassa, Ruotsissa ja Alankomaissa ja korkeimmat puolestaan Itävallassa, Belgiassa, Irlannissa, Italiassa ja Luxemburgissa.

⁷⁸⁰ Simon 1979, s. 509–511.

⁷⁸¹ Hirsch 2003, s. 608.

⁷⁸² Tala 2010, s. 67–68.

4.4 Sijoitusyhtiösääntelyn mahdolliset haitat

Nykytilanteen näkökulmasta uusi rahastomuoto voisi häiritä nykyistä sääntelyä, johon on totuttu. On myös mahdollista esittää, että sijoitusyhtiörakenne pahimmillaan aiheuttaa lisää tarpeettomia oppimiskustannuksia ilman, että rakenteesta olisi tosiasiallista hyötyä. Tällaiset ajatukset ovat tyypillisiä osoituksia *status quo* -harhasta⁷⁸³. Vastaavasti voitaisiin väittää, että yritysmuotoja tulisi olla vain yksi, koska erilaisten yritysmuotojen olemassaolo sekoittaa sääntelyä ja lisää yrittäjien oppimiskustannuksia. Ideaalitulanteessa vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön lanseeraamisen ei pitäisi tuottaa lisäkustannuksia toimialalle tai sijoittajille. On tärkeää tiedostaa, että vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskeva lainsäädäntö antaa vain mahdollisuuden rahastotoimialalle rakenteen käyttöön ottamiseen ilman, että rahastoyhtiöitä veloitetaan tekemään pakollisia muutoksia omaan liiketoimintaansa. Mikäli sijoitusyhtiöistä säädettäisiin erillislailla, jota suositellaan jäljempänä, ei sääntelyllä olisi suoria vaikutuksia nykysääntelyyn, joten se ei voisi myöskään aiheuttaa haittoja nykyiselle sääntelylle. Siksi potentiaalisia kustannuksia ja suoria negatiivisia vaikutuksia ei aiheudu suoraan sijoitusyhtiösääntelystä⁷⁸⁴, vaan niitä aiheutuu viime kädessä yritysten vapaaehtoisten valintojen seurauksena. Tämän takia oppimiskustannuksetkaan eivät ole toimialan näkökulmasta pakollisia. Lisäksi voidaan olettaa, että mikäli vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiö ei ole rahastonhoitajien käytettävissä Suomessa ja rahastonhoitajat kyseistä rakennetta tarvitsevat, ne todennäköisesti perustavat rahastot joka tapauksessa sellaisille lainkäyttöalueille, joissa vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden perustaminen on mahdollista. Tällöin rahastonhoitajat joutuisivat joka tapauksessa kantamaan suurimman osan rakenteeseen liittyvistä kustannuksista, mutta ilman, että Suomi saisi rahaston kotipaikkavalinnasta seuraavia positiivisia vaikutuksia ympäröivälle palveluteollisuudelle, joita tarkasteltiin tarkemmin edellä.

Mikäli lainsäädäntö antaa rahastonhoitajille mahdollisuuden perustaa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä, aiheutuu rahastonhoitajille kertaluonteisia sijoitusyhtiöiden perustamiskustannuksia, jos ne niin haluavat. Tällä tarkoitetaan sitä, että sijoitusyhtiömuodon käyttäminen olisi vapaaehtoista.⁷⁸⁵ Näiden kustannusten on arvioitu ole-

⁷⁸³ Status quo -harha viittaa liialliseen taipumukseen pitäytyä aiemmin tehdyissä päätöksissä.

⁷⁸⁴ Ks. vastaavasti HM Treasury 2001, s. 2: ”In allowing for an additional type of vehicle for certain collective investments, whilst leaving existing vehicles still available, the regulations will impose no negative regulatory impact.”

⁷⁸⁵ Ks. vastaavasti HM Treasury 2013, s. 15, jossa arvioitiin Yhdistyneen kuningaskunnan vuonna 2013 lanseeraaman sopimusperusteisen ACS-rahastorakenteen aiheuttamia kustannuksia. Arviossa todettiin, ettei uuden rakenteen käyttömahdollisuus aiheuta elinkeinoelämälle pakollisia kustannuksia.

van välillä 100 000–150 000 euroa per vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö.⁷⁸⁶ Jos arvioidaan, että seuraavan 10 vuoden aikana perustettaisiin 50 sijoitusyhtiötä⁷⁸⁷, aiheutuisi tästä kertaluonteisia perustamiskustannuksia toimialalle noin 5 000 000–7 500 000 euroa yllä arvioidun perustamiskustannusten vaihteluvälin perusteella. Näiden keskiarvoa eli 6 250 000 euroa voidaan pitää arviona toimialan kertaluonteisesta siirtymäkustannuksesta. Todennäköisesti joitakin sijoitusyhtiöitä perustettaisiin saman finanssiryhmän toimesta, jolloin saavutetaan synergiaetuja⁷⁸⁸, joiden pitäisi ennen pitkää jopa alentaa kustannuksia. Rahastonhoitajien osuus sijoitusyhtiöiden perustamiskustannuksista alenee myös, mikäli perustamiskustannukset veloitetaan kokonaan tai osittain sijoitusyhtiöltä, mikä on tavanomainen kansainvälinen käytäntö. Tämä ei kuitenkaan poista kyseisiä kustannuksia, vaan siirtää ne sijoittajien maksettavaksi.⁷⁸⁹

Todennäköisesti viranomaiskäsitteily pystyttäisiin järjestämään olemassa olevilla resursseilla, koska oletettavasti sijoitus- ja erikoissijoitusrahastoihin liittyvä työ vähenisi, mikäli sijoitusyhtiömuodosta tulisi ensisijainen vaihtoehto uusille perustettaville rahastoille. Näin ollen Finanssivalvonnalle ei aiheutuisi suoria siirtymäkustannuksia. Viranomaishyväksyntään liittyvät kustannukset sisältyvät edellä mainittuun perustamiskustannusten arvioon. Mikäli vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä tulisi suosittu, vaikuttaisi tämä myös Finanssivalvonnan resurssitarpeeseen. Tässä kohtaa tällaisia kustannuksia ei kuitenkaan voida luotettavasti arvioida eikä kyse muutenkaan olisi merkittävästä kustannuserästä. Nämä kustannukset voisivat heijastua Finanssivalvonnan valvottavilta ja muilta maksuvelvollisilta perittäviin valvontamaksuihin.

On myös mahdollista, että sijoitusyhtiön hallintorakenteen pelätään aiheuttavan lisäkustannuksia verrattuna sopimusperusteisten sijoitusrahastojen hallinnointiin. Tämä johtuu erityisesti siitä, että sijoitusyhtiöissä on hallitus, jota sijoitusrahastoissa

⁷⁸⁶ Arvio perustuu epäviralliseen keskusteluun ammattitaitoisten palveluntarjoajien kanssa ja siihen, että tuntilaskutushinnat voivat vaihdella arviolta 100 euron ja 1000 euron välillä riippuen siitä, millaisesta palvelusta on kyse ja minkä kokemustason osaamista tarvitaan.

⁷⁸⁷ Uusia sijoitusyhtiöitä perustettaisiin huomattavasti vähemmän kuin yksittäisiä sijoitusrahastoja nykyisin, koska sijoitusyhtiöissä olisi toimiva alarahastorakenne. Uudet rahastot perustettaisiin oletusarvoisesti olemassa olevien sijoitusyhtiörakenteiden sisälle alarahastoiksi.

⁷⁸⁸ Sijoitusyhtiöiden perustamisen synergiaedut liittyvät erityisesti dokumentteihin. Mikäli rahastoyhtiö on perustanut yhden sijoitusyhtiön, voi rahastoyhtiö esimerkiksi käyttää ensimmäisen sijoitusyhtiön yhtiöjärjestystä ja tarjousesitettä mallipohjana seuraavaa perustettavaa sijoitusyhtiötä varten.

⁷⁸⁹ Sijoitusyhtiön perustamiskustannukset, joita ovat tyypillisesti etenkin ulkopuoliset asiantuntijakustannukset, veloitetaan usein sijoitusyhtiöltä, jolloin kustannukset jakaantuvat alarahastoille pro rata -suhteessa. Kustannukset tulisi jyvittää kohtuullisen pitkälle ajanjaksolle kuten esimerkiksi viiden vuoden ajalle, jotta kuluvaikutus ei kohdistu ainoastaan ensimmäisiin sijoittajiin. Ks. tältä osin esim. SIB 1995, s. 19, 105 ja 137 ja SIB 1996, s. 126. Rahastoyhtiö kantaa itse markkinaehtoisien riskien siitä, ovatko kustannukset kohtuullisia, eikä niitä siten tulisi sääntelyn tasolla ohjata. Mikäli alarahastoja perustetaan tai lakkautetaan jyvittämisajanjakson aikana, tulisi rahastoyhtiön varmistaa, että jyvittäminen pysyy oikeudenmukaisena ja kohtuullisena eri alarahastojen välillä (ks. SIB 1996, s. 23–24).

ei ole. Tämän voidaan pelätä monimutkaistavan päätöksentekorakennetta ja aiheuttavan transaktiokustannuksia. Myös sijoittajien äänioikeuksien on todettu aiheuttavan turhia transaktiokustannuksia.⁷⁹⁰ Toisaalta on esitetty, että erot ovat minimaalisia⁷⁹¹ ja hallintokustannusten osuus kokonaiskustannuksista on merkityksetön⁷⁹². Hallituksen aiheuttamat suorat kustannukset, kuten hallituksen jäsenten palkkiot, ovat suhteellisesti sitä pienempiä, mitä suuremmasta sijoitusyhtiöstä on kyse.⁷⁹³ Jotta olisi mahdollista vertailla kahta organisaatorakennetta, tarvitaan työkaluja organisaation tehokkuuden mittaamiseen. Yleisenä mittarina toimivat rahaston sijoittajalle aiheuttamat kustannukset. Kun yleisesti ollaan sitä mieltä, että alhaiset kustannukset ovat merkki tehokkaasta hallinnosta⁷⁹⁴, pitäisi alhaisten kustannusten heijastaa parempaa organisaatorakennetta. Sijoitusyhtiörakenteen tehokkuuteen kohdistuvista epäilyistä huolimatta olemassa oleva empiirinen tutkimustieto tukee päinvastaista tulosta eli sitä, että sijoitusyhtiörakenne tuottaisi sijoittajille enemmän lisäarvoa kuin sopimusperusteiseen rakenteeseen verrannollinen osuustrukturirakenne, kun huomioidaan riskikorjattu nettotuotto.⁷⁹⁵

Sijoitusyhtiörakenteen käyttöönottoon liittyy myös riskejä, vaikka niitä pidetään epätodennäköisinä. Suurin riski on se, että toimiala ei omaksu uutta rakennetta käyttöönsä. Tämä voi tapahtua esimerkiksi silloin, jos toinen lainkäyttöalue pystyisi tekemään sijoitusyhtiörakenteesta paljon houkuttelevamman Suomen rakenteeseen verrattuna tai ylipäättään silloin, jos Suomessa sijoitusyhtiöstä ei onnistuta säätämään siten, että rakenne täyttää sille ominaiset kansainväliset kriteerit. Tämä riski kytkeytyy suoraan myös rakenteesta aiheutuviin liian korkeisiin kustannuksiin: jos sijoitusyhtiö ei ole kansainvälisen käytännön mukainen, aiheutuu rakenteesta merkittäviä oppimiskustannuksia.⁷⁹⁶ Rahastonhoitajat tarvitsisivat aiempaa enemmän konsultteja ja lakimiehiä tulkitsemaan poikkeavaa rakennetta ja sijoittajien due diligence -prosessiin liittyvät kustannukset nousisivat siihen verrattuna, että sijoituskohteena olisi ennestään

⁷⁹⁰ Zetzsche 2012, s. 390.

⁷⁹¹ Ks. SEC 1992, s. 286, jossa pohditaan sopimusperusteiseen sijoitusrahastoon verrannollisen UIF-rakenteen kustannuksia suhteessa yhtiömuotoisen rahaston kustannuksiin: ”After examining the issue and reviewing various estimates of cost savings submitted by commenters, however, we conclude that elimination of the corporate structure as adapted to investment companies would result in only minimal cost savings.”

⁷⁹² Wang 1994, s. 983–984.

⁷⁹³ Jos sateenvarjorahasto koostuu esimerkiksi 100 alarahastosta, joissa on varoja 10 miljardia euroa, niin esimerkiksi vuosittainen riippumattoman hallituksen jäsenen 50 000–100 000 euron palkkio on mitätön, kun se veloitetaan koko sijoitusyhtiöltä. Ks. myös Vepsä 2022a, s. 148, jossa todetaan, että hallituksen jäsenten palkkiot eivät ole kovin suuria.

⁷⁹⁴ Ks. esim. Warburton 2010, s. 199.

⁷⁹⁵ Ks. edellä tämän tutkimuksen luku 4.2.6 ja tarkemmin Vepsä 2022a, s. 180–182.

⁷⁹⁶ Mikäli rakenne on kansainvälisen käytännön mukainen, voidaan oppimiskustannuksia pitää alhaisina. Tämä johtuu siitä, että Suomeen on markkinoitu SICAV-muotoisia rahastoja jo useita vuosikymmeniä, jolloin rakenne on erityisesti institutionaalisille sijoittajille entuudestaan tuttu.

tuttu kansainvälinen standardirakenne. Riskiä pystytään alentamaan lainvalmistelussa, mikäli saatavilla olevaa tutkimustietoa kansainvälisistä sijoitusyhtiörakenteista hyödynnetään. Oppimiskustannukset jäävät alhaisiksi, jos sijoitusyhtiörakenne vastaa olemassa olevia tunnettuja sijoitusyhtiörakenteita, jotka ovat suomalaisille sijoittajille valmiiksi tuttuja.

Potentiaalinen rakenteen käyttöä estävä tekijä voisi olla myös se, jos sijoitusyhtiöiden sääntely toteutettaisiin OYL:n sääntelyn pohjalta. Kansainvälisen sääntelykäytännön ja sääntelyn kilpailukyvyyn näkökulmasta sijoitusyhtiön organisoiminen Suomen nykyisen osakeyhtiösääntelyn varassa toimivaksi olisi keinotekoinen ja pakonomainen ratkaisu, joka ei tunnusta sijoitusyhtiöiden erityissääntelyn tarvetta. Mikäli sijoitusyhtiöiden sääntely laadittaisiin huolimattomasti ja kansainvälisistä vakiintuneista käytännöistä poiketen, riskinä olisi, ettei yhtiömuotoa otettaisi toimialalla käyttöön. Näin kävi esimerkiksi Saksassa, jossa lanseerattiin rahastosääntelyn kilpailukyvyyn säilyttämiseksi sijoitusyhtiömuoto (*InvestmentAG*) vuonna 1998.⁷⁹⁷ Sen sääntelyyn pyrittiin ottamaan mallia alun perin yhdysvaltalaisista sijoitusyhtiöistä.⁷⁹⁸ Korkeista odotuksista huolimatta sääntely jäi kuolleeksi kirjaimeksi.⁷⁹⁹ Vaihtuva osakepääoma sallittiin vasta vuonna 2004, mutta siitä huolimatta rakenne ei saanut suosiota toimialalla, jolloin sääntelyä päätettiin korjata vuoden 2007 lopussa, mikä johti parempaan vastaanottoon rakennetta kohtaan.⁸⁰⁰ Myös Hongkongissa vuonna 2018 lanseeratun sijoitusyhtiörakenteen suosio ei osoittautunut kovin suureksi liian rajoittavan sääntelyn takia, kunnes sääntelyä päätettiin parantaa.⁸⁰¹

On mahdollista esittää, ettei Suomen kaltaisessa pienessä valtiossa ole tarvetta uudelle rahastomuodolle ja ettei Suomella ole mahdollisuuksia nousta Luxemburgin tai Irlannin kaltaiseksi rahastoklusteriksi. Suomen näkökulmasta sijoitusyhtiösääntelyn mahdollistamisessa olisi kyse puolustavasta sääntelykilpailusta, eikä tarkoituksena olisi nousta rahastoklusteriksi maailman tai Euroopan mittakaavassa. Ensisijaisena tavoitteena olisi säilyttää Suomen sijoitusrahastosektorin kilpailukyky pitkällä aikavälillä eli pääasiallisesti mahdollistaa edellytykset Suomen nykyisen rahastosektorin säilymiselle ja kasvulle. Sijoitusyhtiömuoto edesauttaisi kotimaisten rahastojen mark-

⁷⁹⁷ Baums – Kiem 2003, s. 2; Rounds – Dehio 2007, s. 501 ja Steck – Fischer 2010, s. 2.

⁷⁹⁸ Baums – Kiem 2003, s. 2.

⁷⁹⁹ Baums – Kiem 2003, s. 2.

⁸⁰⁰ Rounds – Dehio 2007, s. 501 ja Steck – Fischer 2010, s. 2. Ks. myös Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 175–177. Esimerkki Saksasta osoittaa, että heikosti valmisteltu sääntely ei toimi. Ensin sijoitusyhtiöistä puuttui vaihtuva osakepääoma, mutta senkin mahdollistamisen jälkeen sääntelyä jouduttiin korjaamaan uudelleen, koska InvestmentAG-sijoitusyhtiön katsottiin poikkeavan liikaa esikuvastaan SICAV:sta.

⁸⁰¹ SFC 2019, s. 4–5.

kinointia ulkomaille ja sitä kautta ulkomaista pääomaa kanavoituisi sijoitusyhtiöiden kautta myös kotimaisille pääomamarkkinoille. Mikäli Suomessa olisi käytössä kilpailukykyinen kansainvälinen standardirakenne, vähentäisi se suomalaisten rahastonhoitajien kannustimia rekisteröidä rahastoja ulkomaille. Lisäksi pitkällä aikavälillä ulkomaisia rahastoja saatettaisiin rekisteröidä Suomeen lähialueilta, kuten muista Pohjoismaista, jos Suomi pääsisi hyödyntämään sijoitusyhtiösääntelyn osalta ensitoimijan etua Pohjoismaiden tasolla.

Sijoitusyhtiörakenteeseen kytkeytyvien sijoittajien kontrollioikeuksien uhkakuvana voidaan pitää riskiä vihamielisestä yritysvaltauksesta. Oikeuskirjallisuudessa tämä uhka on nostettu esille harvoin.⁸⁰² Osakeyhtiöiden kontekstissa yritysvaltauksella (tai yrityskaappauksella) viitataan lähtökohtaisesti osakekauppaan tai useiden kauppojen sarjaan, jonka tarkoituksena on saavuttaa määräysvalta-asema kohdeyhtiössä mahdollisesti määräävien omistajien ja yritysjohton tahdon vastaisesti.⁸⁰³ Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön tapauksessa valtaajat voisivat pyrkiä hankkimaan niin paljon sijoitusyhtiön osakkeita, että he pystyisivät vaihtamaan hallituksen ja vapauttamaan rahastoyhtiön tehtävistään. Valtauksen uhka rahastosektorilla ei kuitenkaan ole todellinen,⁸⁰⁴ minkä vuoksi tiedossa ei ole, että valtauksia olisi koskaan tapahtunut. Suuren omistusosuuden hankkimisen vaikeuden lisäksi tästä pitäisi viime kädessä huolen irtautumisoikeus, jota sijoitusyhtiön olemassa olevat osakkeenomistajat käyttäisivät, mikäli valtaus uhkaksi johtaa salkunhoidon tason alenemiseen. Valtaajalla ei olisi kannustimia jatkaa toimiaan, mikäli se johtaisi osakkeenomistajien joukkopakoon.

Potentiaalisen uhkakuvana voidaan pitää myös vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön veroseuraamuksia, mikäli verosääntelyn toteuttamisessa epäonnistutaan tai se jätetään kokonaan tekemättä. Rahastonhoitajat saattavat pitää uuden rakenteen verojärjestelmää ja -seurauksia arvaamattomina ja vaikeasti ymmärrettävinä, mikäli verokohteluun rakennetaan elementtejä, jotka poikkeavat sopimusperusteisten sijoitusrahastojen verokohtelusta tai vastaavien ulkomaisten sijoitusyhtiörakenteiden verokohtelusta. Muun muassa Yhdistyneessä kuningaskunnassa, Ruotsissa ja Australiassa verokohtelun tutkimatta jättäminen sijoitusyhtiösääntelyn valmistelussa on

⁸⁰² Ks. esim. Steck – Fischer 2010, s. 2. Ks. myös ALRC – CASAC 1993b, s. 126, jossa uhkaa on tarkasteltu, mutta sitä kohtaan ei suositeltu erityistä sääntelyä.

⁸⁰³ Pönkä 2008, s. 738.

⁸⁰⁴ Ks. Park 2013, s. 4370, jonka mukaan: ”Hostile takeovers are especially rare in this industry because of the importance of human capital. In the words of Todd Ruppert, former president and CEO of T. Rowe Price Global Investment Services, ‘You just can’t do a hostile takeover in this industry. The asset you are really buying is the people, and they can choose to walk out. So, you can only realistically deal with a motivated seller.’”

viivästyttänyt uuden rakenteen käyttöönottoa.⁸⁰⁵ Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön toimivuus rahaston oikeudellisena muotona ei olisi mahdollista ilman toimivia verosäännöksiä.⁸⁰⁶

4.5 Arviointia

Tässä luvussa on tarkasteltu sijoitusyhtiösäntelyn tarvetta Suomessa. Tarkastelun perusteella on päädytty johtopäätökseen, että sijoitusyhtiösäntelyn tarve on Suomessa ilmeinen. Rahastojen oikeudellisten rakenteiden valikoimaa tulisi monipuolistaa, jotta Suomen rahastosäntely säilyisi kilpailukykyisenä kansainvälisesti. Lähtökohtana tulisi pitää sitä, että säntelyn osalta Suomen tulisi tarjota rahastonhoitajille tasavertaiset toimintaedellytykset muihin keskeisiin rahastomaihin nähden. Säntelyn ei tulisi rajoittaa liiketoimintamahdollisuuksia, vaan sen tulisi mahdollistaa mahdollisimman laajasti erilaisten oikeudellisten rakenteiden käyttäminen⁸⁰⁷ – rahastonhoitajat ja sijoittajat lopulta päättäisivät, haluavatko he ottaa sijoitusyhtiörakenteen käyttöön.

Sijoitusyhtiöistä säätämiseen liittyy monia suoria ja epäsuoria hyötyjä. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on oikeudellisena rakenteena helpommin ymmärrettävä⁸⁰⁸ muihin rakenteisiin, kuten sopimusperusteisiin sijoitusrahastoihin nähden. Sopimusperusteinen rakenne ei ole kovin tunnettu sellaisissa maissa, joissa on elinvoimainen rahastoteollisuus.⁸⁰⁹ On jopa esitetty, että sijoitusrahastorakenteeseen voi liittyä riski, ettei osuudenomistajien rajoitettua vastuuta tunnusteta ulkomailla.⁸¹⁰ Sijoitusyhtiörakenteen laaja tunnettuus helpottaa rahastojen markkinointia ulkomailla.⁸¹¹ Sijoitusyhtiörakenne ei paranna markkinoinnin edellytyksiä ainoastaan Euroopan tasolla, vaan se on tunnettu maailmanlaajuisesti.⁸¹² Ulkomailta kanavoituva lisääntyvä pääoma voi

⁸⁰⁵ Ks. Yhdistyneen kuningaskunnan OEIC-säntelyn alkuvaiheen vaikeuksista Warburton 2010, s. 190. Ruotsissa esitys sijoitusyhtiösäntelyksi valmistui vuonna 2016, mutta se ei ole vielä johtanut lainsäädäntötoimiin. Puolestaan Australiassa sijoitusyhtiöitä koskeva laki tuli voimaan vasta 1.7.2022. Lainsäädäntöprosessissa kesti peräti kuusi vuotta, joka on huomattavasti kauemmin kuin mikä oli alkuperäinen tavoite. Vrt. Hanharan – Ramsay 2018, s. 416, jossa ennakoitiin, että ensimmäiset sijoitusyhtiöt olisivat Australiassa toiminnassa jo vuonna 2018 tai 2019.

⁸⁰⁶ Ks. verotuksellisista ongelmakohdista lyhyesti Vepsä 2022b, s. 365–366.

⁸⁰⁷ IFSCA Expert Committee 2021, s. 12 mukaan: ”An important element of the legal framework governing asset management is the flexibility of structures and vehicles that asset managers may use to house the asset management activity.”

⁸⁰⁸ Ks. esim. FSDC 2013, s. 1.

⁸⁰⁹ Steck – Fischer 2010, s. 1.

⁸¹⁰ HM Treasury 2013, s. 9 ja 25.

⁸¹¹ Ks. vastaavasti myös SIB 1995, s. 7; OECD 2000, s. 26; Thompson – Choi 2001, s. 42 ja Barker – Chiu 2017, s. 261.

⁸¹² Sijoitusyhtiörakenne voi mahdollistaa esimerkiksi AIF-muotoisten sijoitusyhtiöiden toimivuuden Yhdysvaltoihin verovelvollisille sijoittajille, mikäli sijoitusyhtiö voisi hyödyntää ”check the box” -valintaa Yhdysvaltojen verotuksessa. Ks. Browne 2015, s. 28.

johtaa rahastojen keskimääräisen koon kasvuun, mikä tuo mittakaavaetuja⁸¹³ ja voi tehdä hinnoittelusta kilpailukykyisempää⁸¹⁴ verrattuna nykyisiin suomalaisiin rahastoihin. Sijoitusyhtiö on oikeudellisen rakenteena myös joustava ja kustannustehokas erityisesti toimivan alarahastorakenteen takia.⁸¹⁵ Hallintorakenteensa takia sijoitusyhtiö toimii tehokkaammin ja tarjoaa kokonaisuutena parempaa sijoittajansuojaa sijoitusrahastoihin verrattuna. On kuitenkin tiedostettava, että absoluuttista ja riidatonta vastausta siihen, että kumpi rahastorakenteista on parempi kaikissa olosuhteissa, ei ole. Vastaus riippuu myös tilannekohtaisista olosuhteista.⁸¹⁶ Kuitenkin mitä tulee sijoittajansuojaan, on sijoitusyhtiöissä paremmat keinot hallita eturistiriitoja ja valvoa sijoittajien etuja kuin sijoitusrahastoissa.

Sijoittajansuojan tehostaminen oikeudellisen rakenteen muodossa on helpommin hyväksyttävissä siihen verrattuna, että promoottorin konserni säädettäisiin kokonaan vastuuseen rahastojen hoitamisesta, joka ei ole yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta eikä myöskään poliittisesti helposti saavutettava ratkaisu⁸¹⁷. Tällaista ratkaisua esitettiin Suomessa 1970-luvulla.⁸¹⁸ Normaalitylanteessa yhtiöiden rajoitettu vastuu pitää huolen siitä, että promoottorin maksimivastuu rajoittuu käytännössä vain rahastoyhtiön varallisuuteen.⁸¹⁹ Tätä rahastosijoittajien oikeussuojan puutetta on oikeuskir-

⁸¹³ Ks. esim. Stafford 1975, s. 253. Ks. myös Cumming – Imad’Eddine – Schwiendbacher 2012, s. 262, jonka mukaan eurooppalaiset rahastot eivät saavuta vastaavia mittakaavaetuja kuin yhdysvaltalaiset vastineensa, joiden koko on keskimäärin suurempi eurooppalaisiin rahastoihin verrattuna. Hazenberg 2012, s. 24 selittää eurooppalaisten rahastojen pientä kokoa sillä, että Euroopassa rahastojen jakelu on perinteisesti rajoittunut vain kansalliselle tasolle. ECA 2022, s. 7 mukaan tilanne ei ole korjaantunut siitä huolimatta, että rahastojen koko on kasvanut EU:ssa. Ks. eurooppalaisten rahastojen keskikoon kasvusta myös EFAMA 2022, s. 19.

⁸¹⁴ Ks. esim. Hazenberg 2012, s. 270, jonka mukaan suurissa rahastoissa kokonaiskustannukset ovat alhaisemmat kuin pienemmissä rahastoissa.

⁸¹⁵ HM Treasury 2009, s. 5.

⁸¹⁶ Dietrich – Müller 2016, s. 49.

⁸¹⁷ Vaikka tällaista sääntelyä ei esiinny merkittävässä rahastovaltioissa, ei ajatus ole kuitenkaan täysin vieras. Esimerkiksi Luxemburgissa markkinavalvoja CSSF on maksanut näkemyksen promoottorin kokonaisvastuusta, vaikka se ei perustu lainsäädäntöön. Ks. Vepsä 2021b, s. 117, alaviite 136. Myös Irlannissa aiemmin voimassa olleet promoottoria koskevat erityisvaatimukset on poistettu vuonna 2015. Suosituksessaan CBI (ks. CBI 2016, s. 129) kuitenkin pidättää mahdollisuuden ulottaa valvontaansa myös promoottoria kohtaan: ”The Central Bank may request that a fund management company submits the annual audited accounts of the direct parents of the fund management company together with the accounts of any company within the group specified by the Central Bank.”

⁸¹⁸ Suomen Pankki 1971, s. 18 mukaan vahingonkorvausvastuu olisi ulottunut myös sijoitusyhtiön perustajatahoon.

⁸¹⁹ Ks. toisaalta Turtiainen 2004, s. 69, jonka mukaan konsernin maineen säilyttämiseksi emoyhtiöllä on kannustin maksaa sijoittajille täysi korvaus (vaikka se ei olisi siihen velvoitettu), jos konsernille aiheutuisi maineen menettämisestä vahingonkorvauksia suuremmat kustannukset. Näin ei kuitenkaan aina automaattisesti ole, jolloin sijoittajan aseman ei voida välttämättä katsoa olevan riittävästi turvattu.

jallisuudessa kritisoitu⁸²⁰, mutta sen korjaaminen on vaikeaa. Tämän takia ratkaisuja sijoittajansuojan parantamiseen tulisi etsiä muualta, kuten oikeudellisesta rakenteesta, joka vaikuttaa hallinnon tasoon ja sitä kautta eturistiriitojen hallintaan.

Sijoitusyhtiösääntely tarjoaa nykytilanteeseen verrattuna joustavamman liiketoimintaympäristön rahastonhoitajille ja lisää Suomen houkuttelevuutta rahastojen kotipaikkana.⁸²¹ Rahastojen siirtyminen ulkomaille vähenee ja Suomi valitaan kotipaikaksi yhä useammin. Rahastojen kotipaikan merkitys kansantaloudelle on laaja. On todettu, että rahastojen kotipaikan ja rahaston hallinnointitoiminnan ja muiden tukitoimintojen sijainnin välillä on vahva yhteys. Suomen valinta rahastojen kotipaikaksi lisäisi työpaikkoja ja verotuloja ja auttaisi myös kanavoimaan pääomia tehokkaasti kotimaisille rahoitusmarkkinoille. Sijoitusyhtiörakenne voi myös lisätä ulkomaisten promoottorien kiinnostusta Suomen markkinoita kohtaan, jos Suomen sääntely ja toimintaympäristö olisivat linjassa alan parhaiden käytäntöjen kanssa.⁸²²

Suomalaiset rahastot ovat keskimäärin pieniä eikä Suomi välttämättä pysty kilpailemaan kunnolla suurten kansainvälisten rahastojen kanssa.⁸²³ Kooltaan suuret rahastot etsivät ja tarvitsevat suuria sijoituskohteita saavuttaakseen tuottotavoitteensa. Ne pääsevät hyötymään skaalaeduista, jotka mahdollistavat alhaisten palkkioiden perimisen. Skaalaedut korostuvat erityisesti ETF- ja indeksirahastoissa. Toisaalta Suomen näkökulmasta tänne voi kehkeytyä pienten rahastoyhtiöiden hoitamien erityisellä aktiivisella sijoitusstrategialla toimivien kustannustehokkaiden ja kilpailukykyisten rahastojen alue, mikäli EU-sääntelyn keinot ja joustot hyödynnetään täysimääräisesti. Tällaiset rahastot sijoittaisivat keskimäärin pieniin sijoituskohteisiin ja pyrkisivät etsimään tuottoisaa *niche*-markkinasegmenttiä. Erityisesti tällaisiin rahastoihin Suomessa on potentiaalia voittaa rahastopääomien markkinaosuutta. Suhteellisen pienet

⁸²⁰ Rounds – Dehio 2007, s. 515 ja 518 ja Horváthová 2015, s. 255–257. Ks. myös UCD Centre for Corporate Governance 2014, s. 5–6, jossa todetaan: ”It is critical when considering governance frameworks for investment funds not to divorce the fund promoter from its own product.” Suomessa olisi perusteltua Luxemburgin käytännön mukaisesti de lege ferenda, että Finanssivalvonta suosittaisi, että promoottori olisi viimesijaisessa vastuussa rahastonhoidossa tapahtuneiden virheiden korjaamisesta.

⁸²¹ Ks. vastaavasti SFC 2017, s. 4: ”The option of an OFC structure should create a more flexible business environment for fund managers and help attract more funds to domicile in Hong Kong.”

⁸²² Ks. esim. IFSCA Expert Committee 2021, s. 15: ”Businesses familiar with leading international financial centres will at least expect similar operating practices and procedures that prevail in those centres.”

⁸²³ EFAMA 2022, s. 148–150 mukaan suomalaisen rahaston keskimääräinen koko oli noin 329 miljoonaa euroa vuonna 2021, kun taas Luxemburgissa rahaston keskimääräinen koko oli 406 miljoonaa euroa (ALFI 2022).

rahastot löytävät helpommin sijoituskohteita pienistä kohdeyhtiöistä suuriin rahastoihin verrattuna. Näin ollen rahastojen pieni koko ei ole yksinomaan haitta, mikäli kannattavuuskynnys on saavutettu.

Sijoitusyhtiösääntelystä itsessään ei sinänsä aiheudu haittoja (sääntelyvalmistelun kustannuksia lukuun ottamatta⁸²⁴), koska kyseessä olisi valinnanvarainen vaihtoehto harjoittaa rahastotoimintaa. Sijoitusyhtiösääntely ei pakottaisi rahastonhoitajia muuttamaan toimintaansa eikä aiheuttaisi lisävelvollisuuksia suhteessa nykytilanteeseen. Rahastotoimiala päättäisi, haluaisiko se kyseistä vaihtoehtoa hyödyntää. Mikäli sijoitusyhtiörakennetta päätettäisiin hyödyntää, aiheutuisi toimialalle kertaluonteisia siirtymäkustannuksia. Siirtymäkustannukset ovat alhaisia verrattuna sijoitusyhtiörakenteesta pitkällä aikavälillä potentiaalisesti saataviin hyötyihin. Kansainvälisten sijoitusten lisääntyminen suomalaisiin rahastoihin, mikä johtuisi ulkomaille markkinoinnin edellytysten paranemisesta, kasvattaa rahastosektorin ekosysteemiä kokonaisuudessaan. Kyse ei ole ainoastaan kasvavista varainhoitopalkkioista ja sitä kautta kasvaneista verotuloista, vaan merkittävä vaikutus kohdistuu rahastojen palveluverkostoon ja sen elinvoimaisuuteen. Kokonaisuutena sijoitusyhtiörakenteen mahdollistamisella saavutettavat hyödyt ylittävät merkittävästi siihen liittyvät kustannukset.

⁸²⁴ Mikäli sääntely valmistellaan virkamiestyönä, eivät kustannukset muodostu suuriksi.

5 DE LEGE FERENDA -PÄÄTELMÄT

5.1 Ehdotettavan sääntelyn lähtökohdat

Tässä tutkimuksessa ja sen tutkimusartikkeleissa on tutkittu laajasti sijoitusyhtiösääntelyä eri lainkäyttöalueilla maailmanlaajuisesti. Tutkimuksessa on selvitetty parhaaksi todettuja sääntelyperiaatteita ja -käytäntöjä ja analysoitu niiden perusteluja. Tutkimuksen havaintoja vedetään yhteen tässä luvussa, jossa muodostetaan suuntaviivat Suomen sijoitusyhtiösääntelylle ja otetaan kantaa keskeisiin vaihtoehtoisiin sääntelytapoihin⁸²⁵. Sijoitusyhtiöiden sääntelyyn liittyy lukuisia erityiskysymyksiä, joista voidaan säätää eri tavoilla. Toimiakseen sijoitusyhtiön tulee täyttää kansainväliset kriteerit eikä niistä saa poiketa liiaksi, jotta sääntelyn kilpailukykyä ei heikennetä.⁸²⁶ Olemassa olevaa ja toimivaa rakennetta ei ole tarkoituksenmukaista keksiä uudelleen⁸²⁷ eikä toimivaa rakennetta tule liiaksi peukaloida.⁸²⁸ Sijoitusyhtiöistä tulisi säätää globaalin standardimallin mukaisesti, joka on alan toimijoille entuudestaan tuttu. Tällöin uuteen rakenteeseen liittyvät oppimiskustannukset jäävät alhaisiksi. Mikäli kilpailukyky määritellään yrityksen kyvyksi selviytyä taloudellisen kilpailun olosuhteissa, loogisena johtopäätöksenä tuntuisi olevan taloudellisen toiminnan tiellä olevien tarpeettomien esteiden ja kustannusten karsiminen. Tarpeellisuus voi tarkoittaa esimerkiksi sitä, että

⁸²⁵ Vaihtoehtoisella sääntelytavalla tarkoitetaan tilannetta, jossa tietystä asiasta voidaan säätää eri tavalla. Esimerkiksi jossakin valtiossa sijoitusyhtiössä täytyy olla vähintään tietty määrä riippumattomia hallituksen jäseniä, kun taas jossain toisessa valtiossa riippumattomat hallituksen jäsenet eivät ole pakollisia.

⁸²⁶ Vastaavasti esim. IFSCA Expert Committee 2021, s. 14.

⁸²⁷ Ks. vastaavasti Browne 2015, s. 25 ja Vepsä 2022a, s. 190.

⁸²⁸ Feetham – Jones 2010, s. 69 toteaa osuvasti: ”It was felt that it was unnecessary to re-engineer legislation if a successful model already existed elsewhere.”

yksittäisille ja usein teoreettisille väärinkäytösriskeille ei tulisi yksin antaa ratkaisevaa painoarvoa.⁸²⁹ Vakiintunutta sääntelyä ei myöskään tulisi muuttaa puhtaasti akateemisiin ongelmiin vastaamiseksi.⁸³⁰

Sijoitusyhtiö syntyisi rekisteröinnillä ja rekisteröintivaiheessa sillä tulisi olla vähintään yksi alarahasto.⁸³¹ Ennen sijoitusyhtiön rekisteröintiä tehdyistä oikeustoimista olisivat vastuussa oikeustoimen tehneet henkilöt.⁸³² Toisin kuin sijoitusrahastot, sijoitusyhtiö olisi erillinen oikeushenkilö. Yhtiöstatus on sen keskeinen ominaisuus. Näin ollen se voisi tehdä omissa nimissään sopimuksia ja oikeustoimia. Kuten tässä tutkimuksessa on ilmennyt, ei sijoitusyhtiöstä ole muilta osin tarkoitus tehdä osakeyhtiön kaltaista, vaan pikemminkin päinvastoin. Kyseessä olisi erityislainsäädännön tunnustama täysin uusi yhtiömuoto, joka ei olisi sijoitusrahasto, muttei osakeyhtiökään. Toiminnallisuudeltaan sijoitusyhtiö olisi kuitenkin hyvin pitkälti sijoitusrahaston kaltainen: sijoitusyhtiötä voisi luonnehtia sijoitusrahastoksi, jolla on osakeyhtiön kuori. Sijoitusyhtiöiden toiminnan tarkoitus olisi rajattava tarkasti yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen⁸³³, joten niitä ei voitaisi käyttää muunlaisen liiketoiminnan harjoitta-

⁸²⁹ Sijoitusyhtiöiden osalta teoreettisena riskinä voidaan pitää esimerkiksi alarahastojen varojen ja veloitteiden sekoittumisriskiä. Ks. Vepsä 2021b, s. 120, jonka mukaan alarahastorakennetta koskevaan sääntelyyn kytkeytyvät teoreettiset jäännösriskit ovat alhaisia eikä niitä ole rationaalista poistaa kokonaan. Feetham – Jones 2010, s. 319–320 toteaa, että sellainen tuomio, joka ei tunnustaisi soluyhtiöiden solujen (ml. alarahastojen) varojen ja veloitteiden erillisyyttä vaikuttaisi välittömästi tuhansiin rajat ylittäviin solujen osalta tehtyihin liiketoimiin ja vuosikymmeniä jatkuneeseen kansainväliseen käytäntöön. Kynnys tällaisen tuomion antamiseen on hyvin korkea.

⁸³⁰ Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2020:39, s. 53.

⁸³¹ Finanssivalvonnan olisi hyväksyttävä sijoitusyhtiön perustamishakemus, joten olisi perusteltua, että Finanssivalvonta toimittaisi rekisteröintiin vaadittavat tiedot patenti- ja rekisterihallitukselle. Toisaalta olisi myös mahdollista, että Finanssivalvonta pitäisi rekisteriä itse. Rekisteröinnin joustavoittamiseksi monissa maissa finanssimarkkinoita valvova viranomainen on vastuussa sijoitusyhtiöiden rekisteröinnistä (ks. Irlannin osalta esim. Vepsä 2021a, s. 29). Mikäli rekisteröintiprosessiin osallistuvia viranomaisia olisi kaksi, olisi ns. ”yhden luukun” -periaatteen toteutuminen tärkeää toiminnan harjoittajien näkökulmasta. Tällöin täytyisi kiinnittää erityistä huomiota viranomaisten välisen yhteistyön toimivuuteen. Ks. vastaavasti SIB 1995, s. 24 ja 32; General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 38 ja 40; FSTB 2016, s. 18; SFC 2017, s. 10 ja 17 ja IFSCA Expert Committee 2021, s. 16.

⁸³² Ks. myös FSTB 2016, s. 19 ja Sillanpää – Vahtera – Koski 2022, > 4. OSAKEYHTIÖ JA SEN PERUSTAMINEN>Perustaminen>Toiminta ennen rekisteröintiä>Muut toimet: ”Yleensä yhtiön puolesta ennen sen rekisteröimistä tehdyn toimen aiheuttamasta veloitteesta vastaavat toimeen osallistuneet tai siitä päättäneet henkilökohtaisesti ja yhteisvastuullisesti. Henkilökohtaista vastuuta ei synny pelkästään sillä perusteella, että henkilö on ollut mukana perustamassa yhtiötä, merkinnyt sen osakkeita ja tullut valituksi yhtiön johtoon, vaan vastuu edellyttää vastuun synnyttävään toimeen tai siitä päättämiseen osallistumista.”

⁸³³ Ks. sääntelyvertailuesimerkinä sijoitusyhtiön toimialan rajoituksesta esim. ICAV Act 2015, section 5(2): ”The sole object of an ICAV shall be the collective investment of its funds in property and giving members the benefit of the results of the management of its funds.” ja The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228), Schedule 2, 3(2): ”The provision referred to in sub-paragraph (1)(a) as to the object of an open-ended investment company must state clearly the kind of property in which the company is to invest and must state that the object of the company is to invest in property of that kind with the aim of spreading investment risk and giving its shareholders the benefit of the results of the management of that property.”

miseen.⁸³⁴ Rajoite on tarkkarajainen verrattuna tavanomaisiin osakeyhtiöihin, jotka voivat periaatteessa harjoittaa kaikkea laillista liiketoimintaa.⁸³⁵ Toiminnan rajaamisella varmistetaan, ettei sijoitusyhtiösääntelyä käytettäisi hyväksi muussa liiketoiminnassa tai veronkierrossa. Ei olisi kuitenkaan tarkoituksenmukaista säätää toiminnan tarkoituksen ulkopuolisia liiketoimia mitättömiksi, koska kolmansien osapuolten olisi hankala arvioida, mitkä liiketoimet toteuttavat sijoitusyhtiön toiminnan tarkoitusta.⁸³⁶

Sijoitusyhtiösääntelyn tarkoituksena on tarjota ikään kuin mallisopimus toimivasta rahaston oikeudellisesta rakenteesta. Monet sijoittajat luottavat lain tarjoamaan suojaan enemmän kuin omaan asiantuntemukseensa.⁸³⁷ Tavoite on vastaava kuin yhtiösääntelyllä yleensä. Sääntelyssä on kyse julkishyödykkeestä, jonka standardiehtoja osapuolet voivat hyödyntää. Valtaosa säännöksistä olisi tahdonvaltaisia, mutta ne soveltuisivat, jos yhtiöjärjestyksessä ei toisin määrätä. Sääntely takaisi aina tällöin tietyn standardoidun vähimmäistason siltä osin, kun sopimusvapautta ei käytetä.⁸³⁸ Mikäli sijoitusyhtiöistä säädettäisiin Suomessa, olisi rahastorakenteita useita, jolloin tiettyyn standardoituun pakottavan sääntelyn vähimmäistason perustuva lähestymistapa edellyttää tilanteeseen sopivan rahastomuodon valintaa, jonka sääntely muodostaa perustan ja kattaa tilanteet, joissa sopimusvapautta ei käytetä tai sen käyttäminen ei ole sallittua. Tietyt keskeiset säännökset olisivat pakottavia. Tällaisten pakollisten säännösten perustelut liittyvät yleensä jonkinlaiseen ”sopimuksen epäonnistumisen” ehkäisemiseen: joitain osapuolia saatetaan muutoin käyttää hyväksi, koska he eivät pysty valvomaan etujaan; vaikutukset voivat ulottua kolmansien osapuolten etuihin; tai kollektiivisen toiminnan ongelmat voivat johtaa sopimusehtoihin, jotka ovat tehottomia tai epäoikeudenmukaisia. Pakollisilla säännöksillä on myös katsottu olevan hyödyllinen standardointitehtävä.⁸³⁹

Sopimusvapaus olisi laajempi AIF-muotoisissa sijoitusyhtiöissä verrattuna UCITS-muotoisiin sijoitusyhtiöihin. Hallintoa koskevat säännökset soveltuisivat myös AIF-muotoisiin sijoitusyhtiöihin, mutta muilta osin osapuolet voisivat määrätä sijoitusyhtiön toiminnasta sopimusvapauden nojalla. AIF-muotoiset sijoitusyhtiöt edellyttävät enemmän joustavuutta, koska niiden sijoitustoimintaa ei ole rajoitettu.

⁸³⁴ HE 22/1977 vp, s. 14.

⁸³⁵ Vepsä 2021a, s. 31.

⁸³⁶ Ks. SFC 2017, s. 12 ja SFC 2018, s. 2 ja 6.

⁸³⁷ ALRC – CASAC 1993a, s. 2.

⁸³⁸ Ks. myös ALRC – CASAC 1993b, s. 31 ja 92.

⁸³⁹ Ks. mallisopimusajattelusta esim. Armour – Hansmann – Kraakman – Pargendler 2017, s. 18–19. Ks. myös Hooghiemstra 2019, s. 142. Yhtiöjärjestysmääräyksiin tai sopimuksiin ei voitaisi kiertää pakottavia säännöksiä. Esimerkiksi laajoja vastuuvapautuksia tai ylipitkiä toimikausia ei voitaisi myöntää hallitukselle yhtiöjärjestysmääräyksiin.

Tämän takia esimerkiksi osakkeiden jatkuva liikkeeseenlasku ja lunastaminen eivät olisi niille pakollisia, jotta suljetut sijoitusyhtiöt, jotka eivät lunasta osakkeita osakkeenomistajilta, olisivat myös mahdollisia. AIF-muotoisten sijoitusyhtiöiden sijoitustoiminnalle ei tulisi asettaa mitään rajoituksia, koska vaihtoehtorahastojen sijoitustoimintaa ei ole erikseen rajoitettu AIFM-direktiivissä. Sijoitustoiminnan rajoittaminen saattaisi vähentää sijoitusyhtiörakenteen käyttömahdollisuuksia muihin vaihtoehtorahastojen oikeudellisiin rakenteisiin verrattuna⁸⁴⁰ eikä vastaa kansainvälistä käytäntöä.⁸⁴¹

Finanssivalvonnalle tulisi antaa mahdollisimman laajat vapautus- ja muutosoikeudet määräystenanto- ja poikkeusvaltuuksien muodossa, jotta sillä on mahdollisuus tarjota oikea-aikaista hallinnollista tukea olosuhteissa, joissa uuden sijoitusyhtiösääntelyn tiukka noudattaminen tuottaisi tahattomia tai odottamattomia tuloksia, jotka eivät ole sääntelyn tarkoitusten mukaisia. Erityisesti voi ilmaantua kysymyksiä, joita ei ole harkittu lain laatimishetkellä, koska sijoitusyhtiörakenne olisi Suomessa uudenlainen ja testaamaton järjestelmä. Tässä yhteydessä on asianmukaista, että Finanssivalvonta pystyy tarjoamaan apua silloin, kun käsiteltävät asiat ovat niin yksilöllisiä ja erityisiä, että niiden ratkaiseminen lainsäädännön tasolla ei olisi perusteltua. Määräystenantovaltuus tulisi sisällyttää sen varmistamiseksi, että uudesta, testaamattomasta järjestelmästä johtuvat odottamattomat seuraukset saataisiin ratkaistua ajoissa.⁸⁴² On kuitenkin huomioitava, että Suomessa perustuslain (731/1999) 80.2 § edellyttää lakia alemman asteiselta sääntelyltä täsmällisyyttä ja tarkkarajaisuutta (”Tällaisen valtuutuksen tulee olla soveltamisalaltaan täsmällisesti rajattu”) eikä sääntelyteknisesti ole mahdollista antaa niin laajaa ja avointa valvovan viranomaisen harkintavaltaa kuin muissa keskeisissä rahastoklustereissa, kuten esimerkiksi Luxemburgissa.⁸⁴³

⁸⁴⁰ Ks. esim. SFC 2019, s. 8–9, jossa todetaan, että Hongkongin OFC-sijoitusyhtiöiden käyttämistä erityisesti pääomarahastotoiminnassa vaikeuttivat tarpeettomat sijoitusrajoitukset, jotka muun muassa estivät sijoitukset suurissa määrin hongkongilaisten yksityisten osakeyhtiöiden osakkeisiin. Sijoitusrajoitusten poistaminen lisäsi OFC-sijoitusyhtiörakenteen suosiota toimialalla. Ks. myös SFC 2020, s. 6–7 ja 15–16.

⁸⁴¹ SFC 2020, s. 15 mukaan: ”To enhance the competitiveness of the OFC structure, they advocated that there should not be any investment restriction requirements for private OFCs given there are no similar restrictions on private funds constituted in other legal forms in Hong Kong or on other similar corporate fund structures in overseas jurisdictions.”

⁸⁴² Ks. myös Treasury (Australia) 2021a, s. 248–249.

⁸⁴³ Harju 2021, s. 39. Tästä huolimatta sääntelyssä on mahdollista varautua tulkinvaraisiin tilanteisiin asettamalla Finanssivalvonnalle valtuudet antaa tarkempia määräyksiä erikseen yksilöidyistä asioista ja myöntää erinäisiä poikkeuksia perustelluista syistä.

5.2 Erillislaki vai olemassa olevien lakien täydentäminen?

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön sääntely on mahdollista toteuttaa lukuisilla eri tavoilla. Yhdessä vaihtoehdossa lähtökohtana olisivat OYL:n säännökset, joiden pohjalta muokattaisiin suppea sääntely vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä. Tämän lisäksi vaihtoehtoisina malleina voisivat olla osakeyhtiölainsäädäntöpohjaisen sääntelyn rinnalla ainakin SRL:n pohjalta kirjoitettu erillislaki tai SRL:iin kirjoitettava lisäys vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä.⁸⁴⁴ Jos erillislaki vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä toteutettaisiin OYL:n pohjalta, muodostuisi ongelmaksi valtaosa OYL:n säännöksistä, joilla ei ole mitään liityntää yhteistä sijoitustoimintaa harjoittaviin yrityksiin. Toisaalta jos erillislakia ei lainkaan säädettäisi, vaan tehtäisiin SRL:iin lisäys vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä, jouduttaisiin SRL:ia muuttamaan merkittävästi, ja laista voisi tulla hyvin vaikeaselkoinen. Lisäksi tällaisessa tilanteessa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely ei voisi kehittyä SRL:sta riippumattomasti.⁸⁴⁵ Tämä ratkaisu olisi ongelmallinen myös siksi, ettei sääntelyssä pystyttäisi kunnolla huomioimaan eri oikeudellisten rakenteiden ainutlaatuisia piirteitä.⁸⁴⁶

Vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt poikkeavat merkittävästi sijoitusrahastoista ja osakeyhtiöistä ja ne ovat käytännössä yhteissijoitusvälineitä, minkä takia erillislain laatiminen olisi perusteltua.⁸⁴⁷ Erillislakia puoltaa myös tarve mahdollistaa uusi yhtiörakenne sekä yhteissijoitusyrityksille että vaihtoehtorahastoille.⁸⁴⁸ Ruotsin vuoden 2016 selvityksen sijoitusyhtiölakiesityksen (*Förslag till lag (0000:0000) om investe-*

⁸⁴⁴ VM 5/2018, s. 52 ja HE 243/2018 vp, s. 52–53.

⁸⁴⁵ Ks. vastaavasti FSTB 2016, s. 9, jossa Hongkongin uutta sijoitusyhtiösääntelyä ei katsottu tarkoituksenmukaiseksi sisällyttää olemassa olevaan osuustrusteja koskevaan sääntelykokonaisuuteen.

⁸⁴⁶ Ks. myös UCD Centre for Corporate Governance 2014, s. 5.

⁸⁴⁷ Jo 1980-luvun alussa tunnistettiin, että sijoitusyhtiöistä säädetään yleensä erityislainsäädännössä, jonka tavoitteena on osakkeenomistajien suojeleminen tavanomaisiin osakeyhtiöihin nähden. Ks. Kauppa- ja teollisuusministeriö 1982, s. 3 ja 17. Puolestaan tätä aikaisemmin 1970-luvulla suomalainen sijoitusyhtiöajattelu oli enemmän sidoksissa osakeyhtiölakiin, mutta tällöinkin ehdotettiin säädettäväksi osakeyhtiölaista erillistä sijoitusyhtiölakia, joka katsottiin voitavan valmistella osakeyhtiölaista riippumattomasti (Suomen Pankki 1971, s. III–IV). Ks. erillislakia puoltavista näkemyksistä myös SOU 2002:56, s. 520 ja FSDC 2013, s. 2.

⁸⁴⁸ VM 5/2018, s. 52 ja HE 243/2018 vp, s. 53. Kansainvälisesti sijoitusyhtiörakennetta käytetään yhä enemmän suljettujen rahastojen tarpeisiin, mikä puoltaa sen mahdollistamista myös vaihtoehtorahastoille. Ks. esim. Debevoise & Plimpton LLP 2020, s. 10, jonka mukaan yhtiömuotoisen rahaston etuna verrattuna kommandiittiyhtiörakenteeseen on muun muassa se, ettei yhtiömuotoisessa rahastossa ole vastuunalaista yhtiömiestä, jonka vastuu on rajaton. Sääntelyn kilpailukyvyyn kannalta on tärkeää, ettei sijoitusyhtiörakenteen käyttöä rajoitettaisi vain yhteissijoitusyrityksiin. Ks. SIB 1996, s. 12 ja Warburton 2008, s. 767, jonka mukaan Yhdistyneen kuningaskunnan vuonna 1997 lanseeraama OEIC-rakennetta voitiin käyttää alun perin vain yhteissijoitusyrityksissä, minkä vuoksi rakenne ei ollut aluksi kovin suosittu. Sääntelyä muutettiin vuonna 2001, jolloin mahdollistettiin OEIC-rakenteen käyttäminen myös muille rahastoille kuin yhteissijoitusyrityksille. HM Treasury 2001, s. 2 arvioi muutoksen tuomia hyötyjä seuraavasti: ”The extension to allow oeics to be established that invest otherwise than in transferable securities should result in competition benefits as increasing numbers of providers convert their collective investments schemes to oeics.”

ringsbolag) mukaan sijoitusyhtiölaki olisi oma erillislakinsa, jossa käytettäisiin valmista lainsäädäntöä hyödyksi viittaamalla niihin säännöksiin, jotka soveltuisivat myös sijoitusyhtiöihin. Lakiehdotuksessa viitataan muun muassa Ruotsin osakeyhtiölakiin, sijoitusrahastolakiin ja AIF-lakiin.⁸⁴⁹ Kyseessä on näennäisesti oma erillislakinsa, mutta lukuisat viittaukset muihin lakeihin tekevät siitä lainkäyttäjän näkökulmasta vaikkeaselkoisen. Omaa erillislakia puoltaisi myös se näkökulma, että laki voisi kehittyä tulevaisuudessa itsenäisesti, eli tarvittaessa SRL:sta, AIFML:sta ja OYL:sta riippumattomasti.⁸⁵⁰ Ruotsin ehdotuksesta poiketen valmista lainsäädäntöä tulisi hyödyntää viittaamistekniikan sijaan liittämällä relevantit säännökset sellaisinaan johdonmukaisesti osaksi uutta lakia, jolloin seurattaisiin enemmän Irlannin ICAV-lain lainsäädäntötekniikkaa. Irlannin lisäksi sijoitusyhtiöistä on päätetty säätää yhtiösääntelyn ulkopuolella muun muassa Hongkongissa⁸⁵¹ ja Singaporessa. Tämä on johdonmukaista, koska sijoitusyhtiöt eivät ole osakeyhtiöitä. Tällaista lähestymistapaa puoltaisi myös sääntelyn kansainvälinen kilpailukyky: ulkomaisten toimijoiden ja sijoittajien näkökulmasta ”yhden lain periaate” on huomattavasti tehokkaampi verrattuna siihen, että sääntelyn ymmärtäminen edellyttäisi perehtymistä lukuisiin vieraan valtion lakeihin. Rahastotoimintaan soveltumattomia osakeyhtiöille tarkoitettuja säännöksiä ei tulisi sisällyttää sijoitusyhtiöiden sääntelyyn.⁸⁵² Yhteissijoitustoiminnan näkökulmasta epäasianmukaisten ja tarpeettomien hallinnollisten ja muiden vaatimusten poistaminen tuo kustannussäästöjä.⁸⁵³

Esimerkiksi Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiösääntely perustuu yhtiösääntelyyn, mitä on kritisoitu ja pidetty vanhentuneena sääntelyratkaisuna. SICAV- ja SICAR⁸⁵⁴-sijoitusyhtiöihin soveltuvat yleiset yhtiöoikeudelliset säännökset, ellei rahastojen tuo-

⁸⁴⁹ Ks. SOU 2016:45, s. 23–68.

⁸⁵⁰ Mikäli sijoitusyhtiölaissa viitattaisiin OYL:iin, voisivat OYL:n muutokset aiheuttaa ennalta-arvaamattomia seurauksia sijoitusyhtiöiden toimintaan. Ks. vastaavasti myös SIB 1995, s. 10, jossa todetaan Yhdistyneen kuningaskunnan OEIC-sääntelystä seuraavasti: ”SIB agrees with the Treasury’s view that a special purpose code outside the Companies Acts will be the most effective way of providing for the new vehicle. This should enable SIB’s regulations, which would govern many of the detailed aspects of the operation of open ended investment companies, to be designed specifically for the new regime, and, subject to the ECA Regulations, to be capable of operating in a ‘stand-alone’ manner.” Ks. myös Browne 2015, s. 24.

⁸⁵¹ FSTB 2014, s. 6 ja SFC 2017, s. 5.

⁸⁵² Browne 2015, s. 24. Ks. myös Clarke – White 2018, s. 366, jossa todetaan ICAV-sijoitusyhtiöistä seuraavaa: ”It is not a company for the purposes of the 2014 Act and it is not subject to the onerous rules applicable to ordinary companies.” Ks. myös Zetzsche 2012, s. 389. Tyypiesimerkkinä tällaisesta säännöksestä, joka ei sovellu rahastotoimintaan, on pakollinen velvoite varsinaisen yhtiökokouksen järjestämiseen. Ks. esim. HM Treasury 2004a, s. 56 ja HM Treasury 2004b, s. 36.

⁸⁵³ ICAV Bill RIA 2014, s. 2.

⁸⁵⁴ SICAR on erityinen riskisijoitusyhtiö (*société d’investissement en capital à risque*).

tesääntelyssä niistä erikseen poiketa.⁸⁵⁵ Luxemburgin rahastosääntelyssä on asetettu sijoitusyhtiöille eli SICAV:lle ja SICAR:ille lukuisia pakollisia säännöksiä, jotka koskevat muun muassa vähimmäispääomaa, osakkeiden liikkeeseenlaskua ja lunastamista ja sijoitusyhtiön purkamista. Kaikista muista asioista säädetään yhtiösääntelyssä. Luxemburgissa sijoitusyhtiöiden sisäisestä hallinnosta säädetään edelleen suurimmilta osin yhtiösääntelyssä, kun taas Luxemburgin sopimusperusteisista FCP-rahastoista säädetään ainoastaan rahastosääntelyssä. FCP-rahastot ovat osoittaneet, että yhtiösääntelyn hyödyntäminen ei ole välttämätöntä sijoittajansuojan näkökulmasta. Kaksitasoinen sääntelyjärjestelmä voi myös johtaa käytännön tasolla ylimääräiseen debattiin lainvalmistelusta vastaavien ministeriöiden välillä, mutta toisaalta myös lakitoimistojen yhtiöoikeus- ja rahastopraktiikoiden välillä.⁸⁵⁶ Oikeuskirjallisuudessa on esitetty ratkaisuksi, että rahastoista tulisi säätää kokonaan omissa säädöksissään yhtiöoikeuden ulkopuolella.⁸⁵⁷ Mikäli OYL:ssä pyrittäisiin huomioimaan kaikki yhteistä sijoitustoimintaa koskevat sääntelymuutokset ja -tarpeet, muodostuisi siitä hyvin mutkikas ja monisanainen, mikä ei lähestymistapana edistäisi yhtiöoikeuden yksinkertaistamisen tavoitetta.⁸⁵⁸

Sijoitusyhtiölain itsenäisyyden varmistaminen suhteessa kotimaiseen yhtiösääntelyyn ja muihin säännöksiin ei itessään vielä riitä. Tärkeää on myös varmistaa sääntelyn riippumattomuus EU-tason yhtiösäännöksiin nähden. Tällainen on ensinnäkin tietystä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodifikaatio) annettu direktiivi (EU) 2017/1132 (yhtiödirektiivi). Yhtiödirektiivissä on vain rajoitetusti vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevia poikkeuksia, joten selvyuden vuoksi sijoitusyhtiöistä kannattaa säätää kokonaan yhtiödirektiivin soveltamisalan ulkopuolella.⁸⁵⁹ Tämä tarkoittaa sitä, että Suomessa sijoitusyhtiöiden ei tulisi olla yhtiödirektiivin liitteiden I ja II mukaisia yhtiöitä, eli julkisia tai yksityisiä osakeyhtiöitä. Kun sijoitusyhtiö olisi oma yhtiömuotonsa, joka ei ole osakeyhtiö⁸⁶⁰, ei yhtiödirektiivi soveltuisi siihen ollenkaan. Tällöin varmistetaan, että tulevaisuudessa tapahtuvat yhtiödirektiivin muutokset eivät vaikuta sijoitusyhtiöihin.

⁸⁵⁵ Myös Saksan vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely toimii vastaavalla tavalla siten, että yhtiöoikeus soveltuu rajatusti ja rahastosääntely asettaa tietyt pakottavat säännöt. Ks. Baums – Kiem 2003, s. 6 ja Zetzsche 2012, s. 380–382 ja 385.

⁸⁵⁶ Hooghiemstra 2019, s. 137. Ks. myös Dietrich – Müller 2016, s. 41 ja Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 181. Luxemburgissa yhtiölaki eli loi de 1915 on lex generalis, josta voidaan poiketa rahastosääntelyllä (kuten Loi de 2007 ja Loi de 2010.)

⁸⁵⁷ Zetzsche 2012, s. 389 ja Hooghiemstra 2019, s. 142.

⁸⁵⁸ Ks. vastaavasti CLRG First Report 2001, s. 332 ja ICAV Bill RIA 2014, s. 3.

⁸⁵⁹ Ks. Vepsä 2022b, s. 374.

⁸⁶⁰ Ks. vastaavasti Treasury (Australia) 2017a, s. 9, jossa sijoitusyhtiötä kuvataan uudentyypisenä yhtiönä.

Vastaava asetelma on tilinpäätösdirektiivissä 2013/34/EU.⁸⁶¹ Aiemmin sijoitusyhtiöiden tilinpäätöstä koskeva poikkeus esiintyi neuvoston direktiivin 78/660/ETY⁸⁶² 5 artiklan 1 kohdassa, joka salli jäsenvaltioille säätää direktiivin vaatimuksista poiketen sijoitusyhtiöiden⁸⁶³ ja hallintayhtiöiden (holding-yhtiö) tilinpäätöksille erityiset kaavat. Direktiivin 78/660/ETY kumonnessa tilinpäätösdirektiivissä sijoitusyhtiön käsitteestä on luovuttu, koska vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin sovelletaan käytännössä erityisiä tilinpäätöskäytäntöjä.⁸⁶⁴ Sijoitusyhtiön käsitteestä ja sitä koskevasta direktiivin soveltamisalapoikkeuksesta luopuminen jättää yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien sijoitusyhtiöiden (yhteissijoitusyritykset ja vaihtoehtorahastot) aseman jokseenkin epämääräiseksi, koska tilinpäätösdirektiiviin on otettu korvaava sijoitusyrityksen käsite, mutta sijoitusyrityksille ei ole säädetty yhtä laajaa poikkeusta direktiivin soveltamisalasta kuin aiemmin.⁸⁶⁵ Kysymys on relevantti niissä valtioissa, joissa vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt voivat olla tilinpäätösdirektiivin liitteissä I ja II tarkoitettuja yhtiömuotoja⁸⁶⁶, jolloin yhtiöoikeudelliset EU-säännökset voivat asettaa sijoitusyhtiöt epäedulliseen kilpailuasetelmaan muihin rahastojen oikeudellisiin muotoihin verrattuna.⁸⁶⁷ Näin ollen tarkoituksenmukaisin sääntelyratkaisu on säätää sijoitusyhtiöistä kokonaan omana yhtiömuotonaan, kuten esimerkiksi Irlannissa ICAV-sijoitusyhtiöiden kohdalla on tehty.

⁸⁶¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/34/EU, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013, tietänyttyypisten yritysten vuositilinpäätöksistä, konsernitilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2006/43/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivien 78/660/ETY ja 83/349/ETY kumoamisesta.

⁸⁶² Neljäs neuvoston direktiivi 78/660/ETY, annettu 25 päivänä kesäkuuta 1978, perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla, yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä.

⁸⁶³ Sijoitusyhtiöillä tarkoitettiin direktiivin 5 artiklan 2 kohdan mukaan yhtiöitä, joiden ainoana tarkoituksena on sijoittaa varansa erilaisiin arvopapereihin, kiinteään omaisuuteen ja muuhun omaisuuteen sijoitusriskien jakamiseksi ja voiton tuottamiseksi osakkeenomistajille heidän omaisuutensa hoitamisesta sekä kiinteäpääomaisia sijoitusyhtiöitä lähellä olevia yhtiöitä, jos näiden lähellä olevien yhtiöiden ainoana tarkoituksena on hankkia näiden sijoitusyhtiöiden liikkeeseen laskemia täysin maksettuja osakkeita.

⁸⁶⁴ Tilinpäätösdirektiivin valmisteluaineistossa COM 2011/0684, s. 10 poistoa perustellaan seuraavasti: ”Hallintayhtiön’ ja ’sijoitusyhtiön’ määritelmät ja niitä koskevat poikkeukset on poistettu ehdotuksesta, sillä niihin sovellettavat erilliset tilinpäätöskäytännöt estävät yhdenmukaistamisen. Lisäksi kyseiset säännökset eivät ole vielä laaja-alaisessa käytössä koko EU:ssa.”

⁸⁶⁵ Tilinpäätösdirektiivin 2 artiklan 14 kohtaan on otettu ”sijoitusyrityksen” käsite, joka olennaisiltaan osin vastaa aiempaa ”sijoitusyhtiön” käsitettä, jonka tarkoituksena on jättää sijoitusyritykset mikroyrityksiin sovellettavien yksinkertaistamisesta koituvien etujen ulkopuolelle direktiivin 36 artiklan 7 kohdan mukaisesti. Tilinpäätösdirektiivin 11 artikla mahdollistaa vaihtoehtoisen taseen esittämiskäytännön käyttämisen ja 13 artiklan 2 kohta mahdollistaa vaihtoehtoisen tuloslaskelmakaavan käyttämisen, mutta poikkeaminen direktiivin kaikista velvoitteista ei ole ”sijoitusyrityksille” mahdollista.

⁸⁶⁶ Suomessa liitteen I mukaisia yhtiöitä ovat yksityinen ja julkinen osakeyhtiö ja liitteen II mukaisia yhtiöitä avoin yhtiö ja kommandiittiyhtiö.

⁸⁶⁷ Ks. Vepsä 2022b, s. 383. Yhtiöoikeudelliset direktiivit soveltuvat yhtä lailla soveltamisalan mukaisiin sijoitusyhtiöihin riippumatta siitä, ovatko ne yhteissijoitusyrityksiä vai vaihtoehtorahastoja. Ks. esim. EC 2009, s. 15, jossa todetaan yhtiöoikeudellisten direktiivien soveltuvan myös vaihtoehtorahastoihin niiden oikeudellisesta muodosta riippuen.

OYL:ia ei ole suunniteltu yhteistä sijoitustoimintaa varten. OYL:iin perustuva sääntelyratkaisu ei toisi tavoiteltua tehokkuutta ja joustavuutta yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen. Sellaisten muutosten tekeminen OYL:iin, joilla jätettäisiin soveltamatta tiettyjä OYL:n säännöksiä tai muutettaisiin niitä siten, että osakeyhtiö voisi toimia vaihtuvapääomaisena sijoitusyhtiönä, olisivat huomattavia. Tämä prosessi edellyttäisi perusteellista arviointia ja analysointia, johon kuluisi merkittävästi aikaa ja resursseja. Vaadittujen muutosten luonne saattaisi aiheuttaa sekaannusta osakeyhtiön perustavanlaatuisen luonteeseen Suomen lainsäädännössä, mikä voisi aiheuttaa vaikeuksia muilla aloilla toimiville kaupallisille yrityksille.⁸⁶⁸

Osakeyhtiölain, joka sisältää tällä hetkellä 26 lukua ja yli 300 §:ää, laajentaminen sijoitusyhtiöiden tarpeisiin olisi erittäin laaja muutostyö. Kaikki OYL:n pykälät täytyisi analysoida ja tarkastaa siitä näkökulmasta, miten ne vaikuttaisivat sijoitusyhtiöihin ja alarahastoihin. Suurin osa OYL:n säännöksistä eivät edes olisi relevantteja sijoitusyhtiöiden kannalta. Nämä säännökset olisi tunnistettava ja niiden osalta olisi säädettävä poikkeuksia. Tämä on vastoin peruseriaa, jonka mukaan laki tulisi pitää yksinkertaisena ja liiketoiminnan harjoittaminen helppona. Ulkomailla asuville – jotka haluaisivat laajentaa rahastoliiketoimintaansa Suomeen ilman, että heillä on aiempaa kokemusta Suomesta – tällainen sääntelyratkaisu olisi erittäin monimutkainen. Sijoitusyhtiösääntely olisi tällöin hyvin epäselvä ja todellisuudelle vieras. Tämän lisäksi tulevaisuudessa tehtävissä osakeyhtiöitä tai sijoitusyhtiöitä koskevissa säännösmuutoksissa tulisi aina arvioida, miten muutokset vaikuttavat osakeyhtiöihin tai vastaavasti sijoitusyhtiöihin. Rahastoyhtiöiden tulisi myös seurata osakeyhtiösääntelyn kaikkia muutoksia ja ymmärtää kunkin tällaisen muutoksen vaikutus toimintaansa.⁸⁶⁹

Yhteenvedona voidaan todeta, että Suomessa sijoitusyhtiöistä tulisi säätää OYL:stä ja SRL:sta erillisessä sijoitusyhtiölaissa. Kyseinen vaihtoehto tarjoaa kokonaisvaltaisen ratkaisun, joka mahdollistaa sellaisen yritysraakteen luomisen, joka voidaan muodostaa avoimeksi, suljetuksi tai rajoitetun likviditeetin yhteissijoitusvälineeksi, joka tarjoaa vaihtoehdon tällä hetkellä toimiville sijoitus- ja erikoissijoitusrahastoille sekä muille yritysmuodoille. Erillisellä varmistetaan, että rahastot suojataan odottamattomilta haitallisilta seurauksilta, jotka johtuvat tiettyjen EU:n ja kotimaisten yhtiösäännösten osista, jotka on suunniteltu pikemminkin tavanomaisille kaupallisille yhtiöille kuin rahastoille. Erillislakia puoltaa myös se, että sijoitusyhtiörakenteesta säädettäisiin tällöin erillisessä ja suhteellisen yksinkertaisessa säädöksessä. Vaikka erillisen lain

⁸⁶⁸ Ks. vastaavasti ICAV Bill RIA 2014, s. 3.

⁸⁶⁹ Ks. myös SOU 2002:56, s. 521 ja IFSCA Expert Committee 2021, s. 33–34.

sääntelyprosessi vie paljon aikaa, saavutettaisiin kyseisellä vaihtoehdolla parhaiten sijoitusyhtiömuodon tavoitteet. Erillislain sääntelystrategiassa tulisi välttää tarpeettomia ja monimutkaisia säädösviittauksia, jotka hankaloittavat lain käyttöä.⁸⁷⁰

5.3 Yksityiskohtaiset de lege ferenda -suositukset

5.3.1 Rahastoyhtiö hoitaa sijoitusyhtiötä

Sijoitusrahastodirektiivin ja AIFM-direktiivin mukaan sijoitusyhtiöt voivat olla ulkoisen rahastonhoitajan hallinnoimia tai sisäisesti hoidettuja. Sisäisesti hoidetulla sijoitusyhtiöllä tarkoitetaan sijoitusyhtiötä, joka ei ole nimittänyt rahastonhoitajaa hoitamaan sijoitusyhtiön hallinnointia, vaan sen hoitaminen järjestetään sijoitusyhtiön omilla työntekijöillä. UCITS-direktiivissä sisäisesti hoidetuista sijoitusyhtiöistä säädetään pääasiassa 29 artiklassa, joka koskee liiketoiminnan aloittamisen edellytyksiä. Jotta sisäisesti hoidetun sijoitusyhtiön konsepti olisi toimiva, täytyisi kansallisella tasolla säätää lukuisista täydennyksistä ja eriävistä menettelytavoista ulkoisesti hoidettuihin sijoitusyhtiöihin nähden. Sisäisesti hoidettuja sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely poikkeaisi monin paikoin ulkoisesti hoidettujen sijoitusyhtiöiden sääntelystä. Jos sisäisesti hoidettua sijoitusyhtiötä peilataan nykysääntelyyn, voitaisiin sen ajatella olevan yhteisö, joka koostuu sekä rahastonhoitajasta että sijoitusrahastosta: tästä huolimatta sijoittajina olevien osakkeenomistajien suoja tulisi järjestää vastaavalla tavalla kuin ulkoisesti hallinnoituissa sijoitusyhtiöissä. Yhtiön hallitus ja toimitusjohtaja hoitaisivat yhtiön hallinnointia ja olisivat suoraan vastuussa yhtiön asianmukaisen hallinnoinnin järjestämisestä. Sisäisesti hoidetut sijoitusyhtiöt olisi erikseen huomioitava muun muassa toimilupaa, alkupääomaa, vaihtuvan osakepääoman erillisyyttä⁸⁷¹, vahingonkorvausvelvollisuutta, purkamista ja konkurssia koskevassa sääntelyssä.

⁸⁷⁰ Ks. vastaavasti lakiviittauksista FSTB 2016, s. 10. Ks. myös HM Treasury 2009, s. 15, joka korostaa lainsäädännön selkeyden vaatimusta: ”It is important that the legislation is clear and unambiguous to the courts, firms, investors and creditors, especially in the ever increasing international context of financial services.”

⁸⁷¹ Keskeinen ongelmakysymys olisi, kuinka sijoitusyhtiön perustajien sijoittama alkupääoma erotetaan osakkeenomistajien sijoittamasta pääomasta ja miten toimitaan esimerkiksi silloin, jos sijoitusyhtiön osakepääoma laskee merkittävästi. Toisaalta myös sijoitusyhtiön omat varat, kuten toimistokinteistö, tulisi erottaa osakkeenomistajien sijoittamasta pääomasta.

Sisäisesti hoidetut sijoitusyhtiöt ovat erittäin harvinaisia ja niiden merkitys on käytännössä vähäinen. Tämän takia ja niihin liittyvien ratkaisemattomien ongelmien vuoksi niiden tarvetta on kritisoitu.⁸⁷² UCITS-direktiivi ei pakota jäsenvaltioita säätämään sisäisesti hoidetuista sijoitusyhtiöistä, koska se ei pakota säätämään sijoitusyhtiöistä ylipäätään.⁸⁷³ UCITS-direktiivin luonne minimiharmonisointidirektiivinä⁸⁷⁴ mahdollistaisi ainoastaan ulkoisesti hoidetuista sijoitusyhtiöistä säätämisen. Kansainvälisesti uudemmissa sijoitusyhtiölaeissa on jopa luovuttu sisäisesti hoidetun sijoitusyhtiön käsitteestä. Näin on tehty esimerkiksi Hongkongissa, Singaporessa⁸⁷⁵ ja Australiasa.⁸⁷⁶

Suomessa ei tulisi säätää sisäisesti hoidetuista sijoitusyhtiöistä, vaan sijoitusyhtiöt saisivat olla ainoastaan ulkoisesti hoidettuja. Näin ollen sijoitusyhtiöllä ei voisi olla omia työntekijöitä.⁸⁷⁷ Alarahastojen ulkopuoliset koko sijoitusyhtiön sateenvarjorakenteen yhteiset velvoitteet, kuten palkanmaksu työntekijöille, voisivat riskeerata alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyden. Kansainväliset kokemukset ovat osoittaneet, ettei sisäisesti hoidetuilla sijoitusyhtiöillä ole markkinoilla aitoa tarvetta. Sijoitusyhtiötä saisi hoitaa UCITS-rahastoyhtiö, toimiluvallinen vaihtoehtorahastojen hoitaja tai rekisteröitymisvelvollinen vaihtoehtorahastojen hoitaja. Kun sisäisesti hoidettujen sijoitusyhtiöiden perustaminen rajattaisiin sijoitusyhtiösäätelyn ulkopuolelle, vältetään lukuisilta erityiskysymyksiltä. Ratkaisu myös johdonmukaistaa viranomaisvalvontaa ja on vallitsevan kansainvälisen käytännön mukainen. Rajausta puoltaa myös se, että UCITS-direktiivin sääntely ei estä säätämästä pelkästään ulkoisesti hoidetuista sijoitusyhtiöistä. Tällöin varmistetaan myös neutraali kilpailuasetelma suhteessa nykyisiin sijoitusrahastoihin, jotka eivät voi olla sisäisesti hoidettuja.

5.3.2 Hallinto

Sijoitusyhtiörakenteen hallintoon liittyvä keskeinen kysymys on, tulisiko sijoitusyhtiön (rahaston) tasolla olla hallitusta ja tulisiko osakkeenomistajilla olla määräysvaltaa. Alarahastorakenteeseen liittyvien teoreettisten riskien takia Ruotsin sijoitusyhtiöitä

⁸⁷² Ks. sisäisesti hoidettujen sijoitusyhtiöiden harvinaisuudesta ja kriittistä tarkemmin Vepsä 2021a, s. 32 ja Vepsä 2021b, s. 101–102.

⁸⁷³ Ks. esim. Vepsä 2021a, s. 5.

⁸⁷⁴ Ks. tämän tutkimuksen luku 3.4.

⁸⁷⁵ Ks. tarkemmin FSTB 2014, s. iii ja 5; FSTB 2016, s. 16; SFC 2017, s. 14 ja MAS 2017, s. 14. Ks. myös Vepsä 2022a, s. 169.

⁸⁷⁶ Treasury (Australia) 2017a, s. 20. Australian CCIV-sijoitusyhtiöissä ei saa olla omia työntekijöitä, mikä tarkoittaa käytännössä sitä, ettei sijoitusyhtiö voi olla sisäisesti hoidettu.

⁸⁷⁷ Ks. myös Treasury (Australia) 2021a, s. 40–41 ja 57.

koskeva selvitys suositteli vuonna 2016 rakennetta, jossa monilla sijoitusyhtiöillä voisi olla yhteinen johto ja hallinnointi, kuitenkin siten, että saman ”yhteishallinnonin” alaiset sijoitusyhtiöt olisivat eri oikeushenkilöitä. Hallinnointirakenne järjestettäisiin siten, että yksi rahastoyhtiö voisi hoitaa useita sijoitusyhtiöitä eikä sijoitusyhtiöillä olisi erillistä hallitusta eikä alarahastoja voitaisi perustaa.⁸⁷⁸ Tällaisessa rakenteessa pyritään keinotekoisesti jäljittelemään sopimusperusteista sijoitusrahastorakennetta. Tällöin menetetään kuitenkin sijoitusyhtiötason hallituksen tuomat edut eturistiriitojen valvonnassa.⁸⁷⁹ Riskinä Ruotsissa ehdotetussa rakenteessa on, että se saattaisi näyttäytyä vieraana tai vaikeasti ymmärrettävänä kansainvälisillä markkinoilla. Suoranaisesti vastaavaa sijoitusyhtiörakennetta ei ole käytössä missään muualla. Lisäksi kyseinen järjestelmä voisi muodostua hallinnollisesti raskaaksi, jos jokainen uusi sijoitusyhtiö tulisi perustaa tavanomaisen rekisteröintimenettelyn mukaisesti verrattuna alarahastojen joustavaan perustamiseen. Ruotsin selvityksessä esitettyä rakennetta ei voida pitää toimivana sääntelyn kilpailukyvyen näkökulmasta. Suomen tulisi nojautua puolustavan sääntelykilpailun strategiaan, joka tarkoittaa muualla toimiviksi osoittautuneiden rakenteiden omaksumista eikä poikkeavien sääntelynovaatioiden kehittämistä.

Sen varmistamiseksi, että Suomi kehittyi lainkäyttöalueeksi, johon sijoittajat voivat luottaa, ovat sijoitusyhtiöiden sijoittajansuojan laatu ja yleinen hallintotapa ratkaisevan tärkeitä. Sijoitusyhtiöiden hallinnosta tulisi säätää osakkeenomistajien kontrollioikeuksiin perustavalla mallilla, jossa osakkeenomistajat valitsevat hallituksen.⁸⁸⁰ Tällaisessa mallissa hallinnon taso ja eturistiriitojen hallinta muodostuu paremmaksi sellaiseen malliin verrattuna, jossa sijoittajien määräysvaltaa tai hallitusta ei laisinkaan ole.⁸⁸¹ Sijoitusyhtiöissä sijoittajat olisivat osakkeenomistajia, joilla on lähtökohtaisesti äänioikeudet, joita käytetään yhtiökokouksessa. IOSCO on nimenomaisesti suo-

⁸⁷⁸ Ks. SOU 2016:45, s. 238 ja 247.

⁸⁷⁹ Rakenteesta puuttuisi suoraan rahastoyhtiön toimintaa valvova taho, kuten nykyisestäkin sijoitusrahastorakenteesta. Ruotsin ehdotetussa rakenteessa rahastoyhtiön valvonta jäisi osakkeenomistajien aktiivisuuden varaan, jotka voisivat teoriassa päättää rahastoyhtiön vapauttamisesta tehtävistään. Osakkeenomistajilla ei kuitenkaan tosiasiaa olisi kiinnostusta tai osaamista käyttää oikeuksiaan.

⁸⁸⁰ Hallituksen jäsenistä tulisi äänestää yksitellen henkilötasolla. AMY 2021, s. 1 mukaan viime vuosina muissa Pohjoismaissa samoin kuin OECD-maissa yleisemminkin on yleistynyt käytäntö, jossa hallituksen jäsenten valinnasta äänestetään henkilötasolla riippumatta siitä, onko varsinaisen vaalin toimittaminen tarpeen. Ks. myös General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 73 ja ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 8.

⁸⁸¹ Vepsä 2022a, s. 189–193. Tutkimusten mukaan sijoittajat käyttävät äänioikeuksiaan todella harvoin. Äänestäminen ja vaadittavien äänien kerääminen voivat muodostua hyvin kalliiksi sijoitusyhtiöiden hajautuneen omistusrakenteen takia (ks. esim. HM Treasury 2004a, s. 56; HM Treasury 2004b, s. 54 ja Morley – Curtis 2010, s. 121). Tämä ei ole kuitenkaan hyväksyttävä peruste poistaa äänivaltaa kokonaan. Vastaavalla perusteella voitaisiin todeta, että maissa, joissa äänestysprosentti on alhainen, vaaleja ei tulisi ollenkaan järjestää. Keskeistä toimivan hallintomallin kannalta on, että äänioikeutta voidaan käyttää silloin, jos sille on todellinen tarve.

sitellut, että sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajilla tulisi olla äänioikeudet.⁸⁸² Suomen oikeudessa omistamisen ja määräysvallan on myös vakiintuneesti katsottu kytkeytyvän toisiinsa.⁸⁸³ Sijoitusyhtiöissä voitaisiin laskea liikkeeseen myös äänivallattomia osakkeita. Osakkeenomistajien kontrollioikeudet rajoittuisivat lähinnä hallituksen valintaan tai erottamiseen, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Osakkeenomistajat eivät voisi kuitenkaan päättää liiketoiminnallisista asioista, kuten sijoitusstrategian muuttamisesta⁸⁸⁴, koska tämä voisi olla haitallista osakkeenomistajille. UCITS-muotoisissa sijoitusyhtiöissä merkittävien yhtiöjärjestysmuutosten tulisi myös edellyttää osakkeenomistajien hyväksyntää.⁸⁸⁵ Yhtiökokouksia voitaisiin järjestää sekä sateenvarjosijoitusyhtiön että yksittäisen alarahaston tasolla siitä riippuen, koskevatko käsiteltävät asiat sijoitusyhtiötä kollektiivisesti⁸⁸⁶ vaiko vain yksittäistä alarahastoa⁸⁸⁷.⁸⁸⁸

Osakkeiden äänimäärä määräytyisi niiden suhteellisen nettoarvon perusteella. ”Ääni per osake” -periaate ei ole sijoitusyhtiöissä asianmukainen, koska osakkeiden nettoarvot voivat poiketa merkittävästi toisistaan siitä riippuen, mihin osakelajiin ne kuuluvat.⁸⁸⁹ ”Ääni per osake” -periaatetta ei juurikaan enää esiinny sijoitusyhtiöissä.⁸⁹⁰ Yhtiökokouksen päätökset tehtäisiin pääasiassa enemmistöpäätöksinä, ja enemmistö laskettaisiin yhtiökokouksessa annetuista äänistä.⁸⁹¹ Rahastoyhtiön tai sijoitusyhtiön hallituksen lähipiiriin kuuluvien tahojen omistamalla osakkeilla ei voitaisi osallistua

⁸⁸² IOSCO 1994, s. 14. Rahastoyhtiön vapauttaminen tehtävistään ja yhtiöjärjestyksen muuttaminen ovat yleensä sellaisia laajakantoisia asioita, joiden osalta sijoittajien äänioikeudet katsotaan perustelluksi. Ks. myös HE 22/1977 vp, s. 1; ALRC – CASAC 1993a, s. 11 ja ALRC – CASAC 1993b, s. 117.

⁸⁸³ HE 309/1992 vp, s. 11.

⁸⁸⁴ Baums – Kiem 2003, s. 10 ja Hooghiemstra 2019, s. 140.

⁸⁸⁵ Ks. tarkemmin Vepsä 2022a, s. 155–156.

⁸⁸⁶ Esimerkkinä voidaan mainita hallituksen valinta.

⁸⁸⁷ Alarahaston merkittävä sijoitusstrategian muuttaminen voisi olla esimerkki asiasta, jota käsiteltäisiin alarahaston yhtiökokouksessa.

⁸⁸⁸ Ks. Vepsä 2022a, s. 154. Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 50–51.

⁸⁸⁹ Ks. Schonfeld – Kerwin 1993, s. 116, jossa todetaan, että ”ääni per osake” -periaate on ongelmallinen. Käytännössä tietyn alarahaston osake voi olla nettoarvoltaan 10 kertaa pienempi kuin toisen alarahaston osake. Tällöin halvemman alarahaston osakkeenomistajat saisivat samankokoisella sijoituksella huomattavasti enemmän äänivaltaa kuin toisen alarahaston osakkeenomistajat, mikä rikkoo osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta koko sijoitusyhtiön tasolla. Ks. myös Vepsä 2022a, s. 159.

⁸⁹⁰ Mainittakoon, että Australiassa meinattiin omaksua ”ääni per osake” -periaate. Ks. Treasury (Australia) 2018a, s. 99, jossa sitä ehdotettiin. Ehdotus ei kuitenkaan päätenyt lopulliseen lakitekstiin.

⁸⁹¹ Vepsä 2022a, s. 158. Tämä on perusteltua sijoitusyhtiön hallinnon joustavuuden takia. Määräenemmistöpäätöstä, jonka raja olisi 2/3 kokouksessa annetuista äänistä, edellytettäisiin vain merkittävässä yhtiöjärjestysmuutoksissa, sijoitusyhtiön kotipaikan vaihtamisessa ja koko sijoitusyhtiön lakauttamisessa. Joustavuuden varmistamiseksi määräenemmistön rajaa ei tule asettaa liian korkeaksi. Vrt. ALRC – CASAC 1993c, s. xxii, jossa on esitetty, että rahastoyhtiön erottaminen olisi mahdollista vain absoluuttisella enemmistöllä suhteessa koko sijoitusyhtiön arvoon. Yhteissijoittamisen erityisen luonteen takia tällainen kynnyсарvo olisi liian korkea eikä sitä tosiasiallisesti pystyttäisi täyttämään, koska suurissa ja hajautetuissa omistetuissa sijoitusyhtiöissä olisi lähes mahdotonta saada vaaditut äänet osakkeenomistajilta, joiden omistamien osakkeiden nettoarvo on yli puolet koko sijoitusyhtiön nettoarvosta.

äänestyksiin eturistiriitatilanteiden välttämiseksi.⁸⁹² Varsinaisten yhtiökokousten pitämisen tulisi olla tahdonvaltaista⁸⁹³, koska monimutkainen päätöksentekorakenne ei sovi rahastotoimintaan⁸⁹⁴, mutta määrävähemmistöllä, jonka osakkeiden arvo on vähintään 10 % sijoitusyhtiön (tai alarahaston) arvosta,⁸⁹⁵ tulisi olla oikeus kutsua sijoitusyhtiön (tai alarahaston) yhtiökokous tarvittaessa koolle. Kun otetaan huomioon yhtiökokouksen laajemmat oikeudet verrattuna nykyisten sijoitusrahastojen osuudenomistajien kokoukseen, on SRL:ia korkeampi määrävähemmistövaatimus perusteltu, jotta perusteettomien yhtiökokouksien järjestämiseltä vältyttäisiin.⁸⁹⁶ Kyse olisi yksittäisestä ylimääräisestä yhtiökokouksesta eikä sellaisen pitäminen palauttaisi sijoitusyhtiölle velvollisuutta varsinaisen yhtiökokouksen pitämiseen vuosittain.⁸⁹⁷ Koska osakkeenomistajien ei ole tarkoitus tehdä liiketoiminnallisia päätöksiä, on heidän päätöksenteko-oikeuksiaan rajoitettava sellaisissa yhtiökokouksissa, jonka osakkeenomistajat ovat omasta aloitteestaan kutsuneet koolle. Tällaisessa yhtiökokouksessa osakkeenomistajat voisivat päättää hallituksen jäsenten nimittämisestä tai erottamisesta, yhtiöjärjestyksen muuttamisesta tai sijoitusyhtiön lakkauttamisesta. Varsinaisista kokousmenettelyn yksityiskohdista määrättäisiin yhtiöjärjestyksessä.⁸⁹⁸

Tietyn osakkeenomistajan oikeuksia heikentäviä yhtiöjärjestysmuutoksia ei saisi tehdä ilman kyseisen osakkeenomistajan hyväksyntää tai lunastusmahdollisuuden tarjoamista⁸⁹⁹. Mikäli muutos koskettaisi kaikkia osakkeenomistajia samanlaisesti, ei kyse olisi tietyn osakkeenomistajan oikeuksia heikentävästä yhtiöjärjestysmuutokses-

⁸⁹² Ks. esim. SIB 1995, s. 39. Tämän rajoituksen tulee koskea myös alarahastojen ristiinsijoitusten kautta hankittuja alarahastojen osakkeita.

⁸⁹³ Vepsä 2022a, s. 161.

⁸⁹⁴ Ks. esim. Wang 1994, s. 971 ja IFSCA Expert Committee 2021, s. 53. Ks. myös. ALRC – CASAC 1993b, s. 123 ja OEIC (Amendment) Regulations 2005 Explanatory Memorandum, s. 2–3, joissa on mainittu syitä sille, miksei vuosittainen yhtiökokous ole tarkoituksenmukainen rahastotoiminnassa.

⁸⁹⁵ Ks. Vepsä 2022a, s. 160, jonka mukaan määrävähemmistön oikeus vaatia ylimääräistä yhtiökokousta pidettäväksi toimii ikään kuin varaventtiilinä, joka koordinoi hallituksen toimintaa osakkeenomistajien etujen mukaiseksi. Jos hallitus toimisi osakkeenomistajien etujen mukaisesti, voisi se luottaa siihen, etteivät osakkeenomistajat vaatisi ylimääräistä yhtiökokousta pidettäväksi.

⁸⁹⁶ SRL 9:2.1:n mukaan rahasto-osuudenomistajien kokous on pidettävä, jos rahasto-osuudenomistajat, joilla yhteensä on vähintään yksi kahdeskymmenesosa kaikista liikkeellä olevista rahasto-osuuksista, kirjallisesti sitä vaatii ilmoittamansa asian käsittelyä varten. SRL:n sääntely ei ota huomioon tuotto- ja kasvuosuuksien vaikutusta rahasto-osuuksien arvoon vaan se koskee ainoastaan rahasto-osuuksien lukumäärää, jolloin rahasto-osuudenomistajien kokouksen kutsuminen koolle voi tosiasiallisesti olla mahdollista osuuksilla, joiden arvo on alle yksi kahdeskymmenesosa koko sijoitusrahaston arvosta. Sijoitusyhtiöissä näin pienen määrävähemmistön oikeus yhtiökokouksen koolle kutsumiseen ei ole perusteltua, koska yhtiökokouksella on sijoitusrahastojen osuudenomistajien kokoukseen verrattuna suuremmat oikeudet, kuten oikeus hallituksen vaihtamiseen. Tällöin suhteellisen pieni määrävähemmistö voisi saada mahdollisuuden vaikuttaa merkittävästi sijoitusyhtiön toimintaan. Kansainvälisessä sääntelykäytännössä ei myöskään esiinny näin alhaista määrävähemmistödelytystä.

⁸⁹⁷ Ks. myös HM Treasury 2004b, s. 36.

⁸⁹⁸ Ks. esim. SFC 2017, s. 16 ja MAS 2018, s. 14.

⁸⁹⁹ Vrt. OYL 5:29:n säännökset, joissa säädetään osakkeenomistajan suostumuksesta tiettyihin yhtiöjärjestysmuutoksiin.

ta. Sijoittajien äänivaltaa on perinteisesti pidetty tärkeänä sellaisissa tilanteissa, kun rahaston toimintaa ollaan muuttamassa merkittävästi.⁹⁰⁰ Sijoitusyhtiörakenteessa on pyritty erityisesti asettamaan osakkeenomistajien rooli tasapainoiseksi, kun otetaan huomioon osakkeenomistajien heikko osallistumishalukkuus ja valvojan viranomaisen ulkopuolinen valvonta sekä luontaiset vaikeudet, joita äänioikeuksiansa käyttämiin pyrkivät osakkeenomistajat kohtaavat.⁹⁰¹

Lainsäätäjän näkökulmasta on perusteltua, ettei osakkeenomistajia pidettäisi vain passiivisina uhreina, vaan heille pitäisi myös tarjota työkaluja väärinkäytösten varalle, mikäli muut keinot (kuten irtautumisoikeus tai valvojan viranomaisen toimivaltaan turvautuminen) eivät joissakin olosuhteissa toimisi. Sijoitusyhtiöissä olisi oma osakkeenomistajien nimeämä hallitus⁹⁰², joka on erillinen sijoitusyhtiötä hoitavan rahastoyhtiön hallitukseen nähden, ja sen pitäisi tosiasiaa myös toimia autonomisesti suhteessa rahastoyhtiön hallitukseen.⁹⁰³ Hallitus voi suorittaa jäsenvalintansa itse, mikäli sijoitusyhtiössä ei pidetä varsinaista yhtiökokousta. Tällaisessa tapauksessa riippumattomien hallituksen jäsenten tulisi kuitenkin nimetä uudet riippumattomat hallituksen jäsenet, mikä lähtökohtaisesti parantaa riippumattomuuden tasoa. Tästä huolimatta osakkeenomistajilla säilyisi aina oikeus vaihtaa hallituksen kokoonpanoa ylimääräisessä yhtiökokouksessa.⁹⁰⁴

Rahastoyhtiön ja sijoitusyhtiön hallitus eivät ole toistensa synonyymeja, ja mikäli näitä eroja ei oteta huomioon sääntelyssä, eivät sääntelyn odotukset ja rahaston hallinnon käytännön toteutus vastaa toisiaan.⁹⁰⁵ Hallituksen jäsenten lukumäärän tulisi olla

⁹⁰⁰ Ks. esim. IOSCO 1994, s. 14; IMA 2005, s. 6 ja SFC 2018, s. 21.

⁹⁰¹ ALRC – CASAC 1993b, s. 11–12. Osakkeenomistajat eivät tavallisesti halua osallistua sijoituskohteensa hallinointiin, ja toisistaan erillisten ihmisryhmien yhteistoimintaan liittyy aina ongelmia ja kustannuksia (ns. kollektiivisen toiminnan ongelmat).

⁹⁰² Osakkeenomistajat nimittävät hallituksen jäseniä harvoin, jolloin sijoitusyhtiön perustajatahon nimeämällä ensimmäisellä hallituksella on usein pitkälle ulottuva vaikutus myös tuleviin hallituksen jäseniin (ks. Vepsä 2021a, s. 29–30 ja Vepsä 2022a, s. 143–144). Myös uuden alarahaston perustamisessa tilanne on vastaava: alarahasto ikään kuin perii sijoitusyhtiön istuvan hallituksen, eivätkä yksittäisen alarahaston osakkeenomistajat tavanomaisesti pysty vaikuttamaan hallituksen kokoonpanoon, mikäli sijoitusyhtiössä on useita alarahastoja.

⁹⁰³ PwC 2018, s. 26.

⁹⁰⁴ Osakkeenomistajat voisivat tarvittaessa nimittää hallitukseen ainoastaan riippumattomia hallituksen jäseniä, mikäli he katsoisivat sen tarpeelliseksi.

⁹⁰⁵ UCD Centre for Corporate Governance 2014, s. 1–2.

vähintään kolme⁹⁰⁶, mutta enimmäismäärä tulisi jättää markkinoiden päätettäväksi.⁹⁰⁷ Hallituksen jäsenille ei tulisi asettaa tiukkoja asuinpaikkavaatimuksia.⁹⁰⁸ Sijoitusyhtiön hallitus olisi vastuussa hallinnon asianmukaisesta järjestämisestä.⁹⁰⁹ Se ei osallistuisi sijoitusyhtiön päivittäiseen hallintoon, vaan sen tehtävät rajoittuvat laajakantoisiin strategisiin päätöksiin sekä valvonta- ja compliance-tehtäviin.⁹¹⁰ Hallituksen pääasiallisena tehtävänä on varmistua, että rahastoyhtiö hoitaa tehtävänsä asianmukaisesti. Hallituksen merkittävin päätösasia olisi rahastoyhtiön vapauttaminen tehtävistään ja uuden nimittäminen.⁹¹¹ Rahastoyhtiö ei voisi erota itse ilman toimivaltaisen viran-

⁹⁰⁶ Hallituksen jäsenten vähimmäismäärä olisi tällöin vastaava kuin rahastoyhtiön hallituksen jäsenten vähimmäismäärä, josta säädetään SRL 3:3.1:ssä. Alun perin 1984:VM 24, s. 17 ehdotti rahastoyhtiön hallituksen jäsenten vähimmäismääräksi kolme jäsentä, mutta lopulta vuoden 1987 SRL:iin päättyi kuuden jäsenen vähimmäismäärä (ks. HE 238/1986 vp, s. 13). Vähimmäismäärä aleni kuudesta jäsenestä kolmeen jäseneseen vuonna 1994, jota HE 309/1992 vp, s. 16 perusteli seuraavasti: ”— rahastoyhtiön hallituksen jäsenten vähimmäislukumäärää vähennetään kuudesta kolmeen. Ehdotus vastaa siten osakeyhtiölain (734/78) 8 luvun 1 §:n mukaista, osakeyhtiöitä yleensä koskevaa vaatimusta.”

⁹⁰⁷ Sijoitusyhtiön hallituksen jäsenten vähimmäismäärä on kolme Luxemburgissa, mutta Irlannin ICAV-sijoitusyhtiöissä se on kaksi. Ks. Luxemburgin osalta Kremer – Lebbe 2014, s. 286 ja Irlannin osalta ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 8 ja Clarke – White 2018, s. 372. Ks. vastaavasti Hongkongin osalta SFC 2017, s. 12. Vähimmäismäärällä on merkitystä etenkin silloin, jos se asetetaan liian suureksi. Empiirisissä tutkimuksissa on todettu, että liian suuri hallituksen jäsenten lukumäärä vaikuttaa negatiivisesti rahastojen suoriutumiseen. Tutkimustulokset näyttävät osoittavan, että suuret hallitukset ovat heikompia tarkkailemaan rahastoyhtiön toimintaa ja ne kärsivät tehostomasta päätöksenteosta mahdollisesti lisääntyneen vapaamatkustusrisikin vuoksi. Ks. Hazenberg 2012, s. 132.

⁹⁰⁸ CBI 2014, s. 5–6 mukaan ”— residency requirement could unduly limit the pool of individuals (particularly those with portfolio management and risk management experience) available for appointment as directors.” Lähtökohtana tulisi pitää OYL 6:10.2:ta, jonka mukaan vähintään yhdellä hallituksen jäsenellä on oltava asuinpaikka Euroopan talousalueella, jollei rekisteriviranomainen myönnä yhtiölle lupaa poiketa tästä. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2022, Osakeyhtiölaki I-II>II ÖSA Hallinto ja tilinpäätös>6 luku. Osakeyhtiön johto ja edustaminen>Hallituksen jäsenet sekä jäsenyyden alkaminen ja päättyminen>10 § mukaan asuinpaikkavaatimuksella pyritään ilmeisesti varmistamaan se, että yhtiöön saadaan tarvittaessa yhteys esimerkiksi haasteen toimittamista varten.

⁹⁰⁹ Ks. korkeatasoisen hallinto- ja ohjausjärjestelmään liittyvistä suosituksista ALFI 2013, s. 6–10.

⁹¹⁰ Ks. esimerkki laajakantoisista päätöksistä IFIA 2011, s. 7. Sijoitusyhtiön tasolla toimiva erillinen hallitus ei tarkoita sitä, että hallituksen kokousten määrä nousisi merkittävästi verrattuna rahastoyhtiön hallituksen kokousten määrään sopimusperusteisten sijoitusrahastojen hoitamisen yhteydessä. Käytännössä rahastoyhtiön hallituksen kokousten määrä vähenisi jonkin verran, koska tietyt asiat käsiteltäisiin sijoitusyhtiön hallituksessa. Rahastoyhtiön hallitus tekisi liiketoimintapäätökset, kun taas sijoitusyhtiön hallitus keskittyisi valvontaan. Ks. myös päivittäisen hallinnon ja valvontaroolin eroista UCD Centre for Corporate Governance 2014, s. 8. Joka tapauksessa sijoitusyhtiön hallituksen ja rahastoyhtiön välisessä suhteiden rakentamisessa tarvitaan joustavuutta, jotta voidaan huomioida osapuolten erityisolosuhteet. CBI 2014, s. 28 mukaan ”The relationship between an externally-managed investment company and its management company may be structured in a number of different ways.”

⁹¹¹ Erottamisoikeutta sanotaan monesti teoreettiseksi, koska todellisuudessa sitä käytetään harvoin. Tämän on todettu johtuvan hallituksen ja promoottorin välisistä etuyhteyksistä, jotka vähentävät hallituksen kannustimia toimia sijoittajien etujen mukaisesti. Ks. tarkemmin esim. Krug 2018, s. 191–194. Erottamisuhan on siitä huolimatta katsottu koordinoivan rahastoyhtiön toimintaa osakkeenomistajien etujen mukaisesti (Vepsä 2022a, s. 179). Toissijaisesti osakkeenomistajat voisivat erottaa rahastoyhtiön suoraan enemmistöpäätöksellä, mikäli hallitus ei kykene toimimaan. Ks. vastaavasti Schonfeld – Kerwin 1993, s. 129. Rahastoyhtiön vapauttamisen tehtävistään ei tulisi vaatia yhtiöjärjestysmuutosta (ks. esim. SIB 1996, s. 32). Mikäli näin olisi, olisi erottamispäätöksen kynnyksarvo tosiasiassa määränemmistöpäätös, jota edellytetään merkittävilta yhtiöjärjestysmuutoksilta. Rahastoyhtiön tarkat tiedot voitaisiin määrittää tarjousesitteessä, jota voitaisiin muuttaa ilman osakkeenomistajien päätöstä, jolloin yhtiöjärjestysmuutosta ei tarvittaisi rahastoyhtiön erottamiseen.

omaisen hyväksyntää.⁹¹² UCITS-muotoisissa sijoitusyhtiöissä rahastoyhtiön erottamisuhkaa ei voitaisi tehdä tyhjäksi lisäämällä yhtiöjärjestykseen erottamista vaikeuttavia ”myrkkypillereitä”^{913, 914}

Sijoitusyhtiön liiketoimintapäätökset kuuluvat rahastoyhtiölle eivätkä sijoitusyhtiön hallitukselle, koska rahastoyhtiö tekee sijoituspäätökset sijoitusyhtiön sijoittajien puolesta. Liiketoimintapäätösten tekoa ei tule säilyttää sijoitusyhtiön hallitukselle, vaan pikemminkin sen kannustimia ja mahdollisuuksia harjoittaa rahastoyhtiön valvontaa tulisi korostaa sääntelyssä.⁹¹⁵ Valvontatehtävien tulee olla erotettu asianmukaisesti varojen hoitotehtävistä.⁹¹⁶ Hallituksen jäseniä on kuvattu sijoittajien etuja valvovina vahtikoirina ja koirat tulisi saada haukkumisen sijaan myös puremaan silloin, kun sijoittajien edut ovat vaarassa.⁹¹⁷ Tämä tarkoittaa sitä, että sijoitusyhtiöiden hallitusten ei tulisi hyväksyä rahastojen promoottoriorganisaatioiden sisäisiltä edustajilta saatuja vakuutuksia ja raportteja sellaisenaan, vaan sijoitusyhtiöiden hallitusten olisi osoitettava asianmukaista ammattimaista skeptisyyttä arvioidessaan riippumattomasti näitä raportteja ja niille toimitettuja todisteita.⁹¹⁸

⁹¹² Ks. vastaavasti SRL 18:1.1. Ks. myös ALRC – CASAC 1993b, s. xxxiv.

⁹¹³ Pönkä 2008, s. 752 mukaan esimerkiksi Yhdysvalloissa niin sanottu ”poison pill” tarkoittaa hyvin laajasti käytettyä yritysvaltauksen torjuntamekanismia. Tyypillisellä myrkkypillerillä viitataan tällöin yhtiön johdon ja osakkeenomistajien väliseen sopimukseen, jonka mukaan viimeksi mainituilla on oikeus ostaa yhtiön osakkeita suopeaan hintaan, mikäli joku taho saa haltuunsa tietyn prosenttimäärän yhtiön osakekannasta.

⁹¹⁴ Rahastotoiminnassa tyypillinen myrkkypilleri voi tarkoittaa sellaista ehtoa, että sijoitusyhtiön yhtiöjärjestys purkaa automaattisesti sijoitusyhtiön, mikäli rahastoyhtiö vapautetaan tehtävistään.

⁹¹⁵ Vepsä 2022a, s. 188 ja 190.

⁹¹⁶ IOSCO 2007, s. 8: ”The objective of this rule is to provide for an adequate separation between asset management and supervisory functions.”

⁹¹⁷ Hazenberg 2012, s. 261.

⁹¹⁸ Ks. myös CBI 2016, s. 41–42.

Vähintään yhden kolmasosan sijoitusyhtiön hallituksen jäsenistä tulisi olla riippumattomia, jotta hallitus pystyisi valvomaan rahastoyhtiötä mahdollisimman puolueettomasti.⁹¹⁹ Riippumattomien jäsenten tulisi olla aidosti riippumattomia⁹²⁰ eikä heillä saisi olla liikaa muita hallitusjäsenyyksiä.⁹²¹ Hallituksen toimintaedellytyksiä parantaisi myös se, että sijoitusyhtiön ja rahastoyhtiön hallituksessa ei olisi samoja jäseniä.⁹²² Kaikilla hallituksen jäsenillä tulisi olla lakisääteinen vaadesuoja promoottoria vastaan, mikäli hallitus on osakkeenomistajien etua ajaessaan aiheuttanut vahinkoa promoottorille.⁹²³ Sijoitusyhtiön hallituksen tarkkarajaisen hallintoroolin⁹²⁴ tunnistaminen verrattuna rahastoyhtiön hallituksen kaksinkertaiseen (ja luonnostaan eturistiriitoja sisältävään) hallintorooliin⁹²⁵ auttaa toteuttamaan sääntelypolitiikkaa, jolla pyritään minimoimaan mahdolliset eturistiriidat ja suojelemaan sijoittajien etuja. Sääntelykehityksessä on tunnustettava tämä kriittinen ero, jotta voidaan täysin ymmärtää eturistiriitojen mahdollisuus, hallituksen kokoonpanon merkitys ja sijoitusyhtiön hallituksen ratkaiseva rooli.⁹²⁶ Sijoitusyhtiörakenne vähentää rahastoyhtiön kaksoisrooliin liitty-

⁹¹⁹ Ks. riippumattomien hallituksen jäsenten merkityksestä ja määrää koskevasta analyysistä ja sen perusteluista tarkemmin Vepsä 2022a, s. 171–178. Mikään ei kuitenkaan estä nimeämistä vähimmäismäärää suurempaa määrää riippumattomia jäseniä. Koska hallitus ei tee liiketoimintapäätöksiä, ei rahastoyhtiö menetä kontrolliaan liiketoimintapäätöksiin, vaikka enemmistö hallituksen jäsenistä olisi riippumattomia. Tällaista määräysvallan menettämistä on esimerkiksi pelätty Yhdysvalloissa sijoitusyhtiösääntelyn alkuaikoina (ks. Roiter 2016, s. 45).

⁹²⁰ Ks. esim. Wegman 2016, s. 50–51 ja 113 ja Vepsä 2021a, s. 24, joissa on kritisoitu riippumattomien hallituksen jäsenten puolueettomuuden tasoa. Riippumattomuuden määritelmän tulisi olla laaja ja lisäksi riippumattomille hallituksen jäsenille tulisi asettaa erottamissuoja rahastoyhtiötä vastaan. Mikäli sijoitusyhtiön yhtiökokousta ei pidetä, suorittaa hallituksen jäsenten valinnan hallitus itse, jolloin teoriassa promoottoriin etuyhteydessä olevat hallituksen jäsenet voisivat erottaa ”ei-toivotun” riippumattoman jäsenen. Lisäksi riippumattomuutta tukisivat ajankäytölliset veloitteet, joilla varmistettaisiin, että riippumattomalla jäsenellä on aidot mahdollisuudet osallistua hallitustyöskentelyyn muista sidonnaisuuksista vapaana. Ajankäyttöveloitteisiin on kiinnitetty lisääntyvää huomiota Irlannissa: ks. Clarke – White 2018, s. 376. Puolestaan Luxemburgissa ALFI 2013, s. 7 suosittelee: ”The members of the Board are expected to understand the activities of the fund and devote sufficient time to their role.”

⁹²¹ Ks. Chiu 2018, s. 388, jossa mainitaan Caymansaarten ongelma, jossa yhdellä henkilöllä saattaa olla jopa yli sadan hedge-rahaston hallitusjäsenyys. Ks. myös CBI 2016, s. 28. CBI pitää riskilukuna sitä, jos henkilöllä on yli 20 hallitustehtävää, joiden yhteenlaskettu työaika on yli 2000 tuntia.

⁹²² Sijoitusyhtiön hallituksen olisi tarkoitus valvoa rahastoyhtiön toimintaa. Mikäli molempien hallituksissa olisi paljon samoja jäseniä, valvoisi sijoitusyhtiön hallitus tosiasiaansa itseään. Käytännössä kysymystä on lähestytty siten, että sijoitusyhtiön ei-riippumattomat hallituksen jäsenet ovat promoottorin johtohenkilöitä, jotka eivät kuitenkaan toimi samanaikaisesti rahastoyhtiön hallituksessa. Ks. vastaavasti Kremer – Lebbe 2014, s. 321 ja Vepsä 2022a, s. 175–176.

⁹²³ ALRC – CASAC 1993b, s. xxxi ja 96 ja ALRC – CASAC 1993c, s. xviii.

⁹²⁴ Sijoitusyhtiön hallituksen tehtävänä on valvoa yksinomaan osakkeenomistajien etuja.

⁹²⁵ Rahastoyhtiön hallituksen on toimittava sijoitusyhtiön osakkeenomistajien etujen mukaisesti, mutta samalla sen täytyy myös tuottaa mahdollisimman paljon voittoa omille osakkeenomistajilleen.

⁹²⁶ UCD Centre for Corporate Governance 2014, s. 4.

viä eturistiriitilanteita, koska sijoitusyhtiön hallituksen tehtävänä on yksinomaisesti ajaa osakkeenomistajien etuja.⁹²⁷ Sijoitusyhtiörakenteen hallintorakenne varmistaa sen, ettei joustavaa sääntelyä tavoitella sijoittajien turvallisuuden kustannuksella.⁹²⁸

Sijoitusyhtiöt eivät voisi olla sisäisesti hoidettuja, joten hallituksen tulisi aina nimetä rahastoyhtiö hoitamaan sijoitusyhtiön päivittäistä hallinnointia jo heti sijoitusyhtiön perustamisvaiheessa. Koska rahastoyhtiö on vastuussa juoksevasta hallinnosta, ei sijoitusyhtiöön voitaisi nimetä toimitusjohtajaa. Nimetyt rahastoyhtiön toimivaltuudet sisältävät melkein jokaisen osa-alueen sijoitusyhtiön päivittäisestä hallinnoinnista. Tähän sisältyy muun muassa markkinointi, merkintöjen ja lunastusten vastaanottaminen, salkunhoito, riskienhallinta ja muut rahaston operatiiviseen hoitamiseen liittyvät tehtävät.

⁹²⁷ Ks. myös SOU 2002:56, s. 512.

⁹²⁸ Ks. vastaavasti HE 59/1996 vp, s. 19, jonka mukaan joustavuutta ei tule tavoitella osuudenomistajien turvallisuuden kustannuksella.

Toimenpide	Yhtiökokous	Hallitus	Rahastoyhtiö
Tilinpäätöksen vahvistaminen Taseen osoittaman voiton käyttäminen Vastuuvapautukset Hallituksen ja tilintarkastajan valinta	✓	(✓) Jos yhtiökokousta ei pidetä	
Muut yhtiöjärjestyksen mukaan yhtiökokouksessa käsiteltävät asiat	✓	(✓) Jos yhtiökokousta ei pidetä	
Hallinnosta huolehtiminen ja toiminnan asianmukainen järjestäminen		✓	
Päivittäinen juokseva sijoitusyhtiön hoitaminen			✓
Hallituksen vapauttaminen tehtävistään ja uuden nimittäminen ylimääräisessä yhtiökokouksessa, jonka määrävähemmistö on kutsunut koolle	✓		
Yhtiöjärjestyksen tai tarjousesitteen muuttaminen	✓ Yhtiöjärjestyksen merkittävät muutokset	✓ Yhtiöjärjestyksen vähäiset muutokset	✓ Tarjousesitteen muutokset
Rahastoyhtiön toiminnan valvonta	(✓)	✓	
Aloite sijoitusyhtiön hallinnon luovuttamisesta	✓	✓	✓
Rahastoyhtiön nimittäminen	(✓)	✓	
Alarahaston perustaminen		✓	
Alarahaston hallinnon luovuttaminen tai purkaminen		✓	✓
Koko sijoitusyhtiön vapaaehtoinen purkaminen	✓ Määrävähemmistön koolle kutsuma yhtiökokous	✓ Päätös purkamisesta	✓ Purkamisen täytäntöönpano

Taulukko 3. Yhteenveto toimivallanjaosta sijoitusyhtiössä.

Sijoitusyhtiön hallintorakenteen takia kokonaisvastuu sen toiminnasta on aina hallituksella. Tämä tarkoittaa sitä, että hallitus vastaa myös lakien rikkomisesta ja rikkomusten seurauksista.⁹²⁹ Ilman tätä sijoitusyhtiöllä itsellään olisi yksinomainen ja suora vastuu lain mukaisten velvoitteidensa rikkomisesta ja sen olisi maksettava seuraamusmaksu tai sakko alarahastojen varoista, mikä vähentäisi osakkeenomistajien osakkeiden arvoa. Tämä olisi ristiriidassa nykyisten sijoitusrahastojen kanssa, joissa järjestelmästä vastaava taho (rahastoyhtiö) on ainoa oikeushenkilö, joka on vastuussa kaikista sijoitusrahastojen hoitoon liittyvistä velvoitteista ja vastaavasti näiden velvoitteiden rikkomisesta.⁹³⁰ Tämän takia sijoitusyhtiölle ei voitaisi määrätä sakkoja tai muita rangaistusluonteisia seuraamuksia,⁹³¹ koska sijoitusyhtiön osakkeenomistajat eivät ole vastuussa sijoitusyhtiön tekemistä päätöksistä.

5.3.3 Hallituksen ja säilytysyhteisön välinen suhde

On mahdollista kysyä, mihin sijoitusyhtiön hallitusta tarvitaan, kun säilytysyhteisöllä on lakisääteinen rahastoyhtiön valvontatehtävä.⁹³² Säilytysyhteisövalvonnan rajoitteena on kuitenkin, että säilytysyhteisöllä ei ole rahastoyhtiön suoriutumista arvioivaa toimintoa eikä sillä ole toimivaltuuksia valita tai erottaa rahastoyhtiötä, vaan se voi ainoastaan arvioida, ovatko valvonnan kohteena olevat asiat hoidettu asianmukaisesti. Säilytysyhteisövalvonta on myös jälkikäteistä eikä se ole aktiivista valvontaa. Säilytysyhteisöllä ei ole kunnollista näkyvyyttä rahastoyhtiön toimintaan.⁹³³ Tämän lisäksi säilytysyhteisöt eivät useinkaan ole riippumattomia rahastoyhtiöstä.⁹³⁴ Toisin kuin sijoitusyhtiön hallituksella, ei säilytysyhteisöllä ole yleistä kaikenkattavaa huolellisuusvelvoitetta ajaa sijoitusyhtiön ja sen osakkeenomistajien etua⁹³⁵, vaan sen huolellisuusvelvoite koskee säilytysyhteisön erikseen rajattuja valvontatehtäviä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa on katsottu, että säilytysyhteisöllä ei voida korvata sijoitusyhtiön hallituksia.⁹³⁶

⁹²⁹ Hallituksella puolestaan on oikeus kääntyä sen tahon puoleen, jonka toiminnan seurauksena lakia on rikottu. Tämä voi tarkoittaa esimerkiksi vahingonkorvauksen vaatimista rahastoyhtiöltä silloin, kun hallitus on vastannut vahingonkorvauksesta suhteessa sijoitusyhtiöön. Hallituksella ei tulisi olla automaattista oikeutta ulkoistaa vastuutaan rahastoyhtiölle, koska silloin hallituksen valvontatehtävän ei voida katsoa toimivan. Ks. esim. CBI 2016, s. 2–3 ja 21.

⁹³⁰ Ks. myös Treasury (Australia) 2018b, s. 44 ja 49 ja Treasury (Australia) 2021a, s. 44 ja 99–100.

⁹³¹ Ks. myös Treasury (Australia) 2021a, s. 10 ja Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021, s. 84–86.

⁹³² UCITS-direktiivin 22–26 artiklat ja AIFM-direktiivin 21 artikla.

⁹³³ MAS 2020d, s. 9.

⁹³⁴ Vepsä 2021a, s. 163–164.

⁹³⁵ MAS 2018, s. 21 ja MAS 2020d, s. 7.

⁹³⁶ SEC 1992, s. 285.

Arvioitaessa edellytyksiä sijoitusyhtiön hallituksen korvaamiseksi säilytysyhteisövalvonnalla, tulisi säilytysyhteisön riippumattomuuden tasoa lisätä kansallisessa sääntelyssä EU-sääntelyn vaatimuksia korkeammaksi, kuten esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa on tehty. Hallituksen korvaaminen säilytysyhteisöllä vaatisi myös organisatorisia lisävaatimuksia säilytysyhteisöille, koska ne tarvitsisivat resursseja, joilla sijoitusyhtiön hallitusta vastaavat toiminnot hoidettaisiin. Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että ”sijoitusyhtiön hallitus” toimisi säilytysyhteisön sisällä. Lisäksi sijoitusyhtiön osakkeenomistajilla tulisi olla oikeus vapauttaa säilytysyhteisö tehtävistään. Tällaiseen sääntelyratkaisuun liittyy kuitenkin merkittäviä epävarmuuksia. Yhdistyneen kuningaskunnan kokemukset osoittivat, ettei säilytysyhteisön riippumattomuuden lisääminen korvaa hallituksen valvonnan merkitystä.⁹³⁷ Toisaalta sääntelyratkaisu ei vastaisi kansainvälistä käytäntöä⁹³⁸ ja johtaisi suuriin muutoksiin säilytystoimialalla luoden säilytysyhteisöille niiden ydintoimintojen ulkopuolisia velvoitteita, mikä johtaisi myös säilytyspalkkioiden nousuun. Näiden syiden takia hallituksen korvaaminen säilytysyhteisövalvonnalla ei olisi kovin realistinen vaihtoehto.

Nykyisin säilytysyhteisö voi joutua vastuuseen, mikäli sen säilytettävänä olevat rahoitusvälineet menetetään tai se muutoin laiminlyö lakisääteisiä velvoitteitaan.⁹³⁹ Vastuu rahoitusvälineiden menetyksestä on eräänlaista ankaraa vastuuta, mutta muiden velvoitteiden rikkomisen on oltava huolimaton tai tahallista, jotta vastuu voisi realisoidua. Mahdolliset oikeustoimet ovat sijoitusyhtiön osakkeenomistajien näkökulmasta kuitenkin riskialttiita ja kalliita. Sijoitusyhtiön osakkeenomistajat eivät myöskään voi nimittää tai erottaa säilytysyhteisöä⁹⁴⁰, mikä kuvastaa sitä, ettei säilytysyhteisö ole suoraan tilivelvollinen sijoitusyhtiön osakkeenomistajille. Säilytysyhteisövalvonnan rajoitteiden takia säilytysyhteisön tulisi keskittyä lakisääteisiin rajattuihin valvontatehtäviin, kuten erityisesti hinnoittelun ja kaupankäynnin, tulovirtojen sekä sijoitus- ja lainanottovaltuuksien valvontaan ja ainoastaan näiden tehtävien hoidon yhteydessä havaitut rikkomukset tulisi raportoida.⁹⁴¹ Sijoitusyhtiön hallituksella olisi puolestaan yleinen velvoite ajaa sijoitusyhtiön osakkeenomistajien etua, mikä tarkoittaa kokonaisvaltaista valvontaa, joka pitää sisällään myös rahastoyhtiön suoriutumisen ar-

⁹³⁷ FCA 2017, s. 69–70. Ks. Yhdistyneen kuningaskunnan sääntelyuudistuksista yleisemmin Vepsä 2022a, s. 165.

⁹³⁸ Tämä johtaisi rahastonhoitajien ja sijoittajien näkökulmasta suuriin oppimiskustannuksiin. Lisäksi rakennetta saatettaisiin vieroksua kansainvälisillä markkinoilla. Vrt. vastaavasti Ruotsissa ehdotettuun poikkeukselliseen sijoitusyhtiömalliin, jota on tarkasteltu tämän tutkimuksen luvuissa 4.1.2 ja 5.3.2.

⁹³⁹ UCITS-direktiivin 24 artiklan 1 kohta ja AIFM-direktiivin 21 artiklan 12 kohta.

⁹⁴⁰ Vrt. Treasury (Australia) 2017a, s. 69.

⁹⁴¹ Ks. myös MAS 2020d, s. 9.

vioinnin ja sen veloittamien kustannusten kohtuullisuuden arvioinnin. Näiden valvontatehtävien eroavaisuuksien takia sijoitusyhtiön hallituksen ja säilytysyhteisön roolit eivät ole päällekkäisiä.

5.3.4 Pääomajärjestelmä

Kansainväliset sääntelykäytännöt puoltavat sijoitusyhtiöissä pääomajärjestelmää, joka perustuu osakkeiden liikkeeseen laskemiseen ja lunastamiseen ja osakepääoman määrän muuttamiseen. Sijoitusyhtiön koko osakepääoman olisi aina oltava yhtä suuri kuin sen varojen nettoarvo. Vastaavasti sijoitusyhtiön osakkeen kirjanpidollisen vasta-arvon tulisi olla yhtä suuri kuin yhdelle osakkeelle allokoitava osuus sijoitusyhtiön nettoarvosta, jolloin osakkeilla ei olisi nimellisarvoa. Sijoitusyhtiön osakkeet tulisi laskea liikkeeseen, lunastaa tai takaisinostaa hinnasta, joka on yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön nettoarvo jaettuna sijoitusyhtiön liikkeeseen laskettujen osakkeiden lukumäärällä. Sijoitusyhtiön olisi mitätöitävä lunastetut osakkeet, jolloin osakepääomaa olisi alennettava sen verran, kuin sijoitusyhtiö maksoi lunastettavista osakkeista.⁹⁴²

Sijoitusyhtiön tulisi voida luoda ja mitätöidä osakkeita sijoittajien tarpeiden mukaisesti, jollei sen yhtiöjärjestyksen rajoituksista tai tarkentavista viranomais määräyksistä muuta johdu. Avoimen sijoitusyhtiön osakkeiden tulisi olla pääsääntöisesti lunastettavissa osakkeenomistajille jokaisena kaupankäyntipäivänä tarjousesitteen ehtojen mukaisesti. Jotta sijoitusyhtiö olisi yhteissijoitusyritys, täytyy osakkeiden lunastusmahdollisuus sallia vähintään kahdesti kuukaudessa. Lunastuksia voitaisiin myös rajoittaa sääntelyn sallimissa rajoissa. Osakkeenomistajat kävisivät kauppa osakkeista suoraan sijoitusyhtiön kanssa, jolloin esimerkiksi salkunhoitoyhtiön tai muun yhteisön toimiminen välikätenä ei olisi perusteltua.⁹⁴³

⁹⁴² Vepsä 2022b, s. 385 ja 390–391.

⁹⁴³ Tällä ei tarkoiteta jakelua, vaan box management -käytäntöä, joka oli yleistä etenkin Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Ks. Vepsä 2022b, s. 386. Ks. myös IMA 2009, s. 19, jossa todetaan, että kyseinen käytäntö on sijoittajan näkökulmasta riskialttimpaa verrattuna siihen, että transaktion vastapuolena olisi sijoitusyhtiö.

Alarahastoissa olisi otettava huomioon, että ristiinsijoitukset sijoitusyhtiön alarahastojen välillä sijoitustarkoituksessa tulisi mahdollistaa, eikä tällöin olisi kyse takaisinostosta tai lunastuksesta.⁹⁴⁴ Yksinkertaistetusti ristiinsijoituksella tarkoitetaan sitä, että saman sijoitusyhtiön alarahaston A varoja sijoitetaan saman sijoitusyhtiön alarahaston B osakkeisiin. Tällöin sijoitusyhtiön alarahastolle A allokoitavaan osuuteen sijoitusyhtiön varoista sisältyy alarahaston B osakkeita, jolloin sijoitusyhtiö omistaa alarahaston A kautta omia alarahaston B kautta liikkeeseen laskettuja osakkeitaan. Mahdollisuus ristiinsijoitusten tekemiseen lisää joustavuutta erilaisten varainhoitorakenteiden kehittämiseen.⁹⁴⁵ Ristiinsijoituksissa tulisi kuitenkin huomioida muun muassa kiertosijoitusten⁹⁴⁶ ja moninkertaisen kulurakenteen⁹⁴⁷ estäminen⁹⁴⁸ sekä asianmukaiset tiedonantovelvoitteet⁹⁴⁹.

Aiemmillä osakkeenomistajilla ei tulisi olla merkintätuo oikeuksia suhteessa uusiin potentiaaliin osakkeenomistajiin⁹⁵⁰, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Osakeyhtiöistä poiketen myös osakkeiden murto-osien liikkeeseen laskemisen tulisi sijoitusyhtiöissä olla mahdollista kuten sijoitusrahastoissakin ilman tarvetta erillisen osakesarjan perustamista murto-osia varten. Koska sijoitusyhtiö on puhtaasti yhtei-

⁹⁴⁴ Vepsä 2022b, s. 386. Esimerkiksi 1990-luvulla Yhdistyneessä kuningaskunnassa OEIC-sijoitusyhtiön houkuttelevuuteen vaikutti negatiivisesti se, että alun perin sijoitukset saman sijoitusyhtiön alarahastojen välillä eivät olleet mahdollisia. Ks. SIB 1995, s. 80; SIB 1996, s. 62 ja HM Treasury 2009, s. 10. Myös Irlannissa ristiinsijoitukset sijoitusyhtiöiden alarahastojen välillä eivät olleet mahdollisia ennen vuotta 2005. Ks. Investment Funds, Companies and Miscellaneous Provisions Bill 2005. Explanatory and Financial Memorandum, s. 4–5 ja Farrell 2006, s. 2, joka kommentoi muutoksen tuomia hyötyjä seuraavasti: ”This enables fund promoters to avoid having to establish separate investment companies for each asset class where they intend to cross invest between those asset classes. It should greatly facilitate fund promoters seeking to avail of economies of scale within their own investment fund complexes and to rationalise their fund offerings.” Puolestaan Luxemburgissa ristiinsijoitukset mahdollistettiin vuonna 2010 kun Loi de 2010 tuli voimaan. Ks. ristiinsijoituksista alarahastojen välillä myös Treasury (Australia) 2021a, s. 11, 108–109 ja 119; Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021, s. 96–100 ja IFSCA Expert Committee 2021, s. 48. Australian sijoitusyhtiörakenteen valmisteluvaiheessa ristiinsijoitukset mainittiin aluksi kieltä, mutta lopulta ne sallittiin, jotta sääntely olisi kansainvälisesti kilpailukykyistä (ks. Treasury (Australia) 2021b, s. 3–5).

⁹⁴⁵ Ks. esim. IFSCA Expert Committee 2021, s. 48. Esimerkkinä voidaan mainita varainhoidon organisoitirakenne, jossa sijoitusyhtiöön perustetaan alarahastoja, jotka sijoittavat suoraan tiettyihin omaisuusluokkiin ja toimivat sijoitussalkkujen rakennuspalikoina (building block sub-funds). Tämän jälkeen varainhoitoasiakkaille perustetaan toisia alarahastoja, jotka sijoittavat erilaisilla riskipainotuksilla edellä mainittuihin rakennuspalikka-alarahastoihin.

⁹⁴⁶ Tällä tarkoitetaan sitä, että yksi UCITS-sijoitusyhtiön alarahasto voi sijoittaa yhteen tai useampaan saman sijoitusyhtiön alarahastoon edellyttäen, että tällaista ristiinsijoitusta ei voida tehdä alarahastoon, joka itse omistaa osakkeita muista saman sijoitusyhtiön alarahastoista.

⁹⁴⁷ Ristiinsijoitukset eivät saisi johtaa moninkertaisiin hallinnointi- ja/tai merkintä- ja lunastuspalkkioihin: vrt. SRL 13:6.5.

⁹⁴⁸ Ks. Elvinger – Mengal 2010, s. 13–15 ja Kremer – Lebbe 2014, s. 104–106.

⁹⁴⁹ SFC 2018, s. 16 mukaan: ”– for enhanced transparency to OFC shareholders and to align with overseas practices, the OFC Code has been revised to include a disclosure requirement for cross sub-fund investments in OFCs’ annual reports.”

⁹⁵⁰ Baums – Kiem 2003, s. 8. Merkintätuo oikeus ei olisi käytännöllinen sijoitusyhtiöissä. EU-oikeus ei myöskään edellytä merkintätuo oikeutta.

sen sijoitustoiminnan harjoittamiseen tarkoitettu oikeudellinen rakenne, ei sijoitusyhtiöille tulisi asettaa osakepääoman vähimmäis- tai enimmäismäärää, vaan tämä tulisi jättää markkinoiden päätettäväksi.⁹⁵¹ Tästä johtuen sijoitusyhtiön osakepääoman suuruus voisi olla ääretön, jos sitä ei ole yhtiöjärjestyksessä rajoitettu. Sijoitusyhtiön ollessa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava rahasto sen pitäisi pystyä jakamaan osinkoja osakepääomastaan edellyttäen, että sijoitusyhtiön maksukyky säilyy ja pääomajärjestelmään liittyviä tiedonantovelvoitteita⁹⁵² noudatetaan. Vaihtuvalla osakepääomalla toimiviin sijoitusyhtiöihin ei tulisi soveltaa OYL:n osakepääoman pysyvyyttä turvaavia ja osakepääoman jakamista rajoittavia säännöksiä. Yhteisen sijoitustoiminnan erityisen luonteen ja pääomajärjestelmän toimivuuden takia osinkojen jakamista osakepääomasta ei saisi rajoittaa.⁹⁵³

Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden, jotka olisivat yhteissijoitusyhtiöitä, varainkeruun tulisi tapahtua lähes yksinomaan yleisöltä tulevana osakemerkintöinä kuten muillakin avoimilla rahastoilla. Näin ollen niiden pääoma koostuisi lähes kokonaan oman pääoman ehtoisestä rahoituksesta. Yhteissijoitusyhtiöillä vieraan pääoman hyödyntämisen rajoitukset perustuvat pakottavaan EU-sääntelyyn, josta ei voida kansallisella tasolla poiketa.⁹⁵⁴ UCITS-direktiivin sallimissa rajoissa tilapäistä lainaa tulisi voida ottaa pankeilta ja muilta tahoilta. Vaihtoehtorahastoille ei ole sääntelyn tasolla asetettu vastaavia lainanottoa koskevia määrällisiä rajoitteita⁹⁵⁵. Tämän takia AIF-muotoisille sijoitusyhtiöille ei tulisi asettaa pääomalajeja koskevia rajoituksia.⁹⁵⁶ Niiden tulisi voida laskea liikkeeseen kaikenlaisia instrumentteja, joiden liikkeeseen lasku on sallittu niiden yhtiöjärjestyksessä. Näitä voisivat olla esimerkiksi oman pääoman ehtoiset osakkeet, etuoikeusosakkeet, debentuurit⁹⁵⁷, joukkovelkakirjalainat ja niin edelleen. Tällaiset arvopaperit voisivat olla esimerkiksi siirtokelpoisia tai siirto-

⁹⁵¹ UCITS- ja AIFM-direktiivien lähtökohtana on, että vähimmäispääomavaatimukset koskevat rahastoyhtiöitä ja vaihtoehtorahastojen hoitajia sekä sisäisesti hoidettuja rahastoja. Tämän takia ulkoisesti hoidetuille sijoitusyhtiöille ei tulisi asettaa vähimmäispääomavaatimuksia. Vastaavilla perusteilla SRL 8:8.1:n ja AIFML 16 a:4:n vaatimuksia sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston vähimmäispääoman tarpeellisuudesta tulisi arvioida uudelleen. Sellaisissa maissa, joissa vähimmäispääomavaatimusta ei ole (kuten Irlannissa), ei kyseinen sääntelyratkaisu ole johtanut rahastojen tai sijoittajien näkökulmasta haitallisiin lopputuloksiin.

⁹⁵² Kansainvälisesti on tavallista, että sijoitusyhtiöiden perustamisasiakirjoissa tai tarjousesitteissä on tuotava ilmi sijoitusyhtiön pääomajärjestelmään liittyvät erityispiirteet, kuten mahdollisuus jakaa osinkoja osakepääomasta. Tällöin potentiaaliset velkojat ja muut sidosryhmät pystyvät arvioimaan pääomajärjestelmän vaikutuksia omasta näkökulmastaan.

⁹⁵³ Vepsä 2022b, s. 388. Ks. myös SOU 2016:45, s. 252.

⁹⁵⁴ Vepsä 2022b, s. 372.

⁹⁵⁵ Ks. esim. Kremer – Lebbe 2014, s. 152; ECB 2016, s. 123 ja ESMA34-32-552, s. 10.

⁹⁵⁶ Vepsä 2022b, s. 371–372.

⁹⁵⁷ Ks. esim. MAS 2017, s. 17: ”In line with global industry practice, MAS proposes to allow S-VACCs to issue debentures, including to allow S-VACCs to issue debentures relating to specific sub-funds.”

kelvottomia, lunastettavia, äänioikeudet sisältäviä tai äänioikeudettomia, osittain tai kokonaan maksettuja tai niillä voisi olla jokin muu ominaisuus, jos sääntelystä ei muuta johtuisi.⁹⁵⁸

5.3.5 Osakelajit

Sijoitusyhtiöiden tulisi voida laskea liikkeeseen erilaisia osakkeita. Ensinnäkin osakelaji määrittää sen, minkä alarahaston varoihin osake tuottaa osakeoikeudet. Yksi osakelaji voisi tuottaa osakeoikeudet ainoastaan yhteen alarahastoon.⁹⁵⁹ Alarahaston sisällä tulisi voida edelleen laskea liikkeeseen erilaisia osakkeita, joiden ominaisuudet voivat poiketa toisistaan rajoitetusti. Ylätasolla alarahastoissa on kyse eri osakelajeista⁹⁶⁰, ja tietyn alarahaston osakkeet voisivat edelleen jakaantua eri (ala)osakelajeihin, mutta tällöin alimpien (alarahaston sisäisten) osakelajien väliset ominaisuudet voisivat poiketa toisistaan enää rajatusti ja niiden varat ja velvoitteet eivät olisi toisistaan erillisiä. Alarahastojen sisäiset osakelajit voisivat poiketa toisistaan muun muassa seuraavien ominaisuuksien osalta: tuotto- tai kasvuosake, valuutta, kulut, äänioikeudet ja valuuttasuojaus,⁹⁶¹ kuten sijoitusrahastojen tai niiden alarahastojen osuussarjat nykyisin. Osakelajien ominaisuuksia ei tule kuitenkaan tyhjentävästi määrittellä sääntelyssä.⁹⁶² Jokaisessa alarahastossa tulee olla vähintään yksi osakelaji.

ESMA:n lausunnon⁹⁶³ mukaan tulisi perustaa erillinen rahasto tai alarahasto silloin kun tavoitteena on poiketa rahaston yhtenäisestä riskiprofilista.⁹⁶⁴ Rahaston osake- tai osuuslajien perustamisen johtavana periaatteena voidaan pitää niin sanottua saastumattomuusperiaatetta, jolla tarkoitetaan sitä, ettei toinen osake- tai osuuslaji saisi vaikuttaa toisen lajin nettoarvoon.⁹⁶⁵ Tämä puoltaa sitä, ettei UCITS-muotoisen sijoitusyhtiön alarahaston sisällä saisi perustaa eri osakelajeja, joiden maksunsaanti-järjestys ei ole tasavertainen, koska tällöin osakelajien riskitasot poikkeaisivat merkit-

⁹⁵⁸ IFSCA Expert Committee 2021, s. 48. Ks. myös HM Treasury 2016, s. 11–12, jossa korostetaan partnership-muotoisten rahastojen pääomarakenteen joustavuuden tarvetta.

⁹⁵⁹ Vepsä 2022a, s. 379–380.

⁹⁶⁰ SIB 1995, s. 119: ”— a share related to a sub-fund of an umbrella company will be of a different class to shares related to any other sub-fund of that umbrella company.”

⁹⁶¹ Ks. esim. Clarke – White 2018, s. 367.

⁹⁶² SIB 1995, s. 18 ja 155; SIB 1996, s. 107 ja Vepsä 2022b, s. 371.

⁹⁶³ ESMA, Share classes of UCITS. Opinion. 30 January 2017 | ESMA34-43-296.

⁹⁶⁴ ESMA/2014/1577, s. 5–6 ja ESMA34-43-296, s. 4.

⁹⁶⁵ Ks. esim. IOSCO 2004, s. 14; Luca 2021, s. 730 ja Vepsä 2022a, s. 370–372.

tävästi toisistaan.⁹⁶⁶ Oikeus tuottoon ei saisi olla epäsuhtainen eri osakelajien välillä.⁹⁶⁷ Maksunsaantijärjestyksiltään poikkeavat osakelajit ovat lähtökohtaisesti vaihtoehtorahastoissa hyväksyttävämpiä, koska edellä tarkasteltu ESMA:n lausunto ei sovellu vaihtoehtorahastoihin.⁹⁶⁸ Vaihtoehtorahastot ovat myös lähtökohtaisesti ammattimaisille asiakkaille tarkoitettuja⁹⁶⁹, joiden katsotaan olevan kykeneviä ymmärtämään monimutkaisia rahastotuotteita⁹⁷⁰ eikä tällöin UCITS-tyyppistä tuotesääntelyä ole katsottu perustelluksi.⁹⁷¹ Osakelajien tarkemmista erityisehdoista riippuen kyseessä voi kuitenkin olla tiettyä sijoittajaryhmää koskevaa erityiskohtelua, jonka osalta tulee noudattaa läpinäkyvyyttä AIFM-direktiivin 23 artiklan 1 kohdan j alakohdan mukaisesti.⁹⁷²

5.3.6 Osakerekisteri

Sijoitusrahastolain 9:4.1:n mukaan rahastoyhtiön on rahasto-osuudenomistajan omistuksen kirjaamiseksi pidettävä rahasto-osuuksista rahasto-osuusrekisteriä. Myös OYL 3:15.1:n mukaan osakeyhtiön hallituksen on pidettävä osakkeista ja niiden omistajista luetteloa (osakasluettelo). Vastaavasti sijoitusyhtiöissä rahastoyhtiön tulisi pitää osakerekisteriä. Sijoitusyhtiöiden osakerekisterin tulisi olla muotoneutraali suhteessa sijoitusrahastojen rahasto-osuusrekisteriin, joten sijoitusyhtiöiden osakerekisterisääntelyn pohjana tulisi käyttää SRL:n rahasto-osuusrekisteriä koskevaa sääntelyä eikä OYL:n osakasluetteloa koskevaa sääntelyä. Mikäli sijoitusyhtiön osakkeet kuulu-

⁹⁶⁶ ESMA ei kuitenkaan ole suoraan tarkastellut eri osakelajeja maksunsaantijärjestyksen näkökulmasta, vaan ESMA:n tarkastelu on kohdistunut yhtenäisestä riskiprofilista poikkeamiseen muilla keinoin, kuten osakelajikohtaisella johdannaisten käyttämisellä.

⁹⁶⁷ Ks. myös SIB 1996, s. 14.

⁹⁶⁸ Ks. Vepsä 2021b, s. 98, jossa lausunnon soveltuvuutta vaihtoehtorahastoihin on pohdittu lyhyesti. Vrt. Luca 2021, s. 737, jonka mukaan mainitun ESMA:n lausunnon voidaan olettaa soveltuvan myös vaihtoehtorahastoihin.

⁹⁶⁹ ECA 2022, s. 6. Ks. myös ESMA50-165-1734, s. 6, jonka mukaan piensijoittajien omistusosuus kaikista vaihtoehtorahastoista unionin tasolla oli vain 15 % vuoden 2019 lopussa.

⁹⁷⁰ EC 2009, s. 6 mukaan ” – access to many AIF has traditionally been restricted to professional or institutional investors, who are both better able to understand the risks their investments entail and as a result of their large and diversified investment portfolios are generally able to absorb the potential losses associated with these investments.” Ks. myös Treasury (Australia) 2021a, s. 6.

⁹⁷¹ EC 2009, s. 33.

⁹⁷² Ks. tarkemmin Vepsä 2022a, s. 370–372. Esim. Luca 2021, s. 737 mukaan Italiassa esiintyy vaihtoehtorahastoja, joissa on senior- ja junior-osakkeita. Senior-osakkeet ovat maksunsaantijärjestyksessä etusijalla junior-osakkeisiin nähden. Toisaalta vaihtoehtorahastot saattavat laskea liikkeeseen myös vieraan pääoman ehtoisia osuuksia, jotka muistuttavat oman pääoman ehtoisia osuuksia. Ks. Hیدن – Ruotsalainen 2014, s. 374.

vat arvo-osuusjärjestelmään, tulisi osakkeenomistajatietojen ylläpidosta arvo-osuusjärjestelmässä säätää vastaavasti kuin SRL 12:6–10:ssä on säädetty osuudenomistajatietojen ylläpidosta arvo-osuusjärjestelmässä.

Yhteissijoittamisessa on tavallista, etteivät sijoittajien nimet ole julkista tietoa. Esimerkiksi SRL 9:4.4:n mukaan rahasto-osuusrekisterin tiedot eivät ole julkisia.⁹⁷³ Tämä erottaa rahasto-osuusrekisterin osakeyhtiöiden osakasluettelosta, joka on OYL 3:17.1:n mukaan julkinen. Oikeuskirjallisuudessa on myös katsottu, että rahasto-osuusrekisterin sisältö voi tyypillisesti saada liikesalaisuuden suojaa sen estämättä, että rekisteri on pidettävä rahasto-osuudenomistajien kokouksen nähtävänä.⁹⁷⁴ Vastaavasti kuin sijoitusrahaston rahasto-osuusrekisterin osalta on säädetty, ei sijoitusyhtiön osakerekisterinkään tulisi olla julkinen.⁹⁷⁵ Sijoitusyhtiöillä olisi mitä ilmeisimmin velvoite rekisteröidä tosiasialliset edunsaajat kaupparekisteriin rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä annetun lain (444/2017) 6:4.1:n mukaisesti,⁹⁷⁶ vaikka tällaista velvoitetta voidaankin pitää raskaana avoimille rahastoille, joiden omistajat muuttuvat jatkuvasti.⁹⁷⁷ Esimerkiksi Irlannissa tosiasiallisten edunsaajien rekisteröintivelvoite koskee ICAV-sijoitusyhtiöitä ja muita yhteissijoittamisen oikeudellisia rakenteita, kuten sopimusperusteisia CCF-rahastoja.⁹⁷⁸ Vaikka sijoitusyhtiön osakkeenomistajat olisivat harvoin rahanpesusääntelyssä tarkoitettuja tosiasiallisia edunsaajia⁹⁷⁹, tulisi varmistaa, että sijoitusyhtiön osakerekisterin ei-julkinen asema

⁹⁷³ Mainitun lainkohdan mukaan rahastoyhtiöllä on velvollisuus antaa rahasto-osuusrekisterin tietoja syyttäjä- ja esitutkintaviranomaiselle rikoksen selvittämiseksi sekä muulle viranomaiselle, jolla on lain nojalla oikeus saada sellaisia tietoja. Rahasto-osuusrekisteri on pidettävä rahasto-osuudenomistajien kokouksen nähtävänä. Mikäli osuudenomistajien kokousta ei järjestetä, ei sivullisella ole käytännössä oikeutta saada tietoja rahasto-osuusrekisteristä. Ks. 1984:VM 24, s. 21, joka taustoittaa asiaa seuraavasti: ”Osuustodistuksista pidettävä luettelo ei ole julkinen asiakirja, koska sijoittaminen osuustodistuksien säästämismuotona on rinnastettavissa pankkitalletuksiin.” Tästä huolimatta rahasto-osuusrekisteristä tuli julkinen vuoden 1987 SRL:ssä (ks. HE 238/1986 vp, s. 16). Julkisuudesta luovuttiin vasta vuonna 1996. Ks. julkisuudesta luopumisen perusteluista HE 59/1996 vp, s. 24.

⁹⁷⁴ Norros 2022, s. 800–812. Rahastoyhtiöllä katsotaan olevan oikeus kieltää osuudenomistajaluettelon tai sen laadullisesti tai määrällisesti arvioiden olennaisen osan kopointi.

⁹⁷⁵ Ks. esim. MAS 2019b, s. 8.

⁹⁷⁶ Sijoitusyhtiöt olisivat yhteisöjä, jotka ovat erillisiä oikeushenkilöitä. Rahanpesudirektiivin (EU) 2015/849 artiklan 30 1 kohdan mukaan yhtiöt ja muut oikeushenkilöt, jollaisia myös sijoitusyhtiöt ovat, ovat velvoitettuja hankkimaan riittävät, tarkat ja ajantasaiset tiedot tosiasiallisista omistajistaan ja edunsaajistaan. Tämän lisäksi mainitun artiklan 3 kohdan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että tosiasiallisia edunsaajia koskevat tiedot säilytetään kussakin jäsenvaltiossa keskitetyssä rekisterissä.

⁹⁷⁷ Ks. esim. SFC 2020, s. 21.

⁹⁷⁸ Ks. CBI 2022a, s. 2, jossa tosiasiallisten edunsaajien rekisteröintivelvoitetta perustellaan rahanpesudirektiivin säännöksillä. Onkin omituista, miksei tosiasiallisten edunsaajien rekisteröintivelvoitetta ole Suomessa ulotettu sijoitus- ja erikoissijoitusrahastoihin. Mikäli sijoitusyhtiöistä säädettäisiin Suomen lainsäädännössä ja niillä olisi tosiasiallisten edunsaajien rekisteröintivelvoite, tulisi de lege ferenda asettaa kyseinen velvoite myös sijoitus- ja erikoissijoitusrahastoille.

⁹⁷⁹ Rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä annetun lain 1:5.1:n mukaan yhteisön tosiasiallisen edunsaajan asema edellyttää pääsääntöisesti 25 %:n omistusosuutta tai äänioikeutta. Yksittäinen osakkeenomistaja pystyy harvoin saavuttamaan näin suurta osakeomistusta laajasti omistetussa sijoitusyhtiössä.

säilyy eikä tietoja tosiasiallisista edunsaajista luovutettaisi kevyemmin perustein verrattuna siihen, mitä sijoitusyhtiön osakerekisteristä on muutoin säädetty SRL:n rahasto-osuusrekisterin julkisuutta vastaavasti.

5.3.7 Yhtiöjärjestys ja tarjousesite

Tarjousesitteen, rahaston sääntöjen ja yhtiöjärjestyksen välistä suhdetta ei ole selkeästi säännelty UCITS- tai AIFM-direktiivissä. Tämä johtuu mitä ilmeisimmin siitä, että direktiivit ovat saaneet vaikutteita – ja soveltuvat – lukuisiin eri oikeusjärjestelmiin, joissa yhteistä sijoitustoimintaa harjoitetaan eri muodoissa, joilla jokaisella on oma historiansa. UCITS-direktiivin 69 artiklan 1 kohdassa tarkoitetun tarjousesitteen, josta Suomessa SRL 15:3:n mukaisesti käytetään termiä rahastoesite, on sisällettävä tiedot, joiden perusteella sijoittajat voivat tehdä perustellun arvion rahastosijoituksesta ja etenkin siihen liittyvistä riskeistä. Erityisesti tarjousesitteen tulee sisältää UCITS-direktiivin liite I:n A-luettelon mukaiset tiedot. Tarjousesitteessä tulee esimerkiksi kertoa, millaisiin omaisuusluokkiin rahasto sijoittaa sekä kertoa arvonmäärittystä, merkintöjä ja lunastuksia koskevat säännöt. UCITS-direktiivin 71 artiklan 1 kohdan mukaan rahaston sääntöjen, tai sijoitusyhtiöiden osalta yhtiöjärjestyksen, tulee kuulua erottamattomasti tarjousesitteeseen. Kuitenkaan tarkempia määräyksiä rahaston sääntöjen tai sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksen sisällöstä ei sisälly UCITS-direktiiviin.

Eurooppalaista sääntelykäytäntöä mukaillen yhtiöjärjestys olisi ikään kuin ylätason dokumentti verrattuna tarjousesitteeseen, jossa olisivat yhtiöjärjestystä tarkemmat operatiiviset säännöt.⁹⁸⁰ Yhtiöjärjestys voidaan hahmottaa monenvälisenä sopimuksena.⁹⁸¹ Rajojen yli markkinoinnin näkökulmasta olisi erityisen tärkeää mukaila vertailumaiden käytäntöjä, jolloin sijoittajat tunnistaisivat sijoitusyhtiön sekä sen markkinointiaineiston tavanomaisen käytännön mukaiseksi ja turvalliseksi. Yhtiöjärjestyksessä määrättäisiin toiminnan raamit, ja tarkemmat yksityiskohdat sisältyisivät tarjousesitteeseen.⁹⁸² Esimerkiksi kulujen osalta yhtiöjärjestyksessä voitaisiin

⁹⁸⁰ Ks. esim IMA 2009, s. 10, jonka mukaan: ”Day-to-day operating rules are then set out in the prospectus of each CIS, including detailed investment objectives, the investment policy for achieving those objectives, details of each particular share class (e.g. differing fee scales) etc.” Ks. myös SFC 2018, s. 21.

⁹⁸¹ Treasury (Australia) 2018a, s. 15 ja Treasury (Australia) 2021a, s. 8.

⁹⁸² Nykytilanteeseen nähden tämä merkitsisi, että sijoitusyhtiön tarjousesitteen merkitys kasvaisi jonkin verran nykyiseen rahastoesitteeseen nähden. Tarjousesite olisi myös yksityiskohtaisempi ja pidempi kuin nykyinen rahastoesite. Toisaalta taas sateenvarjomallisella sijoitusyhtiöllä olisi vain yksi yhtiöjärjestys, toisin kuin nykyisillä sijoitusrahastoilla, joilla jokaisella on oltava omat sääntönsä.

todeta, että: ”Sijoitusyhtiön kulut voidaan veloittaa sijoitusyhtiön varoista siten kuin tarjousesitteessä on tarkemmin määrätty.” Tarjousesitettä voitaisiin muuttaa ilman osakkeenomistajien myötävaikutusta. Yhtiöjärjestyksen perustavanlaatuisuuden ja puitetasoisten määräysten vuoksi sitä tarvitsisi muuttaa käytännössä harvemmin kuin tarjousesitettä. Yhtiöjärjestyksestä voitaisiin muuttaa ilman osakkeenomistajien suostumusta, jos säilytysyhteisö vakuuttaa, ettei muutos loukkaa osakkeenomistajien etuja.⁹⁸³ Tällaisessa tilanteessa valvovalta viranomaiselta vaadittava hyväksyntä yhtiöjärjestysmuutoksille tuo lisäsuojaa osakkeenomistajille.⁹⁸⁴ Valvovan viranomaisen hyväksyntää ei tulisi edellyttää AIF-muotoisten sijoitusyhtiöiden yhtiöjärjestysmuutoksille, vaan ilmoitus muutoksesta olisi riittävä,⁹⁸⁵ paitsi sijoitusyhtiöissä, joiden osakkeita voitaisiin tarjota ei-ammattimaisille asiakkaille AIFML 13 luvun mukaan.

Sijoitusyhtiösääntely olisi keskeisiltä osiltaan pakottavaa, joka tarkoittaa sitä, että myös yhtiöjärjestyksellä olisi oltava tietty vähimmäisisältö.⁹⁸⁶ Yhtiöjärjestyksessä olisi määrättävä ainakin sijoitusyhtiön nimestä, kotipaikasta, sijoitusstrategiasta, alarahastorakenteesta⁹⁸⁷ ja siitä, että kyseessä on sijoitusyhtiö, jolla on vaihtuva osakepääoma ja maksetun osakepääoman suuruus on aina yhtä suuri kuin sen nettoarvo.⁹⁸⁸ Lisäksi yhtiöjärjestyksessä olisi määrättävä, etteivät osakkeenomistajat ole vastuussa sijoitusyhtiön veloista ja siitä, että sijoitusyhtiön omaisuus on uskottu säilytysyhteisölle säilytettäväksi ellei sijoitusyhtiötä hoida rekisteröitymisvelvollinen vaihtoehtoras-

⁹⁸³ Vepsä 2022a, s. 161. Vrt. toisaalta Australiaan, jossa muutos olisi mahdollista hallituksen omalla päätöksellä, mikäli se kohtuudella katsoo, ettei muutos heikennä osakkeenomistajien oikeuksia. Ks. ALRC – CASAC 1993b, s. xxxv; Treasury (Australia) 2017a, s. 14; Treasury (Australia) 2018a, s. 22 ja Treasury (Australia) 2021a, s. 54. Tämä on perusteltua, koska Australiassa vähintään puolet yhteisömuotoisen hallituksen (corporate director) hallituksen jäsenistä olisi oltava riippumattomia. Mikäli Suomen sääntelyssä ei omaksuta näin korkeaa sijoitusyhtiön hallituksen riippumattomuuden tasoa, olisi säilytysyhteisön valvontarooli yhtiöjärjestysmuutosten yhteydessä perusteltu. Säilytysyhteisön rooli olisi toimia ensimmäisen tason valvojana, ja sen valvonta todennäköisesti karsisi selvästi osakkeenomistajien etua loukkaavat muutosehdotukset ennen kuin ne päätyisivät valvovan viranomaisen arvioitavaksi. Tämä todennäköisesti lisäisi myös yhtiöjärjestyksen muutosprosessin nopeutta, koska tarpeettomia viranomaiskäsitteilyjä saataisiin ehkäistyä ja viranomaisen arvioitavaksi päätyisi lähtökohteisesti vähemmän tulkinnanvaraisia muutosehdotuksia.

⁹⁸⁴ UCITS-direktiivin 5 artiklan 6 kohdan mukaan sijoitusyhtiön perustamisasiakirjoja ei saa muuttaa ilman yhteissijoitusrytyn kotijäsenvaltion toimivaltaiten viranomaisten hyväksymistä.

⁹⁸⁵ Ks. myös SFC 2018, s. 1, 6 ja 21.

⁹⁸⁶ Ks. myös SIB 1995, s. 23 ja SFC 2017, s. 11.

⁹⁸⁷ HM Treasury 2009, s. 9 mukaan alarahastorakennetta koskeva yhtiöjärjestysmääräys sisältää tärkeää tietoa etenkin potentiaalisten velkojen näkökulmasta.

⁹⁸⁸ Ks. Vepsä 2022b, s. 377, jonka mukaan vaihtuvaa osakepääomaa koskevien määräysten katsotaan sisältyvän yhtiöjärjestykseen riippumatta niiden puuttumisesta tai vastakkaisista yhtiöjärjestysmääräyksistä. Selvyyden vuoksi sääntelyssä tulisi erikseen edellyttää, että vaihtuvasta osakepääomasta määrätään yhtiöjärjestyksessä.

tojen hoitaja.⁹⁸⁹ Lähtökohtana sijoitusyhtiöiden yhtiöjärjestystä koskevaa sääntelyä valmisteltaessa tulisi käyttää soveltuvin osin SRL 8 luvun sääntelyä sijoitusrahaston säännöistä.

5.3.8 Alarahastorakenne

Nykyisten sopimusperusteisten sijoitusrahastojen alarahastorakenteesta on säädetty SRL:ssä.⁹⁹⁰ SRL:n alarahastoja koskevaa sääntelyä ei ole suoraan mahdollista jäljennä sellaisenaan sijoitusyhtiöiden alarahastorakennetta koskevaan sääntelyyn, koska sijoitusrahastojen oikeudellinen muoto poikkeaa sijoitusyhtiöiden oikeudellisesta muodosta. Ensinnäkin sijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö ja toiseksi SRL:ssä alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisuus on toteutettu siten, että alarahastojen voidaan jopa katsoa olevan erillisiä sijoitusrahastoja (jolloin ikään kuin nojaututaan valmiiseen sijoitusrahastojen varojen erillisyyttä koskevaan sääntelyyn). Sijoitusyhtiöiden osalta ei tulisi toimia näin, vaan alarahastojen täytyisi olla selvästi sijoitusyhtiön erillisiä osia, jotta alarahastorakenteen tavoitellut hyödyt, kuten mittakaavaedut, on mahdollista saavuttaa.⁹⁹¹

Sijoitusyhtiön alarahastorakennetta koskevan sääntelyn kannalta on erityisen tärkeää, että alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyydestä säädetään kattavasti. Mikäli alarahastojen varoja ja velvoitteita ei katsottaisi toisistaan erillisiksi, menetettäisiin tällaisella sääntelyratkaisulla alarahastorakenteen keskeinen kilpailukykytekijä.⁹⁹² Selvyyden vuoksi ja sijoittajansuojan lisäämiseksi alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyttä koskevan sääntelyn tulisi olla pakottavaa.⁹⁹³ Varojen ja velvoitteiden

⁹⁸⁹ AIFML 7:4.1:n mukaan rekisteröitymisvelvollisella vaihtoehtorahastojen hoitajalla ei ole velvollisuutta nimetä säilytysyhteisöä hoitamilleen vaihtoehtorahastoille.

⁹⁹⁰ SRL 1:2.1:n 2, 3 ja 13 kohdat; SRL 1:6.1; SRL 7:4.4; SRL 8:2.1:n 3 kohta; SRL 9:1.3–4; SRL 10:3.1; SRL 15:1.1; SRL 15:1.4 ja SRL 16:1.1.

⁹⁹¹ Vepsä 2021b, s. 121–122.

⁹⁹² IOSCO on suositellut jo vuonna 1994, että alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyden pitäisi perustua lakiin (IOSCO 1994, s. 4). Ks. kilpailukykyhyödyistä Farrell 2006, s. 1, jossa tarkastellaan Irlannin vanhaa oikeustilaa, jolloin sijoitusyhtiöiden alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyydestä ei ollut vielä säädetty. Ks. myös HM Treasury 2007, s. 9; IMA 2009, s. 25; HM Treasury 2009, s. 5 ja 49 ja HM Treasury 2011, s. 1, joiden mukaan alarahastojen varojen ja velvoitteiden lakisääteisen erillisyyden puuttuminen aiheutti epäilyksiä alarahastorakenteen turvallisuudesta ja vaikeutti Yhdistyneen kuningaskunnan sijoitusyhtiörakenteen markkinointia ulkomaille. Tällöin alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyydestä ei ollut vielä säädetty Yhdistyneen kuningaskunnan lainsäädännössä.

⁹⁹³ Ks. vastaavasti HM Treasury 2009, s. 7: ”Regulation 11A makes the protected cell status of OEIC sub-funds compulsory. This is the simplest and most effective solution. It removes investor confusion as to whether funds are protected by segregated liability or not.” Ks. myös HM Treasury 2011, s. 1. Vrt. Vepsä 2021a, jonka mukaan Luxemburgissa alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyydestä voidaan poiketa erillisellä yhtiöjärjestysmääräyksellä.

erillisyyden on oltava oikeudellisesti sitova suhteessa velkojiin mutta toisaalta myös suhteessa saman sijoitusyhtiön muihin alarahastoihin ja rahastoyhtiöön. Rakenteen toimivuuden takaamiseksi on tärkeää säätää alarahastojen juridisesta luonteesta oikeushenkilön osina, jotka eivät ole erillisiä oikeushenkilöitä eivätkä oikeustoimikelpoisia. Alarahastojen tulisi olla toisistaan erillisiä ja varoiltaan itsenäisiä yksiköitä. Velkojensuojan lisäämiseksi sääntelyssä tulisi asettaa erityinen tiedonantovelvoite alarahastorakennetta koskien. Maininnat alarahastorakenteesta tulisi sisällyttää sijoitusyhtiön perustamisasiakirjoihin ja kaikkiin sopimuksiin. Sopimuksista ja julkisista asiakirjoista tulisi käydä ilmi alarahaston tunnistetiedot. Alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyydestä poikkeavat sopimukset ja ehdot tulisi säätää mitättömiksi.⁹⁹⁴ Sijoitusyhtiö ei saisi käyttää yhdessä kahden tai useamman alarahaston varoja yhden pysyvän omaisuuserän hankkimiseen.⁹⁹⁵ Vastaavasti yhtä vakuutta ei saisi myöntää kuin yhden alarahaston varoista. Nämä kiellot on tarkoitettu sitä varten, että alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisuus toteutuisi tehokkaasti.

Alarahastorakenteeseen liittyviä riskejä ei voida täysin eliminoida, mutta niitä voidaan kuitenkin pienentää aktiivisilla toimenpiteillä. Riski alarahastorakenteen sivuuttamisesta ja varojen sekoittumisesta liittyy tavallisesti tilanteisiin, joissa alarahaston varoja sijaitsee kolmansissa valtioissa ja alarahasto joutuu maksukyvyttömyysmenettelyn osapuoleksi kyseisessä valtiossa. Sijoitusyhtiön hallituksen jäsenille ja rahastoyhtiölle tulisi asettaa sääntelyssä kohtuullisia toimimisvelvoitteita alarahastojen varojen sekoittumisen estämiseksi ulkomaisissa transaktioissa.⁹⁹⁶ Lähtökohtana on pidettävä sitä, että alarahastorakennetta koskevaa sääntelyä täytyy noudattaa ja alarahaston tulee olla asianmukaisesti perustettu, jotta alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisuus saa oikeusvaikutuksen.⁹⁹⁷

Velkojat voisivat haastaa alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyden tavallisesti kahdessa tilanteessa. Ensinnäkin alarahastojen erillisaseman *quid pro quo* on se, että alarahastoja koskevaa sääntelyä noudatetaan. Näin ollen, ellei lakisäätteisiä vaatimuksia ole noudatettu, ei alarahastojen välistä rajoitettua vastuuta voida katsoa muodostuneen. Tällaisesta tilanteesta voi olla kyse esimerkiksi silloin, jos alarahastojen

⁹⁹⁴ Vepsä 2021b, s. 122–123.

⁹⁹⁵ Ks. Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021, s. 118: ”If there is a single item of property that forms part of the assets of 2 or more sub-funds, it may not be held by the CCIV as an investment but must instead be converted into money or other fungible assets —”

⁹⁹⁶ Vepsä 2021b, s. 119–120 ja 123. Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 45.

⁹⁹⁷ Vastaavasti esim. Conaway – Tsofilias 2012, s. 132 ja McElhinney 2019, s. 179–180. Ks. myös Vepsä 2021b, s. 115–118, jossa tarkastellaan lyhyesti sijoitusyhtiön johdon ja rahastoyhtiön vahingonkorvausvelvollisuutta alarahastosääntelyn rikkomistilanteissa.

varoja ei ole pidetty tosiasiallisesti toisistaan erillään eikä alarahastoista ole mainintaa sijoitusyhtiön tarjousesitteessä. Sijoitusyhtiön kanssa tekemisissä olevilla henkilöillä olisi lähtökohtainen oikeus olettaa, että sijoitusyhtiösääntelyä ja yhtiöjärjestyksen määräyksiä on noudatettu.⁹⁹⁸ Kuitenkin silloin, jos alarahastoja koskevaa sääntelyä on noudatettu ja rahastoyhtiö esimerkiksi luvattomasti siirtää toisen alarahaston varoja toiselle alarahastolle, ei tämä poista alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyttä.⁹⁹⁹ Toiseksi kysymykseen voi tulla vastuun samastaminen alarahastojen välillä, jolloin velkoja voisi argumentoida, että velkasuhteen ulkopuolinen alarahasto olisi velallisenä olevan alarahaston *alter ego*.¹⁰⁰⁰ Samastusopin analoginen soveltuminen sijoitusyhtiöihin ei ole täysin poissuljettua, jos yhtiömuotoa käytetään tarkoituksellisesti väärin.¹⁰⁰¹ Korkeimman oikeuden osakeyhtiöitä koskevasta ratkaisukäytännöstä ilmenee, että vastuun samastaminen voisi tulla kyseeseen lähinnä sopimuksen ulkopuolisten velkojien kohdalla, koska heidän uskotaan yleensä olevan enemmän oikeutettuja vastuun samastuksella saavutettaviin oikeushyviin sopimusvelkoihin verrattuna.¹⁰⁰² Molemmissa edellä mainituissa tilanteissa olisi kyse mitä ilmeisimmin sijoitusyhtiön johdon huolimattomasta tai tahallisesta menettelystä, jolloin osakkeenomistajia suojattaisiin vahingonkorvaussäännösten kautta. Rangaistussäännösten tulisi olla turvaavalla tasolla, jotta alarahastorakenteen integriteetti säilyy.¹⁰⁰³

Alarahastorakenteeseen liittyvä keskeinen sääntelykysymys on, tulisiko sääntelyssä mahdollistaa sateenvarjorahaston omat varat, joita ei allokoitaisi millekään sijoitusyhtiön alarahastoista. Tällaisissa varoissa olisi kyse alarahastojen ulkopuolisista varoista. Sijoitusyhtiöiden varojen ja velvoitteiden suoraviivaiseksi allokoimiseksi alarahastojen kesken on perusteltua säätää, ettei sateenvarjomuotoisissa sijoitusyhtiöissä voisi olla alarahastojen ulkopuolisia varoja. Tätä puoltaa myös se, ettei sisäisesti hallin-

⁹⁹⁸ Ks. vastaavasti ALRC – CASAC 1993b, s. 32: ”Persons who deal with companies are entitled to assume that the company’s constitution has been complied with. This protects them if the company acts beyond its powers.”

⁹⁹⁹ Ks. Vepsä 2021b, s. 116, jossa todetaan, että edes rikoksilla aiheutetuissa tilanteissa velkojat eivät voi vaatia saataviaan toisista alarahastoista.

¹⁰⁰⁰ Ks. Feetham – Jones 2010, s. 251–268; McElhinney 2019, s. 174–175 ja Vepsä 2021b, s. 114–115.

¹⁰⁰¹ Esim. Ruohonen 2015, s. 3–4 toteaa, että vastuun samastamisen osalta on aina tehtävä kattava konnaisharkinta, mutta samastaminen olisi mahdollista, kun yhtiöoikeudellisen sääntelyn avulla pyritään saamaan aikaan suojaverho tosiasiallisesti moitittavalle toiminnalle.

¹⁰⁰² Ks. KKO 2015:17, perustelujen kohta 27 ja KKO 2017:94, perustelujen kohdat 17 ja 18.

¹⁰⁰³ Ks. esim. Treasury (Australia) 2021a, s. 159, jossa ankaran vastuun todetaan olevan tarkoituksenmukaista monissa alarahastorakennetta koskevissa rikkomuksissa. Tällöin vastuu ei riipu huolimattomuudesta tai tahallisuudesta.

noiduista sijoitusyhtiöistä tulisi säätää¹⁰⁰⁴, jolloin alarahastojen ulkopuolisille varoille ei olisi aitoa tarvetta.¹⁰⁰⁵ Jos alarahastojen ulkopuolisia varoja voisi olla, voisi tästä aiheutua epäselviä vastuukysymyksiä sateenvarjorahaston ja alarahastojen välillä.¹⁰⁰⁶

Alarahastojen ulkopuolisten varojen kieltä johtaa siihen, että sateenvarjomuotoisella sijoitusyhtiöllä täytyisi olla aina vähintään yksi alarahasto (joka tällöin samastuisi sijoitusyhtiöön).¹⁰⁰⁷ Sijoitusyhtiö ei voisi harjoittaa alarahastojen ulkopuolista liiketoimintaa. Tämä johtaa vastaavasti siihen, ettei alarahastojen ulkopuolisia osakkeita voitaisi laskea liikkeeseen. Kun alarahastojen ulkopuolisia varoja ei voisi olla, tulee sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön allokoida kaikki varansa ja velvoitteensa alarahastojen kesken – myös sellaiset, joita ei voida automaattisesti kohdistaa tiettyyn alarahastoon. Oletussääntö niiden varojen ja veloitteiden kohdistamiseksi, joita ei automaattisesti voida kohdentaa eri alarahastoille, olisi se, että tiettyyn alarahastoon kohdennettavan osuuden on oltava tapauksen olosuhteissa oikeudenmukainen ja kohtuullinen. Epäselvissä tilanteissa allokointipäätökset täytyisi dokumentoida.¹⁰⁰⁸ Oikeudenmukainen ja kohtuullinen allokointimenettely tulisi määritellä sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksessä.¹⁰⁰⁹

Ensimmäiset alarahastot ilmoitetaan sijoitusyhtiön rekisteröinnin yhteydessä¹⁰¹⁰, mutta uusien alarahastojen perustamisen olemassa olevaan sijoitusyhtiöön tulisi olla joustavampaa verrattuna kokonaan uuden sijoitusyhtiön perustamiseen. Alarahastoja ei tarvitsisi myöskään erikseen rekisteröidä¹⁰¹¹, vaan Finanssivalvonta pitäisi niistä luetteloa. Tällöin varmistetaan, että alarahastorakenne tuo kustannussäästöjä ja mitataavaetuja. UCITS-direktiivin 5 artiklan 1 kohdan mukaan yhteissijoitusyritys ei saa harjoittaa toimintaa yhteissijoitusyrityksenä, ellei sille ole annettu siihen lupaa.

¹⁰⁰⁴ Ks. tämän tutkimuksen luku 5.3.1.

¹⁰⁰⁵ Ulkoisesti hallinnoiduilla sijoitusyhtiöillä ei olisi omia varoja, kuten esimerkiksi toimistotiloja. Toiminnassa hyödynnettäisiin rahastoyhtiön resursseja.

¹⁰⁰⁶ Vepsä 2021b, s. 124–125. Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 50.

¹⁰⁰⁷ Vrt. SIB 1996, s. 62 ja 106, joissa todetaan, että sateenvarjomuotoisessa sijoitusyhtiössä tulisi olla vähintään kaksi alarahastoa. Nykyään Yhdistyneessä kuningaskunnassa ei tällaista vaatimusta ole eikä sellaista ole muissakaan merkittävien rahastovaltioiden sijoitusyhtiösäädöksissä.

¹⁰⁰⁸ Vepsä 2021b, s. 124.

¹⁰⁰⁹ Ks. vastaavasti Conaway – Tsofiias 2012, s. 131. Kyseessä on merkittävästi sijoittajien yhdenvertaisuuteen vaikuttava asia, minkä vuoksi siitä ei tulisi voida määrätä esimerkiksi rahastoyhtiön sisäisillä ohjeilla, koska tällöin läpinäkyvyys kärsii. Allokointimenettelyä koskeva yhtiöjärjestysmääräys voisi kuulua esimerkiksi seuraavasti: ”All costs incurred by the SICAV which are not attributable to a specific Fund [alarahasto] will be charged to all Funds in proportion to their net assets.”

¹⁰¹⁰ Kyseessä on yleinen käytäntö maailmanlaajuisesti. Ks. esim. Treasury (Australia) 2018a, s. 14.

¹⁰¹¹ Ks. myös. FSTB 2016, s. 34. Rekisteröintivelvoite koskisi vain sijoitusyhtiötä, joka on oikeushenkilö. Alarahastot ovat sijoitusyhtiön osia eikä niitä tämän takia rekisteröidä erikseen sijoitusyhtiön lisäksi. Alarahastojen rekisteröintimenettely olisi hallinnollisesti raskas eikä se olisi linjassa sijoitusrahastoja koskevan käytännön kanssa. Sijoitusrahastojen rekisteröintivelvoitteesta luovuttiin Suomessa jo vuonna 1994 (ks. HE 309/1992 vp, s. 43).

Alarahasto ei ole oikeudellisesti yhteissijoitusyritys, vaan se on yhteissijoitusyrityksen osa. Mainitun UCITS-direktiivin artiklan osalta ei ole myöskään säädetty, että yhteissijoitusyrityksen määritelmään luettaisiin kyseistä artiklaa sovellettaessa yhteissijoitusyrityksen alarahastot. Tämän takia UCITS-direktiivi saattaisi mahdollistaa kansallisen sääntelyn, jossa uusi alarahasto voitaisiin perustaa joustavasti ilmoittamalla siitä valvovalle viranomaiselle sen jälkeen, kun uusi alarahasto on perustettu, ilman, että siihen varsinaisesti tarvittaisiin toimivaltaisen viranomaisen lupaa.¹⁰¹² Irlannissa ja Luxemburgissa sääntelykäytäntönä on, että uuden alarahaston perustamiseen haetaan lupaa toimivaltaiselta viranomaiselta kevyellä ilmoitusmenettelyllä.¹⁰¹³ Näin tulisi toimia myös Suomessa, jolloin uuden alarahaston perustamiselta ei tulisi edellyttää vastaavaa hyväksyntäprosessia kuin kokonaan uuden sijoitusyhtiön perustamiselta.

Sijoitusrahastodirektiivin säännösten¹⁰¹⁴ vuoksi on edellytettävä, ettei samassa sijoitusyhtiössä voisi olla alarahastoja, joista osa on UCITS-muotoisia ja osa AIF-muotoisia.¹⁰¹⁵ Tätä puoltaa myös se, että vaihtoehtorahastoihin liittyvät riskit ovat lähtökohtaisesti suurempia kuin yhteissijoitusyrityksissä, koska vaihtoehtorahastojen sijoitusstrategiaa ei ole erikseen rajattu.¹⁰¹⁶ Sijoitusyhtiö tulisi perustaa joko UCITS-sijoitusyhtiöksi tai AIF-sijoitusyhtiöksi. Näin toimitaan esimerkiksi Irlannissa.¹⁰¹⁷ Tämä tarkoittaa, että UCITS-sijoitusyhtiössä voisi olla vain UCITS-muotoisia alarahastoja ja AIF-sijoitusyhtiössä vain AIF-muotoisia alarahastoja. Kaksoistoimiluvan omaava rahastoyhtiö voisi siten perustaa kaksi erillistä sijoitusyhtiötä, mikäli se haluaisi tarjota sekä UCITS- että AIF-muotoisten sijoitusyhtiöiden osakkeita. UCITS- ja

¹⁰¹² Vastaavaa menettelyä ehdotettiin Australiassa. Ks. Treasury (Australia) 2017a, s. 37.

¹⁰¹³ Vepsä 2021a, s. 99. Ks. alarahastojen kevennetyistä rekisteröintimenettelyistä myös Treasury (Australia) 2018a, s. 28 ja IFSCA Expert Committee 2021, s. 39–40. Mikäli PRH:lla olisi rooli sijoitusyhtiöiden rekisteröintiviranomaisena, ei alarahastojen perustamiseen tulisi edellyttää sen hyväksyntää.

¹⁰¹⁴ UCITS-direktiivin 1 artiklan 2 kohdan a alakohdan mukaan yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan yritystä, jonka ainoana tarkoituksena on yleisöltä hankittujen varojen yhteinen sijoittaminen UCITS-direktiivin 50 artiklan 1 kohdassa tarkoitettuihin siirtokelpoisiin arvopapereihin tai muuhun helposti rahaksi muutettavaan rahoitusomaisuuteen ja joka toimii riskin hajauttamisen periaatteella. Alarahastot ovat sijoitusyhtiön osia, jotka eivät ole oikeushenkilöitä (ks. tarkemmin Vepsä 2021a, s. 96), joten mikäli yksikin alarahasto poikkeaa UCITS-direktiivin sallimista sijoituskohteista, ei sijoitusyhtiötä voida pitää yhteissijoitusyrityksenä. Ks. myös Peltonen 1995, s. 8: ”Mikäli esimerkiksi yksikin sen alarahastoista harjoittaa sellaista sijoitus- ja luotonottopolitiikkaa, jota ei voida pitää sijoitusrahastodirektiivin vaatimusten mukaisena, sateenvarjorahastolle ei voida myöntää oikeutta markkinoida osuuksiaan muissa ETA-valtioissa.”

¹⁰¹⁵ Sijoitusyhtiöstä ei voitaisi myöskään antaa ns. UCITS-todistusta (ks. General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 33 ja FIVA 3/00.04.01/2021, s. 9), mikäli osa alarahastoista ei täyttäisi UCITS-direktiivin edellytyksiä. UCITS-todistus on valvovan viranomaisen antama hakemuksesta annettava todistus yhteissijoitusyrityksen olemassaolosta.

¹⁰¹⁶ Vrt. toisaalta SFC 2018, s. 17, jonka mukaan Hongkongissa sama sijoitusyhtiö voi koostua kaikenlaisista alarahastoista. Tämä on mahdollista, koska Hongkong voi kehittää sijoitusyhtiösääntelyään EU-sääntelystä riippumattomasti. Ks. vastaavasti MAS 2018, s. 8 ja IFSCA Expert Committee 2021, s. 41–42.

¹⁰¹⁷ PwC – A&L Goodbody LLP 2014, s. 27.

AIF-muotoisten alarahastojen erottaminen toisistaan on keskeistä riskienhallinnan näkökulmasta ja esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa on toimittu näin jo ennen AIFM-direktiivin voimaantuloa.¹⁰¹⁸

5.3.9 Yritysjärjestelyt

Yhteissijoitusyritysten sulautumista säännellään UCITS-direktiivin VI-luvussa (artiklat 37–48), kun taas jakautumista koskevia säännöksiä ei direktiivissä ole, vaan asia on jätetty kansallisella tasolla säädettäväksi. Osakeyhtiöihin sovellettavat sulautumissäännökset eivät ole kaikilta osin UCITS-direktiivin vaatimusten mukaisia, joten niitä ei tulisi käyttää mallina sijoitusyhtiöiden sulautumissäännöksiä valmisteltaessa. Osakeyhtiöiden jakautumissäännöksiä voitaisiin puolestaan käyttää, mutta toisaalta ei olisi asianmukaista luoda sijoitusyhtiöille sijoitusrahastoista poikkeavaa jakautumismenettelyä. Sijoitusyhtiöiden kansainvälisen sääntelykäytännön mukaisesti tavanomaisten yhtiöiden yritysjärjestelysäännöksiä ei tulisi adaptoida sijoitusyhtiöille sellaisenaan.¹⁰¹⁹

Sijoitusyhtiöiden sulautumis- ja jakautumismenettely tulisi toteuttaa SRL 16 ja 17 lukujen mukaisesti, koska kyseisissä SRL:n säännöksissä huomioidaan ne erityiset seikat, jotka ovat ominaisia juuri UCITS-muotoisten yhteissijoitusyritysten sulautumisissa ja jakautumisissa. UCITS-direktiivi ei tunnista yhteissijoitusyrityksen juridiseen muotoon sidottuja erityisiä vaatimuksia sulautumiselle tai jakautumiselle. SRL:n sulautumista koskevat säännökset soveltuvat sekä kotimaisiin että rajat ylittäviin sulautumisiin. Säännöksiin edellytetään tehtävän lähinnä teknisluonteisia muutoksia. Sijoitusyhtiöiden, jotka ovat vaihtoehtorahastoja, sulautumisiin ja jakautumisiin sovellettaisiin soveltuvin osin SRL:n säännöksiä sulautumisesta ja jakautumisesta (vastaavasti kuin erikoissijoitusrahastojen osalta).¹⁰²⁰

Sijoitusyhtiön tapauksessa kysymys sulautumisesta voi tulla esille kahdella tasolla: alarahaston tasolla ja koko sijoitusyhtiön tasolla.¹⁰²¹ Oikeudellisesta näkökulmasta katsottuna saman sijoitusyhtiön alarahastojen sulautuessa toisiinsa varat ja velvoit-

¹⁰¹⁸ Ks. SOU 2002:56, s. 514–515. Ks. myös vastaavasti FSTB 2016, s. 26, jonka mukaan: ”We also clarify that an umbrella fund which is a publicly offered OFC is not expected to have privately-offered sub-funds and vice versa, in line with overseas practices in the UK and Ireland.”

¹⁰¹⁹ MAS 2017, s. 17.

¹⁰²⁰ Ks. AIFML 16 a:1.1–2, jossa säädetään SRL:n soveltumisesta erikoissijoitusrahastojen sulautumisiin ja jakautumisiin.

¹⁰²¹ Ks. esim. IFSCA Expert Committee 2021, s. 68.

teet eivät vaihda omistajaa. Tämä erottaa alarahastojen välisen sulautumisen osakeyhtiöiden sulautumisesta. Saman sijoitusyhtiön alarahastojen sulautumisessa on kyse sijoitusyhtiön sisäisestä varojensierrosta, jossa saadaan vastineeksi vastaanottavan alarahaston osakkeita.

Sijoitusyhtiörakennetta tai sen alarahastoa ei voitaisi muuttaa yritysjärjestelyjä (esimerkiksi sulautumista) hyödyntäen sopimusperusteiseksi sijoitusrahastoksi tai sellaisen alarahastoksi ilman osakkeenomistajien suostumusta, mikäli muutos johtaisi siihen, että sijoittajat menettävät äänioikeutensa. Tämä perustuu siihen, että nimenomaisesti tietyn osakkeenomistajan oikeuksia heikentäviä yhtiöjärjestysmuutoksia ei saisi tehdä ilman kyseisen osakkeenomistajan hyväksyntää tai lunastusmahdollisuuden tarjoamista.¹⁰²² Vastaavasti UCITS-muotoista sijoitusyhtiötä ei voitaisi muuttaa AIF-muotoiseksi sijoitusyhtiöksi yritysjärjestelyin tai muilla keinoin.¹⁰²³

5.3.10 Toiminnan lakkaaminen ja purkaminen

Rahastoyhtiön toiminnan lakkaamisesta säädetään SRL 19 luvussa. Rahastoyhtiön toiminta voi lakata useasta eri syystä: toimilupa voidaan peruuttaa, yhtiö voidaan asettaa selvitystilaan, yhtiön omaisuus voidaan luovuttaa konkurssiin tai yhtiö voi muutoin lopettaa toimintansa. Kaikissa tapauksissa pääsääntönä on, että säilytysyhteisön on ryhdyttävä välittömästi hoitamaan sijoitusrahaston hallintoa ja sen on viipymättä ryhdyttävä toimenpiteisiin sijoitusrahaston hallinnon luovuttamiseksi toiselle rahastoyhtiölle, sijoitusrahaston sulauttamiseksi tai sen lakkauttamiseksi. Vastaavat tilanteet ovat mahdollisia myös sijoitusyhtiöillä. Muotoneutraliteetin takia sääntelyn tulisi olla UCITS-muotoisilla sijoitusyhtiöillä vastaavaa kuin sijoitusrahastoilla.¹⁰²⁴ Osakeyhtiöiden selvitystila ja purkamista koskevat säännökset eivät puolestaan sovellu sijoitusyhtiöille.¹⁰²⁵

Rahastot eroavat tietyiltä olennaisilta osin tavanomaiseen kaupalliseen toimintaan käytetyistä yritysrakenteista. On tavallista, että etenkin suljetuilla rahastoilla on rajoitettu toimikausi: ihanteellinen rahastorakenne olisi sellainen, joka voidaan purkaa

¹⁰²² Ks. tämän tutkimuksen luku 5.3.2.

¹⁰²³ Ks. SIB 1995, s. 41 ja SRL 8:6.1.

¹⁰²⁴ Ks. vastaavasti SIB 1996, s. 77. Säilytysyhteisö hoitaisi sijoitusyhtiötä siihen asti, kunnes hallitus on valinnut uuden rahastoyhtiön.

¹⁰²⁵ Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 65. Osakeyhtiöiden vastaavaa sääntelyä voidaan rajoitetusti käyttää lähtökohtana, mutta tällöin siihen tulisi tehdä tarvittavat muutokset (ks. vastaavasti MAS 2019c, s. 5).

nopeasti, tehokkaasti ja rajoitetuin vaatimustenmukaisuusvelvollisuuksiin.¹⁰²⁶ Sijoitusyhtiö tai sen alarahasto voitaisiin purkaa joko viranomaisaloitteisesti tai vapaaehtoisesti. Rahastoyhtiön toiminnan lakatessa UCITS-muotoinen sijoitusyhtiö olisi purettava, mikäli sijoitusyhtiön hallinnon luovuttaminen tai sulauttaminen toiseen yhteissijoitusrytykseen ei onnistuisi. Purkamisen suorittaisi säilytysyhteisö.¹⁰²⁷ Rahastoyhtiön tulisi purkaa sijoitusyhtiö tai sen alarahasto maksukyvyttömyystilanteessa¹⁰²⁸ tai jos jokin muu yhtiöjärjestyksen mukainen purkuperuste täyttyy. Selvitysmiehen nimittäminen olisi viimesijainen keino, johon voitaisiin turvautua, jos säilytysyhteisö tai rahastoyhtiö laiminlyövät velvoitteensa.¹⁰²⁹ AIF-muotoisille sijoitusyhtiöille ei ole tarpeen asettaa erityissääntelyä, vaan vaihtoehtorahaston hoitajan toiminnan lakkauttamisen seurauksista ja sijoitusyhtiön purkamisesta määrättäisiin yhtiöjärjestyksessä.¹⁰³⁰ Sijoitusyhtiö voitaisiin määrätä lakkauttavaksi myös esimerkiksi silloin, kun se harjoittaa luvattomasti muuta liiketoimintaa kuin yhteistä sijoitustoimintaa tai rikkoo rahanpesun estämistä koskevia velvoitteitaan.¹⁰³¹

Sijoitusyhtiö tai sen alarahasto voitaisiin lakkauttaa vapaaehtoisesti aivan kuten sijoitusrahasto tai sen alarahasto SRL:n nojalla. Kun sijoitusyhtiö puretaan tietyn alarahaston osalta, ei sillä ole mitään vaikutusta muihin alarahastoihin.¹⁰³² Yhden alarahaston maksukyvyttömyys ei johda koko sijoitusyhtiön maksukyvyttömyyteen. Sijoitusyhtiön ja sen alarahastojen vapaaehtoisista purkuperusteista tulisi määrätä yhtiöjärjestyksessä. Kansainvälisessä käytännössä on tavallista, että alarahaston purkamisesta voivat päättää sijoitusyhtiön kaikki osakkeenomistajat, purettavan alarahaston osakkeenomistajat tai sijoitusyhtiön hallitus. Markkinakäytäntönä on kuitenkin,

¹⁰²⁶ IFSCA Expert Committee 2021, s. 20 ja 67.

¹⁰²⁷ Ks. vastaavasti SRL 19:6.1.

¹⁰²⁸ Nykyään SRL 19:7.1:n mukaan rahastoyhtiön on lakkautettava sijoitusrahasto SRL 19:5:n mukaisesti tai sen on ryhdyttävä toimenpiteisiin sijoitusrahaston sulautumiseksi SRL 16 luvussa tarkoitettulla tavalla, jos laissa tai sijoitusrahaston säännöissä mainittua sijoitusrahaston vähimmäispääomaa tai rahasto-osuudenomistajien vähimmäismäärää ei ole saavutettu vuoden kuluessa siitä, kun sijoitusrahaston toiminta on aloitettu tai sijoitusrahaston varat taikka rahasto-osuudenomistajien lukumäärä on laskenut alle laissa säädetyn tai sijoitusrahaston säännöissä määrätyn vähimmäismäärän, eikä tilannetta ole kyetty korjaamaan 90 vuorokauden kuluessa SRL 10:6.2:ssa säädetyn määräajan päättymisestä, tai jos jokin muu sijoitusrahaston säännöissä määrätty purkautumisperuste täyttyy. Sijoitusrahastoilla ja erikoissijoitusrahastoilla kyseinen säännös toimii samalla myös maksukyvyttömyyssäännöksenä: maksukyvyttömyys lienee hyvin lähellä, mikäli toiminnan aloittamisen jälkeen rahaston varat laskevat vähimmäispääomاران alle. Mikäli sijoitusyhtiöille ei aseteta vähimmäispääomاران, joka sinänsä on mahdollista UCITS- ja AIFM-direktiivien nojalla (ks. myös Vepsä 2022b, s. 377 ja 387), tulisi maksukyvyttömyystilanteisiin varautua sääntelyssä erikseen.

¹⁰²⁹ Ks. vastaavasti SRL 19:8.

¹⁰³⁰ Vrt. vastaavasti kommandiittiyhtiömuotoisiin vaihtoehtorahastoihin, joiden rahastosopimuksissa on erikseen varauduttu tällaisiin tilanteisiin.

¹⁰³¹ Ks. myös MAS 2018, s. 23. MAS 2020a, s. 4 mukaan sijoitusyhtiötä saatettaisiin väärinkäyttää rahanpesuun tai terrorismin rahoittamiseen, koska sillä on oikeushenkilöllisyys.

¹⁰³² Treasury (Australia) 2018b, s. 13.

etteivät osakkeenomistajat voi päättää alarahaston purkamisesta.¹⁰³³ Alarahaston tai sijoitusyhtiön purkamisen tulisi olla mahdollista sijoitusyhtiön hallituksen päätöksellä.¹⁰³⁴ Mikäli purkamisessa edellytettäisiin osakkeenomistajien päätöstä, suosisivat rahastoyhtiöt todennäköisesti sijoitusrahastomuodon käyttämistä, koska se mahdollistaisi tällöin sijoitusyhtiöitä joustavamman lakkauttamismenettelyn. Samoin kävisi myös, jos sijoitusyhtiön lakkauttamismenettelyssä edellytettäisiin ulkopuolisen selvitysmiehen nimittämistä.¹⁰³⁵ Purettavan sijoitusyhtiön omaisuus olisi jaettava ensin velkojille velkojen maksuun, jonka jälkeen loput varat jaettaisiin osakkeenomistajille. Velkojat olisivat maksunsaantijärjestyksessä etusijalla osakkeenomistajiin nähden. Sijoitusyhtiö katsottaisiin kokonaan puretuksi sen jälkeen, kun se on purettu viimeisenkin alarahaston osalta.¹⁰³⁶

5.3.11 Kotipaikan vaihtaminen ja rahastomuodon muuttaminen

Yleensä yrityksen siirtäminen maasta toiseen edellyttää yrityksen lakkauttamista rekisteröintivaltiossaan ja perustamista uudelleen toiseen valtioon. Molemmat prosessit voivat olla hankalia ja aikaa vieviä. Erityisessä kotipaikan muuttamismenettelyssä yhteisö voi puolestaan siirtää yrityksen kotipaikan perustamismaasta kohdemaahan. Yritysmuodossa ei katsota tapahtuvan muutosta. Jopa perustamispäivä säilyy alkupe räisenä perustamispäivänä. Yrityksen katsotaan vain vaihtaneen perustamispaikkaansa. Kotipaikan vaihtaminen on eri asia kuin verotuksellisen asuinvaltion muuttaminen. Ensimmäisessä tapauksessa yhtiön perustamispaikka ja johtopaikka vaihtuvat, kun taas jälkimmäisessä tapauksessa vain yhtiön johtopaikka voi vaihtua.¹⁰³⁷

¹⁰³³ Ks. alarahastojen purkamisesta Vepsä 2021b, s. 100. Ks. myös SIB 1996, s. 10.

¹⁰³⁴ IOSCO 2017, s. 13 suosittelee, että hallituksen tai muun kolmannen riippumattoman tahon tulisi hyväksyä lakkauttamissuunnitelma, jonka rahastoyhtiö on valmistellut. Rahastoyhtiö ei näin ollen voisi yksinään päättää alarahaston lakkauttamisesta (ks. myös MAS 2018, s. 11), mutta tilanne lähenee tätä käytännössä silloin, jos sijoitusyhtiön hallituksessa on useita jäseniä, jotka ovat promoottorin työntekijöitä.

¹⁰³⁵ Selvitysmiehen nimittäminen on tavanomaista kansainvälisessä käytännössä ja objektiivisesti toimialan ulkopuolisesta näkökulmasta tarkastellen ulkopuolisen selvitysmiehen käyttäminen voisi olla perusteltua. Esimerkiksi Ruotsissa SOU 2016:45, s. 279 on esittänyt, että sijoitusyhtiön purkamistilanteissa tulisi nimetä ulkopuolinen selvitysmies osakeyhtiöitä vastaavalla tavalla. Suomen näkökulmasta ei olisi kuitenkaan perusteltua, että rahastoyhtiö pystyisi lakkauttamaan sijoitusrahaston ilman ulkopuolista selvitysmiestä, muttei sijoitusyhtiötä. Tällainen sääntelyratkaisu voisi vaikuttaa jopa negatiivisesti sijoitusyhtiömuodon houkuttelevuuteen rahastotoimialalla.

¹⁰³⁶ Ks. vastaavasti Treasury (Australia) 2021a, s. 12.

¹⁰³⁷ IFSCA Expert Committee 2021, s. 73.

Sijoitusyhtiörakenteen käyttöönoton helpottamiseksi on perusteltua säätää erityis-
menettelystä ulkomaisten sijoitusyhtiöiden¹⁰³⁸ kotipaikan vaihtamisesta Suomeen.
Esimerkiksi Irlannissa ulkomaiset sijoitusyhtiöt voidaan siirtää neutraalisti Irlantiin
sitte, että siirrosta ei aiheudu sijoitusyhtiölle haitallisia seuraamuksia.¹⁰³⁹ Kotipaikan
vaihtaminen ei ole konseptina uusi ja se on otettu menestyksekkäästi käyttöön muun
muassa Kyproksella, Luxemburgissa, Mauritiuksella, Brittiläisillä Neitsytsaarilla ja
Irlannissa, jotka sallivat kotipaikan vaihtamisen molempiin suuntiin.¹⁰⁴⁰ Lisäksi sijoitus-
yhtiöiden kotipaikan vaihtaminen on mahdollista myös muun muassa Liechtenstei-
nissa¹⁰⁴¹, Hongkongissa ja Singaporessa.¹⁰⁴² Lakisääteinen kotipaikan vaihtamis-
mekanismi mahdollistaisi sijoitusyhtiön yritysidentiteetin, jatkuvuuden ja historian
säilyttämisen. Täysin uuden oikeushenkilön perustamatta jättäminen voisi säästää
kustannuksia, joita voisi aiheutua esimerkiksi sopimusten uudelleen solmimisesta
avainsidosryhmien kanssa, rahoitusjärjestelyiden uusimisista pankkien kanssa sekä
sijoitusten uudelleenhankinnasta.¹⁰⁴³ Kotipaikan vaihtamisessa sijoitusyhtiön varojen
ei katsota siirtyvän oikeushenkilöltä toiselle.¹⁰⁴⁴ Sijoitusyhtiön osakkeenomistajia ei
tarvitsisi myöskään tunnistaa uudelleen uudessa kotivaltiossa rahanpesun estämi-
sen näkökulmasta, mikäli sijoitusyhtiön lähtövaltion rahanpesun estämistä koskevat
säännökset täyttävät EU:n vähimmäisstandardit.¹⁰⁴⁵

Sijoitusyhtiörakenteen käyttöönoton helpottamiseksi on perusteltua säätää myös
huojennetusta erityismenettelystä sijoitusrahastojen muuttamiseksi sijoitusyhtiöik-
si. Esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa säädettiin aikanaan helpotuksia
osuustrustien muuttamisesta OEIC-sijoitusyhtiöiksi¹⁰⁴⁶, Irlannissa ennen ICAV-sään-
telyn voimaantuloa perustetut VCC-sijoitusyhtiöt on mahdollista muuttaa neutraalisti
ICAV-muotoon¹⁰⁴⁷ ja Hongkongin osuustrustit voidaan muuttaa sijoitusyhtiöiksi.¹⁰⁴⁸
Sijoitusyhtiön yhtiömuodon muuttaminen muunlaiseksi yhtiöksi, kuten kommandiit-
tiyhtiöksi tai osakeyhtiöksi, ei kuitenkaan tulisi olla mahdollista. Tämä johtuu siitä,

¹⁰³⁸ Ulkomaisten sijoitusyhtiöiden tulisi olla rakenteeltaan vastaavia kuin suomalaisten sijoitusyhtiöiden. Kotipaikan vaihtamisen menettelyn laajentaminen sijoitusyhtiöiden lisäksi muihin oikeudellisiin rakenteisiin olisi haastavampaa eikä tällaisia menettelyjä käytännössä ole muualla käytössä. Ks. MAS 2020b, s. 13–14, jossa aihetta arvioitiin lyhyesti eikä kotipaikan vaihtamisen menettelyä päätetty toistaiseksi ulottaa muussa kuin yhtiömuodossa perustettuihin ulkomaisiin rahastoihin.

¹⁰³⁹ General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 179–183.

¹⁰⁴⁰ IFSCA Expert Committee 2021, s. 74.

¹⁰⁴¹ Zetzsche 2012, s. 387–388.

¹⁰⁴² Ks. esim. MAS 2018, s. 22–23; MAS 2019a, s. 11–12; MAS 2020b, s. 14–15 ja SFC 2019, s. 24–25.

¹⁰⁴³ SFC 2019, s. 10.

¹⁰⁴⁴ SFC 2020, s. 18.

¹⁰⁴⁵ Ks. myös MAS 2020a, s. 6.

¹⁰⁴⁶ SIB 1995, s. 25–26 ja SIB 1996, s. 10–11.

¹⁰⁴⁷ Ks. tarkemmin General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 175–178.

¹⁰⁴⁸ SFC 2019, s. 22 ja SFC 2020, s. 18.

että osakeyhtiö ja kommandiittiyhtiö eivät ole rinnastettavissa sijoitusyhtiöön, koska ne eivät ole erityisiä yhteistä sijoitustoimintaa varten kehitettyjä yhtiörakenteita eikä niiden toiminnan tarkoitusta ole rajattu pelkästään yhteiseen sijoitustoimintaan.¹⁰⁴⁹

Ilman erityissääntelyä kotipaikan vaihtamista ja rahastomuodon muuttamista koskevasta helpotetusta menettelystä kotipaikan vaihtaminen tai rahastomuodon muuttaminen olisivat mahdollisia ainoastaan perinteisillä yritysjärjestelyillä, kuten esimerkiksi sulautumisen, osakevaihdon tai liiketoimintasiirron kautta. Tällaisiin menettelyihin voi usein liittyä haitallisia veroseuraamuksia ja rahaston identiteetti (kuten esimerkiksi tuottohistoria) ei välttämättä säily. Yritysjärjestelyihin liittyvät haitalliset seuraamukset voisivat tosiasiassa muodostua sijoitusyhtiömuodon käyttöönottoa rajoittaviksi tekijöiksi.¹⁰⁵⁰ Tämä puoltaa erityissääntelyn tarvetta rahastomuodon muuttamiselle sijoitusrahastosta sijoitusyhtiöksi¹⁰⁵¹ ja ulkomaisten sijoitusyhtiöiden kotipaikan vaihtamiselle Suomeen. Kotipaikan vaihtamista koskeva sääntely toimisi vastavuoroisesti myös toiseen suuntaan: sijoitusyhtiön kotipaikka voitaisiin siirtää Suomesta sellaiselle lainkäyttöalueelle, jossa on käytössä vastaava sijoitusyhtiörakenne ja kotipaikan vaihtamista koskeva sääntely.

5.3.12 Tase ja tilinpäätös

Kuten sijoitusrahastoja myös vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä tulisi sen toiminnan tarkoituksen vuoksi tarkastella tilinpäätöksen näkökulmasta yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavana rahastona eikä osakeyhtiönä.¹⁰⁵² Sijoitusyhtiöiden tase poikkeaisi sekä osakeyhtiöiden että sijoitusrahastojen taseesta. Taseen vastaavissa olisivat sijoitusyhtiön varat, kuten arvopaperit ja saatavat, ja vastattavissa velat ja sijoitusyhtiön osakkeille allokoitava nettoarvo, joka on samalla osakepääomaan linkittyvä erä, koska

¹⁰⁴⁹ Jos sijoitusyhtiö olisi mahdollista muuttaa esimerkiksi osakeyhtiöksi tai kommandiittiyhtiöksi, olisi tällaisissa tilanteissa hankala kontrolloida sitä, että yhtiötä käytettäisiin ainoastaan yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen myös yhtiömuodon muutoksen jälkeen.

¹⁰⁵⁰ Sijoitusyhtiörakenteen tulisi olla tasapuolisesti sekä olemassa olevien että uusien rahastojen käytettävissä. Aiemmin tehdyt valinnat, jotka on tehty silloin, kun sijoitusyhtiöitä koskevaa sääntelyä ei ollut, eivät saisi rajoittaa sijoitusyhtiörakenteen käyttämistä.

¹⁰⁵¹ Tarve rahastomuodon muuttamiselle voi liittyä esimerkiksi tilanteeseen, jossa rahastoyhtiö haluaisi alkaa markkinoida kotimaan markkinoilla jo saturaatiovaiheeseen ennättänyttä sijoitusrahastoa ulkomaille. Sijoitusyhtiörakenne on tunnetumpi ulkomaille, jolloin se soveltuu sopimusperusteista sijoitusrahastorakennetta paremmin ulkomaille markkinointiin. Rahastorakenteen muuttamistilanteessa nykyisille osuudenomistajille tulisi tarjota osuuksien lunastusmahdollisuus, mikäli he eivät hyväksy muutosta.

¹⁰⁵² Vastaavasti myös ICAV Bill RIA 2014, s. 8.

sijoitusyhtiön osakepääoma olisi aina yhtä suuri kuin sen nettoarvo.¹⁰⁵³ Sateenvarjomuotoiseen sijoitusyhtiöön liittyvä keskeinen kysymys on, tulisiko sijoitusyhtiöiden laatia alarahastokohtaiset tilinpäätökset ja toimintakertomukset vai koko sijoitusyhtiön yhdistetty tulos- ja taselaskelma vai kenties molemmat. Nykyisessä sopimusperusteisessa sijoitusrahastorakenteessa alarahastokohtaisten tilinpäätösten ja toimintakertomusten lisäksi tulee esittää sijoitusrahaston yhdistetty tulos- ja taselaskelma.¹⁰⁵⁴ Vastaavasti toimitaan myös Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöissä.¹⁰⁵⁵

Yhdistetyllä informaatiolla ei kuitenkaan ole aitoa tarvetta, koska alarahastojen varat ja velvoitteet ovat toisistaan erillisiä. Esimerkiksi mahdollisia sopimuskumppaneita kiinnostaa ainoastaan sen alarahaston taloudellinen tilanne, jonka osalta sijoitusyhtiö on sitoutumassa sopimukseen. Tämän takia esimerkiksi Irlannissa¹⁰⁵⁶ ja Singaporessa¹⁰⁵⁷ on päädytty ratkaisuun, jossa tilinpäätösraportointi voidaan laatia pelkästään alarahastokohtaisesti. Suomessa sijoitusyhtiöiden kohdalla tulisi toimia samoin, jotta niille ei asetettaisi lisävelvoitteita verrattuna erillisiin sopimusperusteisiin sijoitusrahastoihin, joista tilinpäätösraportointi tulee tehdä sijoitusrahastokohtaisesti eikä yhdistettyä raportointia tarvitse tehdä kaikista rahastoyhtiön hoitamista sijoitusrahastoista. Kyseessä on myös tarpeellinen kehityskohde SRL:n nykyiseen alarahastojen koskevaan sääntelyyn: sijoitusrahastojen alarahastoissa tulisi olla riittävää, että tilinpäätökset laaditaan alarahastokohtaisesti.

Suomalaisten tilinpäätöskäytäntöjen lisäksi sijoitusyhtiöiden tulisi voida halutessaan laatia tilinpäätöksensä kansainvälisen IFRS-standardin mukaisesti¹⁰⁵⁸ tai perustellusta syystä muun kansainvälisesti tunnustetun kirjanpitostandardin mukaisesti.¹⁰⁵⁹ IFRS on vakiintunut ja yleisesti tunnustettu kansainvälinen kirjanpitostandardi. Esimerkiksi Irlannin ICAV-sääntely mahdollistaa ICAV-sijoitusyhtiöiden tilinpäätöksen laatimisen IFRS-standardin mukaisesti¹⁰⁶⁰ ja käytännössä monet ICAV-sijoitusyhtiöt tätä mahdollisuutta hyödyntävät. IFRS-tilinpäätöksen hyödyntäminen voi osoittautua hyödylliseksi etenkin markkinoitaessa sijoitusyhtiöitä ulkomaille. Sijoitusyhtiöllä

¹⁰⁵³ Vepsä 2022b, s. 387.

¹⁰⁵⁴ SRL 6:4.4. Kyseistä sääntelyratkaisua on kritisoitu, koska se asettaa lisävelvoitteita sateenvarjomuodossa perustettujen sijoitusrahastojen hoitamiseen verrattuna erillisten yksittäisten sijoitusrahastojen hoitamiseen.

¹⁰⁵⁵ Kremer – Lebbe 2014, s. 451 ja 513.

¹⁰⁵⁶ General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 154. Ennen ICAV-sääntelyä alarahastokohtainen tilinpäätösraportointi ei ollut mahdollista VCC-sijoitusyhtiöissä, mitä pidettiin rahastotoiminnan kannalta joustamattomana ratkaisuna.

¹⁰⁵⁷ Ks. ACRA 2022, Business Entities> Variable Capital Companies> FAQs.

¹⁰⁵⁸ Ks. myös FSTB 2016, s. 23.

¹⁰⁵⁹ Ks. esim. General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 139.

¹⁰⁶⁰ ICAV Act 2015, section 116(4)(b).

saattaa olla myös tarve käyttää eri tilinpäätösstandardeja eri alarahastoissa ja tämän tulisi olla sallittua. Alarahastojen noudattaman tilinpäätöskäytännön tulee olla selkeästi dokumentoitu tilinpäätöksessä.¹⁰⁶¹ Sääntelyssä olisi myös harkittava, tulisiko AIF-muotoisille sijoitusyhtiöille tarjota UCITS-muotoisia sijoitusyhtiöitä suurempi vapaus käyttää erilaisia kirjanpitostandardeja.¹⁰⁶²

5.4 Jatkotutkimuksen tarve ja tutkimuksen rajoitteet

Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden verokohtelu on tärkeä erillinen tutkimusteema, josta tarvitaan jatkotutkimusta. Verotus on tärkeä tekijä määritettäessä ihanteellista rahastorakennetta¹⁰⁶³ ja keskeinen rahastojen sijoittautumispäätöksiin vaikuttava tekijä¹⁰⁶⁴. Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön toimivuus rahaston oikeudellisena muotona ei olisi mahdollista ilman toimivia verosäännöksiä. Suomessa rahastona toimivaa osakeyhtiötä verotetaan sen oikeudellisen muodon perusteella vastaavasti kuin mitä tahansa muuta toimintaa harjoittavaa osakeyhtiötä. Poikkeuksen muodostaa ainoastaan eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden veronhuojennuksesta annetussa laissa (REIT-laki, 299/2009) tarkoitettu asuntojen vuokraustoimintaa harjoittava osakeyhtiömuotoinen rahasto, johon sovelletaan verovapautta tietyin REIT-laissa säädetyin rajoituksin ja edellytyksin.

Rahastotasoista verovapautta voidaan pitää vähimmäisvaatimuksena rakenteen kilpailukyvyn kannalta.¹⁰⁶⁵ Ruotsin sijoitusyhtiösääntelyn valmistelun pysähtyminen on hyvä esimerkki siitä, kuinka tärkeää verokohtelun tutkiminen on. Ruotsissa vuonna 2016 julkaistu mietintö, joka sisältää esityksen sijoitusyhtiölaiksi¹⁰⁶⁶, ei ole toistaiseksi johtanut lainsäädäntötoimiin erityisesti sen takia, että sijoitusyhtiöitä koskevaa ve-

¹⁰⁶¹ IFSCA Expert Committee 2021, s. 55–56.

¹⁰⁶² Ks. vastaavasti MAS 2018, s. 15.

¹⁰⁶³ IFSCA Expert Committee 2021, s. 75.

¹⁰⁶⁴ 1990:VM 21, s. 87; MAS 2017, s. 7 ja MAS 2018, s. 5.

¹⁰⁶⁵ Ks. myös VM 14/2018, s. 78.

¹⁰⁶⁶ Förslag till lag (0000:0000) om investeringsbolag, ks. SOU 2016:45, s. 23–68.

rosääntelyä ei samassa yhteydessä tutkittu.¹⁰⁶⁷ Varoittavana kotimaisena esimerkkinä mainittakoon myös kiinteistörahastolain (KRL, 1173/1997) mukaisten osakeyhtiöiden verosääntelyn viivästyminen.¹⁰⁶⁸ Jos rahastosääntämistä halutaan edistää, kuten monissa Euroopan maissa on tehty, olisi rahastosääntämiseksi tarjottava joitakin verotuksia. Tämä ei tarkoita sitä, että olisi seurattava joitakin veroparatiiseja, vaan verotuskohtelun olisi keskimäärin oltava samalla tasolla kuin muissa Euroopan maissa.¹⁰⁶⁹

Tämän tutkimuksen tutkimustuloksina esitetyt lainsäädäntösuositukset perustuvat pääasiassa oikeusvertailevaan aineistoon. Tutkimuksen johtopäätösten taustaoletuksena on, että uutta oikeudellista instituutiota harkittaessa parhaiden kansainvälisten käytäntöjen omaksuminen johtaa varmemmin parempaan lopputulokseen kuin uuden instituution kehittäminen täysin tyhjästä, ellei jälkimmäiselle ratkaisulle ole hyviä perusteita. Tämä kytkeytyy *de lege ferenda* -tutkimuksen keinojen määrittelyyn: tässä tutkimuksessa keinot yhteiskunnallisen tavoitteen eli sijoitusrahastosääntelyn kilpailukyvyyn kasvattamisen saavuttamiseksi pohjautuvat ulkomaisten sääntelymallien analyysiin.¹⁰⁷⁰ Tutkimustuloksia arvioitaessa on tiedostettava, että oikeusvertailulla on omat rajoituksensa.¹⁰⁷¹ Osa oikeusvertailun haastavuudesta johtuu sen

¹⁰⁶⁷ Ks. Regeringens proposition 2017/18:5, s. 100 ja Harju 2020a, s. 59. Verokysymysten jättämistä selvityksen ulkopuolelle voidaan kummeksua, koska Ruotsin aiempi sijoitusyhtiöitä tutkinut selvitys SOU 2002:56, s. 522 nimenomaan korosti, että verokysymykset täytyisi sisällyttää sijoitusyhtiösääntelyn jatkovalmisteluun. Sijoitusyhtiösääntelystä on tehty lakialoite Ruotsin valtiopäiville vuonna 2021. Aloitteen (Motion till riksdagen 2021/22:3687, s. 5) mukaan osa ruotsalaisista rahastoista on rekisteröity ulkomaille. Osasyynä tähän on ulkomaisen pääoman saaminen tietyiltä ulkomaisilta sijoittajilta. Ruotsiin rekisteröityjen rahastojen määrän lisäämiseksi tulisi säätää vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä. Tunnettu ja kansainvälisesti vakiintunut oikeudellinen rakenne lisäisi ulkomaisten sijoittajien halukkuutta sijoittaa Ruotsiin rekisteröityihin rahastoihin ja sitä kautta lisäisi pääomien kanavoitumista Ruotsiin. Finansutskottets betänkande 2021/22:FiU22, s. 30 ja 34 mukaan asiaa valmistellaan hallituksen kansliassa, minkä takia asiaa koskevat erilliset pyynnöt hylättiin.

¹⁰⁶⁸ Ks. Viitala 2018, s. 536, jonka mukaan KRL:n säätämisen yhteydessä ei kuitenkaan tehty erityisiä verosäännöksiä KRL:n soveltamisalaan kuuluville osakeyhtiöille, vaan näitä verotettiin kuten muutakin toimintaa harjoittavia osakeyhtiöitä. Käytännössä KRL:ssa tarkoitettuja osakeyhtiöitä ei tällöin perustettu (ks. HE 102/2006 vp, s. 11–12). Eräille KRL:ssa tarkoitetuille osakeyhtiöille toteutettiin erillinen verosääntely (REIT-laki) vasta vuonna 2009 yli 10 vuotta KRL:n säätämisen jälkeen.

¹⁰⁶⁹ 1990:VM 21, s. 87. Ks. myös VM 14/2018, s. 111 ja HE 304/2018 vp, s. 41, jonka mukaan kokonaisuutena tarkastellen sijoitusrahastojen verovapaudelle on edelleen olemassa perusteita. Mahdollisella verotusmallin muutoksella olisi merkittäviä vaikutuksia sijoitusrahastomarkkinoihin ja rahoitusmarkkinoihin laajemminkin.

¹⁰⁷⁰ Ulkomaiset sääntelymallit asettavat näin ollen tietyt reunaehdot tämän tutkimuksen johtopäätöksille.

¹⁰⁷¹ Ks. myös Vepsä 2022a, s. 190.

etnosentrismin¹⁰⁷² vastaisesta luonteesta, jonka vuoksi vertailijoiden on yritettävä irrottautua parhaansa mukaan oman oikeusjärjestyksen ymmärrykselleen luomasta kontekstista.¹⁰⁷³

De lege ferenda -suositusten hyödyllisyyttä pystyttäisiin vahvistamaan tutkimalla reaalia maailman vallitsevaa tilannetta ja toimintakäytäntöjä. Tällaista informaatiota saadaan esimerkiksi empiirisestä tutkimusmateriaalista. Empiirisellä tiedolla tarkoitetaan kaikkea havaintoihin perustuvaa tietoa.¹⁰⁷⁴ Metodologisten rajausten takia empiiriseen tutkimukseen ei ole tässä tutkimuksessa ryhdytty, vaan tältä osin on tyydytty olemassa olevaan empiiriseen tutkimusmateriaaliin.¹⁰⁷⁵ Hyödyllisiä jatkotutkimuksen kohteita olisivat sijoitusyhtiörakenteen kansantaloudellisen merkityksen tutkiminen empiirisesti ja rahastotoiminnan sidosryhmille sijoitusyhtiörakenteesta aiheutuvien hyötyjen ja haittojen tutkiminen laadullisin menetelmin, esimerkiksi kyselytutkimuksen avulla.

¹⁰⁷² Etnosentrismi tarkoittaa maailman näkemistä katsojan oman etnisen ryhmän näkökulmasta. Tällöin oma sisäryhmä arvioidaan malliksi, jonka pohjalta arvioidaan kaikkia muita ryhmiä, niiden kulttuuria ja elämäntapoja.

¹⁰⁷³ Tätä irrottautumista voidaan edesauttaa mahdollisimman kattavan ja monipuolisen tutkimusaineiston hankkimisella. Täydellisesti tällainen irrottautuminen ei voi kuitenkaan onnistua koskaan.

¹⁰⁷⁴ Keinänen – Väättänen 2016, s. 254 mukaan empiirisessä oikeustutkimuksessa tutkimusote voi olla määrällinen eli kvantitatiivinen tai laadullinen eli kvalitatiivinen.

¹⁰⁷⁵ Ks. esim. Chen – Klavebäck – Nordeborg – Van Schagen 2016 ja Boire – Kiswahto – Wiklund – Liu 2016, joista jälkimmäisessä on nimenomaan tutkittu sijoitusyhtiörakenteen tarpeellisuutta Ruotsissa laadullisin menetelmin. Mainitut tutkimukset ovat kuitenkin aineistoltaan jokseenkin suppeita.

6 LOPUKSI

Sijoitusrahastotoimintaa on harjoitettu Suomessa nykyisessä muodossaan jo yli 30 vuotta. Sopimusperusteisen sijoitusrahastorakenteen peruspilarit ovat rahastoyhtiö, säilytysyhteisö ja sijoitusrahasto. Rahastoyhtiö hallinnoi sijoitusrahastoa, joka ei ole itsenäinen oikeushenkilö, ja säilytysyhteisö säilyttää sijoitusrahaston varoja rahastoyhtiön varoista erillään. Sijoitusrahaston osuudenomistajat omistavat sijoitusrahaston varat, eikä sen velkoja voida ulosmitata rahastoyhtiön tai säilytysyhteisön velasta. Sijoitusrahasto onkin sijoittajalle varsin turvallinen sijoitusvaihtoehto. Dynaamisessa ja jatkuvasti kehittyvässä globaalissa sääntelykilpailussa mukana pysyminen edellyttää sääntelyn jatkuvaa uudistamista. Sijoitusrahastosääntelyn uudistamisen tavoitteena on mahdollistaa toimijoiden kilpailukykyisyyden säilyminen. Kilpailukyky liittyy erikokoisten ja erilaisilla toimintaedellytyksillä toimivien rahastoyhtiöiden toiminnan mahdollistamiseen ja uusien toimijoiden alalle tulon mahdollisuuksiin.¹⁰⁷⁶

Kansainvälisesti rahastoja voidaan perustaa useissa oikeudellisissa rakenteissa, joista tavanomaisia esimerkkejä ovat vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt, sopimusperusteiset sijoitusrahastot, osuustrustit ja kommandiittiyhtiöt. Suomessa ainoat nimenomaan rahastotoimintaa varten säädetyt oikeudelliset rakenteet ovat sopimusperusteiset sijoitusrahastot ja erikoissijoitusrahastot. EU-tasolla UCITS-direktiivi mahdollistaa yhteissijoitusyritysten perustamisen sijoitusyhtiömuodossa, sopimusperusteisena sijoitusrahastona ja osuustrustina. AIFM-direktiivissä ei puolestaan ole rajoitettu vaihtoehtorahastojen oikeudellisia rakenteita. Jäsenvaltioiden ei ole pakko säätää kaikista UCITS-direktiivin mahdollistamista oikeudellisista rakenteista, mutta ne voivat halutessaan niin tehdä. Joissakin valtioissa, kuten esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa, Irlannissa ja Maltalla kaikki UCITS-direktiivin oikeudelliset rakenteet ovat käytössä¹⁰⁷⁷, kun taas esimerkiksi Ruotsissa ja Suomessa on mahdollista perustaa ainoastaan sopimusperusteisia yhteissijoitusyrityksiä.

¹⁰⁷⁶ VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 1.

¹⁰⁷⁷ Kaikki UCITS-direktiivin mahdollistamat oikeudelliset rakenteet ovat mahdollisia lähinnä common law -oikeusjärjestelmän valtioissa, koska osuustrusti on hankalasti siirrettävissä civil law -oikeusjärjestelmiin. Niissä ei ole suoria trustin vastineita (ks. esim. Rounds – Dehio 2007, s. 477), jotka mahdollistaisivat osuustrustin käyttöönoton. Ks. tarkemmin trustia lähellä olevista oikeudellisista järjestelyistä Mikkola 2003, s. 145–176.

Tässä tutkimuksessa on todettu, että rahastosääntelyn sääntelykilpailu on ja on ollut Euroopassa sangen aktiivista. Sääntelykilpailuteorian mukaan tehokasta sääntelyä voidaan luoda perustamalla sääntelymarkkinat, jotka tarjoavat yrityksille ja kansalaisille mahdollisuuden vastustaa huonosti suunniteltua sääntelyä ja poistua tehottomasta lainkäyttövallasta kohti tehokkaampaa. Yksi rahastosääntelyn alueella tapahtuvan lainsäädäntökilpailun tärkeistä osa-alueista on rahastojen oikeudellisiin rakenteisiin kohdistuva kilpailu, jolloin kilpaillaan siitä, mikä lainkäyttöalue pystyy tarjoamaan sääntelyssään laajan valikoiman rahastojen oikeudellisia rakenteita. Tärkeä osa tätä kilpailua on myös verosääntelykilpailu: hienoinkaan rahastorakenne ei toimi ilman kilpailukykyistä verosääntelyä.¹⁰⁷⁸ Erilaisten rakenteiden lukumäärä ei yksinään riitä, vaan niiden on oltava toimivia ja täytettävä vähintään kansainväliset vakiintuneet kriteerit. Lainsäädäntökilpailun seurauksena viimeisten vuosikymmenten aikana rahastotoiminta on keskittynyt hiljalleen sellaisiin maihin, joissa on panostettu mahdollisimman toimiviin ja monipuolisiin sääntelyratkaisuihin. Euroopassa Luxemburg ja Irlanti ovat tästä hyviä esimerkkejä.

Suomen tulisi mahdollistaa kokeilut ja innovaatiot rahastorakenteiden valinnassa, jotta tehokkaampia sijoitusrahastomuotoja voitaisiin kehittää. Jotta Suomi pysyisi kansainvälisessä kehityksessä mukana ja suomalaisia rahastoja voitaisiin markkinoida kilpailukykyisesti ulkomaille – ja ennen kaikkea kotimaisten rahastojen toimintaedellytysten jatkuvuuden takaamiseksi Suomessa – tulisi Suomessa mahdollistaa yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen perustaminen vaihtuvapääomaisessa sijoitusyhtiömuodossa. Tässä tutkimuksessa on selvitetty, että Suomen kannalta on perusteltua harjoittaa puolustavaa sääntelykilpailua, jonka keskeisenä tavoitteena on pyrkiä estämään taloudellisen toiminnan (tässä tapauksessa sijoitusrahastotoiminnan) siirtymistä Suomesta pois ja tarjota suomalaiselle rahastosektorille tasavertaiset toimintaedellytykset¹⁰⁷⁹ keskeisiin verokkimaihin verrattuna. Sääntelykilpailuteoreettiset tutkimukset ovat osoittaneet puolustavan sääntelykilpailustrategian toimivuuden. Hypoteettisesti sijoitusyhtiöistä säättäminen vauhdittaa merkittävästi suomalaisen rahastosektorin kasvua ja elinvoimaisuutta. Rahastosääntelyn kilpailukyvyyn parantuessa ja rahastojen rahastopääoman kasvaessa entistä enemmän varallisuutta voi ohjautua suomalaiseen yritysrahoitukseen.

¹⁰⁷⁸ Sijoitusyhtiöiden verokohtelun tutkiminen on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

¹⁰⁷⁹ Kansainvälisesti sijoitusyhtiösääntelyä on monesti perusteltu tasavertaisten toimintaedellytysten luomisella. Ks. esim. Treasury (Australia) 2018a, s. 13 ja Treasury (Australia) 2021a, s. 17: ”The establishment of CCIVs brings the Australian regime for funds management into line with jurisdictions overseas, in particular the European Union’s UCITS regime, the UK’s OEIC regime, and various other regimes in the Asian region.” Ks. myös FSDC 2013, s. 1.

Viimeisen vuosikymmenen aikana kansainvälisesti on nähty varsinainen vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden noususuhdanne.¹⁰⁸⁰ Merkittävät finanssivaltiot ovat parantaneet sääntelyään ja lanseeranneet onnistuneesti vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiörakenteita. Sääntelyuudistusten johtavana ajurina on ollut kansainvälisen kilpailukyvyyn säilyttäminen, kasvattaminen ja rahastojen houkuttelemine oman lainkäyttöalueen piiriin.¹⁰⁸¹ Sijoitusyhtiösääntelyn ovat toteuttaneet onnistuneesti muun muassa Irlanti vuonna 2015, Hongkong vuonna 2018, Singapore vuonna 2020, Australia vuonna 2022 ja Mauritius vuonna 2022. Ruotsissa sijoitusyhtiösääntelyä koskeva laaja selvitys julkaistiin vuonna 2016, ja tämän lisäksi voidaan mainita Intia, joka myös tämän tutkimuksen kirjoitushetkellä selvittää sijoitusyhtiösääntelyn valmistelua. Kilpailukykyisen sääntelyn tulisi toimia alan parhaiden kansainvälisten käytäntöjen mukaisesti.¹⁰⁸²

Tässä tutkimuksessa ja siihen kuuluvissa tutkimusartikkeleissa on analysoitu oikeusvertailun keinoin muualla käytössä olevia sijoitusyhtiöiden sääntelykäytäntöjä. Oikeusvertailun avulla on tutkittu, millaisiin oikeudellisiin keinoihin muissa yhteiskunnissa on turvauduttu vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden mahdollistamiseksi. Oikeusvertailu toimii tietoperustan laajentajana ja sen tuloksia on mahdollista hyödyntää esimerkiksi oikeudellisessa teorianmuodostuksessa, oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa tai oikeuspolitiikassa ja lainvalmistelussa. Ulkomaisten innovatiivisten ratkaisujen seuraaminen on keskeistä, jotta Suomeen ei synny negatiivista kilpailuympäristöä niihin maihin verrattuna, jotka pystyvät nopeammin reagoimaan talouden kehityssuuntiin. Ulkomaisten sääntelyinnovaatioiden kopiointi ei sellaisenaan ole toimivaa, mikäli oikeudellinen siirrännäinen ei sovellu vastaanottavan oikeusjärjestelmän perusrakenteisiin. Näin on esimerkiksi vahvaa common law -leimaa kantavan osuustrustin kohdalla, joka ei olisi ongelmitta siirrettävissä suomalaisen oikeusjärjestelmään.¹⁰⁸³ Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiön siirtämiselle Suomen oikeuteen ei kuitenkaan ole vastaavia oikeusjärjestelmään pohjautuvia systeemitason rajoitteita.¹⁰⁸⁴ Mitä teknisemmästä oikeudenalasta on kyse, niin sitä paremmin oikeudellisten siir-

¹⁰⁸⁰ Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 32.

¹⁰⁸¹ Ks. tähän liittyen myös FSTB 2014, s. 1.

¹⁰⁸² Ks. myös IFSCA Expert Committee 2021, s. 15.

¹⁰⁸³ Ks. Vepsä 2021a, s. 17, jonka mukaan Suomen oikeudessa trust on vieras, eikä sen kokonaisvaltainen siirtäminen olisi mahdollista ilman, että rikottaisiin muiden oikeudenalojen keskeisiä periaatteita. Howard 2006, s. 356 mukaan keskeinen hankaluus trust-rakenteessa mannereurooppalaisen oikeusjärjestelmän näkökulmasta on omistusoikeuden kahtiajako: ”The essential difficulty concerning trusts in civil law systems is that the trust relies on split ownership of property.” Ks. myös Warburton 2008, s. 766.

¹⁰⁸⁴ Vepsä 2021a, s. 36 mukaan vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö soveltuu hyvin sekä mannereurooppalaisiin että common law -järjestelmiin.

rännäisten on katsottu onnistuvan,¹⁰⁸⁵ jolloin siirrännäistä koskeva sääntely on mahdollista toteuttaa kajoamatta oikeusjärjestelmän syvempiin rakenteisiin. Vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskeva sääntely olisi mahdollista toteuttaa juuri tällä tavalla.

Tässä tutkimuksessa on selvitetty, että vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä sääntämisellä saavutettavat hyödyt ylittävät merkittävästi siihen liittyvät kustannukset. Kyseessä on sääntelyn tarjoama optio, joka ei velvoita rahastotoimialaa tekemään muutoksia toimintaansa. Toisin sanoen sääntelyyn liittyvät riskit ovat alhaisia, koska sillä ei puututa nykyisten sopimusperusteisten sijoitusrahastojen toimintaan. Sijoitusyhtiömuodon käyttäminen on optio, jonka käyttämiseen sisältyy merkittäviä potentiaalisia hyötyjä. Rakenne on tunnettu kansainvälisesti, mikä mahdollistaa aiempaa tehokkaamman rahastojen markkinoinnin rajojen yli.¹⁰⁸⁶ Tämä lisää rahastopääomien kasvua ja toisaalta ehkäisee rahastotoiminnan siirtymistä sellaisiin maihin, joissa vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiömuoto on käytössä. Suomen valitsemisella rahastojen sijoittautumispaikaksi on myös merkittävät positiiviset vaikutukset ympäröivään palveluteollisuuteen, kuten kirjanpito- ja lakipalveluihin, säilytyspalveluihin, tilintarkastus- ja lakipalveluihin. Mikäli sääntelyllä saavutettavat hyödyt realisoituvat tavoitellulla tavalla, johtaa se rahastosektorin elinvoimaisuuden kasvuun ja korkean osaamisen työpaikkojen lisääntymiseen sekä varainhoitoalalla että ympäröivällä palvelusektorilla.¹⁰⁸⁷ Kaikki tämä lisää merkittävästi valtion verokertymää.

Tässä tutkimuksessa on tunnistettu, että kokonaisuutena arvioiden (mukaan lukien rajoitetun kilpailun olosuhteissa) vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö tarjoaa parempaa sijoittajansuojaa sopimusperusteisiin sijoitusrahastoihin verrattuna eivätkä vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön transaktiokulut ole merkittävästi sijoitusrahastojen

¹⁰⁸⁵ Friedman 1998, s. 1087 ja Mikkola 2003, s. 280. Vrt. Engelberg 2019, s. 72, jossa Engelberg arvioi, että hänen tutkimansa Scheme of Arrangement -menettely edellyttäisi oikeuden pintatasoa syvempää ”systeemitason siirrännäistä”.

¹⁰⁸⁶ Vastaava asetelma vallitsi Yhdistyneessä kuningaskunnassa 1990-luvulla, jolloin osuustrusti oli ainoa yhteissijoitusyritysten oikeudellinen rakenne. Warburton 2010, s. 190 mukaan osuustrustrirakenne oli heikosti tunnettu ulkomailla, mikä oli keskeinen syy sijoitusyhtiörakenteen käyttöönotolle: ”While trusts are common to those parts of the world with a strong British heritage, they are a foreign concept in European continental countries, where the Napoleonic and Roman legal heritage dominates. As a result, European investors were not likely to be familiar with the technical legal structure of unit trusts. OEICs, therefore, were anticipated to be more marketable outside the United Kingdom.” Ks. myös SIB 1993, s. 10–11; SIB 1996, s. 6; Cornick 1997, s. 29; Sin 1997, s. 43 ja SOU 2002:56, s. 517. Ks. myös FSTB 2016, s. 1: ”It is noted that the more popular fund structure from an international perspective is the corporate fund structure.”

¹⁰⁸⁷ Ks. vastaavasti FSDC 2013, s. 1.

transaktiokuluja suuremmat.¹⁰⁸⁸ Tämä johtuu sijoitusyhtiörakenteen hallintomallista, jossa hallituksen valvontarooli tuo lisäsuojaa sijoittajille ja toisaalta tehokkaasta organisaatorakenteesta, jossa erityisesti alarahastorakenne tarjoaa mittakaavaetuja ja kustannussäästöjä.¹⁰⁸⁹ Sijoitusyhtiömuoto tarjoaa sijoittajille lähtökohtaisesti kontrollioikeudet. Etenkin ammattimaisilla sijoittajilla äänioikeudet voivat olla sijoituspäättökseen vaikuttava tekijä.¹⁰⁹⁰ Markkinat suosivat sijoitusyhtiömuotoa muiden oikeudellisten rakenteiden kustannuksella.¹⁰⁹¹ Taloudellisesta näkökulmasta kyse on hyvin tunnetun sijoitusinstrumentin mahdollistamisesta, mikä voi lisätä ulkomaisten investointien määrää ja edistää talouskasvua.

Sääntelykilpailun dynamiikan takia sijoitusyhtiörakenteella tavoiteltu yhteiskunnallinen päämäärä eli rahastosääntelyn kilpailukyvyyn parantaminen ja sijoittajansuoja eivät ole ristiriidassa keskenään. Tämä johtuu siitä, että sijoitusyhtiömuodon sijoittajansuojan täytyy jo lähtökohtaisesti olla korkealla tasolla: muutoin siihen ei sijoiteta eikä se olisi kehittynyt avointen rahastojen globaaliksi standardirakenteeksi. Tätä ilmentävät havainnot siitä, että rahastosääntelyssä kilpaillaan parhaista sääntelytasoisista eikä alhaisimmista sääntelytasoisista. Näin ollen ylätasoinen tavoite sääntelyn kilpailukyvyyn lisäämisestä samastuu tavoitteeseen korkeatasoisesta sijoittajansuojasta. Se on yksi kilpailukykyisen rahastosääntelyn keskeinen osatekijä.

¹⁰⁸⁸ Yleisesti voidaan todeta, ettei minkään yhteissijoittamisen oikeudellisen muodon sijoittajansuoja ole selvästi ylivoimainen muihin nähden (ks. esim. IOSCO 1994, s. 18; OECD 2005, s. 141 ja 146; Hooghiemstra 2019, s. 142 ja Vepsä 2021a, s. 37), vaikka eroavuuksia rakenteiden välillä esiintyykin. Mikäli näin olisi, tulisi muiden rakenteiden vähitellen hävitä markkinoilta. Erot voivat korostua erityistilanteissa, kuten alhaisesti kilpailluilla markkinoilla, sekä osakkeenomistajien kontrollioikeuksien aiheuttaman pelotevaikutuksen muodossa. Ks. myös IMA 2005, s. 7, joka toteaa: ”No system of governance and disclosure will ever be perfect.”

¹⁰⁸⁹ Toisaalta on huomioitava, että kun hallintorakenteet kypsyvät tiettyyn pisteeseen, on hyvin vaikea esittää, mikä niistä tarjoaa parempaa sijoittajansuojaa kuin jokin toisenlainen hallintorakenne. Ks. vastaavasti OECD 2000, s. 35 ja Thompson – Choi 2001, s. 5. Sijoittajansuoja ei saa myöskään olla liian korkealla tasolla, koska se voi johtaa riskinoton vähenemiseen kaupalliselle liiketoiminnalle haitallisella tavalla. Empiiristen tutkimusten mukaan näin on käynyt osuustrusteissa, joissa huolellisuusvelvoite on korkeampi kuin sijoitusyhtiöissä. Ks. tarkemmin Vepsä 2022a, s. 180–182. Tämän tutkimuksen tarkoituksena ei ole väittää, että sijoitusyhtiörakenne ratkaisisi akateemisen ikuisuuskysymyksen siitä, miten sijoittajansuoja voitaisiin parhaiten taata. Ks. vastaavasti Johnson 2018, s. 141, jonka mukaan runsaasta akateemisesta tutkimuksesta huolimatta sijoittajansuojakysymys on pysynyt hyvin kiistanalaisena. Mahdollisena perinteisen sijoitusyhtiön hallintorakenteen kehitysideana ks. Kaal 2018, s. 287–288, jossa tarkastellaan Yhdysvalloissa jalansijaa saanutta multimanager series trusts -rakennetta, jossa rahaston administraattori tarjoaa alustan useille rahastonhoitajille, jotka hoitavat yhtä tai useampaa rahastoa samassa sateenvarjorakenteessa. Tässä rakenteessa administraattorin hallitus, joka toimii kaikkien rakenteessa toimivien alarahastojen hallituksena, on riippumaton suhteessa rahastonhoitajiin, mikä voi tarjota keinoja eturistiriitojen onnistuneeseen hallintaan.

¹⁰⁹⁰ Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 172.

¹⁰⁹¹ Mikäli markkinoiden ajatellaan toimivan tehokkaasti tai melko tehokkaasti, niiden oletetaan kykenevän löytämään tarpeisiinsa tehokkaimmat oikeudelliset rakenteet.

Sopimusperusteisen sijoitusrahastorakenteen valintaa rahastojen oikeudelliseksi rakenteeksi perusteltiin 1980-luvulla muun muassa vallitsevalla kansainvälisellä käytännöllä.¹⁰⁹² Samat perustelut puoltavat sijoitusyhtiörakenteen käyttöönottoa tänä päivänä, koska kyseinen rakenne on muodostunut sijoitusrahastotoiminnan globaaliksi standardirakenteeksi. Sijoitusyhtiörakenteen käyttöönotto olisi merkittävä toimenpide kehitettäessä Suomen rahastosäätelyn kilpailukykyä, palauttamaan ulkomaille rekisteröityjä Suomesta hoidettuja rahastoja Suomeen ja parantamaan suomalaisen rahastosektorin kilpailukykyä globaaleilla rahoitusmarkkinoilla.

Oikeudelliset hyödyt	Oikeushenkilöllisyys
	Voi tehdä oikeustoimia omassa nimissään, mikä helpottaa sijoitustoiminnan harjoittamista
	Alarahastorakenne, jossa alarahastojen varat ja velvoitteet ovat toisistaan erillisiä
	Vaihtuva osakepääoma, joka mahdollistaa merkintöjen ja lunastusten toteuttamisen
Hallinnolliset hyödyt	Tehokas hallintorakenne
	Alarahastojen joustava perustaminen ja purkaminen yhden sijoitusyhtiörakenteen sisällä
	Alarahastorakenne mahdollistaa tehokkaasti useiden rahastojen hallinnoinnin
Sijoittajansuojaan liittyvät hyödyt	Hallitus täydentävä sijoittajansuojakeino
	Sijoittajien kontrollioikeudet täydentävät irtautumisoikeutta
	Rahastoyhtiön toiminnan valvonta tehokkaampaa kuin nykyisessä sijoitusrahastorakenteessa
Taloudelliset hyödyt	Kansainvälinen standardirakenne
	Alentaa transaktiokustannuksia kansainvälisissä liiketoimissa
	Helpompi markkinoitavuus ulkomaille erityisesti institutionaalisille sijoittajille
Kansantaloudelliset hyödyt	Uusi toimintavaihtoehto, joka ei pakota muuttamaan nykyistä toimintaa
	Tuo Suomelle tasavertaiset toimintaedellytykset keskeisiin rahastovaltioihin verrattuna
	Vähentää kannustimia rekisteröidä rahastoja ulkomaille
	Lisää Suomen rahastopääomia pitkällä aikavälillä
	Työpaikkojen ja verotulojen kasvu

Kuva 10. Sijoitusyhtiörakenteeseen liittyvät hyödyt ovat monipuolisia.

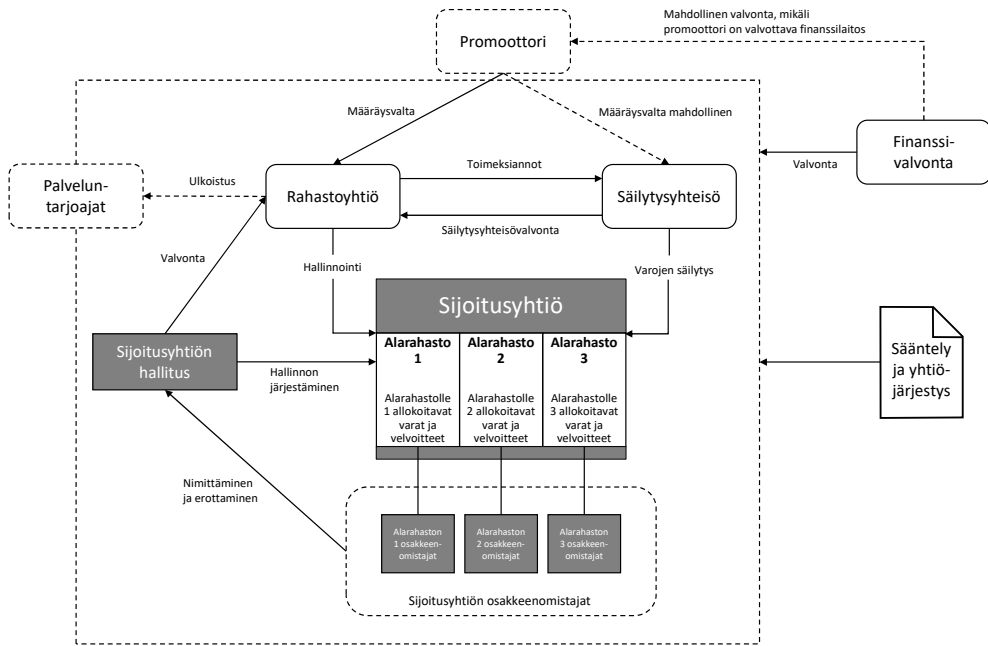
¹⁰⁹² Kauppa- ja teollisuusministeriö 1982, s. 20.

Vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä tulisi säätää erillisessä sijoitusyhtiölaissa. Lain-säädäntöteknisesti kyseessä olisi oma erillislakinsa, jossa säädettäisiin Suomen oikeu-den näkökulmasta uudesta yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen oikeudelli-sesta rakenteesta. Laissa hyödynnettäisiin soveltuvin osin olemassa olevaa sääntelyä. Sijoitusyhtiösääntelyssä olisi kyse rahastosääntelystä, joten sitä ei tulisi valmistella OYL:n sääntelyn perusteella. Kyseessä olisi erityislainsäädännön tunnustama täysin uusi yhtiömuoto, joka ei olisi sijoitusrahasto, muttei osakeyhtiökään.

Sijoitusyhtiöllä tulisi olla osakkeenomistajistaan erillinen oikeushenkilöllisyys, kyky tehdä sopimuksia ja omistaa omaisuutta, toiminnan jatkuvuus ja mahdollisuus nos-taa ja vastata kanteisiin omissa nimissään. Sijoitusyhtiön osakepääoman tulisi olla luonteeltaan muuttuva, jotta osakkeenomistajat voisivat helposti merkitä ja lunastaa sijoitusyhtiön osakkeita. Sijoitusyhtiöiden olisi voitava laskea liikkeeseen, lunastaa tai ostaa takaisin liikkeeseen laskemiaan osakkeita tai alentaa osakepääomaansa ilman rajoituksia. Lisäksi sijoitusyhtiöiden pitäisi voida maksaa osinkoja osakepääomastaan ja voittovaroistaan.

Sijoitusyhtiöllä voisi olla useita alarahastoja, jotka olisivat käytännössä kuin erillisiä sijoitusrahastoja. Alarahastot eivät olisi erillisiä oikeushenkilöitä, vaan sijoitusyhtiön osia. Sijoitusyhtiön liikkeeseen laskemat osakkeet ovat aina sidottuja alarahastojen varoihin ja velvoitteisiin eikä alarahastojen ulkopuolisia osakkeita voitaisi laskea liik-keeseen. Sijoitusyhtiön tulisi laskea liikkeeseen erillinen osakelaji jokaiselle alarahas-tolle, ja alarahastojen tasolla voidaan edelleen laskea liikkeeseen erilajisia osakkei-ta. Varat ja velat tulee erottaa alarahastotasolla, joten minkään alarahaston varoja ei voitaisi käyttää muiden alarahastojen velvoitteiden hoitamiseen. Kunkin alarahaston tilinpäätös olisi laadittava erikseen.

Sijoitusyhtiön hallinto perustuu osakkeenomistajien, sijoitusyhtiön hallituksen ja ra-hastoyhtiön väliseen suhteeseen. Osakkeenomistajilla tulisi olla oikeus nimetä halli-tuksen jäsenet tai vapauttaa heidät tehtävistään. Hallituksen tulisi nimetä rahaston-hoitaja, jonka toimintaa hallitus valvoisi. Osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitusyhtiötasoinen hallitus ovat perusteltuja Suomen näkökulmasta *de lege ferenda*. Kansainvälisen käytännön mukaisesti sijoitusyhtiöiden hallintorakenne – johon kuu-luvat osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitusyhtiötasoinen hallitus – on yksi keskeinen tekijä, joka erottaa sijoitusyhtiömuodon muista sijoitusrahastojen oikeu-dellisista rakenteista. Sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja halli-tus tuovat hallintoon lisäkerroksen, joka puuttuu Suomen nykyisistä sopimusperus-teisista sijoitusrahastoista.



Kuva 11. Avoimen sijoitusyhtiön perusrakenne de lege ferenda.

LÄHTEET

Kirjallisuus

- Aarnio, Aulis, *Mitä lainoppi on?* Kustannusosakeyhtiö Tammi 1978.
- Aarnio, Aulis, *Laintulkinnan teoria. Yleisen oikeustieteen oppikirja.* Werner Söderström Osakeyhtiö 1989.
- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, *Osakeyhtiölaki I–II.* Alma Talent 2022. Päivitetty 28.10.2022. Vaatii käyttöoikeuden.
<https://verkkokirjahylly.almatalent.fi/teos/EAJBCXDTEB>
- Airaksinen, Manne – Timonen, Pekka, *Euroopan unionin yhtiöoikeus ja sen kehittäminen.* Lakimies 7–8/2003, s. 1134–1148.
- Alexander, Gordon J. – Jones, Jonathan D. – Nigr, Peter J., *Mutual Fund Shareholders: Characteristics, Investor Knowledge, and Sources of Information.* *Financial Services Review* (Greenwich, Conn.) 7(4) 1998, s. 301–316.
- ALFI, *Guidance on the UCITS borrowing principles.* August 2009.
- ALFI, *Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds.* ALFI 2013.
- Annola, Vesa, *Informaatio, sisäpiiri, markkinat.* Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja 2005.
- Armour, John – Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier – Pargendler, Mariana, *What Is Corporate Law?*, s. 1–28 teoksessa Davies, Paul – Ringe, Wolf-Georg – Hertig, Gerard – Armour, John – Kanda, Hideki – Rock, Edward – Kraakman, Reinier – Hansmann, Henry – Pargendler, Mariana – Enriques, Luca – Hopt, Klaus, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach.* Oxford University Press 2017.
- Armour, John, *Who Should Make Corporate Law? EC Legislation Versus Regulatory Competition.* *Current Legal Problems* 58(1) 2005, s. 369–413.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry, *Hallituksen jäsenten valintamenettely pörssiyhtiön yhtiökokouksessa.* Kannanotto. Lokakuu 2021. (AMY 2021)
- Bainbridge, S.M., *Shareholder Activism and Institutional Investor.* UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-20 (2005).
- Barber, Brad M. – Odean, Terrance – Zheng, Lu, *Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows.* *The Journal of Business* (Chicago, Ill.) 78(6) 2005, s. 2095–2120.
- Barker, Roger M. – Chiu, Iris H.-Y., *Corporate Governance and Investment Management: The Promises and Limitations of the New Financial Economy.* Edward Elgar Publishing 2017.
- Baums, Theodor – Kiem, Roger, *Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital.* Institut für Bankrecht (Frankfurt, Main): Arbeitspapiere Nr. 118.
- Bebchuk, L. A. – Ferrell, A., *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers.* *Columbia Law Review* 99(5) 1999, s. 1168–1199.

- Beggans, James P. Jr, Mutual Funds in France. *The International Lawyer* 4(1) 1969, s. 125–138.
- Birdthistle, William, Free funds: retirement savings as public infrastructure, s. 267–277 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Bobroff, Geoffrey H. – Mack, Thomas H., Assessing the Significance of Mutual Fund Board Independent Chairs. A study for Fidelity Investments by Geoffrey H. Bobroff and Thomas H. Mack. March 10, 2004.
- Bohan, Anne-Marie, Investing in the Future. *International Financial Law Review* 33(10) 2015, s. 46–47.
- Boire, L. – Kiswanto, L. – Wiklund, M. – Liu, J., Exploring Corporate Structure for Funds in Sweden. CEMS Business Project. May 2016.
- Bouchard, Charlaïne, La personnalité morale démythifiée: contribution à la définition de la nature juridique des sociétés de personnes québécoises. Presses Université Laval 1997.
- Browne, Mark, ICAV - the New Irish Collective Asset-Management Vehicle. *The Investment Lawyer* 22(6) 2015, s. 23–28.
- Bullard, Mercer, The rise and fall of the mutual fund brand, s. 22–56 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Capon, Noel – Fitzsimons, Gavan J. – Alan Prince, Russ, An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision. *Journal of Financial Services Research* 10(1) 1996, s. 59–82.
- Cary, W. L., Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware. *The Yale Law Journal* 83(4) 1974, s. 663–705.
- Charny, D., Competition among jurisdictions in formulating corporate law rules: an American perspective on the "race to the bottom" in the European Communities, teoksessa Sally Wheeler (eds.), *A Reader on the Law of the Business Enterprise*. Oxford University Press 1994.
- Chen, H-S. – Klavebäck, A. – Nordeborg, S. – Van Schagen, R., Asset Management in Sweden: A Study of Sweden as a Fund Domicile. CEMS Business Project 2016.
- Chiu, Iris H-Y., Regulating collective retail investment funds in the United Kingdom, s. 382–413 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Clarke, Blanaid – White, Mark, Governance aspects of mutual funds in Ireland, s. 360–381 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Clarkson, David – Jaecklin, Stefan – Kaczmarek, Kamil, Domiciles of Alternative Investment Funds. Oliver Wyman 2014.
- Coase, Ronald H., The Nature of Firm. *Economica* 4(16) 1937, s. 386–405.
- Collin, Jesse, Osake ja modernit arvopaperimarkkinat: yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus pörssi-yhtiön osakkeen omistuksen oikeudellisen luonteen ja tiettyjen rahoitusvälineiden välisestä suhteesta. Alma Talent Oy 2020.
- Conaway, Ann – Tsofiias, Peter, The Delaware Series LLC: Sophisticated and Flexible Business Planning. *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review* 2(1) 2012, s. 97–134.
- Cooper, Michael J. – Gulen, Huseyin – Rau, P. Raghavendra, Changing Names with Style: Mutual Fund Name Changes and Their Effects on Fund Flows. *The Journal of Finance* (New York) 60(6) 2005, s. 2825–2858.

- Cornick, Tim, UK Introduces Open-Ended Investment Companies. *International Financial Law Review* 16(2) 1997, s. 29–32.
- Council of Europe, Resolution (72) 28 relating to investment funds. (Adopted by the Committee of Ministers on 19 September 1972 at the 213th meeting of the Ministers' Deputies)
- Cullen, Margaret M. – Brennan, Niamh M., Differentiating control, monitoring and oversight: Influence of power relations on boards of directors – insights from investment fund boards. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 30(8) 2017, s. 1867–1894.
- Cumming, Douglas – Dai, Na, Capital Flows and Hedge Fund Regulation. *Journal of Empirical Legal Studies* 6(4) 2009, s. 848–873.
- Cumming, Douglas – Imad'Eddine, Gael – Schvienbacher, Armin, Harmonized regulatory standards, international distribution of investment funds and the recent financial crisis. *The European Journal of Finance* 18(3–4) 2012, s. 261–292.
- Cumming, Douglas – MacIntosh, Jeffrey, The role of interjurisdictional competition in shaping Canadian corporate law. *International Review of Law and Economics* 20(2) 2000, s. 141–186.
- Deakin, S., Legal Diversity and Regulatory Competition: Which Model for Europe? *European Law Journal: Review of European Law in Context* 12(4) 2006, s. 440–454.
- Debevoise & Plimpton LLP, Private Equity Funds. Key Business, Legal and Tax Issues. Debevoise & Plimpton LLP 2020.
- Delbecque, Bernard, The costs of UCITS and US mutual funds: We can only compare like with like. EFAMA Market insights. Issue #8 | March 2022. EFAMA 2022.
- Delfrayssi, Carine, Assessing the potential impact of the AIFMD on the UCITS industry: Threat or opportunity? *Journal of Securities Operations & Custody* 6(2) 2013, s. 113–121.
- DeMott, Deborah A., Fiduciary contours: perspectives on mutual funds and private funds, s. 57–78 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Dietrich, Manfred – Müller, Nic, Das Gesetz von 2010 (OGAW/OGA), s. 10–161 teoksessa Jürgen F. Baur – Falko Tappen (hrsg.), *Investmentgesetze: Grosskommentar 3., neu bearbeitete Auflage*. De Gruyter 2016.
- Duvall, James – Swan, Giles, Ongoing Charges for UCITS in the European Union, 2020. *ICI Research Perspective* 27, no. 9 (September). ICI 2021.
- Duvall, James, Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2020. *ICI Research Perspective* 27, no. 3 (March). ICI 2021.
- Easterbrook, F. H. – Fischel, D. R., Voting in Corporate Law. *The Journal of Law and Economics* 26(2) 1983, s. 395–427.
- Easterbrook, F. H., Antitrust and the economics of federalism. *Journal of Law and Economics* 26(1) 1982, s. 23–50.
- Easterbrook, F. H. – Fischel, D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press 1991.
- EFAMA, Ownership of Investment Funds in Europe. February 2019. EFAMA 2019.
- EFAMA Quarterly Statistical Release. March 2022 N° 88. Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2021 & Results for the Full Year of 2021.
- EFAMA International Quarterly Statistics March 2022. Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows. Trends in the Fourth Quarter of 2021.
- EFAMA, Fact Book 2022. Trends in European Investment Funds. 20th Edition.

- EFAMA Quarterly Statistical Release. September 2022 N° 90. Trends in the European Investment Fund Industry in the Second Quarter of 2022.
- EFAMA International Quarterly Statistics September 2022. Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows. Trends in the Second Quarter of 2022.
- Elvinger, Jacques – Mengal, Michel, Cross sub-funds investment – a new weapon in the armoury of Luxembourg investment fund law. *Luxembourg Fund Review* n° 14, November-December 2010, s. 13–15.
- Engelberg, Matti, Yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely: Suoja hold-out-positionien väärinkäyttöä vastaan yhtiön velkaan tai osakkeeseen perustuvan taloudellisen intressin turvaamiseksi. *Helsingin yliopisto* 2019.
- Ervasti, Kaijus, Oikeussosiologia ja oikeuspoliittinen tutkimus osana oikeustiedettä. *Oikeustiede – Jurisprudentia XLIV:2011*, s. 61–132.
- ESMA, Working Paper No. 2, 2020. Closet indexing indicators and investor outcomes. September 2020 | ESMA50-165-1292.
- ESMA, EU Alternative Investment Funds. ESMA Annual Statistical Report 2021. April 2021 | ESMA50-165-1734.
- ESMA, Performance and Costs of EU Retail Investment Products. ESMA Annual Statistical Report 2021. April 2021 | ESMA 50-165-1710.
- Esty, Daniel C. – Geradin, Damien, Introduction, s. xvii – xxxi teoksessa Daniel C. Esty – Damien Geradin (eds.), *Regulatory Competition and Economic Integration, Comparative Perspectives*. Oxford University Press 2001. (Esty – Geradin 2001a)
- Esty, Daniel C. – Geradin, Damien, Regulatory Co-Opetition, s. 30–48 teoksessa Daniel C. Esty – Damien Geradin (eds.), *Regulatory Competition and Economic Integration, Comparative Perspectives*. Oxford University Press 2001. (Esty – Geradin 2001b)
- European Central Bank, Financial Stability Review. November 2016.
- European Commission, What is the Capital Markets Union? Factsheet, January 2021. (EC CMU Factsheet 2021)
- European Court of Auditors, Investment funds EU actions have not yet created a true single market benefiting investors. Special report 04/2022.
- Evans, Richard B. – Fahlenbrach, Rüdiger, Institutional Investors and Mutual Fund Governance: Evidence from Retail-Institutional Fund Twins. *The Review of Financial Studies* 25(12) 2012, s. 3530–3571.
- Fahlbeck, Reinhold, Kan forskning ske de lege ferenda? Några ord om vetenskap och den lag som bör införas. *Juridisk Tidskrift* 2016(1), s. 526–532.
- Farrell, Paul, Recent Legal and Regulatory Developments in the Irish Investment Funds Industry. *Irish Business Law Quarterly* 1(2) 2006, s. 1–4.
- Feetham, Nigel – Jones, Grant, Protected Cell Companies: A Guide to Their Implementation and Use. Spiramus Press Ltd 2010.
- Feider, Marc, Luxembourg Uses Flexibility to Promote Funds. *International Tax Review* 3(Supplement Issue) 1992, s. 21–28.
- Financial Services Development Council (Hong Kong), Proposals on Legal and Regulatory Framework for Open-ended Investment Companies in Hong Kong. FSDC Research Paper No. 05. November 2013.
- Fischel, D. R., The 'race to the bottom' revisited: reflections on recent developments in Delaware's corporation law. *Northwestern University Law Review* 76(6) 1982, s. 913–945.

- Fisher, Elizabeth – Lange, Bettina – Scotford, Eloise – Carlarne, Cinnamon, Maturity and Methodology: Starting a Debate about Environmental Law Scholarship. *Journal of Environmental Law* 21(2) 2009, s. 213–250.
- Franks, Julian – Mayer, Colin, Risk, Regulation, and Investor Protection: The Case of Investment Management. 1st edition. Clarendon Press 1990.
- Friedman, Lawrence M., Some Thoughts on the Rule of Law, Legal Culture, and Modernity in Comparative Perspective, s. 1075–1090 teoksessa *Institute of Comparative Law in Japan* (eds.), *Toward comparative law in the 21st century: the 50th anniversary of the Institute of Comparative Law in Japan*. Chuo University Press 1998.
- Geradin, D. – McCahery, J.A., Regulatory co-opetition: transcending the regulatory competition debate, s. 90–123 teoksessa J. Jordana – D. Levi-Faur (eds.), *The Politics of Regulation: Institutions and Regulatory Reforms for the Age of Governance*. Edward Elgar 2004.
- Gerken, William Christopher – Starks, Laura T. – Yates, Michael, The Importance of Family: The Role of Mutual Fund Family Reputation in Investment Decisions. *SSRN Electronic Journal* 2018, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2022503>.
- Gerner-Beuerle, Carsten, United in Diversity: Maximum Versus Minimum Harmonization in EU Securities Regulation. *Capital Markets Law Journal* 7(3) 2012, s. 317–342.
- Guercio, Diane Del – Reuter, Jonathan, Mutual Fund Performance and the Incentive to Generate Alpha. *The Journal of finance* (New York) 69(4) 2014, s. 1673–1704.
- Gupta, Raj – Edward Szado, Hedge Fund Legal Structure and Its Impact on Performance. *SSRN Electronic Journal* 2008, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1135664>.
- Hanharan, Pamela – Ramsay, Ian, Regulation of mutual funds in Australia, s. 414–445 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Hansmann, Henry, *The Ownership of Enterprise*. Harvard University Press 2000.
- Harju, Ilkka – Syrylä, Jarkko, *Sijoitusrahastolainsäädäntö*. WSOY Lakitieto 2001.
- Harju, Ilkka, Arvopaperimarkkinaoikeudellinen arvio Jesse Collinin yhtiöoikeudellisesta väitöskirjasta. *Defensor Legis* 2020, s. 711–732. (Harju 2020b)
- Harju, Ilkka, Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto. *Oikeushenkilöopillinen vertailu*. *Oikeustiede – Jurisprudentia* LIII:2020, s. 5–102. (Harju 2020a)
- Harju, Ilkka, Osuudenomistajien vähimmäismäärä, tuotonmaksuvelvollisuus, yleisön käsite – sijoitusrahastosääntelyn ja verotuksen yhtymäkohta, s. 14–62 teoksessa *Vakuutus- ja rahoitusneuvonta (toim.)*, FINE 50 vuotta. *Vakuutus- ja rahoitusneuvonta* 2021.
- Hazenberg, Jan, *Investment Fund Governance: An empirical investigation of Luxembourg UCITS*. Doctoral thesis, University of Luxembourg 2012.
- Hertig, G., Regulatory Competition for EU Financial Services. *Journal of International Economic Law* 3(2) 2000, s. 349–376.
- Hidén, Paulus – Ruotsalainen, Henri, Vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain soveltamisalasta. *Defensor Legis* 2014, s. 367–391.
- Hirsch, Adam J., Cognitive Jurisprudence. *Southern California Law Review* 76(3) 2003, s. 599–638.
- Hirvonen, Ari, *Mitkä menetit? Opas oikeustieteen metodologiaan*. Yleisen oikeustieteen julkaisuja. Helsingin yliopisto 2011.
- Hobbes, Thomas, *Leviathan: Or the Matter, Forme, and Power of a Common-Wealth Ecclesiastical and Civil*. Originally published in 1651. Yale University Press, Reprint edition 2010.

- Hooghiemstra, Sebastiaan, Towards Modernization of the Luxembourg Legal Form 'Toolbox' for Funds. *JurisNews – Investment Management* 8(3–4) 2019, s. 135–144.
- Hoppu, Kari, Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. *WSOY Lakitieto* 2004.
- Hoppu, Kari, Sijoituspalvelusopimukset. *WSOYpro* 2009.
- Horváthová, Alexandra, Protection of Retail Investors Through Their Empowerment. Regulation of Investment Companies in the European Union, the United Kingdom and the United States of America. Doctoral thesis, Central European University 2015.
- Howard, Carly, Trust Funds in Common Law and Civil Law Systems: A Comparative Analysis. *University of Miami International & Comparative Law Review* 13(2) 2006, s. 343–366.
- Hudson, Matthew, *Fund Managers: The Complete Guide*. John Wiley & Sons, Incorporated 2019.
- Hudson, Matthew, *Funds: Private Equity, Hedge and All Core Structures*. John Wiley & Sons, Incorporated 2014.
- Huovinen, Sakari, Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 2004.
- Husa, Jaakko, *Oikeusvertailu. Teoria ja metodologia*. Lakimiesliiton kustannus 2013.
- Häyrynen, Janne, *Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö*. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 2006.
- Ilmonen, Klaus, *Dynamics of EU Corporate Governance Regulation – Nordic Perspectives*. Klaus Ilmonen 2016.
- International Monetary Fund, *A Capital Market Union for Europe*. IMF Staff Discussion Note. SDN/19/07. September 2019.
- Investment Association, *Value Assessment Reports – Analysis and Initial Recommendations*. April 2021.
- Investment Company Institute, *Understanding Investor Preferences for Mutual Fund Information*. ICI 2006.
- Investment Company Institute, *Experiences of European Markets, UCITS, and European ETFs During the COVID-19 Crisis*. Report of the COVID-19 Market Impact Working Group. ICI 2020.
- Investment Management Association, *Review of the Governance Arrangements of United Kingdom Authorised Collective Investment Schemes*. Report by the Investment Management Association. February 2005.
- Investment Management Association, *The Credit Crunch: A stress test for UK Authorised Funds*. May 2009.
- IOSCO, *Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum*. October 1994.
- IOSCO, *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*. September 1997.
- IOSCO, *Conflicts of Interests of CIS Operators*. May 2000.
- IOSCO, *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*. November 2004.
- IOSCO, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes. Part I. Final Report*. June 2006.
- IOSCO, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes. Part II. Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the 'Independent Oversight Entities'*. Final Report. February 2007.

- IOSCO, Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries. Final report. November 2010.
- IOSCO, Report on Good Practices for the Termination of Investment Funds. Final Report. November 2017.
- Irish Funds Industry Association, Corporate Governance Code for Collective Investment Schemes and Management Companies. December 2011.
- Irish Funds, Common Contractual Funds. The Tax Efficiency in Asset Pooling. Irish Funds 2015.
- Jauhainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo, Eurooppayhtiö. Talentum 2005.
- Jackson, H. E., Centralization, competition, and privatization in financial regulation. *Theoretical Inquiries in Law* 2(2) 2001, s. 649–672.
- Johnson, Emily D., The Fiduciary Duty in Mutual Fund Excessive Fee Cases: Ripe for Reexamination. *Duke Law Journal* 59(1) 2009, s. 145–181.
- Johnson, Lyman P. Q., Protecting Mutual Fund Investors: An Inevitable Eclecticism, s. 141–163 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Juurikkala, Oskari, *The Law and Economics of Credit Default Swaps*. Juvenes Print 2015.
- Kaal, Wulf A., Confluence of mutual and hedge funds, s. 278–300 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Kaisanlahti, Timo, Vähemmistöosakkaan oikeus lunastukseen määräysvallan siirryttyä. *Oikeustiede – Jurisprudentia XXVIII:1995*, s. 145–235.
- Kaisanlahti, Timo, Sidosryhmät ja riski pörssiyrityksessä. Edita 1999.
- Kaisto, Janne, Lainoppi ja oikeusteoria. Oikeusteorian perusteista aineellisen varallisuusoi-
keuden näkökulmasta. Edita Publishing Oy 2005.
- Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle – Timonen, Pekka, Coasen teoreema: Esittely ja arvioin-
ti, s. 46–61 teoksessa Vesa Kanniainen – Kalle Määttä (toim.), *Näkökulmia oikeus-
taloustieteeseen*. Gaudeamus 1996.
- Karhu, Einari, Ulkomaisten sijoitusrahastojen lähdeverotus Suomessa. *Verotus* 2012, s. 403–
413.
- Karhu, Einari, Yhdysvaltalaisien sijoitusrahastojen saamien osinkojen lähdeverotus ja pää-
omien vapaa liikkuvuus. *Verotus* 2015, s. 487–495.
- Kari, Markus, Muuttuva yhteiskunta, oikeus ja oikeustieteen metodi, teoksessa Kristian Siika-
virta (toim.), *Oikeus ja yhteiskunta – oikeustieteen monet kasvot*. XIV Oikeustieteen
päivät. Vaasan yliopiston julkaisuja 2012.
- Kartio, Leena – Tammi-Salminen, Eva, 2. Esineet ja omaisuus teoksessa Ari Saarnilehto –
Vesa Annola – Mika Hemmo – Juha Karhu – Leena Kartio – Eva Tammi-Salminen
– Juha Tolonen – Jarmo Tuomisto – Mika Viljanen, *Varallisuus oikeus*. Alma Talent.
Päivitetty 30.8.2022. Vaatii käyttöoikeuden. [https://verkkokirjajhyly.almatalent.fi/
teos/EAIBGXCTDG](https://verkkokirjajhyly.almatalent.fi/teos/EAIBGXCTDG)
- Keinänen, Anssi – Vääänen, Ulla, Empiirinen oikeustutkimus – mitä ja milloin?, s. 245–271
teoksessa Tarmo Miettinen (toim.), *Oikeustieteellinen opinnäyte – Artikkeleita oi-
keustieteellisten opinnäytteiden vaatimuksista, metodista ja arvostelusta*. Edita Pub-
lishing Oy 2016.
- Kelemen, Daniel R., Built to Last? The Durability of EU Federalism, s. 51–66 teoksessa
Kathleen R. McNamara – Sophie Meunier (eds.), *Making history: European Integra-
tion and Institutional Change at Fifty*. Oxford University Press 2007.

- Khorana, Ajay – Servaes, Henri, On the Future of the Mutual Fund Industry around the World, s. 65–94 teoksessa Yasuyuki Fuchita – Robert E. Litan (eds.), *Pooling Money: The Future of Mutual Funds*. Brookings Institution 2008.
- Klöhn, Lars, The Case for Market-Mimicking Supranational Corporate Forms in Europe. *SSRN Electronic Journal* 2012. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2021061>.
- Knuts, Mårten, Kursmanipulation på värdepappersmarknaden. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 2010.
- Kokko, Kai, Methods of Environmental Law in Finland. *Scandinavian Studies in Law* (59) 2014, s. 285–319.
- Kong, Sophie Xiaofei – Tang, Dragon Yongjun, Unitary Boards and Mutual Fund Governance. *The Journal of Financial Research* 31(3) 2008, s. 193–224.
- Kotiranta, Kai, Sisäpiirintiedon syntyminen: kontekstuaalinen tulkinta. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 2014.
- KPMG – IMA, The Value to the UK Economy of UK-Domiciled Authorised Investment Funds. 30 November 2007.
- Kremer, Claude – Lebbe, Isabelle, *Collective Investment Schemes in Luxembourg. Law and Practice*. Second edition. Oxford University Press 2014.
- Krug, Anita K., Escaping entity-centrism in financial services regulation. *Columbia Law Review* 113(8) 2013, s. 2039–2115. (Krug 2013a)
- Krug, Anita K., Investment Company as Instrument: The Limitations of the Corporate Governance Regulatory Paradigm. *Southern California Law Review* 86(2) 2013, s. 263–319. (Krug 2013b)
- Krug, Anita K., Toward better mutual fund governance, s. 184–204 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Kurenmaa, Tero, Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 2003.
- Kurki, Visa, Ei vain oikeuskelpoisuutta – oikeussubjektikäsitteemme ongelmia ja uudelleen arviointia. *Lakimies* 2018, s. 469–492.
- Kärki, Anssi – Ruohonen, Janne – Vahtera, Veikko, Modernising creditor protection in limited liability companies – equity and finance. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 1/2021, s. 1–17.
- Laby, Arthur B., The Fiduciary Structure of Investment Management Regulation, s. 79–110 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Land, Stephen B., Entity Identity: The Taxation of Quasi-Separate Enterprises. *Tax Lawyer* 63(1) 2009, s. 99–168.
- Lang, Gunnar – Schäfer, Henry, What is the Wind Behind the Sails to Go Abroad? Empirical Evidence from the Mutual Fund Industry. Discussion Paper No. 13-022. Centre for European Economic Research 2013.
- Levi-Faur, David, The Global Diffusion of Regulatory Capitalism. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* 598(1) 2005, s.12–32.
- Lin, Lin – Varottil, Umakanth, Venture Capital in China and India: Does Business Form Matter? *Vanderbilt Journal of Transnational Law* 53(3) 2020, s. 949–987.
- Lindström, Kim, Puoli vuosisataa pörssin sisäpiirissä. *Talentum Media Oy* 2013.
- Linna, Tuula, Ulosottorealisoinnista de Lege Ferenda, *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 1987.
- Luca, Nicola de, Share Classes in Investment Funds and Fair Treatment of All Investors. *European Business Law Review* 32(4) 2021, s. 727–742.

- Luukkonen, Marja, Sijoittajan velvollisuudet. Väitöskirja, Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 2018.
- LuxembourgforFinance, The State of the Financial Sector in Luxembourg – Key Figures. LuxembourgforFinance 2019.
- Mahoney, James – Schensul, Daniel, Historical Context and Path Dependence, s. 454–471 teoksessa Robert Goodin – Charles Tilly (eds.), *The Oxford Handbook of Contextual Political Analysis*. Oxford University Press 2006.
- Mailath, G. J. – Samuelson, L., Who Wants a Good Reputation? *The Review of economic studies* 68(2) 2001, s. 415–441.
- Manninen, Jyrki, Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi – ns. viisaiden komitean nelitasoinen lähestymistapa. *Defensor Legis* 2003, s. 254–272.
- Marjosola, Heikki, Regulatory Governance of EU Financial Markets and Institutions Dealing with Incompleteness of Law and Constitution. *Unigrafia* 2017.
- Mattei, Ugo, *Comparative Law and Economics*. The University of Michigan Press 1997.
- Mattila, Heikki E. S. – Rabier, Jean-Claude, Les successions agricoles et la structure de la société: une étude en droit comparé. *Juridica* 1979.
- McCahery, Joseph A. – Vermeulen, Erik P. M., The Evolution of Closely Held Business Forms in Europe teoksessa Joseph A. McCahery – Theo Raaijmakers – Erik P. M. Vermeulen (eds.), *The Governance of Close Corporations and Partnerships: US and European Perspectives*. Oxford University Press 2004.
- McElhinney, Thomas J., A Bankruptcy Litigation Framework for Series LLC Eligibility, Property of the Estate and Substantive Consolidation. *Bankruptcy Developments Journal* 35(1) 2019, s. 151–190.
- Meschke, Felix, An Empirical Examination of Mutual Fund Boards. *The Quarterly Journal of Finance* 9(4) 2019, s. 1–35.
- Mikkola, Tuulikki, Oikeudellisen tiedon yhtenevyys ja sen esteet: jäämistöoikeudellisen informaation vertailtavuus. *Suomalainen lakimiesyhdistys* 1999.
- Mikkola, Tuulikki, Trust. Oikeusvertaileva tutkimus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 2003.
- Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Third edition, Oxford University Press 2014.
- Moodie, Gordon, Forty Years of Charter Competition: A Race to Protect Directors' Liability? Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows' Discussion Paper No. 1, 2004.
- Morley, John – Curtis, Quinn, Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds. *The Yale Law Journal* 120(1) 2010, s. 84–142.
- Morley, John, Collective Branding and the Origins of Investment Fund Regulation. *Virginia Law and Business Review* 6(3) 2012, s. 341–402.
- Morley, John, The Regulation of Mutual Fund Debt. *Yale Journal on Regulation* 30(2) Summer 2013, s. 343–376.
- Morley, John, The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation. *The Yale Law Journal* 123(5) 2014, s. 1228–1287.
- Morley, John, Why do investment funds have special securities regulation?, s. 9–21 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Morningstar, *Global Investor Experience Study: Fees and Expenses*. 30 March 2022.
- Mähönen, Jukka, Taloustiede lain tulkinassa. *Lakimies* 1/2004, s. 49–64.

- Määttä, Kalle, Epätäydellinen sopimus, s. 53–79 teoksessa Vesa Kanninen – Kalle Määttä (toim.), Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Kauppakaari 1998.
- Määttä, Tapio, Metodinen pluralismi oikeustieteessä – ympäristöoikeudellisen tutkimuksen suuntaukset ja menetelmät. Edilex-sarja 2015/45.
- Määttä, Tapio, Näkökulmia oikeuteen ja oikeustieteisiin, s. 7–30 teoksessa Tapio Määttä (toim.), Oikeudellisen ajattelun perusteita. Oikeustieteiden pääsykoekirja 2012. University of Eastern Finland, Oikeustieteiden laitos 2012.
- Nieminen, Martti – Nykänen, Pekka, Kiinteistösijoitusrahastot ja suomen verotusvallan rajat. Verotus 3/2020, s. 279–293.
- Norros, Olli – Kaisanlahti, Timo, Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla: liikkeeseenlaskijan tiedonantovirhe. Alma Talent 2021.
- Norros, Olli, Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. WSOYpro 2009. (Norros 2009a)
- Norros, Olli, Sijoitusrahastoyhtiön vastuu arvonalaskennan virheestä, teoksessa Heidi Lindfors – Emilia Korkea-aho – Santtu Turunen (toim.), Kovia aikoja, riitoja ja maksukyvyttömyyttä. Juhlajulkaisu Risto Koulu 60 vuotta. Helsingin yliopisto 2009. (Norros 2009b)
- Norros, Olli, Voiko sijoitusrahaston osuusrekisterin sisältö olla liikesalaisuus? Lakimies 5/2022, s. 800–812.
- Nuolimaa, Risto, Osakeyhtiöoikeudellisen tutkimuksen näkymät. Lakimies 6–7/1998, s. 1065–1078.
- Nykänen, Pekka, Arvo-osuuksien ja sijoitusrahasto-osuuksien saamisjärjestyksen määrittämisestä luovutusvoiton verotuksessa. Edilex-sarja 2008/7.
- Nykänen, Pekka, Suomalainen sijoitusrahasto voi sulautua veroneutraalisti SICAV-rahastoon (KHO 2014:138). Oikeustapauskommentti, Edilex 2014.
- Nykänen, Pekka, Ulkomaisen sijoitusrahaston verokohtelu ja EU-oikeus (C-342/20, A SCPI). Verotus 1/2022, s. 4–15.
- Näringslivets Regelnämnd NNR AB, Näringslivets förslag till regelförbättringar i Sverige 2018–2022. December 2017.
- OECD, Standard rules for the operations of institutions for collective investment (Report by the Committee on Financial Markets). C(71)234. Paris 11th February, 1972.
- OECD, Corporate governance and collective investment instruments: Secretariat background report. October 2000.
- OECD, White paper on Governance of Collective Investment schemes (CIS). Financial Market Trends, No. 88, March 2005.
- Palmiter, Alan, Who are mutual fund investors?, s. 112–140 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.
- Park, Minjung, Understanding Merger Incentives and Outcomes in the US Mutual Fund Industry. Journal of Banking & Finance 37(11) 2013, s. 4368–4380.
- Passinen, Tapio, Partnership governance in Finnish and English private equity limited partnership. Joensuun yliopisto 2007.
- Peczenik, Alexander, Vad är rätt? Om demokrati, rättsäkerhet, etik och juridisk argumentation. Fritzes förlag, Göteborg 1995.
- PwC, Luxembourg Fund Governance Survey 2018. January 2019.
- Pönkä, Ville, Määräysvallasta osakeyhtiössä. Defensor Legis 2008, s. 737–758.
- Radaelli, C., The Puzzle of Regulatory Competition. Journal of Public Policy 24(2) 2004, s. 1–23.

- Ramirez, S. A., The end of corporate governance law: optimizing regulatory structures for race to the top. *Yale Journal on Regulation* 24(2) 2007, s. 313–360.
- Revesz, Richard L., Federalism and Regulation: Some Generalizations, s. 3–29 teoksessa Daniel C. Esty, – Damien Geradin (eds.), *Regulatory Competition and Economic Integration, Comparative Perspectives*. Oxford University Press 2001.
- Ribstein, L. E., The evolving partnership. *The Journal of Corporation Law* 26(4) 2001, 819–854.
- Ribstein, Larry E. – Kobayashi, Bruce H., The Economics of Federalism. *George Mason Law & Economics Research Paper No. 06-15*. SSRN Electronic Journal 13.1.2006, <https://doi.org/10.2139/ssrn.875626>.
- Ringe, W.-G., Corporate Mobility in the European Union – a Flash in the Pan? An empirical study on the success of lawmaking and regulatory competition. *European Company and Financial Law Review* 10 (2) 2013, s. 230–267.
- Roiter, Eric D., Disentangling mutual fund governance from corporate governance. *Harvard Business Law Review* 6(1) 2016, s. 1–82.
- Romano, Roberta, Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle. *Journal of Law, Economics, & Organization* 1(2) 1985, s. 225–283.
- Romano, Roberta, *The Genius of American Corporate Law*. The AEI Press 1993.
- Romano, Roberta, The Need for Competition in International Securities Regulation. *Theoretical Inquiries in Law* 2(2) 2001, s. 387–562.
- Romano, Roberta, Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance? *Oxford Review of Economic Policy* 21(2) 2005, s. 212–231.
- Rounds, Charles E., JR – Dehio, Andreas, Publicly-Traded Open End Mutual Funds in Common Law and Civil Law Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures. *New York University Journal of Law & Business* 3(2) 2007, s. 473–518.
- Rudanko, Matti: Yritysjuridiikka – kauppaoikeutta vai liiketaloutta? *Lakimies* 7–8/2004, s. 1225–1243.
- Ruk, M. – Filipovic, M. – Vuletic, S., Investment funds with legal personality – a true rival to mutual funds? *InterEULawEast: Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations* 7(2) 2020, s. 167–194.
- Ruohonen, Janne, KKO samasti yhtiön ja tytäryhtiön eli poikkesi osakeyhtiön erillisyyden pääperiaatteesta - poikkeuksellisesti osakeyhtiö velvoitettiin yhteisvastuullisesti suorittamaan omistamansa ulkomaisen rajavastuuyhtiön maksamatta jääneet lakisääteiset hyvitysmaksut (KKO 2015:17). Oikeustapauskommentti. *Edilex* 21.5.2015.
- Ruohonen, Janne, Osakeyhtiön voitonjaon maksukykytesti ja vastuu maksukyvyn säilymistä. *Edita* 2013.
- Salo, Marika, Sijoittamisen ohjaaminen: sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa. *Alma Talent Oy* 2016.
- Savela, Ari, Hostile takeovers and directors: regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States, and the European Union. *Publications of the Faculty of law of the University of Turku, the private law series A* 1999.
- Savela, Ari, *Suomen kansainvälinen yhtiöoikeus*. Talentum 2003.
- Scharfman, Jason A., *Private Equity Compliance: Analyzing Conflicts, Fees, and Risks*. Wiley 2018.
- Schonfeld, V. – Kerwin, T., Organization of a Mutual Fund. *The Business Lawyer* 49(1) 1993, s. 107–161.
- Schumpeter, J., *Capitalism, Socialism and Democracy*. Harper 1942. Reprinted by Harper Colophon 1975.

- Sebastianutti, Paul, What is this thing called international financial law? *Law and Financial Markets Review* 3(1) 2009, s. 64–71.
- Sillanpää, Matti J. – Vahtera, Veikko – Koski, Pauli, *Yhtiöoikeus*. Alma Talent. Päivitetty 22.12.2022. Vaatii käyttöoikeuden. <https://verkkokirjajhyly.almatalent.fi/teos/GAIBGXCTDG>
- Sillanpää, Matti J., *Julkisista ostotarjouksista. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus*. Suomalainen Lakimiesyhdistys 1994.
- Siltala, Raimo, *Johdatus oikeusteoriaan*. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut 2001.
- Siltala, Raimo, *Oikeustieteen tieteenteoria*. Suomalainen lakimiesyhdistys 2003.
- Similä, Jukka, *Oikeustieteellinen ympäristötutkimus ja oikeuspolitiikka*. *Oikeus* 2007, s. 409–419.
- Simon, Herbert Alexander, *Rational Decision Making in Business Organizations*. *The American Economic Review* 69(4) 1979, s. 493–513.
- Sin, Kam Fan, *The Legal Nature of the Unit Trust*. Clarendon Press 1997.
- Sinn, S., *The Taming of Leviathan: Competition Among Governments?* *Constitutional Political Economy* 3(2) 1992, s. 177–196.
- Spaak, Torben, *Fahlbeck om de lege ferenda -forskning*. *Juridisk Tidskrift* 2016(2), s. 533–541.
- Stafford, D. C., *Mutual Funds in the European Economic Community*. *Journal of Common Market Studies* 14(3) 1975, s. 240–254.
- Steck, Kai-Uwe – Fischer, Carsten, *Better than Sicav*. *International Financial Law Review* February 2010.
- Stephan, Paul B., *Regulatory Cooperation and Competition - The Search for Virtue*. *SSRN Electronic Journal* 1999, <https://doi.org/10.2139/ssrn.169213>.
- Syyrilä, Jarkko, *Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomessa ja EU:ssa tuotekehityksen näkökulmasta*. *Defensor Legis* 2002, s. 259–270.
- Tala, Jyrki, *Lainlaadinnan mallit ja informaatio-ongelmat*, s. 63–81 teoksessa Anssi Keinänen – Mia Kilpeläinen – Ulla Vääänen (toim.), *Empiirisen oikeustutkimuksen kokemukset, haasteet ja tulevaisuus*. Itä-Suomen yliopiston oikeustieteellisiä julkaisuja 26. Joensuu 2010.
- Tala, Jyrki, *Lakien laadinta ja vaikutukset*. Edita 2005.
- Thompson, John K. – Choi, Sang-Mok, *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. OECD Financial Affairs Division, Occasional Paper, No. 1. 2001.
- Tiebout, Charles, *A Pure Theory of Local Expenditures*. *Journal of Political Economy* 64(5) 1956, s. 416–424.
- Tietje, C. – Lehmann, M., *The Role and Prospects of International Law in Financial Regulation and Supervision*. *Journal of International Economic Law* 13(3) 2010, s. 663–682.
- Timonen, Pekka, *Yhtiöoikeus* teoksessa Urpo Kangas (toim.), *Oikeustiede Suomessa 1900–2000*. Werner Söderström Lakitieto Oy 1998.
- Timonen, Pekka, *Määräysvalta, hinta ja markkinavoima: julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely*. Lakimiesliiton kustannus 1997.
- TMF Group, *Global Business Complexity Index* 2021.
- Turtiainen, Matti, *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Edita Publishing Oy 2004.
- Turtiainen, Matti, *Sijoituspalvelut ja asiakas*. Alma Talent Oy 2018.

- Vahtera, Veikko, Yhtiöoikeudellisen sääntelyn lokaalisuuden vaikutus sääntelyn pakottavuuteen ja sopimusvapauteen. *Lakimies* 2/2010, s. 160–175
- Vahtera, Veikko. *Osakeomistuksen riski ja sääntely*. CC Lakimiesliiton kustannus 2011.
- Valtioneuvoston kanslia, Ratkaisujen Suomi. Pääministeri Juha Sipilän hallituksen strateginen ohjelma 29.5.2015. Hallituksen julkaisusarja 10/2015.
- Vancas, Ingrid, *Due Diligence and Risk Assessment of an Alternative Investment Fund*. Diplomica Verlag 2010.
- Vandamme, Roger, *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*. Luxembourg, Office for Official Publications of the European Communities 1988.
- Van Den Bergh, R., *Towards an Institutional Legal Framework for Regulatory Competition in Europe*. *Kyklos* 53(4) 2000, s. 435–466.
- Veil, Rüdiger, *Concept and Aims of Capital Markets Regulation*, s. 23–30 teoksessa Rüdiger Veil (eds.), *European Capital Markets Law*. Second edition, Hart Publishing 2017.
- Vepsä, Antti, *Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot*. Edilex-sarja 2021/18. (Vepsä 2021a)
- Vepsä, Antti, *Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia*. *Liikejuridiikka* 2/2021, s. 84–140. (Vepsä 2021b)
- Vepsä, Antti, *Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallinto*. *Liikejuridiikka* 2/2022, s. 132–212. (Vepsä 2022a)
- Vepsä, Antti, *Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä*. *Oikeustiede – Jurisprudentia* LV:2022, s. 351–404. (Vepsä 2022b)
- Vermeulen, Erik P. M., *The Evolution of Legal Business Forms in Europe and the United States, Venture Capital, Joint Venture and Partnership Structures*. Kluwer Law International 2003.
- Viitala, Tomi, *Tax Treatment of Investment Funds and Their Investors Within the European Union*. Turku School of Economics and Business Administration 2004.
- Viitala, Tomi, *Suomesta saadun kiinteistö-sijoitustulon verotuksesta*. *Verotus* 2006, s. 406–416.
- Viitala, Tomi, *Rahastot – muoto, sääntely ja verotus*. *Defensor Legis* 2018, s. 528–546.
- Walla, Fabian, *Process and Strategies of Capital Markets Regulation in Europe*, s. 39–64 teoksessa Rüdiger Veil (eds.), *European Capital Markets Law*. Second edition, Hart Publishing 2017.
- Wang, Wallace Wen Yeu, *Corporate Versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance*. *Washington Law Review* 69(4) 1994, s. 926–1048.
- Warburton, A. Joseph, *Should Mutual Funds Be Corporations - A Legal & Econometric Analysis*. *Journal of Corporation Law* 33(3) 2008, s. 745–776.
- Warburton, A. Joseph, *Trusts Versus Corporations: An Empirical Analysis of Competing Organizational Forms*. *Journal of Corporation Law* 36(1) 2010, s. 183–220.
- Warburton, A. Joseph, *Mutual fund capital structure*. *Marquette Law Review* 100(3) 2017, s. 671–755.
- Wegman, Hanneke, *Investor protection: towards additional EU regulation of investment funds?* Doctoral thesis, Leiden University 2016.
- Wilcox, Ronald T., *Bargain Hunting or Star Gazing? Investors' Preferences for Stock Mutual Funds*. *The Journal of Business* (Chicago, Ill.) 76(4) 2003, s. 645–663.
- Williamson, Oliver E., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*. Free Press 1983.

- Winter, R. K., State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation. *The Journal of Legal Studies* 6(2) 1977, s. 251–292.
- World Bank (Finance and Private Sector Development Department), Review of Governance of Collective Investment Funds in the New Member States of the European Union. June 2008.
- Wuolijoki, Sakari, Pankin neuvontavastuu: varallisuus oikeudellinen tutkimus pankin neuvonta- ja tiedonantovelvollisuuksista. Lakimiesliiton kustannus 2009.
- Wuolijoki, Sakari, Hyvän sääntelyn periaatteet ja finanssialan viimeaikainen sääntely, s. 175–194 teoksessa Olli Norros – Irene Luukkonen – Erik Sirén – Ville Raulos (toim.), Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 45 vuotta. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2016.
- Wuolijoki, Sakari, Pankkioikeus. I. 3., uudistettu painos. Alma Talent 2022.
- Zetzsche, Dirk, Die Irrelevanz und Konvergenz des Organisationsstatuts für Investmentfonds. *Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaften* 11(1) 2012, s. 371–390.
- Zetzsche, Dirk, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage. Mohr Siebeck 2015. (Zetzsche 2015a)
- Zetzsche, Dirk, Competitiveness of Financial Centers in Light of Financial and Tax Law Equivalence Requirements. IFS – Propter Homines Chair Working Paper 005/2015. (Zetzsche 2015b)
- Zetzsche, Dirk, The Anatomy of European Investment Fund Law, s. 302–359 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Zoromé, Ahmed, Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition. IMF Working Paper. WP/07/87. April 2007.
- Zumbansen, P., Spaces and Places: A Systems Theory Approach to Regulatory Competition in European Company Law. *European Law Journal* 12(4) 2006, s. 534–556.
- Äimä, Kristiina, Ulkomaisen sijoitusrahaston oikeus hakea osingosta perityn lähdeveron palautusta ja ulkomaisen eläkerahaston lähdeverotus Suomessa. *Defensor Legis* 2012, s. 528–543.

Virallisaineisto

Hallituksen esitykset

- Hallituksen esitys Eduskunnalle sijoitusyhtiölaiksi sekä laeiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 6 ja 18 §:n, leimaverolain 10 ja 55 §:n, leimaverolain väliaikaisesta muuttamisesta annetun lain 10 §:n ja pankkitarkastuslain muuttamisesta (Hallituksen esitys n:o 22/1977 vp).
- Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 238/1986 vp).
- Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 309/1992 vp).
- Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 59/1996 vp).
- Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 202/1998 vp).

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 110/2003 vp).

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 109/2005 vp).

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja sijoitusrahastolain sekä eräiden niihin liittyvien lakien muuttamisesta (HE 102/2006 vp).

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

Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (243/2018 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi tuloverolain ja rajoitetusti verovelvollisen tulon verottamisesta annetun lain 3 §:n muuttamisesta (HE 304/2018 vp).

Muut kotimaiset virallislähteet

Talousneuvosto, Rakenne- ja rahoituspolitiikasta Suomessa 1970-luvulla. Komiteamietintö 1971: A 19. (KM 1971: A 19)

Suomen Pankki, Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö. Suomen Pankki 1971.

Kauppa- ja teollisuusministeriö, Selvitys sijoitusyhtiöistä teollisuuspolitiikan välineenä. Kauppa- ja teollisuusministeriö 1982.

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastotyöryhmän mietintö. Työryhmämietintö, 1984:VM 24.

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolakityöryhmän muistio. Työryhmämuistio, 1990:VM 21.

Peltonen, Anu, Eurooppalaisen sijoitusrahastolainsäädännön vertailua. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1995:20. Valtiovarainministeriö, rahoitusmarkkinayksikkö 1995.

Valtiovarainministeriö, Kilpailukykyiseen verotukseen. Tuloverotuksen kehittämistyöryhmän muistio. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 12/2002.

Oikeusministeriö, Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö. Oikeusministeriön työryhmämietintöjä 2003:4.

Valtiovarainministeriö, Arviomuistio sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisesta. VM111:00/2016.

Valtiovarainministeriö, Lausuntopalaute arviomuistiosta sijoitusrahastolain uudistamisesta. 19.1.2017.

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus: työryhmämuistio. Valtiovarainministeriön julkaisuja 5/2018.

Valtiovarainministeriö, Eri sijoitusmuotojen verokohtelu: työryhmäraportti. Valtiovarainministeriön julkaisuja 14/2018.

Valtiovarainministeriö, Lausuntoyhteenveto Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus-työryhmämuistiosta. 31.5.2018.

Marjosola, Heikki, Pörssiyhtiöiden omistuksen julkisuus Suomessa: EU-oikeudellinen selvitys. Valtiovarainministeriön julkaisu 30/2018. Valtiovarainministeriö 12.10.2018.

Vahtera, Veikko – Ruohonen Janne – Kärki, Anssi – Salminen, Lassi – Saukkola, Laura, Selvitys osakeyhtiön velkojensuojan selventämisestä ja suojamenettelyiden helpottamisesta. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2020:37.

Airaksinen, Manne – Rasinaho, Vesa – Alitalo, Anni – Oikarinen, Matias – Vammeljoki, Minna – Puukka, Johann, Selvitys osakeyhtiölain muutostarpeista kilpailukykytekijänä. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2020:39.

Finanssivalvonta, Finanssivalvonnan toimenpidemaksut 1.1.2022. FIVA 3/00.04.01/2021.

Ulkomaiset virallislähteet

Australia

- Australian Law Reform Commission – Companies and Securities Advisory Committee, Report No 65. Collective Investments: Other People’s Money. Summary. June 1993. (ALRC – CASAC 1993a)
- Australian Law Reform Commission – Companies and Securities Advisory Committee, Report No 65. Collective Investments: Other People’s Money. Volume 1. June 1993. (ALRC – CASAC 1993b)
- Australian Law Reform Commission – Companies and Securities Advisory Committee, Report No 65. Collective Investments: Other People’s Money. Volume 2. June 1993. (ALRC – CASAC 1993c)
- Australian Financial Centre Forum, Australia as a Financial Centre. Building on our Strengths. Report by the Australian Financial Centre Forum. November 2009.
- Board of Taxation, Review of Tax Arrangements Applying to Collective Investment Vehicles. A report to the Assistant Treasurer. December 2011.
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2017. Exposure draft explanatory materials. (Treasury (Australia) 2017a)
- Treasury (Australia), Introducing the new regulatory framework for Corporate Collective Investment Vehicles. August 2017. (Treasury (Australia) 2017b)
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2018. Exposure draft explanatory materials. (Treasury (Australia) 2018a)
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2018. Exposure draft explanatory materials. The Tranche 2 Exposure Bill. (Treasury (Australia) 2018b)
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021: Regulatory framework.
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021. Regulatory Framework. Exposure draft explanatory materials. (Treasury (Australia) 2021a)
- Treasury (Australia), Corporate Collective Investment Vehicles. Summary of key changes in 2021 exposure draft package and consultation questions. (Treasury (Australia) 2021b)

Euroopan unioni

- European Commission, 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. IMPACT ASSESSMENT. {COM(2009) 207} {SEC(2009) 577} /* SEC/2009/0576 final */
- Ehdotus EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI tiettyntyyppisten yritysten vuositilinpäätöksistä, konsolidoiduista tilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista. KOM/2011/0684 / 3 - 2011/0308 (COD). (COM 2011/0684).
- ESMA, ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive. Final Report. 2011 | ESMA/2011/379.
- ESMA, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM. Discussion paper. 23 February 2012 | ESMA/2012/117.

ESMA, Ohjeet AIFM-direktiivin keskeisistä käsitteistä. 13.08.2013 | ESMA/2013/611.
ESMA, Discussion paper. Share classes of UCITS. 23 December 2014 | ESMA/2014/1577.
ESMA, Discussion paper. UCITS share classes. 6 April 2016 | ESMA/2016/570.
ESMA, Share classes of UCITS. Opinion. 30 January 2017 | ESMA34-43-296.
ESMA, Guidelines on Article 25 of Directive 2011/61/EU. Final report. 17 December 2020 | ESMA34-32-552.
Ehdotus EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI direktiivien 2011/61/EU ja 2009/65/EY muuttamisesta tehtävien siirtämistä koskevien järjestelyjen, maksuvalmiusriskin hallinnan, valvontaan liittyvän raportoinnin, säilytysyhteisö- ja säilytyspalvelujen tarjoamisen sekä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen lainojen alullepanon osalta. COM(2021)721.
ESMA, Final Report. On the 2021 CSA on costs and fees. 31 May 2022 | ESMA34-45-1673.
Euroopan unionin neuvosto, ILMOITUS. Toimielinten välinen asia: 2021/0376 (COD). Bryssel, 21. kesäkuuta 2022. 9768/1/22 REV 1.
ESMA, Questions and Answers. Application of the UCITS Directive. 20 July 2022 | ESMA34-43-392.
European Parliament, REPORT on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2011/61/EU and 2009/65/EC as regards delegation arrangements, liquidity risk management, supervisory reporting, provision of depositary and custody services and loan origination by alternative investment funds (COM(2021)0721 – C9-0439/2021 – 2021/0376(COD)). A9-0020/2023.

Hongkong

Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Open-ended Fund Companies consultation paper. March 2014.
Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Open-ended Fund Companies. Consultation conclusions. January 2016.
The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Paper on the Securities and Futures (Open-ended Fund Companies) Rules and Code on Open-ended Fund Companies. June 2017.
The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Conclusions on Securities and Futures (Open-ended Fund Companies) Rules and Code on Open-ended Fund Companies. May 2018.
The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Paper on Proposed Enhancements to the Open-ended Fund Companies Regime. December 2019.
Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Proposals to Establish a Limited Partnership Regime for Funds. LC Paper No. CB(1)175/19-20(06). November 2019.
The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Conclusions on Proposed Enhancements to the Open-ended Fund Companies Regime and Further Consultation on Customer Due Diligence Requirements. September 2020.

Intia

IFSCA Expert Committee, Report of the Expert Committee on feasibility of the Variable Capital Company in International Financial Services Centres in India. 26 May 2021.
IFSCA Expert Committee, Report of the Expert Committee for drafting a Legal Framework for allowing Variable Capital Company Structure in the IFSCs. 12 October 2022.

Irlanti

- Company Law Review Group (Ireland), First Report (2000 – 2001).
- CBI, Consultation on Fund Management Company Effectiveness – Delegate Oversight. Consultation Paper CP 86. September 2014.
- General Scheme of the Irish Collective Asset-management Vehicle Bill 2014.
- Regulatory Impact Analysis (RIA) of the Irish Collective Asset-management Vehicles Bill 2014.
- UCD Centre for Corporate Governance, UCD Centre for Corporate Governance response to Consultation Paper CP 86: Fund Management Company Effectiveness – Delegate Oversight. 12th December 2014.
- Irish Collective Asset-Management Vehicles Bill 2014. Explanatory Memorandum. January 2015.
- CBI, Fund Management Companies – Guidance. December 2016.
- CBI, Beneficial Ownership Register of Certain Financial Vehicles. September 2022. (CBI 2022a)

Mauritius

- FSC, The draft Variable Capital Companies Bill. 12 October 2021.

Norja

- Finansdepartementet, Innstilling om Investeringselskaper. Fra et utvalg oppnevnt av Finansdepartement 14. januar 1969. Innstillingen avgitt 8. Desember 1969.
- Ot.prp.nr.74. (1969–70) Om midlertidig lov om visse former for felles investering (investeringsselskaper).
- Ot.prp.nr.68 (1980–1981) Om lov om aksjefond m.v.

Ruotsi

- Lagstiftning om Värdepappersfonder m.m. och om Stämpelskatt på värdepapper. Aktiefondsutredningen. SOU 1969:16.
- Kungl. Maj:ts proposition med förslag till aktiefondslag, m.m. Proposition 1974:128.
- Investeringsfonder förslag till ny lag. SOU 2002:56.
- En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad. Slutbetänkande av 2014 års fondutredning. SOU 2016:45.
- Regeringens proposition 2017/18:5. Bättre förutsättningar för fondsparande och hållbara val.

Singapore

- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Singapore Variable Capital Companies. March 2017.
- Monetary Authority of Singapore, Response to feedback received on the proposed framework for Singapore Variable Capital Companies. September 2018.
- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Variable Capital Companies Part 2. April 2019. (MAS 2019a)

- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Notice on Prevention of Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism for Variable Capital Companies. April 2019. (MAS 2019b)
- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Variable Capital Companies Part 3. July 2019. (MAS 2019c)
- Monetary Authority of Singapore, Proposed AML/CFT requirements for Variable Capital Companies. Response to Feedback Received. January 2020. (MAS 2020a)
- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Variable Capital Companies Part 2. Response to Feedback Received. January 2020. (MAS 2020b)
- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Variable Capital Companies Part 3. Response to Feedback Received. January 2020. (MAS 2020c)
- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Variable Capital Companies Parts 2 and 3. Response to Feedback Received. March 2020. (MAS 2020d)
- ACRA, ACRA Invites Feedback on Proposed Changes to the Limited Partnerships Act to Introduce Specific Provisions for Fund Limited Partnerships and to Update Other Provisions for All Limited Partnerships. Press Release 4.10.2021.
- ACRA, Public Consultation on Proposed Changes to the Limited Partnerships Act. Annex A, List of proposed amendments to the Limited Partnerships Act ("LP Act"). October 2021.

Yhdistynyt keuningaskunta

- Securities and Investments Board, Regulated Collective Investment Schemes. Key Policy Issues. Discussion Paper. October 1993.
- Securities and Investments Board, Open Ended Investment Companies. Consultative Paper 93. October 1995.
- Securities and Investments Board, Proposed Regulations for Open Ended Investment Companies. October 1996.
- Edwards, Andrew – Home Office (Great Britain), Review of Financial Regulation in the Crown Dependencies. November 1998.
- HM Treasury, The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001. Regulatory Impact Assessment. February 2001.
- HM Treasury, Financial Services and Markets Act two year review: Changes to secondary legislation. Volume 1: Proposals for change. February 2004. (HM Treasury 2004a)
- HM Treasury, Financial Services and Markets Act two year review: Changes to secondary legislation. Government response. November 2004. (HM Treasury 2004b)
- HM Treasury, Explanatory Memorandum to the Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005.
- Investment Funds, Companies and Miscellaneous Provisions Bill 2005. Explanatory and Financial Memorandum.
- HM Treasury, Consultation on better regulation measures for the asset management sector. May 2007.
- HM Treasury, Consultation on introducing a protected cell regime for OEICs. July 2009.
- HM Treasury, Explanatory Memorandum to the Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2011.

HM Treasury, HM Treasury and FSA proposals for a Protected Cell Regime for Open-Ended Investment Companies. Impact Assessment (IA). July 2011.

HM Treasury, Consultation on contractual schemes for collective investment. January 2012.

HM Treasury, Contractual schemes for collective investment: summary of consultation responses and Government response. March 2013.

HM Treasury, Proposal on using Legislative Reform Order to change partnership legislation for private equity investments. Consultation on draft legislation. July 2015.

HM Treasury, Proposal on using Legislative Reform Order to change partnership legislation for private equity investments: summary of consultation responses. March 2016.

The Financial Conduct Authority, Asset Management Market Study. Final Report. June 2017.

The Financial Conduct Authority, Asset Management Market Study remedies and changes to the handbook – Feedback and final rules to CP17/18. Policy Statement PS18/8. April 2018.

The Financial Conduct Authority, Asset Management Market Study – further remedies. Policy Statement PS19/4. February 2019.

Yhdysvallat

Securities and Exchange Commission, United States, Institutional investor study report of the Securities and Exchange Commission. March 1971.

SEC (Division of Investment Management), Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation. May 1992.

SEC, Study Regarding Financial Literacy Among Investors. As Required by Section 917 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. August 2012.

Ulkomaiset valtiopäiväasiakirjat

En politik för ökad svensk konkurrenskraft. Motion 2021/22:3687 av Lars Hjälmered m.fl. (M)

Finansiell stabilitet och finansmarknadsfrågor. Finansutskottets betänkande 2021/22:FiU22.

Ulkomaiset säädökset

Australia

Corporate Collective Investment Vehicle Framework and Other Measures Act 2022.

Gibraltar

Protected Cell Companies (Gibraltar) Act 2001.

Hongkong

Securities and Futures Ordinance (Cap. 571).

The Limited Partnership Fund Ordinance (Cap. 637).

Code on Open-Ended Fund Companies. September 2020.

Irlanti

The Investment Funds, Companies and Miscellaneous Provisions Act 2005.
Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015.
Investment Limited Partnerships (Amendment) Act 2020.

Jersey

Companies (Jersey) Law 1991.

Luxemburg

Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales (en vigueur au 1er janvier 2020).
(Loi de 1915)

Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et portant
– modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes
de placement
collectif,
– modification de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la
valeur ajoutée.
(Mém. A 2007, N° 13)
(Loi de 2007)

Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et
– portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du
Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, régle-
mentaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif
en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte) ;
– portant modification :
– de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de
placement collectif ;
– de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement
spécialisés ;
– de l'article 156 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur
le revenu
(Mém. A 2010, N° 239)
(Loi de 2010)

Singapore

Variable Capital Companies Act 2018 (No. 44 of 2018).

Yhdistynyt kuningaskunta

The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).
The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2011 (SI 2011 No.
3049).
The Collective Investment in Transferable Securities (Contractual Scheme) Regulations 2013
(SI 2013 No. 1388).

Yhdysvallat

Investment Company Act of 1940.

SEC, Role of Independent Directors of Investment Companies, 66 Fed. Reg. 3734 (Jan. 16, 2001).

Oikeustapaukset

Suomi

KKO 2015:17

KKO 2017:94

Yhdysvallat

Jones v. Harris Associates, 559 U.S. 335 (2010)

Muut lähteet

ACRA, Business Entities> Variable Capital Companies> FAQs.

<https://www.acra.gov.sg/business-entities/variable-capital-companies/faqs>

Viitattu 12.8.2022.

ALFI, Record year for Luxembourg investment funds, AUM at all-time high of eur 5.9 trillion. 28 January 2022.

https://www.alfi.lu/en-gb/news/record-year-for-luxembourg-investment-funds,-aum-a#_ftnref1

Viitattu 13.11.2022.

BlackRock Strategic Funds Prospectus 27 January 2022.

<https://www.blackrock.com/es/profesionales/literature/prospectus/blackrock-strategic-funds-prospectus-emea-en.pdf>

Viitattu 19.4.2022.

CBI, Irish authorised investment funds by legal form as of 30/09/22. (CBI 2022b)

Haastattelutieto, 11.11.2022.

CSSF, Global situation of undertakings for collective investment at the end of September 2022. Press release 22/26.

<https://www.cssf.lu/en/2022/10/global-situation-of-undertakings-for-collective-investment-at-the-end-of-september-2022/>

Viitattu 16.11.2022.

CSSF, Net assets of UCIs. Situation as at 30 September 2022.

<https://www.cssf.lu/en/2022/10/net-assets-of-ucis/>

Viitattu 6.11.2022.

FCA, Authorised and recognised funds. 27.10.2022.

<https://www.fca.org.uk/firms/authorised-recognised-funds>

Viitattu 6.11.2022.

- Finanssiala ry, Finanssialan hallitusohjelmavoitteet. Vaalikausi 2023–2027.
Päivitetty 31.5.2022.
<https://www.finanssiala.fi/aiheet/finanssialan-hallitusohjelmavoitteet/>
Viitattu 9.7.2022.
- Invesco Funds SICAV, articles of incorporation 30.9.2016.
- Kauppalehti, Koronamyrsky iski, mutta varainhoito menestyi silti: Näistä syistä ala kuuluu koronakriisiin ehdottomiin voittajiin, eikä näkymissäkään ole vikaa. 25.3.2021
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/koronamyrsky-iski-mutta-varainhoito-menestyi-silti-naista-syista-ala-kuuluu-koronakriisiin-ehdottomiin-voittajiin-eika-nakymissa-kaan-ole-vikaa/4bfbbb89-4821-4723-8aca-2117c113c41f>
Viitattu 22.11.2022.
- Luxembourg Chamber of Commerce, Introduction to Luxembourg's economy.
<https://www.cc.lu/en/thematic-dossiers/luxembourg-economy>
Viitattu 19.5.2022.
- Madoff's Victims, The Wall Street Journal (6 Mar. 2009).
https://s.wsj.net/public/resources/documents/st_madoff_victims_20081215.html
Viitattu 1.6.2022.
- Nordea 1 SICAV Audited Annual Report 2021
https://www.nordea.lu/documents/annual-report/AR_N1_eng_LU.pdf/
Viitattu 16.2.2023.
- Nordea 2 SICAV Audited Annual Report 2021
<https://doc.morningstar.com/Document/0ff4864a9df503713fb7ff9152408eea.msdoc/?key=2bd78170fa020ae13075beb33614716999c81b66842abd6071a78b469c-8b3aa1>
Viitattu 16.2.2023.
- OECD, OECD Glossary of Statistical Terms - Quasi-corporations Definition.
<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=2225>
Viitattu 23.7.2022.
- Pinnacle ICAV Prospectus 17 December 2021.
<https://antipodes.com/wp-content/uploads/2019/07/UCITS-Prospectus.pdf>
Viitattu 19.4.2022.
- PwC – A&L Goodbody LLP, The ICAV. The Irish Collective Asset Management Vehicle.
PwC – A&L Goodbody LLP 2014.
<https://www.algoodbody.com/media/ICAVWebinarMarch20141.pdf>
Viitattu 6.10.2022.
- Refinitiv Lipper. Monday Morning Memo: Review of the European ETF Market 2021 by Detlef Glow. 7.3.2022.
<https://lipperalpha.refinitiv.com/reports/2022/03/monday-morning-memo-review-of-the-european-etf-market-2021-2/>
Viitattu 21.4.2022.
- Suomen Pankki, Säästäminen ja sijoittaminen -tiedote, 9.2.2022.
<https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/saastaminen-ja-sijoittaminen/tiedotehistoria/2022/sijoitusrahastojen-paaoma-kasvoi-ennatyksellisesti-vuonna-2021/>
Viitattu 21.11.2022.
- Suomen Pankki, Sijoitusrahastojen rahasto-osuusvelan jakautuminen omistajasektoreille. 28.2.2022.
https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/taulukot/sira-taulukot-fi/sij_rah_osuus_velan_jakautuminen_omistajasektoreille_fi/
Viitattu 21.11.2022.

JULKAISU I

Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot

Vepsä, Antti

Edilex-sarja 2021/18.

Artikkelin käyttöön väitöskirjan osana on saatu kustantajan lupa

Antti Vepsä

OTM, KTM, väitöskirjatutkija, Tampereen yliopisto

YHTEISSIJOITUSYRITYSTEN OIKEUDELLISET MUODOT



Edilex 2021/18

Referee-artikkeli, versio 2.0.
Alkuperäinen julkaistu 25.3.2021.
Päivitetty versio julkaistu 17.2.2022.
www.edilex.fi/artikkelit/22682

SISÄLLYS

LYHENTEET	2
1 JOHDANTO	4
2 TRUST-MUOTOISET YHTEISSIJOITUSYRITYKSET	7
2.1 TAUSTAA	7
2.2 PERUSTAMINEN	10
2.3 JURIDINEN LUONNE.....	11
2.4 HALLINTO JA PÄÄTÖKSENTEKO.....	13
2.5 ALARAHASTOT.....	16
2.6 ARVIOINTIA	17
3 SOPIMUSPERUSTEISET YHTEISSIJOITUSYRITYKSET	17
3.1 TAUSTAA	17
3.2 PERUSTAMINEN	19
3.3 JURIDINEN LUONNE.....	19
3.4 HALLINTO JA PÄÄTÖKSENTEKO.....	22
3.5 ALARAHASTOT.....	24
3.6 ARVIOINTIA	26
4 YHTIÖMUOTOISET YHTEISSIJOITUSYRITYKSET	27
4.1 TAUSTAA	27
4.2 PERUSTAMINEN	28
4.3 JURIDINEN LUONNE.....	30
4.4 HALLINTO JA PÄÄTÖKSENTEKO.....	31
4.5 ALARAHASTOT.....	33
4.6 ARVIOINTIA	35
5 YHTEENVETO.....	36
LÄHTEET.....	38

LYHENTEET

ACD	Authorized Corporate Director
ACS	Authorized Contractual Scheme
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM Regulations	S.I. No. 257 of 2013 – European Union (Alternative Investment Fund Managers) Regulations 2013
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AUT	Authorised Unit Trust
CBI	Central Bank of Ireland
CCF	Common Contractual Fund
CIS	Collective Investment Scheme
COLL	The Collective Investment Schemes sourcebook
CRO	Companies Registration Office
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
ESMA	The European Securities and Markets Authority
ETA	Euroopan talousalue
EU	Euroopan unioni
EY	Euroopan yhteisö
FCA	The Financial Conduct Authority
FCP	Fonds Commun de Placement
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
HE	Hallituksen esitys
HM Treasury	Her Majesty's Treasury
ICAV	Irish Collective Asset Management Vehicle
ICVC	Investment Company with Variable Capital
IMA	Investment Management Association (UK)
IOI	Instrument of incorporation
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
NAV	Net Asset Value
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OEIC	Open-Ended Investment Company
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
SICAF	Société d'Investissement à Capital Fixe
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable

SIF	Specialized investment fund
SOU	Statens offentliga utredningar
SRL	Sijoitusrahastolaki (213/2019)
UCITS Regulations	S.I. No. 352 of 2011 – European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2011
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
VCC	Variable Capital Company
VM	Valtiovarainministeriö
YhtOmL	Laki eräistä yhteisomistussuhteista (180/1958)
YTJ	Yritys- ja yhteisötietojärjestelmä

1 JOHDANTO

Yhteisen sijoitustoiminnan¹ järjestämiselle on lukuisia vaihtoehtoisia oikeudellisia rakenteita. Euroopassa yhteinen sijoitustoiminta on organisoitu enimmäkseen kolmelle eri yhteisömuodolle: 1) vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö (*corporate form*), 2) rahastojärjestelmälle perustuva sijoitusrahasto eli sopimusmalli (*contractual form*) ja 3) etuisuuksiin pohjautuva trustijärjestelmä (*trust form*). Direktiivi 2009/65/EY (jäljempänä UCITS-direktiivi² tai sijoitusrahastodirektiivi) sallii yhteissijoitusyritysten³ perustamisen ainoastaan mainituissa kolmessa organisoitumismuodossa. Niissä Euroopan maissa, joissa yhteinen sijoitustoiminta on erityisen suosittua ja rahastopääomat ovat suuria, kuten Irlannissa, Luxemburgissa ja Isonsa-Britanniassa, yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä⁴ on mahdollista organisoida useissa vaihtoehtoisissa yhteisömuodoissa.⁵

UCITS-direktiivin 1(3) artiklan mukaan:

Edellä 2 kohdassa tarkoitettu yritys [yhteissijoitusyritys] voidaan perustaa joko sopimusoikeudellisten säännösten (rahastoyhtiöiden hoidossa olevat sijoitusrahastot), trusteja koskevien säännösten ("unit trust") tai yhtiöjärjestyksen (sijoitusyhtiöt) nojalla.

Tässä direktiivissä tarkoitetaan:

- a) 'sijoitusrahastolla' myös "unit trustia";*
- b) 'yhteissijoitusyrityksen osuuksilla' myös yhteissijoitusyrityksen osakkeita.*

Vertailun vuoksi puolestaan AIFM-direktiivin⁶ 2(2) artiklan mukaan:

¹ Yhteisellä sijoitustoiminnalla tarkoitetaan tässä artikkelissa arvopapereihin kohdistuvaa sijoittajayleisön lukuun harjoitettavaa yhteistä sijoitustoimintaa. Termiä käytetään yläkäsitteenä kaikelle yhteiselle sijoitustoiminnalle. Esimerkiksi sijoitusrahastotoiminta on yksi mahdollinen tapa toteuttaa yhteistä sijoitustoimintaa.

² Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

³ UCITS-direktiivin 1(1) artiklan mukaan yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä, joka on sijoittautunut jäsenvaltion alueelle. Kansallisessa sääntelyssä sijoitusrahastolain (213/2019, jäljempänä SRL) 1:2.1:n 17 kohdassa yhteissijoitusyrityksen käsite on varattu koskemaan ainoastaan muussa ETA-valtiossa kuin Suomessa toimiluvan saanutta yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä, joka kotivaltionsa lainsäädännön perusteella täyttää sijoitusrahastodirektiivin edellytykset. Tässä artikkelissa yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan UCITS-direktiivin mukaisessa merkityksessä jäsenvaltion alueelle sijoittautunutta yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä. Näin ollen määritelmän mukaan myös suomalainen sijoitusrahasto on UCITS-direktiivissä tarkoitettu yhteissijoitusyritys.

⁴ Termin synonyymina käytetään tässä tekstissä myös käsitteitä "rahasto" tai "yhteissijoitusväline". Mainitut käsitteet eivät viittaa mihinkään spesifiin rakenteeseen, vaan niitä käytetään sellaisissa yhteyksissä, joissa käsitellään yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä yleisellä tasolla tekemättä rajausta yhteissijoitusyrityksiin tai muihin tarkemmin määritettäviin rahastotyypppeihin.

⁵ Ks. Thompson – Choi 2001, s. 4 ja 14; Turtiainen 2004, s. 21 ja OECD 2005, s. 6. Ks. myös SOU 2016:45, s. 234, jonka mukaan Euroopan johtavissa rahastovaltioissa sääntelytrendinä on useiden vaihtoehtoisten organisoitumismuotojen mahdollistaminen kansallisessa sääntelyssä.

⁶ AIFM-direktiivi (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta) eli vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi annettiin 8 päivänä kesäkuuta 2011. Direktiivillä vahvistettiin standardoidut säännöt, jotka koskevat sellaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien (AIF-hoitaja) toimilupia, toimintaa ja avoimuutta, jotka hoitavat ja/tai markkinoivat vaihtoehtorahastoja Euroopan talousalueen ETA-valtioissa. Direktiivissä tarkoitettu vaihtoehtorahasto eli AIF-rahasto on yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava yritys, joka hankkii pääomaa useammalta kuin yhdeltä sijoittajalta sijoittaakseen

Tämän artiklan 1 kohdan soveltamisen kannalta merkitystä ei ole seuraavalla:

- a) onko vaihtoehtoinen sijoitusrahasto tyypiltään avoin vai suljettu;
- b) onko vaihtoehtoinen sijoitusrahasto perustettu sopimusoikeudellisten säännösten, trusteeja koskevien säännösten tai yhtiöjärjestyksen nojalla vai onko sillä jokin muu oikeudellinen muoto;
- c) vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan oikeudellisella muodolla.

EU-sääntelystä havaitaan, että yhteissijoitusyrityksiä on mahdollista perustaa kolmella eri tavalla, kun taas AIF-rahastojen juridista muotoa ei ole rajoitettu. Näin ollen UCITS-direktiivissä on voimassa tyyppipakko. UCITS-direktiivi ei velvoita jäsenvaltioita säätämään kaikista tai vain tietyistä direktiivin sallimista yhteissijoitusyritysten juridisista muodoista. UCITS-direktiivissä säädetty tyyppipakko rajoittaa jäsenvaltion oikeutta säätää yhteissijoitusyritysten oikeudellisista rakenteista enintään kolmeen vaihtoehtoiseen juridiseen organisoitumismuotoon, mutta pakottaa kuitenkin säätämään vähintään yhdestä yhteissijoitusyrityksen juridisesta organisoitumismuodosta.⁷ Direktiiveissä annetaan yleensä vain suuntaviivoja jonkin päämäärän implementoimiseksi kansallisella tasolla, jolloin kansallisesti voidaan asettaa ankarampiakin säännöksiä, kunhan direktiivin edellyttämä minimisääntely vähintään saavutetaan.⁸ Direktiiveihin sisältyvän liikkumavaran vuoksi eri jäsenvaltioiden kansallisissa laeissa esiintyy vaihtelevia sääntelyratkaisuja sen suhteen, millaisessa juridisessa muodossa ne sallivat yhteissijoitusyritysten perustamisen.

Tässä artikkelissa tarkastellaan UCITS-direktiivin sallimien yhteissijoitusyritysten juridista muotoa ja niiden valittuja ominaisuuksia oikeusvertailevaan analyysiin tukeutuen. Yhteissijoitusyritysten oikeudellisten muotojen yksityiskohdista säätäminen on jätetty jäsenvaltioiden lainsäätäjän tehtäväksi, minkä takia niitä koskeva sääntely poikkeaa eri jäsenvaltioiden välillä. Tarkastelun kohteena ovat yhteissijoitusyritysten oikeudellinen rakenne, perustamista koskevat kysymykset ja hallinnon järjestäminen. Yleisellä tasolla oikeusvertailussa on kyse erilaisten oikeusjärjestysten asettamisesta rinnakkain tiedonhankkimistarkoituksessa. Tarkemmin sanottuna rajaudutaan vieraiden valtioiden oikeusjärjestysten niihin osiin, jotka ovat tutkimuksen ongelmanasettelun kannalta tärkeitä.⁹ Tässä artikkelissa oikeusvertailun osalta hyödynnetään pääasiassa *praktista* tutkimusotetta, jonka tarkoituksena on palvella oikeuspolitiikkaa ja lainvalmistelua. Praktisen oikeusvertailun tavoitetaso on vaativampaa oikeusvertailua alhaisempi. Siinä vierasta oikeutta ei pyritä tutkimaan systemaattisesti oikeudellisen käytännön tai oikeudellisen kulttuurin tasolla, vaan tyydytään pääasiassa vieraiden maiden lakiteksteihin ja oikeusjärjestelmän pintatasoon.¹⁰

Artikkelin tavoitteena on tiedon lisääminen yhteissijoitusyritysten erilaisista oikeudellisista muodoista, niihin liittyvistä ominaispiirteistä ja eroavaisuuksista. Suomessa on mahdollista perustaa vain sopimusperusteisia yhteissijoitusyrityksiä, minkä takia kiinnostus muita oikeudellisia muotoja kohtaan on vähäisempää, eivätkä ne ole olleet juurikaan kotimaisen tutkimuksen kohteena. Tavoitteena on tuottaa informaatiota sellaisista instituutioista, jotka ovat kansalliselle oikeudelle tuntemattomia. Lisääntynyt Suomen oikeudesta vapaa ja riippumaton tieto UCITS-direktiivin mahdollistamista yhteissijoitusyritysten oikeudellisista muodoista voi tarjota virikkeitä oikeuspoliittiselle keskustelulle ja säädösvalmistelulle. Artikkelin tavoitteena ei kuitenkaan ole ottaa kantaa siihen, tulisiko Suomen oikeudessa säätää muista yhteissijoitusyritysten oikeudellisista muodoista.

pääoman erikseen definioidun sijoituspolitiikan puitteissa sijoittajien eduksi ja jolta ei vaadita UCITS-direktiivin 5 artiklan mukaista toimitilapää.

⁷ Harju 2020, s. 58.

⁸ Ks. direktiivien ulottuvuudesta esim. Raitio 2013, s. 231–232. Käytännössä ankarampi sääntely koskee tällöin sekä koti- että ulkomaisia toimijoita.

⁹ Husa 2013, s. 30.

¹⁰ Ks. oikeusvertailun praktisuudesta ja teoreettisuudesta tarkemmin Husa 2013, s. 77–84, jonka mukaan varsinaisen tieteellisen (teoreettisen) oikeusvertailun asema ja rooli ovat jääneet käytännön elämässä vaatimattomiksi. Tämä ei välttämättä johdu siitä, ettei oikeusvertailua osattaisi tai haluttaisi harjoittaa.

Käytännön oikeuselämän kannalta ei ole yhdentekevää, millaisessa oikeudellisessa muodossa yhteissijoitusyritys on perustettu. Jotkin organisoitumismuodot soveltuvat muita paremmin tiettyihin tarkoituksiin. Yhteissijoitusyrityksen oikeudellinen muoto voi vaikuttaa esimerkiksi siihen, kuinka hyvin sijoittajat tuntevat rakenteen, jolloin oikeudellinen muoto vaikuttaa suoraan markkinointimahdollisuuksiin (erityisesti rajat ylittävissä tilanteissa). Toisaalta oikeudellinen muoto voi vaikuttaa yhteissijoitusyrityksen hallinnointiin joko sitä helpottaen tai vaikeuttaen. Esimerkiksi sopimusten solmiminen on vaivattomampaa sellaiselle yhteissijoitusyritykselle, jolla on oikeushenkilöllisyys, samoin kuin tiettyihin sijoituskohteisiin sijoittaminen.

Kansainvälisen sääntelyvertailun osalta tarkasteltaviksi valtioiksi on valittu Iso-Britannia, Irlanti ja Luxemburg, mutta sopimusperusteisen rahastomuodon tarkastelussa hyödynnetään myös Suomen sääntelyä, jotta tarkasteluun saadaan kotimaiseen sääntelyyn kohdistuvaa ulottuvuutta. Iso-Britannia, Irlanti ja Luxemburg edustavat Euroopan kärkeä yhteissijoitusyritysten pääomilla mitattuna¹¹. Luxemburgin ja Irlannin suuret rahastopääomat johtuvat pääosin menestyksekkäästä rajojen yli markkinoinnista, kun taas Ison-Britannian rahastopääomien määrään vaikuttaa pääasiassa vahva kansallinen markkina¹². Vertailumaiden valintaa puoltavat niiden vahva asema yhteissijoitusyritysten markkinoilla, mutta toisaalta myös kyseisten valtioiden rahastosääntelyn asema ikään kuin toimialan *best practice* -malleina – ei ainoastaan EU:ssa, vaan myös kansainvälisesti. Etenkin Luxemburgin, ja viime aikoina myös Irlannin, sääntelyä on käytetty mallilainsäädäntönä monien muiden valtioiden rahastosääntelyä uudistettaessa. Ison-Britannian sääntelyn tarkastelu on puolestaan välttämätön edellytys trust-muotoisten yhteissijoitusyritysten oikeudellisen muodon tarkemmalle analyysille, joka auttaa hahmottamaan nykyään tunnettujen yhteisen sijoitustoiminnan organisoitumismuotojen oikeushistoriallisia juuria¹³.

AIFM-direktiivissä tarkoitettujen vaihtoehtorahastojen mahdollisia oikeudellisia muotoja ei tarkastella. Artikkelissa ei tarkastella myöskään kaikille yhteissijoitusyritysten oikeudellisille muodoille yhteisiä kysymyksiä, joiden osalta jäsenvaltioilla ei ole mahdollisuuksia poiketa direktiivin säännöksistä tai liikkumavara on pientä. Tällaisia ovat esimerkiksi sijoittajansuojaa tai sijoitusrajoituksia koskevat säännökset. Tarkastelu aloitetaan trust-muotoisista yhteissijoitusyrityksistä, koska niillä on tärkeä asema avointen rahastojen historiassa. Tämän jälkeen edetään sopimusmallisiin yhteissijoitusyrityksiin, joilla on manereurooppalaisessa oikeusjärjestelmässä pyritty toisintamaan trust-muotoisten rahastojen ominaisuuksia. Lopuksi tarkastellaan vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön muodossa perustettavia yhteissijoitusyrityksiä, jotka poikkeavat ominaisuuksiltaan edellä mainituista. Kaikkien kolmen erilaisen yhteissijoitusyrityksen oikeudellisen muodon ja niiden ominaisuuksien tarkastelun jälkeen esitetään pohdintaa ja johtopäätöksiä.

¹¹ EFAMA: Quarterly Statistical Release. March 2021 N° 84, s. 10 mukaan kolmen kärki yhteissijoitusyritysten pääomissa näytti Q4/2020 päätteeksi seuraavalta: Luxemburg 4158,4 miljardia euroa, Irlanti 2528,1 miljardia euroa ja Iso-Britannia 1285,9 miljardia euroa. Vertailun vuoksi Suomen luku oli 116,9 miljardia euroa. On huomioitava, että Ison-Britannian Brexit-siirtymäajan päätyttyä Isossa-Britanniassa ei ole enää yhteissijoitusyrityksiä, vaan EU-sääntelyn näkökulmasta ne ovat kolmannessa valtiossa rekisteröityjä vaihtoehtorahastoja.

¹² EFAMA 2020, s. 43.

¹³ Kaikki nykyään tunnetut avointen rahastojen organisoitumismuodot periytyvät trust-rakenteesta. Vuonna 1924 perustettua ja edelleen toiminnassa olevaa trust-muotoista Massachusetts Investors Trustia pidetään ensimmäisenä avoimena rahastona. Ks. Hazenberg 2012, s. 19 ja Horváthová 2015, s. 53 ja 240.

2 TRUST-MUOTOISET YHTEISSIJOITUSYRITYKSET

2.1 TAUSTAA

Ennen kuin trust¹⁴-muotoisia yhteissijoitusyrityksiä eli osuustrusteja (*unit trust*) tarkastellaan lähemmin, on tarpeen mainita trust-instituution luonteesta ja historiasta lyhyesti.¹⁵ Trust on lähtöisin Englannin oikeudesta ja se on vanhastaan nähty englantilaisena instituutiona.¹⁶ Trustin rakenteen voi ymmärtää vain Englannin oikeushistorian ja oikeuslähdeopin kautta.¹⁷ Oikeuslähteet on vanhastaan ryhmitelty Englannissa tuomari- ja *equity*-oikeuteen sekä kirjoitettuun oikeuteen.¹⁸ *Equity*-oikeus syntyi, kun lordikanslerin soveltamat oikeussäännökset vakiuntuivat vuosien 1300–1500 välisenä aikana.¹⁹ Aikojen saatossa lordikanslerille osoitettujen vetoomusten määrä kasvoi niin suureksi, että kyseisiä asioita varten perustettiin oma tuomioistuinlaitos, ns. *Courts of Chancery* eli kanslerioikeudet.²⁰ Oikeudenkäyttö jakautui lopulta kahtia kanslerioikeuksien ja kuninkaallisten tuomioistuinten kesken. Kanslerioikeudet eivät kilpailleet kuninkaallisten tuomioistuinten kanssa, vaan toimivat niiden rinnalla ja niiden tekemiä ratkaisuja täydentäen. *Equity*-oikeus kehittyi asemaan, jossa sen tehtävänä oli kohtuullistaa *common law*'ta²¹, jotta yksittäistapauksen erityiset seikat huomioon ottaen päästäisiin reiluun lopputulokseen.²²

¹⁴ Mikkola 2003, s. 22–23 mukaillen *trust*-termiä ei ole tässä artikkelissa käännetty suomeksi. Oikeusjärjestelmien erilaisuuden vuoksi Suomen kielestä ei löydy sanaa, jolla termi pystyttäisiin ilmaisemaan ongelmattomasti. Oikeuden kieli on sidoksissa oikeuskulttuuriin ja sen historiaan, minkä takia juridinen käsitteistö poikkeaa eri oikeusjärjestelmien välillä.

¹⁵ Vaikka *trust* leimataan perinteisesti *common law* -oikeusryhmään kuuluvaksi ja sen tarkastelu jää useimmiten pienele huomiolle taikka se sivuutetaan kokonaan mannereurooppalaista eli kontinentaalista oikeusryhmää edustavissa yhteisen sijoitustoiminnan sääntelyyn kohdistuvissa tutkimuksissa (ks. esimerkki yleisluonteisesta tarkastelusta Turtilainen 2004, s. 24–25), on *trust*illa merkittävä rooli eurooppalaisen yhteistä sijoitustoimintaa koskevan sääntelyn historiassa ja kehityksessä. *Common law*'lla tarkoitetaan oikeusvertailussa anglosaksista tai angloamerikkalaista oikeutta, kun taas mannereurooppalaisella oikeudella tarkoitetaan Manner-Euroopassa kehittyntä, romaanisgermaanisista oikeutta. Ks. oikeusryhmien erottelusta esim. Mattei 1997, s. 5–44; Husa 2004, s. 11–38; Husa 2014, s. 3–6 ja Glenn, H., *Comparative Legal Families and Comparative Legal Traditions*, teoksessa Reimann, Mathias – Zimmermann, Reinhard (toim.), *The Oxford Handbook of Comparative Law*. 2nd ed. Oxford University Press 2019. Oikeusryhmien liian kategoriset ryhmittelyt voivat aiheuttaa vaarallisia yleistystyksiä. Nykyisessä kansainvälisten transaktioiden maailmassa oikeudellista keskustelua ei voida jakaa kategorisesti kontinentaaliseen ja anglosaksiseen. *Trustia* ei pääse pakoon kontinentaalisen oikeuden verhon taakse. Ks. oikeusryhmien erottelun kritiikistä ja vaikeudesta Mikkola 2003, s. 4, 17 ja 233 ja Husa 2012, s. 491–494.

¹⁶ Hudson 2016, s. 59.

¹⁷ Hudson 2016, s. 7 mukaan: "*It is impossible to understand trusts law properly unless you understand the equitable soil in which it is grown.*"

¹⁸ Slapper – Kelly 2013, s. 5–7. Ryhmittely on vuosisatoja vanha ja vaikuttaa edelleen, vaikka sen merkitys käytännössä on nykyään vähäinen. Pääasiallisia oikeuslähteitä katsotaan nykyään olevan kaksi: kirjoitettu oikeus ja tuomari-oikeus (*equity*-oikeuden voidaan katsoa sisältyvän jälkimmäiseen).

¹⁹ Ks. esim. Baker 1979, s. 66; Joutsamo 1986, s. 115–129; Mikkola 1999, s. 144–147 ja Pettit 2012, s. 2–5. Englannin oikeuden kehityskaari juontaa juurensa aina 1100-luvulle saakka. Kuninkaalliset tuomioistuimet olivat pääroolissa oikeuden kehityksessä. Prosessin merkitys oli avainasemassa, jolloin aineellinen oikeudenmukaisuus ei aina välttämättä toteutunut. Vakiomuotoiset kannekaavat jäykistivät oikeudenkäyttöä, ja kansalaisten oli yhä vaikeampaa saada kannettaan tuomioistuimiin edes tutkittavaksi. Lainkäytön kangistumisen takia kansalaiset alkoivat vedota suoraan hallitsijaan saadakseen oikeutta. Kuninkaan avustajista tärkeään asemaan nousi ns. lordikansleri (*Lord Chancellor*), joka alkoi lopulta ratkaista kansalaisten vetoomuksia riippumattomasti.

²⁰ Pettit 2012, s. 2–3 ja Hudson 2016, s. 15.

²¹ Ks. varhaisista *equity*-oikeuden luonnehdinnoista esim. *Earl of Oxford's Case* (1615) 1 Ch Rep 1, per Lord Ellesmere LC: '*to soften and mollify the extremity of the law*' ja *Lord Dudley v Lady Dudley* (1705) Prec Ch 241, 244, per Lord Cowper, LC: '*Equity is no part of the law, but a moral virtue which qualifies, moderates and reforms the rigour, hardness and edge of the law.*'

Laajimmillaan kyse on säädännäisen tai common law -oikeussääntöjen sivuuttamisesta, mutta käytännössä equity-oikeudella ei ole nykyään näin merkittävää asemaa. Kyse on pikemminkin lain tarjoamien oikeussuojakeinojen erilaisuudesta common law'hon verrattuna.²³ Kuninkaallisten tuomioistuinten ja kanslerioikeuksien toimiminen rinnakkain johti trustien kehittymiseen. Common law'n lähtökohta oli suoraviivainen: henkilö joko omistaa omaisuuden, tai ei omista. Päätely ei jättänyt sijaa muille tulkinnoille. Equity-oikeus korjasi tilannetta siten, että edunsaajilla tunnustettiin myös olevan oikeudet, jolloin trustille ominainen omistuksen kahtiajakautuminen voitiin mahdollistaa. Tämä ei olisi ollut mahdollista ilman oikeuden jakautumista equity-oikeuteen ja common law:hon.²⁴

Trustien perinteiset käyttötarkoitukset liittyvät läheisten suojaamiseen suvuissa, jäämistösuunnitteluun ja verohyötyjen tavoitteluun.²⁵ Trust jäsentyy kolmen eri henkilötahon kautta.²⁶ Trustilla on mahdollista saavuttaa tilanne, jossa monella henkilöllä on oikeuksia samaan omaisuuteen samanaikaisesti. Konsepti kuulostaa yksinkertaiselta, mutta siihen liittyy monimutkaisia ulottuvuuksia. Lyhyesti ymmärrettynä trust mahdollistaa trust-omaisuuden omistusoikeuden jakamisen trusteeen²⁷ ja edunsaajan (beneficiary) välillä siten, että trustee on toimittava edunsaajan etujen mukaisesti hallinnoidessaan omaisuutta, joka on trustin kohteena²⁸. Trusteella on muodollinen omistusoikeus trustin kohteena olevaan omaisuuteen: tämä tarkoittaa, että esimerkiksi trust-omaisuudesta riippuen pankkitili on trusteeen nimissä taikka kiinteä omaisuus merkitään rekisteriin trusteeen nimissä. Muodollisesta omistusoikeudesta riippumatta trustee hallinnoi trust-omaisuutta edunsaajan tai edunsaajien hyväksi, joten omaisuuden tosiasiallisia edunsaajia ovat edunsaajatahot. Equity-oikeus tunnustaa edunsaajille tällaisen omistusoikeudesta erotettavan oikeuden (*equitable interest*), jonka mukaan edunsaajat ovat trust-omaisuuden aitoja tosiasiallisia edunsaajia. Näin ollen trustee ei voi pitää trust-omaisuudesta saamaansa hyötyä itsellään, vaan omaisuuden tuottama hyöty (esimerkiksi tulo tai tuotto) kuuluvat edunsaajille trustin ehtojen mukaisesti.²⁹ Mannereurooppalainen oikeusjärjestelmä ei tunne trustia sellaisenaan³⁰, vaikkakin sitä lähellä olevia trustin vastineita voidaan katsoa esiintyvän.³¹

Englannissa ”vuoden 1866 paniikki” antoi sysäyksen trustien käytölle yhteiseen sijoitustoimintaan. Toukokuun 10 päivänä vuonna 1866 *Overend, Gurney and Company* -pankki kaatui, mikä johti laajempaan kriisiin, jossa useita pankkeja joutui maksukyvyttömäksi lyhyessä ajassa. Ennen tätä osakeyhtiön käyttö oli yleistynyt merkittävästi (myös yhteisen sijoitustoiminnan välineenä), mutta kriisin jälkeen niitä kar-

²² Vrt. mannereurooppalaiseen oikeuskulttuuriin, jossa oikeuden kohtuullistaminen on tapahtunut lainsäädännön kautta, jolloin erillistä equity-oikeutta tai sitä soveltavaa tuomioistuinta ei ole koskaan tarvittu. Suomessa oikeusjärjestelmän sisälle rakennetusta kohtuullistamisesta voidaan mainita esimerkkinä oikeustoimilain (228/1929) 36 §, sopimusoikeudellinen lojaliteettiperiaate tai avioliittolain (234/1929) sovittelusäännös. Kohtuusajattelu esiintyi jo *Olaus Petrin* tuomarinohjeissa 1530-luvulla, mikä osoittaa sen varhaisen merkityksen pohjoismaisessa oikeudessa.

²³ Mikkola 2003, s. 31–32 ja Hudson 2016, s. 4–5.

²⁴ Mikkola 2003, s. 31 ja Pettit 2012, s. 12–15.

²⁵ Pettit 2012, s. 15. Toisaalta trust on löytänyt jatkuvasti uusia käyttötarkoituksia yritysmaailmasta. Mahdollisista käyttötarkoituksista voidaan mainita esimerkkinä mm. työntekijöiden eläketurvan järjestäminen, omaisuudenhoito ja arvopaperistaminen. Ks. kaupallisista käyttötarkoituksista tarkemmin Langbein 1997, s. 168–178.

²⁶ Trustin perustajaa kutsutaan nimellä *settlor* eli asettaja. Trust-omaisuuden saa haltuunsa *trustee* ja järjestelystä edun saava henkilö on *beneficiary* eli edunsaaja. Osapuolten tosiasiallisen lukumäärän ei tarvitse olla kolme, vaan se voi olla enemmän tai vähemmän (asettaja voi olla myös trustee taikka edunsaaja, mutta mikään taho ei voi olla samanaikaisesti kaikissa kolmessa roolissa). Ks. esim. Howard 2006, s. 347 ja Hudson 2016, s. 43.

²⁷ Termiä ei ole suomennettu vastaavista perusteista johtuen, joita käsiteltiin alaviitteessä 14.

²⁸ Englanniksi käytetään ilmaisua ”to hold something on trust”.

²⁹ Ks. Hudson 2016, s. 16.

³⁰ Rounds – Dehio 2007, s. 477.

³¹ Mikkola 2003, s. 145–176 ja Howard 2006, s. 356–360. Trustille ei ole löydettävissä suoraa vastinetta Suomen oikeudesta. Trustin käyttötarkoituksesta riippuen sen vastineina voidaan pitää ainakin osakeyhtiötä, sopimusta, valtuutusta, säätiötä ja testamenttioikeutta. Eräissä muodoissa säätiötä voidaankin pitää mannereurooppalaisen oikeusjärjestelmän lähimpänä vastineena hyväntekeväisyystarkoituksessa perustetuille julkisille trusteille. Säätiöintressentti eli säätiön edunsaaja ei omista säätiöomaisuutta, eikä omaisuutta hoitava taho saa käyttää omaisuutta omiin tarkoituksiinsa.

tettiin: osakeyhtiötä pidettiin jopa syypäinä katastrofiin. Tätä taustaa vasten ensimmäinen ”osuustrusti”³² kehittyi kaksi vuotta myöhemmin, kun *The Foreign and Colonial Trust* perustettiin vuonna 1868. Kyseinen trust sijoitti ennalta määriteltyihin kohteisiin ja lupasi sijoittajille kiinteää tuottoa. Moderneista osuustrusteista poiketen kyseisenä ajanjaksona sijoittajille ei korostettu trustin mahdollisuutta palauttaa sijoittajille heidän sijoittamiaan pääomia. *The Foreign and Colonial Trust* ei sallinut lunastuksia ja pääoman palautuksia ennen kuin 44 vuotta oli kulunut.³³

Modernien osuustrustien juuret juontuvat Yhdysvaltoihin. Yhtiömuodossa perustettu suljettu sijoitusyhtiö, jonka osakkeilla voitiin käydä kauppaa pörssissä, oli dominoiva juridinen organisoitumismuoto aina vuoden 1929 pörssiromahdukseen asti. Romahduksen jälkeen sijoitusyhtiöiden osakkeiden arvo kuitenkin aleni lähes olemattomiin³⁴. Pian sijoittajayleisö alkoi syyttää aiheutuneista tappioista sijoitusyhtiöiden johtoa vedoten hallinnoinnin väärinkäytöksiin. Sijoittajat alkoivat suosia trust-muotoisia yhteissijoitusvälineitä siitä syystä, että niissä liikkumavara hallinnoinnissa oli lähes kokonaan eliminoitu. Kun tällaisten trustien sijoituskohteet olivat enemmän tai vähemmän ennalta määrättyjä ja hallinnointiyhtiöllä oli niiden suhteen erittäin niukasti harkintavaltaa, nousi trustien suosio eritoten vuoden 1929 pörssiromahduksen jälkeisenä ajanjaksona.³⁵

Tarvittavaa joustavuutta tuotiin markkinoille huhtikuussa 1934, kun *Foreign Government Bond Trust* aloitti toimintansa. Identtisten osuuksien sijaan osuudet jakaantuivat aloosuuksiin, esimerkiksi joukkovelkakirjalainaosuuksiin. Jokainen osuus loi tietyn suuruisen oikeuden arvopaperimassaan, jonka koostumusta pystyttiin muuttamaan joustavasti. Tällaista innovaatiota kutsuttiin joustavaksi trustiksi (*flexible trust*). Juridisena muotona kyseessä oli merkittävä harppaus modernin osuustrustin suuntaan. *Foreign Government Bond Trustin* perustamisesta lähtien syntyi kahdentyyppisiä joustavia trusteja: käteistrusteja

³² Tässä yhteydessä ei voida varsinaisesti puhua vielä osuustrustista (unit trust), koska kyseistä termiä ei tuolloin vielä tunnettu.

³³ Ks. Sin 1997, s. 22–23 ja Horváthová 2015, s. 46–49. *The Foreign and Colonial Trust* on toiminnassa vielä nykyäänkin ja mainostaa itseään maailman vanhimaksi yhteissijoitusvälineeksi, ks. <https://www.bmogam.com/fandc-investment-trust/>. Aikakauden osuustrustien lupaamia tuottoja pidettiin jopa lioittelevan suurina. Lupaavan alun jälkeen monia osuustrusteja joutui maksukyvyttömäksi, joista ensimmäisenä *Share Investment Trust* joutui osittain maksukyvyttömäksi vuonna 1876. Seurasi oikeudenkäyntejä, ja tapauksessa Sykes v. Beadon osuustrusti *Government and Guarantee Securities Permanent Trust* todettiin laittomaksi yhteenliittymäksi, minkä seurauksena trustin perustamisasiakirja eli trust deed katsottiin laittomaksi sopimukseksi. Silloisen yhtiölain (Companies Act 1844) mukaan oli kiellettyä perustaa rekisteröimättömiä yhteenliittymiä tai muita järjestelyjä voitontuottamistarkoituksessa, jos niissä oli yli 25 jäsentä (myöhemmin tämä alennettiin 20 jäsenen Companies Act 1956:lla). Vaikka myöhemmin vuonna 1880 tapauksen Smith v. Anderson johdosta Sykes v. Beadon kumottiin, oli vahinko jo ehtinyt tapahtua: ennen kuin ratkaisu ehdittiin antaa, käytännössä kaikki osuustrustit olivat jo uudelleenorganisoitumassa osakeyhtiöiksi taikka selvitystilassa. Ennen kuin kiista trustin oikeudellisesta asemasta ehdittiin ratkaista, oli se jo menetetty kaupallisen asemansa yhteisen sijoitustoiminnan välineenä. Tällöin edellä mainituista vuoden 1866 tapahtumista oli ehtinyt jo kuluu yli vuosikymmen ja osakeyhtiön konsepti ymmärrettiin paremmin. Trustien muuttaminen osakeyhtiöiksi vaikutti luonnolliselta lopputulemalta, kun trustit eivät pystyneet täyttämään antamiaan lupauksia yhteisen sijoitustoiminnan välineinä.

³⁴ Ks. Arnaud 1977, s. 6, jonka mukaan vuonna 1929 sijoitusyhtiöön tehdyn yhden dollarin arvoisen sijoituksen arvo oli keskimäärin 5 senttiä vuonna 1937.

³⁵ Sin 1997, s. 22–23 ja Harman 1987, s. 1050–1051. Arnaud 1977, s. 6 mukaan samoihin aikoihin Isossa-Britanniassa vuoden 1929 pörssiromahduksella ei ollut yhtä merkittäviä negatiivisia vaikutuksia brittiläisiin sijoitusyhtiöihin. Tämä johtui lähinnä brittiläisten sijoitusyhtiöiden pidemmästä sijoituskokemuksesta ja amerikkalaisten sijoituskohteiden oikea-aikaisesta myynnistä. Yleisesti ottaen brittiläiset sijoitusyhtiöt olivat hyvässä tulokunnossa, eikä yhtäkään yhtiötä jouduttu lakkauttamaan. Näin ollen Walker 1938, s. 95 ja 99–102 ja Sin 1997, s. 29–30 mukaan oli luonnollista, että vastaanotto oli negatiivinen, kun amerikkalaista osuustrustia markkinoitiin Isossa-Britanniassa ensimmäistä kertaa vuonna 1930. Pian kuitenkin jo vuonna 1931 ensimmäinen amerikkalaiseen malliin perustuva osuustrusti *First British Fixed Trust* perustettiin. Oikeudellisesta näkökulmasta katsottuna tämä oli irtiotto 1800-luvun sijoitustrusteista. Kyseessä oli ensimmäinen kerta, kun trusti perustettiin ammattimaisen varainhoitoyhtiön ja trusteeen välisellä sopimuksella. Trustin kokonaisen osuuden lunastus oli mahdollista siten, että lunastaja sai vastineeksi suoraan trustin sijoituskohteena olevia arvopapereita pro rata -suhteessa. Pian huomattiin, että kiinteät trustit, joiden salkun koostumuksen muuttaminen oli hyvin rajoitettua, estivät salkunhoitajaa reagoimasta markkinamuutoksiin.

ja apporttitrusteja.³⁶ Apporttitrusteihin sisältyi hintavaihtelun riski³⁷, joka jäi hallinnointiyhtiön kannettavaksi. Tässä vaiheessa sijoitustrustit toimivat kuitenkin vielä siten, että käteinen suoritettiin trusteeelle. Joulukuussa 1935 *Municipal and General Securities Co. Ltd.* vastaanotti merkintöjä *Limited Investment Fund* -rahastoon ilman aiemmassa käytännössä muotoutunutta vaihetta, jossa käteinen olisi ensin suoritettu trusteeelle. Tästä muodostui käytäntö, joka on nykyisin käytössä moderneissa osuustrusteissa – kului vain noin viisi vuotta, että osuustrustit kehittyivät moderniin muotoonsa.³⁸

Trust-muotoiset yhteissijoitusyritykset ovat nykyään EU:ssa vähemmistöasemassa³⁹ muihin UCITS-direktiivin tunnustamiin juridisiin muotoihin nähden. Ison-Britannian EU-eron jälkeen niitä voidaan enää perustaa Irlannissa ja Kyproksella. Kolmansissa maissa trust-muotoisia yhteissijoitusvälineitä voidaan perustaa muun muassa Man-saarilla, Guernseyllä, Jerseyllä, Uudessa-Seelannissa, Australiassa, Keniassa, Namibiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa ja Singaporessa. Tämän artikkelin osuustrusteja koskevassa tarkastelussa nojaututaan Ison-Britannian sääntelyyn.

2.2 PERUSTAMINEN

Osuustrustin ehdot käyvät ilmi perustamisasiakirjasta⁴⁰ (*unit trust deed*), jonka rahastoyhtiö ja trustee allekirjoittavat.⁴¹ UCITS-muotoisten osuustrustien osalta pakottava ja hierarkkinen sääntely vähentää perustamisasiakirjan tahdonvaltaisuutta. Financial Services and Markets Act 2000 (jäljempänä "FSMA") 247 (1) mukaan FCA⁴² voi antaa tarkempaa sääntelyä osuustrusteista.⁴³ Tällaisia tarkempia alemman asteisia säännöksiä on annettu FCA:n Collective Investment Scheme Sourcebook (COLL) -säännöksillä.⁴⁴ FSMA 247 (4) mukaan UCITS-direktiivin implementoivat COLL-säännökset ovat pakottavia: "*But trust scheme rules are binding on the manager, trustee and participants independently of the*

³⁶ Käteistrustissa liikkeeseen laskettavien osuuskien hinta laskettiin jakamalla varojen määrä jo liikkeeseen laskettujen osuuskien lukumäärällä. Apporttitrustissa peruseriaatteena oli, että hallinnointiyhtiön tuli hankkia varat (tai käteinen) ennen kuin uudet osuudet laskettiin liikkeeseen. Hallinnointiyhtiön täytyi ensin päättää liikkeeseen laskettavien osuuskien lukumäärä. Sen jälkeen se osti sallittuja arvopapereita siinä suhteessa koko trustin varallisuuteen nähden, kuin sen päättämä liikkeeseen laskettavien uusien osuuskien lukumäärän suhde oli jo aiemmin liikkeeseen laskettujen osuuskien lukumäärään. Hallinnointiyhtiö sai teknisesti osuudet ensin itselleen trusteeelta, minkä jälkeen se saattoi myydä ne sijoittajille.

³⁷ Uusien osuuskien jälleenmyyntihinta saattoi laskea, ennen kuin hallinnointiyhtiö sai myytyä ne sijoittajille.

³⁸ Walker 1938, s. 137 ja 149–150 ja Sin 1997, s. 30–32. Osuustrusti ei varsinaisesti kehitynyt vaihtoehdoksi osakeyhtiölle. Osuustrustien suosion nousu johtui lähinnä siitä, että ne täyttivät aukon, joka osakeyhtiöissä oli: osakeyhtiöiden osakkeet olivat siirtokelpoisia, mutta niitä ei voinut lunastaa. Osuustrustien osakkeet puolestaan olivat sekä siirto- että lunastuskelpoisia.

³⁹ Esimerkiksi Ison-Britanniassa oli 11.1.2021 markkinavalvoja FCA:n tietokannan mukaan 681 UCITS-direktiivin mukaista osuustrustia (joukkoon on laskettu sekä erilliset osuustrustit että sateenvarjorakenteen alaosuustrustit). Samana ajankohtana erillisiä UCITS-muotoisia vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä ja niiden alarahastoja oli puolestaan yhteensä 2011. Erillisellä yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan sitä, ettei kyseinen yhteissijoitusyritys ole mahdollistanut alarahastorakennetta, vaan sitä kohdellaan laskelmassa yhtenä yksikkönä. FCA käyttää tilastossaan vielä UCITS-termiä, vaikka juridisesti Ison-Britanniassa ei Brexitin jälkeen enää ole yhteissijoitusyrityksiä (UCITS). Lähde: <https://www.fca.org.uk/firms/authorised-recognised-funds>. Ks. myös Thompson – Choi 2001, s. 18, jonka mukaan vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt vahvistavat asemaansa Ison-Britanniassa ja Irlannissa trust-muotoisten yhteissijoitusyritysten kustannuksella.

⁴⁰ SRL:n ja UCITS-direktiivin terminologian mukaan "perustamisasiakirjalla" tarkoitetaan yhteissijoitusyrityksen konstitutiivista dokumenttia yhteissijoitusyrityksen oikeudellisesta muodosta riippumatta.

⁴¹ Tämä on pääsääntö myös AIF-muotoisten osuustrustien ja kolmansien maiden osuustrustien osalta, ellei osuustrustin perustamisvaltiossa toisin säädetä.

⁴² Kyseessä on Ison-Britannian finanssimarkkinoita valvova viranomainen eli *The Financial Conduct Authority*.

⁴³ FSMA 247 (1) kuuluu seuraavasti: "*The FCA may make rules ("trust scheme rules") as to— (a) the constitution, management and operation of authorised unit trust schemes; (b) the powers, duties, rights and liabilities of the manager and trustee of any such scheme; (c) the rights and duties of the participants in any such scheme; and (d) the winding up of any such scheme.*"

⁴⁴ IMA 2005, s. 18. COLL on pääasiallinen sääntelykeino UCITS-direktiivin täytäntöönpanemiseksi ja se sisältää yksityiskohtaisia yhteissijoitusyritysten toimintaan liittyviä sääntöjä ja ohjeita.

*contents of the trust deed and, in the case of the participants, have effect as if contained in it.*⁴⁵ Sillä hetkellä, kun trustee ja rahastoyhtiö allekirjoittavat osuustrustin perustamisasiakirjan⁴⁶, on niiden tahtotilana perustaa yhteissijoitusyhtiö. Aikomus on selkeä. Sijoittajien on annettava suostumuksensa (merkinnän suorittamalla) ennen kuin heistä tulee osuustrustin osuudenomistajia ja osuustrustiin sisältyvän trustin edunsaajia.⁴⁷ Osuustrustin voidaan katsoa kokonaisuudessaan syntyneen vasta, kun ensimmäinen sijoittaja suorittaa merkintämaksun.

COLL 3.2.6 R:ssä säädetään pakollisista asioista, joiden on sisällyttävä osuustrustin perustamisasiakirjaan. Tietyt asiat ovat yhteisiä kaikille yhteissijoitusyrityksille⁴⁸, kun taas mainitun säännöksen kohdat 23–27⁴⁹ koskevat vain osuustrusteja. Lisäksi COLL mahdollistaa monien valinnaisten ehtojen ottamisen osuustrustin perustamisasiakirjaan. UCITS-muotoisten osuustrustien osalta perustamisasiakirjan laatimisessa tahdonvaltaisuus on hyvinkin rajattua. Jos perustamisasiakirjaan otetaan määräys, jota sääntely ei tunnusta tai jonka osalta ei nimenomaisesti ole annettu liikkumavaraa, ei perustamisasiakirjaa voida vahvistaa eikä osuustrusti voi aloittaa toimintaansa. Jos tällainen määräys otetaan perustamisasiakirjaan myöhemmässä vaiheessa, voidaan toimilupa myös peruuttaa. Ennen kuin kukaan voi sijoittaa osuustrustiin, täytyy sillä olla tarjousesite⁵⁰ (Suomessa vastaavana dokumenttina voidaan pitää SRL 15:3:ssa tarkoitettua rahastosietettä). Tarjousesitteen voidaan katsoa olevan hybridiluonteinen dokumentti. Se voi sisältää joitakin osuustrustin ehtoja, jotka eivät käy ilmi perustamisasiakirjasta, joten perustamisasiakirja ei ole tyhjentävä dokumentti. Tämä käy ilmi COLL 4.2.5 R kohdasta, jossa on lueteltu tarjousesitteen sisältö, joka on osin päällekkäinen perustamisasiakirjaan nähden ja toisaalta myös perustamisasiakirjaa täydentävä. Muualla COLL:ssa esiintyy myös säännöksiä, jotka antavat tahdonvapautta sen suhteen, määrätäänkö jostakin sääntelyn edellyttämästä asiasta tarjousesitteessä vai perustamisasiakirjassa.⁵¹ Sääntelyratkaisun taustalla on joustavuuden mahdollistaminen: yhteissijoitusyrityksissä tarjousesitteen muuttaminen on tavanomaisesti hallinnollisesti kevyempää kuin perustamisasiakirjan muuttaminen.⁵²

2.3 JURIDINEN LUONNE

Perinteinen yksityinen trusti (esimerkiksi suvun omaisuutta varten perustettu trusti) syntyy pääsääntöisesti, kun asettaja on allekirjoittanut perustamisasiakirjan (*trust deed*) ja trust-omaisuus on siirtynyt kokonaisuudessaan trusteeelle. Yksityisessä trustissa asettaja on trustin perustaja. Osuustrustissa ei puolestaan ole lainkaan asettajaa.⁵³ Toisaalta voidaan myös kysyä, onko osuustrustissa kyse trustista ylipäätään. Osuustrustin perustamisasiakirjan (*unit trust deed*) osapuolia ovat rahastoyhtiö ja trustee. Näyttää

⁴⁵ Pakottavasta sääntelystä ei voida poiketa osuustrustin perustamisasiakirjassa. Jos perustamisasiakirjan ja pakottavan sääntelyn välillä on konfliktitilanne, syrjäyttää pakottava sääntely osuustrustin perustamisasiakirjan määräykset.

⁴⁶ Perustamisasiakirjassa määrätään muun muassa sijoituspolitiikasta, trusteeen ja rahastoyhtiön suorittamista palveluista, palkkioista, osuuksien hinnoittelusta, alla olevien sijoituskohteiden arvostamisesta, mahdollisesta tuotonmaksusta, lunastusprosessista, osuudenomistajien oikeuksista ja osuudenomistajien kokouksesta. Varojen asettaminen trustiin on ainoastaan yksi osuustrustin ominaisuuksista, ei sen pääasiallinen eikä ainoa ominaisuus.

⁴⁷ Sin 1997, s. 58–59. Perustamisasiakirja sitoo myös osuudenomistajia, vaikka he eivät suoraan olekaan sen osapuolia. Ks. täältä osin Sin 1997, s. 76–77 ja COLL 8.2.6 R (5).

⁴⁸ Isossa-Britanniassa on mahdollista perustaa yhteissijoitusyrityksiä UCITS-direktiivin sallimissa kaikissa kolmessa juridisessa muodossa, joten Iso-Britannia on implementoinut direktiivin laajasti.

⁴⁹ Nämä ovat 23) governing law for a trust deed, 24) trust deed to be binding and authoritative, 25) declaration of trust, 26) trustee's remuneration ja 27) responsibility for the register.

⁵⁰ Tarjousesite on yhteissijoitusyritysten säännelty dokumentti ja siitä säädetään erityisesti UCITS-direktiivin 68–75 artikloissa. Nykyisestä *prospectus*-termistä poiketen aiemmin osuustrustien tarjousesitettä kutsuttiin termillä ”*Scheme Particulars*”.

⁵¹ Ks. esim. COLL 6.4.6 R (1), jonka mukaan ”*Every unitholder of an AUT [= Authorised Unit Trust] is entitled to transfer units held on the register by an instrument of transfer in any form that the person responsible for the register may approve, but that person is under no duty to accept a transfer unless it is permitted by the trust deed or prospectus.*”

⁵² Ks. soveltuvin osin Sin 1997, s. 78–80, jossa asiaa on tarkasteltu tuolloin voimassa olleen sääntelyn näkökulmasta.

⁵³ Vrt. Turtiainen 2004, s. 24, jonka mukaan asettaja ja edunsaaja ovat yksi ja sama henkilö. Myöhemmin esitetyillä perusteilla tulkinta on kuitenkin virheellinen.

ilmeisen selvältä, ettei kumpikaan näistä tahoista toimi asettajana. Osuustrustin perustamisasiakirjan mukaan rahastoyhtiö hallinnoi toisten sijoittamia varoja. Tavanomaisessa trustissa asettaja luopuu kaikesta oikeuksistaan trust-omaisuutta kohtaan.⁵⁴ Vastaava yksipuolinen tahdonilmaisu⁵⁵ puuttuu rahastoyhtiöltä trustin perustamisasiakirjassa: rahastoyhtiöllä ei ole mitään omaisuutta, jonka se voisi asettaa trustiin.⁵⁶

Trustia ei voi kuitenkaan olla olemassa, jos omaisuuttakaan ei ole.⁵⁷ Trusti syntyy vasta, kun ensimmäinen sijoittaja merkitsee osuutensa ja maksaa merkintämaksun. Kun sijoittaja merkitsee osuuksia, voidaanko hänet katsoa trustin perustajaksi eli asettajaksi? Jokaisella sijoittajalla on yhtäläinen tahtotila: varojen asettaminen yhdessä muiden sijoittajien kanssa ammattimaisen varainhoitajan hallinnoitavaksi ennalta määrättyillä sopimusehdoilla. Jos jokainen sijoittaja katsottaisiin asettajaksi, tarkoittaisi tämä sitä, että jokaisen merkinnän hyväksymisen yhteydessä syntyisi uusi trusti. Tämä ei kuitenkaan vastaa kirjanpitosääntöksiä, osuudenomistajien kokousta koskevaa sääntelyä taikka osuustrustien perustamisasiakirjojen määräyksiä. Todellisuudessa osuudenomistajat ovat yhden trustin edunsaajia. Yhteenvedona voidaan todeta, että osuuksia merkitsevällä osuudenomistajalla ei ole pyrkimystä perustaa trustia hänen itsensä hyväksi, vaan hänellä on ainoastaan pyrkimys lisätä varallisuutta olemassa olevaan trustiin ja saada edunsaajan oikeudet muiden osuustrustin tarjoamien sopimuksellisten oikeuksien lisäksi.⁵⁸

Trust-oikeus mahdollistaa trustin perustamisen sopimuksella. Kyseessä on yleensä yksipuolinen sopimus, jossa asettaja sitoutuu tiettyyn toimenpiteeseen tai suoritukseen. Kun suoritusvelvollisuus on täytetty, katsotaan trustin tulleen perustetuksi, jolloin perustamissopimuksen velvoitteet on täytetty ja sopimuksen voimassaolo lakkaa. Trust-järjestely ja sopimus pysyvät selvästi erillään toisistaan. Osuustrustien tapauksessa suoritusvelvollisuus toimii eri tavoin. Kaupallisesta näkökulmasta katsottuna sekä trustee että rahastoyhtiö tarjoavat ammattimaisia varainhoitopalveluita korvausta vastaan. Trustin perustamisasiakirjassa ne sopivat toistensa tehtävistä osuustrustin hallinnossa sekä maksettavista palkkioista. Kyseessä on trusteeen ja rahastoyhtiön välinen sopimus, jossa sovitaan kummankin osapuolen velvoitteista.⁵⁹

Osapuolten suostumus on järjestelyssä koko ajan läsnä. Osuustrustiin liittyvissä transaktioissa rahastoyhtiö ja trustee toimivat *arm's length* -periaatteen mukaisesti yhteisen omaisuudenhoidon tarjoamisen osalta. Puolestaan osuustrustiin sisältyvän trustin perustaminen tai siihen liittyminen vaatii aina osuudenomistajan suostumuksen. Asia on toisin monissa yksityisissä trusteeissa, joita tarkasteltiin lyhyesti aiemmin. Toisaalta osuustrustin sopimuksellista ulottuvuutta tukee myös se, että osapuolten yhteisymmärrys koskee muutakin kuin trustissa olevaa varallisuutta. Osuustrustin perustamisasiakirjan trust-järjestelyyn liittymättömät määräykset osoittavat, että osuustrusti ei ole puhtaasti trust-järjestely. Perustamisasiakirja voidaan ajatella rahastoyhtiön ja trusteeen yhdessä tekemänä tarjouksena sijoitustuotteesta, joka sisältää yhtenä osana trust-elementin. Vastaavasti kuin osuudenomistaja merkitsee osuuksia, hän saa muutakin kuin edunsaajan aseman osuustrustiin sisältyvässä trustissa. Hän hyväksyy perus-

⁵⁴ Ks. Hudson 2016, s. 73–74. Näin on, ellei asettaja tule itse trusteeen tai edunsaajan asemaan, joka sinänsä on mahdollista (ks. alaviite 26).

⁵⁵ Nimenomainen tai ”tahdottu” trust syntyy asettajan yksipuolisella tahdonilmaisulla. Ks. esim. Pettit 2012, s. 31–32 ja Hudson 2016, s. 57.

⁵⁶ Sin 1997, s. 47 ja 50–51.

⁵⁷ Ks. Pettit 2012, s. 51, jonka mukaan trustin kohteena olevalle omaisuudelle ei ole rajoituksia, kunhan se on yksilöitävissä. Toisaalta Hudson 2016, s. 239 mukaisesti trustia ei voida kuitenkaan perustaa kohdistumaan omaisuuteen, jota ei ole vielä olemassa.

⁵⁸ Sin 1997, s. 47 ja 51–55.

⁵⁹ Sin 1997, s. 55–56. Vaikka UCITS-direktiivistä johtuva pakottava lainsäädäntö on osin standardisoinut rahastoyhtiön ja trusteeen velvollisuuksia ja vastuita, ei trustin perustamisasiakirjan luonne sopimuksena kuitenkaan kokonaan poistu.

tamisasiakirjan määräykset ja hän saattaa myös tulla osapuoleksi muihin⁶⁰ osuustrustin järjestämiin sopimuksiin.⁶¹

Osuustrustissa on kyse trust-varoista eikä velkojasuhteesta, koska osapuolet nimenomaisesti sopivat niin.⁶² Trust-oikeudessa tehokkaan trustin syntymisen edellytyksenä sanotaan olevan kolme varmuustekijää (*three certainties*): käytetyn ilmaisun yksilöinti, trust-omaisuuden yksilöinti ja edunsaajien yksilöinti.⁶³ Osuustrustissa kolme varmuustekijää määritellään sopimuksellisesti. Käytetyn ilmaisun yksilöinnillä tarkoitetaan sitä, että trustin perustamista on nimenomaisesti tarkoitettu. Aiemman tarkastelun pohjalta havaitaan, että trustin perustamista koskeva ilmaisu on sopimukseen perustuva ja näin ollen yhteisymmärryksessä tehty. Yksi sopimusehto muiden joukossa on, että trustee pitää hallussaan osuudenomistajien varoja siinä tarkoituksessa, että ne sijoitetaan osuustrustin perustamisasiakirjan ja pakottavan lainsäädännön mukaisesti. Trustia käytetään vain varojen säilytyspaikkana sopimuksellisessa yhteissijoitusvälineessä. Toisena varmuustekijänä trust-omaisuus on myös yksilöity, koska sopimuksessa on sovittu, että merkintöjen maksuista saadut rahat muodostavat trustiin asetettavan omaisuuden. Kolmanneksi edunsaajien yksilöinti on läsnä, koska edunsaajat ovat samoja henkilöitä (tai heidän sijaansa tulleita), jotka ovat siirtäneet trust-omaisuuden trusteeelle.⁶⁴

Osuustrustien perustamisasiakirjoihin sisältyvän tyyppillisen määräyksen⁶⁵ ja pakottavan COLL 7.4.4 R (2) kohdan johdosta havaitaan, että trustilla on kaksi eri haaraa, tai trusteeja voidaan katsoa olevan kaksi. Ensijainen trusti on olemassa silloin, kun osuustrusti on toiminnassa (*going concern*). Kyse on tällöin trustista, joka on rahastoyhtiön aktiivisen varainhoidon kohteena. Trusti ei ole olemassa realisoititilanteita varten muutoin kuin etukäteen sovittujen lunastustapahtumien osalta. Toissijainen trusti⁶⁶ muodostuu siitä hetkestä lähtien, kun osuustrustin selvitystilaukaiseva tekijä ilmenee. Kyseessä on tällöin trusti, joka on olemassa omaisuuden rahaksi muuttamista ja saatujen varojen osuudenomistajille jakamista varten. Sääntely poissulkee rahastoyhtiön oikeuden osallistua toissijaisen trustin hallintoihin. Toiminnallisesta näkökulmasta kaksoistrustin rakenne on yksinkertaista hahmottaa. Osuustrustissa olevat trust-varat ovat kuin osakeyhtiön osakepääoma, jota käytetään yhtiön päämääriä varten silloin, kun yhtiö on toiminnassa ja joka jaetaan osakkeenomistajille yhtiön selvittämisen jälkeen.⁶⁷

2.4 HALLINTO JA PÄÄTÖKSENTEKO

Sopimusoikeudellisesta näkökulmasta osuustrustin perustamisasiakirja on monenvälinen sopimus, joka COLL 8.2.6 R (5) nojalla tuo osuudenomistajat osaksi sopimusta, vaikka he eivät sitä muodollisesti alle-

⁶⁰ Tällainen voi olla esimerkiksi jatkuva säästämissopimus, jossa osuudenomistajan tililtä veloitetaan automaattisesti tietty summa tietyin väliajoin lisämerkintöjen tekemistä varten.

⁶¹ Ks. Sin 1997, s. 58–59.

⁶² On selvää, että jos henkilö vastaanottaa rahaa ja on velvollinen pitämään rahat erillään muista varoista esimerkiksi pankissa tai muutoin ja maksamaan tuotot edunsaajalle, on kyse trust-varoista ja rahat vastaanottanut henkilö katsotaan trusteeeksi. Sitä vastoin, jos rahat vastaanottanut henkilö ei ole velvollinen pitämään rahoja erillään, vaan voi sekoittaa rahat omiin varoihinsa ja käyttää niitä mielensä mukaan, ei henkilöä voida katsoa trusteeeksi, vaan velalliseksi. Ks. tapaus *Henry v. Hammond* [1913] 2 KB 515.

⁶³ Ks. tarkemmin kolmesta varmuustekijästä *Pettit* 2012, s. 48–59 ja yksityiskohtaisemmin *Hudson* 2016, s. 76–152.

⁶⁴ Sin 1997, s. 69.

⁶⁵ Kyseessä on COLL 3.2.6 R (25) kohdassa tarkoitettu *Declaration of Trust* -määräys, joka voi esimerkiksi kuulua seuraavasti: *Subject to the provisions of this Deed and to all regulations made under Section 247 of the Act for the time being in force: the scheme property (other than any sum standing to the credit of the distribution account) is held by the Trustee on trust for the unitholders in the Scheme pari passu according to the number of units (or fractions thereof) held by each unitholder or, when more than one class of units are in issue according to the number of undivided shares in the scheme property represented by the units (or fractions thereof) held by each unitholder.*

⁶⁶ Kaksoistrustin rakenne on tyyppillinen myös AIF-muotoisissa osuustrusteissa ja monissa offshore-osuustrusteissa, vaikkakin selvitystilaukaisevien tekijöiden lista voi olla yksityiskohtaisempi.

⁶⁷ Sin 1997, s. 70–72.

kirjoitakaan.⁶⁸ Tämä monenvälinen sopimus on luonteeltaan perustamisasiakirja ja se määrittää osapuolten roolit: trustee toimii varojen säilyttäjänä ja muodollisena omistajana⁶⁹, rahastoyhtiö vastaa sijoituspäätöksistä ja osuudenomistajat kantavat sijoituksiin liittyvät riskit. Ei voidakaan kyseenalaistaa, etteikö osuustrustin perustamisasiakirjalla olisi vastaavia funktioita kuin oikeushenkilöiden tai muiden oikeudellisten järjestelyjen perustamisasiakirjoilla, kuten osakeyhtiöiden yhtiöjärjestyksillä taikka yhdistysten säännöillä.⁷⁰

Osuustrustissa rahastoyhtiö on keskeisessä roolissa. Rahastoyhtiö vastaa osuustrustin hallinnoinnista ja johtamisesta. Osuustrusti ei ole oikeushenkilö, joten se ei voi itsenäisesti tehdä oikeustoimia.⁷¹ Rahastoyhtiön oikeudet ovat johdettavissa pakottavasta sääntelystä ja sen mukaisesti laaditusta osuustrustin perustamisasiakirjasta ja tarjousesitteestä. Kaupallisesta näkökulmasta katsottuna osuustrusti on rahastoyhtiön tarjoama sijoitustuote; rahastoyhtiön ja tavallisesti myös sen emoyhtiön strategiana on tarjota finanssipalveluita. Sillä on pelissä sekä taloudellinen riski toiminnan epäonnistumisesta, että *goodwill*. Osuustrustin hallinnoiminen on rahastoyhtiön tärkein tehtävä.⁷² Myös osuustrustin sijoitusportfolion sisällöstä päättää rahastoyhtiö.⁷³ Toisaalta yleisestä hallinnoimisvastuusta voidaan eritellä likviditeetin järjestäminen: rahastoyhtiön on laskettava liikkeeseen osuuksia ja mahdollistettava niiden lunastaminen.⁷⁴

Säilytysyhteisön ja trusteeen⁷⁵ päätehtävänä on ” – *take into its custody or control all documents of title of the scheme property other than in respect of derivatives or forward transactions* – ”.⁷⁶ Kuten aiemmin on todettu, jokaisessa UCITS-muotoisen osuustrustin perustamisasiakirjassa on *declaration of trust* -määräys, jonka mukaan trustee pitää osuudenomistajien varoja trustissa. Toisena trusteeen päätehtävänä on rahastoyhtiön valvominen. Trusteella on yleinen velvollisuus asianmukaista huolellisuutta noudattaen valvoa osuustrustin hallinnoimista ja eritoten varmistaa, ettei rahastoyhtiö poikkea sijoitustoiminnan rajoituksista.⁷⁷ Velvollisuus ei tarkoita, että trusteeen tarvitsisi arvioida jokaista sijoituspäätöstä erikseen. Valvontatehtäviä ei voida delegoida rahastoyhtiölle tai tämän lähipiirille. Valvontatehtävä tuo trusteeelle lisävelvollisuuksia verrattuna yksityisiin trusteeihin.⁷⁸ Trusteelta ei edellytetä aktiivista valvontaa, eikä se käytännössä olisi mahdollistakaan. Trustee varmistaa valvontatehtäviensä onnistumisen

⁶⁸ Sin 1997, s. 91 mukaan itsessään tapauksesta *Clarke v. Dunraven* [1897] AC 59 juontuu sopimustulkinnan tueksi jo niin vahva oikeusohje, ettei erillistä osuustrustien perustamisasiakirjojen sopimusluonnetta selventävää säännöstä edes tarvittaisi.

⁶⁹ Rounds – Dehio 2007, s. 483.

⁷⁰ Sin 1997, s. 91–92.

⁷¹ Ks. Sin 1997, s. 176 ja 327–328; IMA 2005, s. 15; Warburton 2008, s. 765 ja Wegman 2016, s. 107. Osuudenomistaja ei voi olla sopimussuhteessa osuustrustin kanssa, koska osuustrusti ei ole oikeushenkilö.

⁷² COLL 6.6.3 R (1) kohdan yleissäännöksen mukaan: “*The authorised fund manager must manage the scheme in accordance with: (a) the instrument constituting the fund; (b) the applicable rules; (c) the most recently published prospectus; (d) for an ICVC, the OEIC Regulations; and (e) where applicable, the Money Market Funds Regulation.*”

⁷³ Ks. COLL 6.6.3 R (3). Sijoituspäätöksissä on kuitenkin noudatettava perustamisasiakirjan ja tarjousesitteen määräyksiä, jotka on UCITS-muotoisilla osuustrusteilla laadittava UCITS-sijoitusrajoitusten mukaisesti.

⁷⁴ Sin 1997, s. 191 ja COLL 6.2.16 R.

⁷⁵ UCITS-direktiivin 22 artiklan mukaisesti jokaiselle yhteissijoitusyhtyeille on nimettävä yksi säilytysyhteisö. Säilytysyhteisön tehtäviä tarkastellaan lyhyesti myöhemmin luvussa 3.4. Säilytysyhteisön tehtävät ovat samanlaisia yhteissijoitusyhtyeiden juridisesta muodosta riippumatta lukuun ottamatta trusteeen erityisiä valvointeja, joita sivutaan tässä luvussa 2.4.

⁷⁶ COLL 6.6.4 R. Sääntelyssä on otettu lähtökohta, että säilytysyhteisöstä ja trusteeesta puhutaan toistensa synonyymeinä niissä yhteyksissä, joissa se on mahdollista. Trustee voi järjestää säilytystehtävän itse, tai se voi delegoida säilytystehtävän edelleen toimijalle, joka voi sääntelyn puitteissa toimia säilytysyhteisönä.

⁷⁷ COLL 6.6.4 R.

⁷⁸ Yksityisissä trusteeissa trustee on velvollinen valvomaan käyttämiään asiamiehiä, mutta ei muita tahoja. Rahastoyhtiö ei ole trusteeen asiamies, minkä vuoksi kyseessä on lisävelvollisuus. Ks. Sin 1997, s. 189–190.

erinäisillä tiedonsaantioikeuksilla, joten valvonnan onnistumisessa myös rahastoyhtiöllä on merkittävä rooli. Trusteella on oikeus käypään palkkioon vastineena tehtäviensä suorittamisesta.⁷⁹

Osuudenomistajien rooli ei ole ainoastaan passiivinen. Osuustrustin osuudet ovat itsessään varallisuusarvoisia objekteja⁸⁰, eikä osuudenomistajilla ole oikeutta suoraan osuustrustin alla oleviin varoihin, vaan osuudenomistajilla on oikeus ainoastaan osuuksien arvoa vastaavaan rahasummaan ja mahdolliseen arvonnousuun.⁸¹ Osuustrusteissa on mahdollisuus tehdä osuudenomistajien yhteisiä päätöksiä, jotka ylätasolla vastaavat osakeyhtiöiden päätöksentekomekanismeja. Varsinaisia osuudenomistajien kokouksia voidaan pitää, mutta käytännössä nykyään pidetään vain ylimääräisiä osuudenomistajien kokouksia, jos jokin laajakantoinen asia sitä edellyttää. Rahastoyhtiö tai trustee voivat kutsua kokouksen koolle milloin tahansa, mutta osuudenomistajat voivat esittää kokouksen koolle kutsumista vain, jos vähintään sellainen joukko osuudenomistajia, joiden osuudet edustavat vähintään 10 prosenttia osuustrustin varoista, sitä vaativat.⁸² Toisaalta sääntelyssä todetaan, että olennaiset muutokset osuustrustin ehtoihin vaativat aina sijoittajien määränemmistön (75 prosentin)⁸³ hyväksynnän.⁸⁴

Osuudenomistajien kontrollioikeuksien ollessa vähäiset on heidän pääasiallisena oikeussuojakeinonaan lunastusoikeus. Lunastus on päinvastainen toimenpide uuden osuuden liikkeeseenlaskuun nähden. Lähtökohtaisesti trusteeen tehtävänä on hoitaa osuuksien liikkeeseenlasku ja mitätöiminen.⁸⁵ Rahastoyhtiö voi ohjeistaa trusteea mitätöimään lunastetut osuudet, taikka se voi pitää ne itsellään *"in the box"*⁸⁶ⁿ. Lunastusmahdollisuuden järjestäminen on UCITS-direktiivistä suoraan juontuva pääsääntö, josta voidaan poiketa vain rajoitetusti.⁸⁷ Lunastusmahdollisuuden lisäksi osuudenomistajat, jotka ovat yksi-

⁷⁹ Ks. Sin 1997, s. 101, 169–170, 189–190 ja 253–255. Trusteen ei voida katsoa olevan pelkkä säilytysagentti tai ns. paljas trusti (*bare trust*, josta tarkemmin esim. Hudson 2016, s. 137–138), jolla ei ole trust-varojen hallussapidon lisäksi muita velvollisuuksia. Osuustrustissa trustee on ns. palkattu trustee, jolla on aktiivisia velvollisuuksia. Tämän lisäksi trusteeella on tiettyjä trust-oikeudesta johdettuja reservioikeuksia, joita ei ole muussa juridisessä muodossa perustettujen yhteissijoitusyritysten säilytysyhteisöillä. Osuustrustin trusteeella on vastaava oikeus kuin yksityisenkin trustin trusteeella kääntyä tuomioistuimen puoleen hakeakseen hyväksyntää tietyille toimelle, saadakseen ohjeistusta tai hakeakseen korvausta osuudenomistajien lukuun. Ks. tältä osin nimenomaisesti COLL 6.1.3 R (G): *"The oversight responsibilities for a trustee of an AUT are similar to, but not the same as, the oversight responsibilities of the depository of an ICVC or ACS. These differences result from the different legal structure of the authorised funds and the trustee's obligations under trust law."*

⁸⁰ Sin 1997, s. 97 mukaan *"Units are a form of property themselves."* Puolestaan Sin 1997, s. 316 toteaa, että *"As between a unitholder and a manager, units are dealt with as items of property."*

⁸¹ Sin 1997, s. 284, 287 ja 330.

⁸² On huomioitava, että osuudenomistajien oikeus rajoittuu vain esityksen tekemiseen, mikä tarkoittaa, että kokousta ei välttämättä tarvitse pitää, vaikka edellytetty osuudenomistajien määrävähemmistö sitä vaatisi.

⁸³ COLL 4.3.2 R (2) kohdan mukaan: *"A fundamental change is a change or event which: (a) changes the purposes or nature of the scheme; or (b) may materially prejudice a unitholder; or (c) alters the risk profile of the scheme; or (d) introduces any new type of payment out of scheme property."* On kuitenkin huomioitava, että osuustrustien (ja muutoinkin UCITS-rahastojen) perustamisasiakirjat pyritään kirjoittamaan etenkin sijoituspolitiikan osalta usein niin väljiksi, että verrattain suuriakaan muutoksia ei aina välttämättä voida katsoa olennaisiksi muutoksiksi. Ks. tältä osin Horváthová 2015, s. 174 ja 198.

⁸⁴ Sin 1997, s. 96–97 ja 151–152.

⁸⁵ COLL 6.2.6 R (1) kohdan mukaan *"The depository must issue or cancel units in an AUT or ACS when instructed by the authorised fund manager."*

⁸⁶ Tällä tarkoitetaan sitä, ettei lunastettuja osuuksia mitätöidä, vaan ne myydään uusille osuudenomistajille. Ks. IMA 2005, s. 31, jonka mukaan Isossa-Britanniassa on tavallista, että rahastoyhtiö pitää yhteissijoitusyrityksen osuuksia tai osakkeita omaan lukuunsa: tähän viitataan termillä *"Manager's box"*. Rahastoyhtiön omistusposition tarkoituksena on toimia hallinnoimista helpottavana puskurina, jossa sijoittajien rahavirtojen netotus tapahtuu vastaavaan positioon päivittäin. Ks. myös Peltonen 1995, s. 31.

⁸⁷ UCITS-direktiivin 84 artiklan 2 kohdan mukaan: *"Poiketen siitä, mitä 1 kohdassa säädetään: a) yhteissijoitusyritys voi väliaikaisesti keskeyttää osuuksiensa takaisinoston tai lunastamisen sovellettavan kansallisen lainsäädännön, rahaston sääntöjen tai sijoitusyhtiön perustamisasiakirjojen mukaisesti; b) yhteissijoitusyrityksen kotijäsenvaltio voi antaa toimivaltaisille viranomaisilleen valtuudet vaatia osuuksien takaisinostojen tai lunastuksen keskeyttämistä, jos osuudenhaltijoiden tai yleisön etu edellyttää sitä."*

tyshenkilöitä, voivat vaatia vahingonkorvausta, jos he ovat kärsineet vahinkoa sen takia, että rahastoyhtiö ei ole noudattanut COLL:n säännöksiä.⁸⁸

Yhteenvetona voidaan todeta, että osuustrustin osuudet tuovat omistajalleen seuraavat etuudet: 1) oikeus käteiseen rahasummaan, joka kulloisenakin ajanhetkenä vastaa osuudenomistajan omistamien osuuksien arvoa, 2) hyötyminen sopimusmääräyksistä, joista kolmas osapuoli on sopinut rahastoyhtiön tai trusteen kanssa osuudenomistajien hyväksi (esimerkiksi takaukset), 3) hyötyminen osuustrustin hallinnointia tai sijoitustoimintaa koskevista sopimusmääräyksistä, joista kolmas osapuoli on sopinut rahastoyhtiön tai trusteen kanssa, 4) hyötyminen sopimusmääräyksistä, joista rahastoyhtiö on sopinut trusteen kanssa osuudenomistajien hyväksi, 5) hyötyminen sopimusmääräyksistä, joista trustee on sopinut rahastoyhtiön kanssa osuudenomistajien hyväksi ja 6) hyötyminen sopimusmääräyksistä, joista trustee, rahastoyhtiö tai muut osuudenomistajat ovat sopineet osuudenomistajan kanssa suoraan, esimerkiksi määräykset liittyen lunastuksiin, äänestyksiin (mukaan lukien niitä koskevat proxy-valtuudet) ja osuudenomistajien kokouksiin.⁸⁹

2.5 ALARAHASTOT

Yhteissijoitusyrityksille tavanomaisella tavalla osuustrusti voidaan perustaa myös sateenvarjomuodossa.⁹⁰ COLL 1.2.1A G kohdan mukaan ”Any authorised fund, except for an ACS that is a limited partnership scheme, may be structured as an umbrella with separate sub-funds.” Tosiasiassa sateenvarjo-osuustrusti koostuu useista eri osuustrusteista, joilla on erilaiset riskiprofiilit ja sijoituspolitiikat, mutta jotka ovat kuitenkin rahastoyhtiön ja trusteen yhteisen hallinnoinnin kohteena. Käytännössä sateenvarjo-osuustrustin perustamisasiakirjassa usein määrätään, että osuudenomistajilla on oikeus vaihtaa osuuksia eri alaosuustrustien välillä.⁹¹

Alaosuustrustien varat ovat erillisiä toisiinsa nähden. Tämä tarkoittaa sitä, ettei alaosuustrustien varoja tai velvoitteita voida sekoittaa toisiinsa. Yleinen trust-oikeudellinen doktriini itsessään takaa alaosuustrustien varojen erillisyyden, koska jokainen alaosuustrusti on faktisesti erillinen osuustrusti. Trustin edunsaajan oikeusasema on vahva: trustin kohteena oleva varallisuus on nimellisesti trusteen, mutta ei silti kuulu tämän varoihin suhteessa järjestelyn ulkopuolisiin intressitahoihin.⁹² Alaosuustrustin varat eivät näin ollen kuulu toisten alaosuustrustien varoihin. Nimenomaista varojen erillisyyttä täsmentävää sääntelyä ei ole nähty tarpeelliseksi.⁹³ Yhdistyneen kuningaskunnan valtiovarainministeriö (*HM Treasury*) tiedusteli toimialalta lisäsääntelyn tarpeesta konsultaatiossaan vuonna 2007, mutta toistaiseksi toimenpiteille ei nähty olevan tarvetta.⁹⁴ Toisaalta rahastoyhtiöiden on kiinnitettävä erityistä huomiota sateenvarjo-osuustrustien perustamisasiakirjojen ja muiden sopimusten laadintaan, jotta on riidatonta, että toisistaan erillisten alaosuustrustien perustamista on nimenomaisesti tarkoitettu.

Edellä a alakohdassa tarkoitettu keskeytys saa tulla kysymykseen vain sellaisissa poikkeuksellisissa tilanteissa, joissa olosuhteet edellyttävät sitä ja joissa se on osuudenhaltijoiden edut huomioon ottaen perusteltua.”

⁸⁸ Ks. COLL Schedule 5: Rights of action for damages.

⁸⁹ Ks. Sin 1997, s. 263.

⁹⁰ UCITS-direktiivin 1(2) artiklan mukaan jäsenvaltiot voivat sallia, että yhteissijoitusyritys koostuu useasta alarahastosta.

⁹¹ Sin 1997, s. 262.

⁹² Mikkola 2003, s. 90 ja Hudson 2016, s. 48. Kansainvälisesti tästä trustin ominaispiirteestä käytetään termiä ”the insolvency ring-fence”.

⁹³ Asia on toisin Ison-Britannian yhtiömuotoisten (OEIC) ja sopimusperusteisten (ACS) yhteissijoitusyritysten osalta, joita koskevassa sääntelyssä on nimenomaisesti pyritty varmistamaan alarahastojen varojen erillisyydestä. Näihin palataan jäljempänä.

⁹⁴ Ks. HM Treasury 2007, s. 16 ja HM Treasury 2009, s. 50.

2.6 ARVIOINTIA

Osuustrustien oikeudellinen muoto rakentuu trust-oikeudellisten ja sopimusoikeudellisten elementtien pohjalta.⁹⁵ Trust-oikeudelliset ainekset tekevät osuustrustista selvästi muista yhteissijoitusyrityksistä erotettavan oikeudellisen muotonsa. Osuustrusteissa sijoittajien kontrollioikeuksia ei ole kokonaan eliminoitu, mutta tästä huolimatta pääasiallisena oikeussuojakeinona toimii sijoittajien *exit*-oikeus. Osuustrusti ei ole oikeushenkilö, ja osuustrustissa olevat varat omistaa muodollisesti trustee. Varojen erillisuus perustuu trust-oikeudelliseen doktriiniin. Osuustrustit toimivat samoin kuin muussakin oikeudellisessa muodossa perustetut yhteissijoitusyritykset, joten trust-oikeudesta johtuvat erityiset oikeudet ja periaatteet eivät tuo käytännön toimintaan merkittäviä eroavaisuuksia.

Osuustrustien määrä ja niiden pääomien määrä suhteessa muihin yhteissijoitusyrityksiin ovat vähentyneet tasaisesti viimeisten vuosikymmenien aikana ja tämä kehitys tulee mitä ilmeisimmin myös jatkumaan. Trust-oikeus on *common law* -järjestelmissä oma oikeudenalansa, joka voi ulottua melkein päälle tahansa muulle oikeudenalalle. Tästä johtuen trustin siirtäminen mannereurooppalaisiin järjestelmiin ei ole ongelmattonta. Myös Suomen oikeudessa trust on vieras, eikä sen kokonaisvaltainen siirtäminen olisi mahdollista ilman, että rikottaisiin muiden oikeudenalojen keskeisiä periaatteita.

3 SOPIMUSPERUSTEISET YHTEISSIJOITUSYRITYKSET

3.1 TAUSTAA

Sopimusperusteiset yhteissijoitusvälineet kehittyivät Euroopassa hiljalleen 1900-luvulla vastineena trust-muotoisille rahastoille, vaikka niiden juuret ovatkin jäljitettävissä Sveitsiin aina 1800-luvun⁹⁶ puolelle. Vahvaa *common law* -leimaa kantava trust on ollut vaikea instituutio siirrettäväksi sellaisenaan mannereurooppalaista oikeusryhmää edustaviin maihin. Pysyäkseen mukana rahastosektorin sääntelyn kehityksessä mannereurooppalaista oikeusryhmää edustavien maiden oli kehitettävä yhteistä sijoitustoimintaa varten sellainen oikeudellinen muoto, joka on mahdollisimman samankaltainen osuustrustin kanssa ilman trust-ulottuvuutta. Trust-rakenteelle ominainen trust-varojen erillisuus on täytynyt järjestää erityissäännöksin, jotka koskevat muun muassa panttaus-, luovutus-, lainaus-, kuittaus- ja ulosmittauskieltoa, ulkopuolisuutta rahastoyhtiön sitoumuksista ja vastuista sekä erillisyyttä rahastoyhtiön konkurssipesästä.⁹⁷

Sopimusperusteisia yhteissijoitusvälineitä on esiintynyt jo 1960-luvulla muun muassa Luxemburgissa, Sveitsissä ja Saksassa.⁹⁸ Puolestaan 1970-luvulla edellä mainittujen lisäksi sopimusperusteisia yhteissijoitusvälineitä on esiintynyt muun muassa Ruotsissa, Itävallassa, Italiassa ja Hollannissa.⁹⁹ Nykyään sopimusperusteisia yhteissijoitusyrityksiä esiintyy laajasti Euroopassa useimmiten muiden juridisten muotojen ohella.¹⁰⁰ Jotkin valtiot sallivat kuitenkin ainoastaan sopimusperusteisen organisoitumismuoto-

⁹⁵ Osuustrustin oikeudellinen muoto sopimuksellisten ja trust-oikeudellisten elementtien yhdistelmänä on myös tunnustettu oikeuskäytännössä harvinaisessa ratkaisussa *Barclays Wealth Trustees (Jersey) Limited & Another v Equity Trust (Jersey) Limited and Another* [2014] JRC102D. Ratkaisussa jouduttiin ottamaan kantaa osuustrustin oikeudelliseen muotoon, ja tuomioistuimien toteaa ratkaisun 55 kohdassa: *"I have already examined the trust instruments in issue in the present case, and I do find there the contractual and trust features of the triangular relationship which I have mentioned, spelt out in formal language."* Tuomioistuimien tukeutui ratkaisussaan myös oikeuskirjallisuuteen, jonka osalta tässäkin artikkelissa laajalti viitattu Kam Fan Sin:n tutkimus osuustrustin oikeudellisesta luonteesta nousi merkittävään rooliin.

⁹⁶ Ks. Zetsche 2012, s. 372.

⁹⁷ SOU 1969:16, s. 107–110.

⁹⁸ Beggans 1969, s. 133.

⁹⁹ OECD C(71)234 1972, s. 53–58.

¹⁰⁰ Sopimusperusteisia yhteissijoitusyrityksiä voi perustaa muun muassa Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Saksassa, Luxemburgissa, Isossa-Britanniassa, Irlannissa, Ranskassa, Espanjassa ja Italiassa.

don. Näin on esimerkiksi Suomessa, jossa yhteistä sijoitustoimintaa on mahdollista harjoittaa vain sopimusperusteisella rahastojärjestelmällä.¹⁰¹ Niissä valtioissa, jotka sallivat useita juridisia muotoja, kannuste sopimusperusteisen rahastomuodon käytölle liittyy yhtiömuotoa parempaan joustavuuteen tietyissä tilanteissa sekä verotuksellisiin seikkoihin. Hiljattain myös sellaiset valtiot, joissa on aiemmin voinut perustaa vain trust-muotoisia tai yhtiömuotoisia yhteissijoitusyrityksiä, ovat mahdollistaneet sopimusperusteisten yhteissijoitusyritysten perustamisen.¹⁰² Sopimusperusteisen muodon mahdollistamisen ajurina on toiminut verotuksellisesti läpinäkyvän organisoitumismuodon luominen, jota voidaan käyttää luontevasti esimerkiksi master-feeder-rakenteen kohderahastona tai muunlaisissa varojen keskitettyä hankintaa (*asset pooling*) hyödyntävissä varainhoitojärjestelyissä.¹⁰³

Sinänsä termit ”sopimusperusteinen” tai ”sopimusmallinen”¹⁰⁴ eivät nykyään täysin kuvasta tilannetta. Terminologia juontaa juurensa 1900-luvun alkupuolelle, jolloin yhteinen sijoitustoiminta oli useissa valtioissa löyhästi säänneltyä tai kokonaan sääntelemätöntä. Sääntelyn puuttuessa sopiminen on ollut merkittävämmässä roolissa kuin nykyään, koska perustamisasiakirjoissa on täytyntä sopia yksityiskohtaisesti osapuolten oikeuksista ja velvollisuuksista. Nykyään EU-valtioissa yhteissijoitusyrityksiin liittyvä sopimusvapaus on varsin rajoitettua, koska pakottava sääntely asettaa sopimusperusteisille yhteissijoitusyrityksille yksityiskohtaiset reunaehdot, joiden puitteissa niiden on toimittava. Pakottavan sääntelyn voidaan ajatella tarjoavan mallisopimuksen¹⁰⁵, joka jättää tietyistä asioista sopimisen perustamisasiakirjojen tasolle. Sopimusperusteisten yhteissijoitusyritysten keskeinen ero verrattuna yhtiömuotoisiin yhteissijoitusyrityksiin (tai yleisemminkin osakeyhtiöihin) on se, ettei niitä voida suoraan pitää – toisin kuin yhtiöitä¹⁰⁶ – sopimuksesta erillisenä instituutina.

Sopimusperusteinen rahastomuoto samastetaan toisinaan trust-muotoisiin rahastoihin.¹⁰⁷ Kuten aiemmassa osuustrusteja koskevassa tarkastelussa on tuotu esille, näyttelevät sopimusoikeudelliset elementit suurta roolia myös osuustrusteissa. Osuustrusteja ja sopimusperusteisiä rahastoja ei ole kuitenkaan perusteltua pitää yhtäläisinä toisiinsa nähden. Trust-oikeus on vuosisatojen ajan kehittynyt oikeudenala, jonka puuttuminen mannereurooppalaisista sopimusperusteisistä rahastoista tekee niistä selvästi erotettavan oman juridisen muotonsa. Myös UCITS-direktiivin 1(3) artiklassa trust-muotoiset ja sopimusperusteiset yhteissijoitusyritykset on erotettu toisistaan. Tämä on myös tutkijoiden keskuudessa yleisemmän hyväksynnän saanut tapa yhteissijoitusyritysten luokitteluun.

Tässä artikkelissa sopimusperusteisten yhteissijoitusyritysten tarkastelun pohjaksi otetaan suomalainen sijoitusrahastojärjestelmä, jota voidaan pitää sopimusperusteisen organisoitumismuodon tavanomaisena esimerkkinä. Tietyiltä osin tarkastellaan myös suomalaisten sijoitusrahastojen¹⁰⁸ eurooppalaisia vastineita.

¹⁰¹ Ks. Thompson – Choi 2001, s. 4 ja 14 ja Turtiainen 2004, s. 21.

¹⁰² Esimerkiksi Irlanti lanseerasi sopimusperusteisen CCF-rahastomuodon (*common contractual fund*) vuonna 2003 ja Iso-Britannia lanseerasi sopimusperusteisen ACS-rahastomuodon (*authorised contractual scheme*) vuonna 2013. Nämä eivät kuitenkaan ole lähtökohtaisesti vähittäissijoittajille suunnattuja rakenteita, eikä niitä voi varauksitta verrata suomalaisiin sijoitusrahastoihin.

¹⁰³ HM Treasury 2012, s. 3–5 ja The Irish Funds Industry Association 2015, s. 2.

¹⁰⁴ Joissakin esityksissä puhutaan ”sopimusmallista” sopimusperusteisen sijasta, ks. esim. VM 5/2018 s. 49–52.

¹⁰⁵ Turtiainen 2004, s. 13.

¹⁰⁶ Vahtera 2012, s. 1048, 1066 ja 1069.

¹⁰⁷ Ks. esim. OECD C(71)234 1972, s. 7–9, jossa ”Contractual structure” -kategoriaan luetaan sekä osuustrustit että sopimusperusteiset rahastot. Katso vastaavasti myös esim. Wang 1994, s. 950–951; IOSCO 2006, s. 4–5 ja Rounds – Dehio 2007, s. 476.

¹⁰⁸ Kontekstista riippuen sijoitusrahastolla tarkoitetaan tässä luvussa joko SRL:ssä tarkoitettuja sijoitusrahastoja tai sopimusperusteisiä yhteissijoitusvälineitä yleisesti.

3.2 PERUSTAMINEN

Sijoitusrahasto pitää aina erikseen perustaa ja se tapahtuu SRL 8:1.1:n mukaan rahastoyhtiön hallituksen päätöksellä.¹⁰⁹ Toisaalta sijoitusrahastoa voidaan markkinoida vasta sen jälkeen, kun sen säännöt on vahvistettu Finanssivalvonnassa SRL 8:7.1:n mukaisesti. Sijoitusrahaston varsinaista syntymishetkeä voidaan pitää jossakin määrin epäselvänä.¹¹⁰ Sijoitusrahasto voidaan teknisesti perustaa, vaikka sitä ei vielä markkinoitaisi. Käytännössä näin myös toimitaan: sijoitusrahastoille haetaan y-tunnus¹¹¹ yleensä rahastoyhtiön hallituksen sijoitusrahaston perustamista koskevan päätöksen ja Finanssivalvonnan sääntöjen vahvistamisajankohdan välisenä aikana. Voidaan pitää jossakin määrin kyseenalaisena, että sijoitusrahaston katsotaan syntyneen, jos sitä ei voitaisi käyttää yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen.¹¹² Markkinakäytännöksi onkin muodostunut, että sijoitusrahastojen perustamispäivänä pidetään sitä päivämäärää, jona Finanssivalvonta on vahvistanut sijoitusrahaston säännöt, eikä esimerkiksi rahastoyhtiön hallituksen sijoitusrahaston perustamista koskevaa päätöspäivää taikka y-tunnuksen myöntämispäivää.¹¹³

Vertailun vuoksi sopimusperusteisten sijoitusrahastojen luxemburgilaisiin vastineisiin eli FCP-rahastojen (*Fonds commun de placement*) perustamiseen pätevät vastaavat lainalaisuudet. Rahastoyhtiö päättää FCP-rahaston perustamisesta ja laatii sille perustamisasiakirjan (*management regulations*). Yhteissijoitusyrittäjä voi aloittaa toimintansa vasta, kun Luxemburgin markkinavalvojalta CSSF:ltä (*Commission de Surveillance du Secteur Financier*) on saatu lupa ja yhteissijoitusyrittäjä on merkitty CSSF:n luetteloon. CSSF:ään tulee olla yhteydessä perustamisvaiheessa, jolloin perustamisasiakirjan ja myyntimateriaalin (tarjousesite) luonnokset toimitetaan CSSF:lle. CSSF antaa mahdolliset kommenttinsa, jonka jälkeen asiakirjat viimeistellään ja rahasto voi aloittaa toimintansa. Perustamisasiakirja tulee voimaan osuudenomistajia kohtaan tarkemmin määriteltynä ajankohtana, joka voidaan määrittää perustamisasiakirjassa.¹¹⁴

3.3 JURIDINEN LUONNE

Sopimusperusteisessa rahastorakenteessa sijoitusrahastoa hoitava rahastoyhtiö kerää yksityishenkilöiden ja yhteisöjen varoja yhteen sijoittaakseen ne useisiin arvopapereihin, jotka kollektiivisesti muodostavat sijoitusrahaston. Sijoitusrahaston sijoitustoiminnasta ja hallinnosta vastaa rahastoyhtiö. Rahastoyhtiö ei kuitenkaan omista hoitamiaan sijoitusrahastoja, vaan omistusoikeus sijoitusrahaston varoihin on siihen sijoittaneilla henkilöillä, yhteisöillä ja muilla oikeudellisilla järjestelyillä. Sijoitusrahasto jakautuu keskenään yhtäläisiin osiin eli rahasto-osuuksiin, jotka tuottavat tasavertaiset oikeudet rahastossa olevaan pääomaan. Osuudet jaetaan edelleen murto-osiiin¹¹⁵. Sopimusperusteisessa rakenteessa rahasto-

¹⁰⁹ Harju – Syyrilä 2001, s. 179.

¹¹⁰ Harju 2020, s. 82 mukaan sijoitusrahaston sääntöjen vahvistamisella Finanssivalvonnassa ei ole oikeutta luovaa eli konstitutiivista merkitystä.

¹¹¹ Ks. Harju 2020, s. 63, jossa todetaan, että sijoitusrahastoille on myönnetty Y-tunnuksia yli kymmenen vuoden ajan. Yritys- ja yhteisötietojärjestelmää (YTJ) ylläpitävät Patentti- ja rekisterihallitus ja Verohallinto. YTJ:n jaottelun mukaan sijoitusrahaston luokittelu on ”Muut oikeushenkilöt”. Y-tunnus annetaan yritys- ja yhteisötietolain (244/2001) 3 §:n perusteella järjestelmään rekisteröitäville yksiköille. Osa rekisteriin merkittävistä yksiköistä ei ole oikeushenkilöitä.

¹¹² Myös FIVA 7/00.04.01/2016, s. 8 tarkoittama UCITS-todistus voidaan antaa Finanssivalvonnasta vasta, kun sijoitusrahaston säännöt on vahvistettu. Todistus on valvojan viranomaisen virallinen todistus siitä, että todistuksessa tarkoitettu yhteissijoitusyrittäjä on olemassa. UCITS-todistuksessa sijoitusrahaston perustamispäivänä pidetään sääntöjen vahvistamispäivää.

¹¹³ Sijoitusrahaston perustamispäivä käy ilmi usein sijoitusrahaston säännöistä, rahastoesitteestä sekä avaintietoesitteestä.

¹¹⁴ Kremer – Lebbe 2014, s. 210 ja 241–242.

¹¹⁵ Harju – Syyrilä 2001, s. 195–196. Useimmat rahastoyhtiöt ottivat murto-osat käyttöön 1990-luvun loppupuolella. Ennen tätä yleisenä käytäntönä oli, että täysistä osuuksista yli jäänyt osa merkintäsummasta siirrettiin suoraan osaksi rahastopääomaa kaikkien osuudenomistajien yhteiseksi eduksi. Jos osuuden arvo oli korkea, saattoi sijoittaja menettää huomattavankin summan rahaa.

osuudenomistajilla ei kuitenkaan ole hallintaoikeutta sijoitusrahastossa olevaan varallisuuteen, vaan kontrollioikeus kuuluu rahastoyhtiölle.¹¹⁶

Sopimusperusteista rakennetta onkin osuvaa kuvata siten, että siinä sijoitusrahasto ei ole keskiössä, vaan keskeisessä roolissa on rahastoyhtiö. Sijoitusrahasto on sopimuksellinen järjestely, joka ei ole itsenäinen suhteessa rahastoyhtiöön.¹¹⁷ Tämä asetelma ilmenee SRL 9:1.3:stä: ”Rahastoyhtiö edustaa omissa nimissään sijoitusrahastoa tai sen alarahastoa. Sijoitusrahastoa ja alarahastoa koskevilla oikeustoimissa on mainittava, minkä sijoitusrahaston tai alarahaston puolesta rahastoyhtiö toimii.”¹¹⁸ Sijoitusrahasto ei ole erillinen oikeushenkilö.¹¹⁹ Sijoitusrahasto ei voi esimerkiksi itsenäisesti solmia sopimuksia, vaan sopimuksen solmii rahastoyhtiö edustaen kyseistä sijoitusrahastoa. Sopimusperusteisessa rahastorakenteessa kontrollioikeutta käyttävät rahastoyhtiön osakkeenomistajat eivätkä rahasto-osuudenomistajat. Sopimusperusteisessa sijoitusrahastossa rahasto-osuudenomistajilla ei ole valtaa vaihtaa sijoitusrahastoa hallinnoivaa rahastoyhtiötä tai tehdä muutoksia sijoituspolitiikkaan. Ensisijainen keino, jolla rahasto-osuudenomistaja voi vaikuttaa rahastoyhtiön päätöksentekoon, on rahasto-osuuksien lunastusmahdollisuus, eli hän voi tarvittaessa käyttää exit-oikeutta.¹²⁰ Tavallisen osuudenomistajan asema vaikutusmahdollisuuksien osalta onkin käytännössä verrannollinen piensijoittajan vaikutusmahdollisuuksiin suuressa pörssi-yhtiössä.

Sijoitusrahasto on yhteisesti omistettu, koska se koostuu jakamattomasta joukosta arvopapereita. Sijoitusrahastoa ei voida kuitenkaan samastaa siviilioikeudelliseen yhteisomistussuhteeseen. Laki eräistä yhteisomistussuhteista (YhtOmL, 180/1958) koskee määräosaista eli jaollista yhteisomistusta.¹²¹ YhtOmL ei sovellu jakamattomaan yhteisomistukseen.¹²² Jakamaton (jaoton) yhteisomistus voi olla olemassa vain lakisääteisesti.¹²³ Sijoitusrahastossa on määräosainen yhteisomistus, joten nimenomainen poikkeus siitä, ettei YhtOmL koske sijoitusrahastoa, on ollut tarpeen säätää.¹²⁴ Kyseessä ei ole siviilioikeudellinen yhteisomistus, vaan ainoastaan rahastosääntelyn tunnustama yhteisomistus, jonka purkamista tai jakamista osuudenomistajilla ei ole oikeutta vaatia.¹²⁵ Sijoitusrahastossa osuudenomistajien yksilölliset oikeudet yhteisesti omistetussa varallisuusmassassa on rajoitettu yhteistä omistusta koskevissa sopimuksissa eli käytännössä sopimusperusteisen sijoitusrahaston perustamisasiakirjassa ja merkintädokumentaatiossa¹²⁶. Vapaaehtoinen päätös hankkia osuuksia yhteistä tarkoitusta varten hallin-

¹¹⁶ Harju – Syyrilä 2001, s. 16–17 ja Turtiainen 2004, s. 23.

¹¹⁷ Thompson – Choi 2001, s. 16 ja Warburton 2008, s. 759.

¹¹⁸ Tämä keskeinen periaate ilmenee jo Euroopan neuvoston vuonna 1972 hyväksymistä sijoitusrahastotoimintaa koskevista standardisäännöistä. Ks. Council of Europe, Resolution (72) 28, Article 7(2).

¹¹⁹ 1990:VM 21, s. 2 ja 39 ja Harju – Syyrilä 2001, s. 15. Vanhastaan sijoitusrahastoa on kuvattu myös siviilioikeudelliseksi yhtymäksi; ks. 1984:VM 24, s. 10. Ks. toisaalta 1990:VM 21, s. 83, jonka mukaan sijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö, vaan eräänlainen yhteisomistuksen muoto. Puolestaan Harju – Syyrilä 2001, s. 74 mukaan sijoitusrahaston varat muodostavat erityisen yhteisomistussuhteen.

¹²⁰ Turtiainen 2004, s. 24.

¹²¹ Mikkola 2017, s. 1.

¹²² Mikkola 2017, s. 3.

¹²³ Mikkola 2017, s. 3 ja 85.

¹²⁴ Ks. Harju 2020, s. 39.

¹²⁵ Hooghiemstra 2019, s. 7.

¹²⁶ Merkintätoimeksianto voidaan antaa esimerkiksi paperilla, sähköisesti tai puhelimitse. Välineestä riippumatta olennaista on, että rahastoa merkitsevä henkilö hyväksyy aktiivisella oikeustoimella sijoitusrahaston säännöt ja muun merkintädokumentaation sekä suorittaa merkintämaksu. Sopimuksen syntyminen on mahdollista selittää joko perinteisen tarjous-vastaus-mekanismin avulla (ks. tarjouksesta ja vastauksesta esim. Kivimäki – Ylöstalo 1973, s. 269; Telaranta 1990, s. 143–144 ja Saarnilehto 2009, s. 43) tai sopimuksen suoraan synnyttäviin tosisekkoihin (ks. tarkemmin esim. Grönfors 1993, s. 29, 52–56 ja 124 sekä Hemmo 2003, s. 98–99 ja 131) tukeutumalla. Valittu lähestymistapa riippuu siitä, miten laajasti kulloinenkin tarkastelija omaksuu tahdonilmaisun käsitteen.

noidusta varallisuusmassasta oikeuttaa tiettyjen osuudenomistajan yksilöllisten oikeuksien rajoittamisen suhteessa varallisuusmassaan.¹²⁷

Kuten aiemmin on todettu, sijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö. Se on olemassa sekä toimii sopimusverkon varassa. Rahastoyhtiön laatimat säännöt on sijoitusrahaston perustamisasiakirja¹²⁸. Kun sijoitusrahasto on perustettu, rahastoyhtiö laskee liikkeeseen osuuksia, jotka sisältävät oikeuden erottamattomaan osuuteen sijoitusrahaston varallisuusmassasta, joka hankitaan merkinnöistä saaduilla varoilla. Osuuksien hankinta, riippumatta siitä, tapahtuuko se merkinnän kautta vai muutoin, sisältää hyväksyvän tahdonilmaisun tulla osalliseksi sopimukseen eli toisin sanoen hyväksynnän antamisen sijoitusrahaston perustamisasiakirjalle. Osuudenomistajien katsotaan hyväksyneen perustamisasiakirjan olemassa olevat ja tulevat versiot, elleivät he lunasta osuuksiaan. Ainoastaan rahastoyhtiö voi muuttaa perustamisasiakirjaa, joten sen asema on lähes loukkaamaton, jos rahastoyhtiö noudattaa toiminnassaan lakia.¹²⁹

Toinen tärkeä osa osuudenomistajien ja rahastoyhtiön välistä suhdetta on yhteisen varallisuusmassan hallinnointi. Hallinnoinnin perusta on lakisääteinen, ei sopimuksellinen. Rahastoyhtiön toimivalta juontuu suoraan lainsäädännöstä. Keskeistä SRL 4:2.1:n mukaisesti on, että rahastoyhtiön on harjoitettava sijoitusrahastotoimintaa huolellisesti, itsenäisesti ja asiantuntevasti sijoitusrahaston ja sen rahasto-osuudenomistajien etujen mukaisesti ja rahastoyhtiön on toiminnassaan kohdeltava rahasto-osuudenomistajia yhdenvertaisesti. Kun sijoitusrahastolla ei ole oikeushenkilöllisyyttä, ei se voi tehdä itsenäisesti päätöksiä taikka oikeustoimia. YhtOml 4.1 §:n mukaan yhteisomistusta koskeviin toimenpiteisiin tarvitaan pääsäännön mukaan kaikkien yhteisomistajien suostumus: sijoitusrahastojen osalta päätöksentekovalta on lakisääteisesti siirretty yhteisomistajilta itsenäiselle rahastoyhtiölle. Sääntely takaa rahastoyhtiölle toimivallan toimia sen hoitamien sijoitusrahastojen puolesta.¹³⁰

Ilkka Harju on tarkastellut artikkelissaan¹³¹ sijoitusrahaston oikeudellista muotoa laajemmin oikeushenkilöopillisesta näkökulmasta.¹³² Harjun artikkelissa sijoitusrahaston katsotaan olevan vallitsevasta oikeushenkilöopista poiketen passiivisesti oikeuskelpoinen, vaikka se ei ole prosessuaalisesti asianosaiskelpoinen, oikeustoimikelpoinen eikä myöskään oikeushenkilö. Sijoitusrahaston passiivisella oikeuskelpoisuudella tarkoitetaan, että se olisi oikeussubjekti, joka voi saada oikeuksia ja tulla velvoitetuksi. Näkemys poikkeaa perinteisestä ajatuksesta, jonka mukaan oikeussubjekteja ovat luonnolliset henkilöt ja oikeushenkilöt, joita ovat erilaiset yritykset, yhteisöt ja julkisoikeudelliset toimijat. Johtopäätös sijoitusrahaston passiivisesta oikeuskelpoisuudesta rakentuu SRL:n analyysiin ja tuoremmassa oikeuskirjalli-

¹²⁷ Kremer – Lebbe 2014, s. 48. Myös Luxemburgissa sopimusmallinen sijoitusrahasto ymmärretään erityissääntelyn alaisena yhteisomistuksen muotona, joka tulee selvästi erottaa perinteisestä siviilioikeudellisesta yhteisomistussuhteesta (Luxemburgissa ns. *body of undivided assets*). Toisaalta Luxemburgin sääntelyssä yhtiömuotoisten yhteissijoitusyritysten osalta ei ole otettu yhtä ehdotonta kantaa suhteessa tavanomaisiin osakeyhtiöihin, vaan niiden sääntely on tietyiltä osin päällekkäistä.

¹²⁸ Perustamisasiakirjassa on olennaiset määräykset sijoitusrahaston toiminnasta, kuten sijoituspolitiikasta, tuotonjosta ja merkintä- ja lunastusprosessista. Säännöistä käy ilmi myös rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö.

¹²⁹ Ks. osin vastaavasti Kremer – Lebbe 2014, s. 49. Viimesijaisen päätösvalvan voidaan katsoa olevan valvovalla viranomaisella, koska se vahvistaa perustamisasiakirjan ja siihen tehdyt muutokset.

¹³⁰ Ks. vastaavasti Luxemburgin sopimusperusteisten rahastojen osalta Kremer – Lebbe 2014, s. 49.

¹³¹ Ilkka Harju, Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto. Oikeushenkilöopillinen vertailu. Oikeustiede – Jurisprudentia LIII:2020, s. 5–102.

¹³² Artikkelissa verrataan sijoitusrahastoa oikeushenkilöopillisesta näkökulmasta eräisiin muihin oikeudellisiin rakenteisiin. Vertailun kohteena ovat lailla säännellyistä rakenteista avoin yhtiö, konkurssipesä, kuolinpesä ja yhteisomistussuhde sekä lailla sääntelemättömistä rakenteista epäitsenäiset säätiöt, eräät muut määrätarkoitusrahastot, sijoittajien korvausrahasto ja yhdistysten rahastot sekä vanha talletussuojarahasto, joka hallinnollisesti nykyisin toimii rahoitusalan etujärjestön Finanssiala ry:n yhteydessä. Ks. Harju 2020, s. 9.

suudessa esitettyyn, klassista oikeushenkilöoppia monitahoisempaan jaotteluun, jossa passiivinen ja aktiivinen oikeuskelpoisuus erotetaan toisistaan.¹³³

Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto ei kuitenkaan välttämättä tarvitse oikeuskirjallisuudessa vähän hyödynnettyä passiivisen oikeuskelpoisuuden käsitettä. Vaikka sijoitusrahaston nimiin voidaan kirjata oikeuksia ja velvollisuuksia, ei tämä välttämättä tarkoita, että sijoitusrahasto olisi oikeussubjekti.¹³⁴ Tätä ilmentää SRL 9:1.1, jonka mukaan sijoitusrahaston varat kuuluvat rahasto-osuudenomistajille. Oikeuksien ja velvollisuuksien merkitseminen koko sijoitusrahaston alati muuttuvan osuudenomistajajoukon nimiin ei kuitenkaan olisi mahdollista eikä tarkoituksenmukaista, minkä takia käytännön syyt vaativat kirjaamisteknistä käytäntöä, jossa oikeudet ja velvollisuudet kirjataan sijoitusrahaston nimiin. Esimerkiksi Ranskassa tällaisesta kirjaamiskäytännöstä on säädetty nimenomaisesti lain tasolla.¹³⁵ Sijoitusrahastoa voidaan tällaisessa tilanteessa kuitenkin pitää vain kuorirakenteena, joka pitää sisällään kaikki yhteisomistajat eli osuudenomistajat, joita rahastoyhtiö on yhdessä edustanut.

3.4 HALLINTO JA PÄÄTÖKSENTEKO

Suomen sääntelyn mukaan sijoitusrahastoa hallinnoi osakeyhtiömuotoinen¹³⁶ rahastoyhtiö. Rahastoyhtiöön sovelletaan osakeyhtiölakia (624/2006, jäljempänä OYL), ellei SRL:ssa toisin säädetä. Rahastoyhtiöön soveltuvat pääasiallisesti tavanomaiset osakeyhtiöoikeudelliset periaatteet. Rahastoyhtiön osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa yhtiökokouksessa, ja rahastoyhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa sen osakkeenomistajille. Sijoitusrahaston positio on ikään kuin rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston osuudenomistajien välimaastossa. Rahastoyhtiön pitäisi tuottaa mahdollisimman paljon voittoa osakkeenomistajilleen, kun taas sijoitusrahaston tulisi tuottaa mahdollisimman paljon arvonnousua osuudenomistajilleen. Riskinä onkin, että rahastoyhtiö veloittaa sijoitusrahastolta ylisuuria palkkioita, jotka koituvat osuudenomistajien vahingoksi.

Rahastoyhtiön lakisääteiset toimivaltuudet takaavat sille varteenotettavan vapauden rahaston hoitamiseen ilman osuudenomistajien myötävaikutusta. Rahastoyhtiö ei ole velvollinen vastaanottamaan ohjeita osuudenomistajilta eikä se varsinaisesti myöskään ole osuudenomistajien agentti. Rahastoyhtiö perustaa sijoitusrahaston, laatii sijoitusrahaston perustamisasiakirjan ja hoitaa sijoitusrahastoa lakisääteisten toimivaltuuksiensa nojalla. Osuudenomistajat eivät voi osallistua rahaston hallintointiin, ellei joitakin asioita ole nimenomaisesti jätetty osuudenomistajien päätettäväksi osuudenomistajien kokouksessa. Jos tällaisia asioita ei ole määrätty osuudenomistajien päätettäväksi sijoitusrahaston säännöissä, on rahastoyhtiön asema lähes koskematon.¹³⁷

¹³³ Harju 2020, s. 76. Sijoitusrahastoa vertaillaan mitä erilaisimpiin oikeudellisiin rakenteisiin – toisaalta voidaan kyseenalaistaa, ovatko kaikki vertailut mielekkäitä tai onko niillä liittymäpintoja käytännön oikeuselämässä esiintyviin ongelmiin. Käytännön oikeuselämän näkökulmasta mielenkiintoista voisi olla tarkastella säästöhenkivakuutuksiin, eläkevakuutuksiin ja kapitalisaatiosopimuksiin liitettävien sijoituskorien oikeudellista luonnetta, vaikka Harju onkin nimenomaisesti rajannut näiden tarkastelun tutkimuksensa ulkopuolelle. Sijoituskorin sisällöstä riippuen ne ovat asiakkaan näkökulmasta sijoitusrahastojen kaltaisia sijoitustuotteita ja niiden nimiin on käytännössä jopa pystytty hankimaan omaisuutta.

¹³⁴ Kirjaamistekninen käytäntö ei automaattisesti tarkoita, että sijoitusrahaston nimiin kirjatut oikeudet olisivat sen "omia". Myös muunlaisten yhteenliittymien nimissä voidaan tehdä oikeustoimia, mutta tällöin oikeussuhteen osapuoleksi ei faktisesti tule yhteenliittymä, vaan sen puolesta toimineet luonnolliset- tai oikeushenkilöt.

¹³⁵ Ranskan Code monétaire et financier, Article L214-24-37 kuuluu seuraavasti: "*Dans tous les cas où des dispositions relatives aux sociétés et aux titres financiers exigent l'indication des nom, prénoms et domicile du titulaire du titre ainsi que pour toutes les opérations faites pour le compte des copropriétaires, la désignation du fonds commun de placement peut être valablement substituée à celle de tous les copropriétaires.*" Ks. myös Bouchard 1997, s. 48.

¹³⁶ UCITS-direktiivi ei edellytä, että rahastoyhtiön tulisi olla osakeyhtiö. Ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 289, jossa todetaan, että Luxemburgissa rahastoyhtiö voi olla julkinen osakeyhtiö, yksityinen osakeyhtiö, osuuskunta tai kommandiittiyhtiö. Harju 2020, s. 58–59 on todennut, ettei Suomessa välttämättä olisi markkinakysyntää muunlaisille oikeushenkilöille rahastoyhtiöinä.

¹³⁷ Kremer – Lebbe 2014, s. 50. Rahastoyhtiön toimintaa rajoittavat kuitenkin pakottava lainsäädäntö ja sijoitusrahaston säännöt.

Kun osuudenomistajilla ei ole oikeutta perustaa eikä johtaa sijoitusrahastoa, ei osuudenomistajilla myöskään ole oikeutta lakkauttaa sijoitusrahastoa. Oikeus sijoitusrahaston lakkauttamiseen on vain rahastoyhtiöllä SRL 19:5.1:n mukaisesti. Osuudenomistajat voivat osoittaa tyytymättömyytensä sijoitusrahaston hoitamiseen ainoastaan myymällä tai lunastamalla osuutensa. Äärimmäisissä tapauksissa osuudenomistajat voivat päättää osuudenomistajien kokouksessa kanteen nostamisesta kaikkia rahasto-osuudenomistajia yhteisesti kohdanneesta vahingosta SRL 26:9.1:n mukaisesti. Jos osuudenomistajien kokousta ei ole saatu kutsuttua koolle tai jos rahasto-osuudenomistajien kokouksessa on päätetty olla esittämättä korvausvaatimusta tai nostamatta korvauskannetta mutta rahasto-osuudenomistajat, joilla on vähintään yksi kymmenesosa kaikista rahasto-osuuksista tai yksi kolmasosa kokouksessa edustetuista rahasto-osuuksista, ovat äänestäneet päätöstä vastaan, kannetta¹³⁸ voidaan kuitenkin ajaa rahasto-osuudenomistajien puolesta (SRL 26:10.1). Osuudenomistajalla voi tietyin edellytyksin olla myös itsenäinen kanneoikeus, taikka kannetta voi ajaa kuluttaja-asiamies tai Finanssivalvonta.¹³⁹

Kuten muillakin yhteissijoitusyritysten oikeudellisilla muodoilla¹⁴⁰, myös sijoitusrahastolla on oltava säilytysyhteisö. Sääntelyllä turvataan sijoitusrahaston varojen fyysinen ja oikeudellinen koskemattomuus sekä varojen erillisuus rahastoyhtiön ja sen lähiyhtiöiden, muiden rahastojen sekä säilytysyhteisön omista varoista. Säilytysyhteisö täytyy nimittää hoitamaan varojen säilytystehtävää tai sen on oltava asemassa, jossa se on vastuussa säilytyksen järjestämisestä. Säilytysyhteisön korvausvastuuta vahingosta, joka kohtaa sijoittajia säilytystehtävien huolimattomasta hoitamisesta tai säilytysyhteisön veloitteiden laiminlyönnistä johtuen, ei voida poistaa vetoamalla siihen, että säilytysyhteisö on antanut varojen säilytystehtävän tai osan siitä kolmannen osapuolen hoidettavaksi. Sääntely asettaa säilytysyhteisölle kelpoisuusvaatimuksia koskien vakavaraisuutta ja muita resursseja, jotka nojaavat sen statukseen (esimerkiksi toimiluvallinen säilytysyhteisö tai luottolaitos) sekä edellytyksiin suoritua sääntelyn edellyttämistä tehtävistä. Säilytysyhteisön on oltava riippumaton rahastoyhtiön nähden ja sen on aina toimittava osuudenomistajien etujen mukaisesti.¹⁴¹

Varojen säilytystehtävien lisäksi säilytysyhteisöllä on valvontatehtäviä, joita koskevat yleiset säännökset ovat UCITS-direktiivin 22 artiklan 3–4 kohdassa. Tätä voidaan luonnehtia ensimmäisen tason valvonaksi.¹⁴² Yleisellä tasolla kyse on siitä, että säilytysyhteisö valvoo, että sijoitusrahastoa hoidetaan sijoitusrahaston sääntöjen, lain ja osuudenomistajien etujen mukaisesti. Kansainvälisesti tunnustettuja esimerkkejä tavanomaisista säilytysyhteisön valvontatehtävistä voivat olla muun muassa seuraavat: eturistiriitojen hallinnan valvonta lähipiiriiliikeytoimissa taikka tehtävien ulkoistamisessa rahastoyhtiön lähipiiriin kuuluville yhteisöille; potentiaalisia eturistiriitoja rahastoyhtiön ja rahaston välillä sisältävien rahastoyhtiön tekemien päätösten valvonta; sijoitusrajoitusten valvonta; arvostusprosessin, sijoitusrahaston arvon ja osuuden arvon laskennan asianmukaisuuden valvonta; sijoitusrahaston varoista veloitettavien

¹³⁸ Kyseessä on vastaava ns. derivatiivinen kanne, jota osakkeenomistajat voivat ajaa yhtiön puolesta OYL 22:7:n nojalla. Vuoden 1987 sijoitusrahastolakia (480/1987) säädettäessä osuudenomistajien määrävähemmistön kanneoikeuden mallina käytettiin silloista osakeyhtiölakia (734/1978). Ks. tältä osin HE 238/1986 vp, s. 21–22.

¹³⁹ Itsenäinen kanneoikeus on olemassa SRL 26:11.1:n mukaisesti, jos sijoitusrahasto on ehditty lakkauttaa. Saman lainkohdan nojalla kuluttaja-asiamies voi Finanssivalvontaa kuultuaan vuoden kuluessa lakkauttamisesta panna kuluttajan asemassa olevien osuudenomistajien puolesta kantajana vireille ryhmäkannelaisissa (444/2007) tarkoitetun ryhmäkanteen ja käyttää siinä asianosaisena puhevaltaa. Puolestaan Finanssivalvonnalla on itsenäinen kanneoikeus SRL 26:14.1:n nojalla, jos rahasto-osuudenomistajien etu sitä vaatii.

¹⁴⁰ Kuten aiemmin on todettu, osuustrusteilla vastuu säilytystehtävistä on trusteeella, mutta käytännössä trustioikeudellisia erityispiirteitä lukuun ottamatta trustee voidaan samastaa sijoitusrahastojen tai sijoitusyhtiöiden säilytysyhteisöihin.

¹⁴¹ Ks. yleisesti säilytysyhteisöä koskevista periaateista IOSCO 1994, s. 5. EU-sääntelyssä ei edellytetä täydellistä riippumattomuutta (ks. alaviite 145). Jotkut valtiot ovat kuitenkin valinneet riippumattomuuden osalta korkeamman standardin. Näin on tehty esimerkiksi pitkään EU-jäsenenä olleessa Isonsa-Britanniassa, jossa säilytysyhteisön on oltava rakenteellisesti riippumaton rahastoyhtiöstä, jolloin ne eivät voi kuulua samaan konserniin. Ks. COLL 6.9.2 G ja IMA 2005, s. 17.

¹⁴² Ks. IOSCO 2006, s. 6. Valvovalla viranomaisella, tilintarkastajalla ja tietyissä määrin myös osuudenomistajilla itsellään on valvontatehtäviä.

kulujen valvonta; ja sijoitusrahaston varoihin kuuluviin osakkeisiin liittyvien äänioikeuksien käyttämiseen liittyvien periaatteiden ja prosessien valvonta.¹⁴³

Joissakin valtioissa on säädetty erikseen rahastoyhtiön hallituksen riippumattomista¹⁴⁴ jäsenistä. Jos rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö kuuluvat samaan konserniin, säädetään asiasta myös EU-tasolla.¹⁴⁵ Riippumattomia hallitusjäseniä koskevan sääntelyn taustalla on ollut tarve lisätä osuudenomistajien suojaa, koska osuudenomistajien vaikutusmahdollisuudet sijoitusrahaston hallinnointiin ovat käytännössä olemattomat. Suomessa rahastoyhtiön hallitukseen tulee valita vähintään kolmannes riippumattomia hallituksen jäseniä.¹⁴⁶ Käytännössä hallituksen riippumaton jäsen ei voi kuulua rahastoyhtiön tai säilytysyhteisön johtoon tai toimivaan johtoon eikä myöskään olla työsuhteessa kyseisiin tahoihin. Riippumattomien hallitusjäsenten merkitys on kuitenkin kyseenalaistettu. Voidaan perustellusti kysyä, ovatko rahastoyhtiön itsensä valitsevat riippumattomat hallituksen jäsenet tosiasiaa riippumattomia.¹⁴⁷ Suomessa oli vuoden 2019 maaliskuuhun asti voimassa kansallinen erikoissäännös, jonka nojalla osuudenomistajilla oli oikeus valita kolmannes rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä sekä tilintarkastaja. Vuosikymmenten aikana säännöksen merkitys jäi kuitenkin vaatimattomaksi¹⁴⁸, ja säännöksen voimassaoloaikana myös osuudenomistajien valitsevat hallituksen jäsenet olivat käytännössä rahastoyhtiöiden valitsemia.

3.5 ALARAHASTOT

Alarahastojen perustamisen mahdollisuus sopimusperusteisessa rahastorakenteessa riippuu kunkin valtion kansallisesta sääntelystä. Esimerkiksi Suomessa alarahastojen perustaminen sopimusperusteisessä rahastorakenteessa on mahdollista, mutta Ruotsissa ei. Luxemburgin sopimusmallisiin FCP-rahastoihin ja Irlannin sopimusmallisiin CCF-rahastoihin voidaan perustaa alarahastoja. Alarahastorakenne on kuitenkin alun perin kehittynyt yhtiömuotoisten yhteissijoitusyritysten lähtökohdista käsin, joten sen voidaan katsoa olevan sopimusperusteisille rahastoille tietyllä tapaa vieras. Alarahastorakenteen keskeiset edut – alarahastojen varojen erillisuus ja erilaista sijoituspolitiikkaa noudattavien rahas-

¹⁴³ IOSCO 2007a, s. 12. Kansallinen SRL 21:2, johon on implementoitu UCITS-direktiivin säännökset säilytysyhteisön valvontatehtävistä, mukaillee pitkälti IOSCO:n raportissa mainittuja tehtäviä.

¹⁴⁴ IOSCO 2007a, s. 4–5 määrittelee riippumattomuuden seuraavasti: "a set of arrangements that provide Independent Entities with appropriate legal conditions and autonomy to exercise their powers and functions without constraints or interferences from the CIS Operator or its related parties, and allow adequate and objective oversight of the CIS and CIS Operator's activities, with the objective of protecting CIS Investors and their assets". Määritelmä ei ota kantaa siihen, minkä tahon tulisi olla riippumaton: tämä vaihtelee yhteissijoitusyrityksen oikeudellisen muodon mukaan.

¹⁴⁵ Komission delegoidun asetuksen (EU 2016/438) 24 artiklan mukaan vähintään kolmasosan rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön hallituksen jäsenistä tai kahden henkilön (riippuen siitä kumpi luku on alhaisempi) on oltava asetuksessa säännellyn tavoin konsernista riippumattomia, jos rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön välillä on konsernisisidos.

¹⁴⁶ SRL 3:3.2:n mukaisilla riippumattomilla jäsenillä korvattiin aiemmin rahasto-osuudenomistajien valitsevat jäsenet. Ks. lakimuutoksen taustoista VM 5/2018, s. 55–56 ja HE 243/2018 vp, s. 55–56.

¹⁴⁷ Ks. Wang 1994, s. 981, jonka mukaan Conference on Mutual Funds: The Mutual Fund Management Fee, 115 U. Pa. L. Rev. 726, 739 (1967) (remarks of Abraham L. Pomerantz) on osuvasti todennut: "Who picks the unaffiliated directors? The affiliated men pick the unaffiliated men. The men who need to be watched pick the watchdogs to watch them." Puolestaan Krug 2013a, s. 2062–2063 mukaan rahastoyhtiön hallitus (etenkin riippumattomat jäsenet) ovat tietyllä tapaa kiitollisuudenvelassa valinnastaan rahastoyhtiölle eivätkä he siten ole täysin riippumattomia. Tämä voi vaikeuttaa hallituksen puolueetonta toimimista osuudenomistajien etujen mukaisesti. Ks. myös Hazenberg 2012, s. 99, jossa todetaan, että riippumattoman hallitusjäsenen korkea palkkio voi tehdä hänestä vähemmän riippumattoman, jolloin hänelle muodostuu taloudellinen kannustin myötäillä rahastoyhtiön päätösesityksiä, jotta hän ei menettäisi hallituspositiotaan ja oikeuttaan palkkioon.

¹⁴⁸ Ks. VM 5/2018, s. 55 ja HE 243/2018 vp, s. 55. Muutosta perusteltiin sillä, että aiemmat säännökset olivat kansallisia, eivätkä ne perustuneet UCITS-direktiiviin. Lisäksi rahasto-osuudenomistajien tosiasiallinen osallistuminen ja vaikuttaminen kokouksissa jäi vähäiseksi. Ks. myös 1990:VM 21, s. 24, 33–37 ja 50, jossa vastaavia muutoksia esitettiin sijoitusrahastosääntelyyn jo vuonna 1990. Voidaankin nähdä, että vuoden 1990 sijoitusrahastolakityöryhmä oli ehdotuksineen monessa suhteessa aikaansa edellä. HE 309/1992 vp, s. 11 ei kuitenkaan yhtynyt mietintöön näiltä osin, ja osuudenomistajien kokousta ja rahastoyhtiön hallitusjäsenten valintaa koskeva sääntely pysyi muuttumattomana vuosikymmenten ajan.

tojen perustaminen joustavasti – voidaan pitkälti myös saavuttaa perustamalla monia sopimusperusteisia sijoitusrahastoja saman rahastoyhtiön hallinnoitavaksi.

Suomessa *SRL-työryhmä* onnistui ehdotuksessaan sisällyttämään alarahastorakenteen nykyisen sopimusperusteisen sijoitusrahastorakenteen yhteyteen. Työryhmän mietinnössä ehdotettiin, että sijoitusrahastoon voitaisiin perustaa alarahastoja, joiden sijoituspolitiikat eroaisivat toisistaan ja joihin sovellettaisiin lähtökohtaisesti vastaavia säännöksiä kuin sijoitusrahastoon. Alarahastomallissa alarahastot yhdessä muodostaisivat sijoitusrahaston varat, mutta alarahastojen varat tulisi säilyttää ja pitää kirjanpidossa toisistaan erillään.¹⁴⁹ Alarahaston varojen erillään pidon juridiseen varmuuteen kiinnitettiin erityistä huomiota alarahastorakennetta koskevassa valmistelussa.¹⁵⁰ Tämän vuoksi alarahastojen varojen erottelusta katsottiin tarpeen säätää laissa nimenomaisesti.¹⁵¹ Toistaiseksi Suomessa ei ole perustettu yhtään alarahastoa. Tämä johtuu pääsääntöisesti siitä, että toimialan on ollut vaikea hahmottaa, mitä etuja alarahastot voisivat sopimusperusteiseen rahastorakenteeseen tuoda.¹⁵²

Luxemburgissa sopimusmallisten FCP-rahastojen alarahastoista säädetään tarkemmin *Circulaire*¹⁵³ 91/75 -kiertokirjeessä¹⁵⁴. FCP-rahaston alarahastoilla on oltava sama rahastoyhtiö, säilytysyhteisö ja tilintarkastaja. Jokaiselle alarahastolle lasketaan erikseen alarahaston arvo (NAV). Pääsääntöisesti lunastusten järjestämisen, varojen arvostuksen, arvonnaskennan keskeytyksen ja sijoitusrajoitusten osalta kaikilla alarahastoilla tulisi olla yltäosalla samat standardimenettelyt, mutta nykysääntelyn nojalla alarahastot voivat poiketa toisistaan merkittävästikin ja kullakin niistä voi olla oma perustamisasiakirja.¹⁵⁵ Myös sateenvarjorahastolle on määriteltävä yleisvaluutta, johon eri valuutoissa noteerattujen alarahas-

¹⁴⁹ Ks. esim. VM 5/2018, s. 12, 19 ja 53–54 ja HE 243/2018 vp, s. 1 ja 54–55.

¹⁵⁰ VM 5/2018, s. 54, 67 ja 76 ja HE 243/2018 vp, s. 54, 82 ja 91–92.

¹⁵¹ Ks. VM 5/2018, s. 134 ja HE 243/2018 vp, s. 161. SRL 9:1.3 kuuluu seuraavasti: Jos sijoitusrahastoon on perustettu 10 luvun 3 §:n 1 momentissa tarkoitettu alarahasto tai alarahastoja, myös nämä varat on pidettävä erillään 2 momentin mukaisesti. Alarahaston varoja ei saa ulosmitata sijoitusrahaston tai toisen alarahaston taikka rahastoyhtiön velasta.

¹⁵² Suomessa ei ole toistaiseksi perustettu yhtään sijoitus- tai erikoissijoitusrahaston alarahastoa, vaikka niiden perustaminen on ollut mahdollista 1.3.2019 alkaen. Lähde: Haastattelutieto 1.12.2020, lakimies Raija Railas, Finanssivalvonta.

¹⁵³ Ks. tarkemmin *Circulaire*-kiertokirjeistä Kremer – Lebbe 2014, s. 20–24. CSSF on antanut *Circulaire*-kiertokirjeitä 1970-luvun lopulta lähtien, ja niillä on ollut tärkeä merkitys yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten sääntelyn kehityksessä. CSSF:llä on asetuksenantovaltuudet erikseen säädetyissä tilanteissa, mutta usein se on tyytynyt antamaan *Circulaire*-kiertokirjeitä maksimaalisen joustavuuden saavuttamiseksi. Muodollisesti *Circulaire*-kiertokirjeet eivät ole juridisesti sitovia, vaan niiden tarkoituksena on lähinnä tuoda ilmi CSSF:n yleinen kanta kiertokirjeissä mainittuihin asioihin sekä parantaa läpinäkyvyyttä. Toisaalta poikkeaminen kiertokirjeiden määräyksistä on harvinaista.

¹⁵⁴ Suomenkielisen termin löytäminen CSSF:n antamille *Circulaire*-instrumenteille on hankalaa, koska Suomessa ei tunneta vastaavaa instrumenttia. Termi "kiertokirje" on esiintynyt joissakin kirjoituksissa, ks. esim. Peltonen 1995, s. 4.

¹⁵⁵ Ks. Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et

– portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte) ;

– portant modification :

– de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif ; – de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés ;

– de l'article 156 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu

(Mém. A 2010, N° 239), 181 (4), jäljempänä "Loi de 2010" ja Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et portant

– modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif,

– modification de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée.

(Mém. A 2007, N° 13), 71(4), jäljempänä "Loi de 2007". Jälkimmäisessä laissa säädetään SIF-rahastoista (Specialized investment fund), jotka ovat UCITS-rahastojen kaltaisia vaihtoehtorahastoja, mutta niille on sallittu vapaampi sijoituspolitiikka, jonka vuoksi niitä voidaan myydä rajatummalta asiakasjoukolle.

tojen tilinpäätökset on muunnettava koko sateenvarjorahaston tasolla¹⁵⁶ tehtävää tilinpäätöstä varten, joka vaaditaan alarahastokohtaisten tilinpäätösten lisäksi. Alarahastojen nimen tulee koostua kaikille alarahastoille yhteisestä osasta, jota voidaan täydentää kutakin alarahastoa koskevalla lisäyksellä. Osuuksien on oltava oikeuksiltaan yhtäläisiä ja ne erotetaan toisistaan ainoastaan sillä perusteella, mihin alarahastoon ne kuuluvat. Pääsääntöisesti sijoittajien tulisi pystyä vaihtamaan osuutensa saman sateenvarjorahaston alla olevan toisen alarahaston osuuksiin veloituksetta tai siten, ettei vaihdosta aiheudu kohtuuttomia kustannuksia.¹⁵⁷

Sopimusperusteisessa sijoitusrahastorakenteessa alarahastoa voidaan joko käsitellä sijoitusrahaston osana (*compartment*) tai sitä voidaan käsitellä sääntelyn näkökulmasta vastaavasti, kuin sijoitusrahastoa. Jälkimmäistä sääntelyratkaisua voidaan pitää jossakin määrin epäonnistuneena, koska tällöin alarahastorakenne ei tuo todellista lisäarvoa. Jos alarahastoa käsitellään sijoitusrahaston osana, niin silloin tietyt säännökset, jotka koskevat sijoitusrahastoa kokonaisuudessaan, eivät suoraan sovellu yksittäiseen alarahastoon. Esimerkiksi sijoitusrahaston vähimmäispääomavaatimus tulisi laskea tällöin sateenvarjorahaston kaikkien alarahastojen yhteenlasketuista pääomista. Näin on esimerkiksi Luxemburgissa.¹⁵⁸ Suomessa tällainen tulkinta ei näyttäisi olevan mahdollinen SRL 1:6.1:n yleissäännöksen nojalla.¹⁵⁹ Voidaan esittää, että nykyisääntelyn nojalla alarahasto on sijoitusrahasto,¹⁶⁰ jolloin alarahastorakenteen lanseeraamisen alkuperäinen tavoite – suomalaisten sijoitusrahastojen kilpailukyvyä lisääminen ja sijoitusrahastosääntelyn yhdenmukaistaminen muissa EU:n jäsenvaltioissa käytössä olevien rahastosääntösten kanssa¹⁶¹ – ei täysimääräisesti toteutunut.

3.6 ARVIOINTIA

Sopimusperusteisen sijoitusrahaston oikeudellinen muoto perustuu sopimukseen ja pakottavaan lain-säädäntöön. Sijoitusrahasto on rahastosääntelyn tunnustama erityinen *lex specialis* -yhteisomistussuhde. Osuudenomistajat omistavat sijoitusrahaston varat, mutta heillä ei ole oikeutta vaatia sijoitusrahastoon kuuluvia arvopapereita itselleen. Varojen erillisuus on järjestetty säilytysyhteisösääntelyllä, joka takaa sen, ettei sijoitusrahaston varoja saa sekoittaa muihin varoihin. Tekemällä sijoituksen sijoitusrahastoon sijoittaja käytännössä luovuttaa kontrollioikeudet kokonaisuudessaan rahastoyhtiölle, joka hoitaa sijoitusrahastoa. Sijoittajien ainoana todellisena oikeussuojakeinona toimii exit-oikeus, vaikkakin erinäisiä kanneoikeuksia on myös säädetty osuudenomistajille. Sijoitusrahasto ei ole itsenäinen oikeushenkilö, vaan rahastoyhtiön täytyy aina edustaa sijoitusrahastoa suhteessa kolmansiin osapuoliin.

Suhteessa kolmansiin osapuoliin sijoitusrahaston oikeudellinen asema vastaa pitkälti osuustrustia: kummatkin ovat varallisuusmassoja, jotka eivät ole oikeushenkilöitä eivätkä voi tehdä oikeustoimia. Sijoitusrahaston jossakin määrin omanlaatuinen oikeudellinen asema saattaa vaikeuttaa niiden hallintoa esimerkiksi sopimuksia solmittaessa tai sitouduttaessa pitkäaikaisiin hankkeisiin. Rakennetta ei tunneta kaikkialla, mikä voi aiheuttaa ylimääräisiä selvittelykustannuksia. Sijoitusrahaston mahdollisesta oikeushenkilöllisyydestä on käyty keskustelua¹⁶², mutta tällainen muutos voisi tehdä sijoitusrahaston oikeudellisesta muodosta vaikeammin ymmärrettävän, koska valtavirta jäsenvaltioiden sopimusperusteisista sijoitusrahastoista ei ole oikeushenkilöitä.

¹⁵⁶ Myös Suomessa SRL 7:4.4:n mukaisesti alarahastokohtaisten tilinpäätösten ja toimintakertomusten lisäksi tulee esittää sijoitusrahaston yhdistetty tulos- ja taselaskelma.

¹⁵⁷ Kremer – Lebbe 2014, s. 60.

¹⁵⁸ Kremer – Lebbe 2014, s. 60.

¹⁵⁹ Kyseisen lainkohdan mukaan sijoitusrahastoja koskevat säännökset soveltuvat suoraan myös alarahastoihin, jolloin alarahastot ikään kuin samastetaan suoraan sijoitusrahastoihin.

¹⁶⁰ Harju 2020, s. 76 on todennut varovaisemmin, että alarahasto on oikeudelliselta muodoltaan sijoitusrahaston kaltainen.

¹⁶¹ VM 5/2018, s. 53.

¹⁶² Ks. esim. Harju 2020, s. 80 ja Suomen Asianajajaliitto, Lausunto sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta 9.5.2018, s. 2.

4 YHTIÖMUOTOISET YHTEISSIJOITUSYRITYKSET

4.1 TAUSTAA

Osakeyhtiöt ovat olleet suosittuja välineitä yhteissijoittamisen harjoittamiseen jo vuosisatojen ajan. Ensimmäiset sijoitusyhtiöt esiintyivät Skotlannissa vuonna 1860 ja Englannissa vuonna 1863. Yhtiömuodon ajateltiin soveltuvan hyvin riskien hajauttamiseen alati kasvavalle joukolle sijoittajayleisöä. Oikeudelliselta muodoltaan silloiset sijoitusyhtiöt eivät poikenneet rekisteröidyistä osakeyhtiöistä, jotka harjoittivat tavanomaista liiketoimintaa.¹⁶³ Toisaalta osakeyhtiöiden suosio yhteissijoittamisen välineenä vaihteli voimakkaasti 1800–1900-luvuilla muiden oikeudellisten muotojen kustannuksella.¹⁶⁴

Alkuvaiheessa tavanomaiseen liiketoimintaan tarkoitettuja osakeyhtiöitä käytettiin myös yhteissijoittamisen välineinä, eikä yhteistä sijoitustoimintaa koskevaa erityissäätelyä tunnettu. Muiden yhteissijoittamiseen tarkoitettujen oikeudellisten muotojen kehittyessä ja sijoitustoiminnan monimutkaistuksessa havahduttiin vähitellen siihen, ettei perinteiseen liiketoimintaan tarkoitettu yhtiömuoto, osakeyhtiö, ole optimaalisin oikeudellinen rakenne yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen. Pääpiirteisään vaatimukset osakepääoman ja osakkeiden lukumäärän muuttamisprosesseista ovat monimutkaisia, hallinnollisesti raskaita ja aikaa vieviä yhteisen sijoitustoiminnan järjestämisen näkökulmasta, koska prosessit vaativat sekä yhtiöorganien että viranomaisen myötävaikutusta. Osakeyhtiöille tarkoitettujen menettelyt eivät sellaisenaan soveltuneet sijoitusyhtiöille, joiden toiminnan tarkoituksena on harjoittaa yhteistä sijoitustoimintaa, mikä edellyttää jatkuvaa ja joustavaa uusien osakkeiden liikkeeseen laskemisen mahdollisuutta ja olemassa olevien osakkeiden lunastusmahdollisuutta.

Eräänlaisena merkkipaaluna yhtiömuotoisen rahaston historiassa voidaan pitää Yhdysvaltojen sijoitusyhtiölain säätämistä (Investment Company Act of 1940). Kyseessä on yhteistä sijoitustoimintaa koskeva liittovaltiotasoinen erityislaki, jossa säädetään erityisistä yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitetuista sijoitusyhtiöistä. Nykyään Yhdysvaltojen rahastosektori on maailman suurin¹⁶⁵, ja yhdysvaltalaiset sijoitusyhtiöt ovat maailman suosituin rahastojen oikeudellinen muoto rahastopääomien määrän perusteella mitattuna. Myös Euroopassa alkoi kehittyä sijoitusyhtiöitä koskevaa erityissäätelyä, vaikkakin trusti- ja sopimusperusteisten rahastojen sääntely oli Euroopassa hallitsevaa vielä 1970-luvulla¹⁶⁶. Vuonna 1963 Ranskassa tuli voimaan laki, joka salli vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt.¹⁶⁷ Puolestaan Luxemburgissa yhtiömuotoiset rahastot operoivat puhtaasti tavallisen osakeyhtiölain alla vuoteen 1972 asti, jolloin rahastot saivat erityissäätelyä.¹⁶⁸ Osakeyhtiölakien jäykkyydestä johtuen pisimmälle kehittyneissä rahastovaltioissa on säädetty erityislakeja yhtiömuotoisille yhteissijoitusyrityksille, joista voidaan mainita esimerkkeinä Ison-Britannian OEIC-sääntelyn¹⁶⁹ voimaantulo vuonna 1997 ja Irlannin ICAV-

¹⁶³ Ks. Sin 1997, s. 22 ja siinä viitatu lähteet.

¹⁶⁴ Ks. tämän kirjoituksen luku 2.1, jossa on tarkasteltu osuustrustien historiaa.

¹⁶⁵ Ks. EFAMA International Statistical Release (Q3 2020), s. 16, jonka mukaan rahastopääomat säännellyissä avoimissa rahastoissa olivat 22,957,630 miljoonaa euroa Yhdysvalloissa vuoden 2020 kolmannen vuosineljänneksen lopussa, kun taas vastaava luku Euroopassa oli 17,035,841 miljoonaa euroa.

¹⁶⁶ OECD C(71)234 1972, s. 53–60.

¹⁶⁷ Peltonen 1995, s. 50.

¹⁶⁸ Tällöin annettiin Grand-Ducal Decree of 22 December 1972 concerning the supervision of investment funds (Mémorial A 1972, 2112).

¹⁶⁹ Alkuperäinen laki oli The Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996 (SI 1996 No. 2827). Voimassa oleva laki on The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).

sääntelyn¹⁷⁰ voimaantulo vuonna 2015. Myös Suomessa yritettiin säätää erityislakia sijoitusyhtiöille jo 1970-luvun lopulla, mutta hanke epäonnistui poliittisten erimielisyyksien takia.¹⁷¹

Nykyään yhtiömuotoiset yhteissijoitusrytykset (ja yhtiömuotoiset rahastot yleensäkin EU:n ulkopuolella) ovat selvästi hallitsevin ja tunnetuin oikeudellinen muoto vähittäissijoittajille myytävissä rahastoissa.¹⁷² Euroopassa yhteissijoitusrytyksen voi perustaa vaihtuvapääomaisena sijoitusyhtiönä muun muassa Luxemburgissa, Irlannissa, Saksassa, Ranskassa, Belgiassa, Sveitsissä, Espanjassa, Italiassa ja Hollannissa. Esimerkiksi Luxemburgissa valtaosa rahastojen pääomista on allokoitunut vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön muodossa perustettaviin SICAV-sijoitusyhtiöihin (*Société d'Investissement à Capital Variable*)¹⁷³, ja sopimusmalliset FCP-rahastot ovat keränneet selvästi vähemmän pääomia.¹⁷⁴ Seuraava tarkastelu nojautuu Euroopan markkinoilla laajasti tunnettuihin vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön organisointimuotoihin.

4.2 PERUSTAMINEN

Pääsääntöisesti vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt perustetaan vastaavasti kuin osakeyhtiöt. Näin on esimerkiksi Isonsa-Britanniassa, Irlannissa ja Luxemburgissa. Ison-Britannian OEIC-sijoitusyhtiö perustetaan samoin kuin muutkin osakeyhtiöt, mutta yhtiö voi alkaa varsinaisesti toimia, eli velvoitautua ja tehdä oikeustoimia, vasta sen jälkeen, kun se on saanut toimiluvan FCA:lta. Toimiluvan saamisen edellytykset ovat pääasiallisesti vastaavanlaiset kuin muillakin toimiluvanvaraisilla yhtiöillä. Luvan saamiseksi OEIC:n on toimittava OEIC-sääntelyn ja FCA:n antaman alemman asteisen sääntelyn mukaisesti. Yhtiön kotipaikkana on oltava Iso-Britannia, ja johtohenkilöiden tulee olla soveltuvia tehtävänsä.¹⁷⁵ Ennen kuin kukaan voi sijoittaa yhtiöön, täytyy sillä olla tarjousesite.¹⁷⁶ Myös Irlannin ICAV-sijoitusyhtiö perustetaan kuten osakeyhtiöt. Perustamista koskevat määräykset ovat käytännössä vastaavat kuin Companies Act 2014:ssa, mutta ne sisältyvät täysin ICAV Act 2015:een.¹⁷⁷ UCITS-muotoiseen ICAV-sijoitusyhtiöön soveltuu UCITS Regulations¹⁷⁸, jolla on kansallisesti implementoitu UCITS-direktiivin

¹⁷⁰ Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015, jäljempänä "ICAV Act 2015".

¹⁷¹ Ks. etenkin HE 22/1977 vp, s. 1. Esityksen mukaan sijoitusyhtiöt olisivat julkisen valvonnan alaisia ja hankkisivat yleisöltä varoja, jotka yhtiö edelleen sijoittaisi taloudellista asiantuntemustaan hyödyntäen useisiin eri kohteisiin. Sijoituskohteina olisivat erilaiset arvopaperit, joiden tuotto ja arvonnousu tulisivat sijoittajien hyväksi. Hankkiessaan sijoitusyhtiön osakkeita säästäjästä tulisi samalla sijoitusyhtiön äänivaltainen osakas osakkeenomistajalle kuuluvine oikeuksineen. Sijoitusyhtiö olisi osakeyhtiö, jolla olisi kaksiosainen osakepääoma: kiinteä eli varsinainen osakepääoma sekä vaihtuva osakepääoma. Varojen hankkiminen tapahtuisi vaihtuvasta osakepääomasta annetuilla haltijaosakkeilla, joita myytäisiin yleisölle. Haltijaosakkeet sijoitusyhtiö olisi velvollinen lunastamaan takaisin, milloin haltijaosakas niin haluaa. Ks. myös HE 238/1986 vp, s. 8; Harju – Syyrilä 2001, s. 2 ja Lindström 2013, s. 112.

¹⁷² Ks. Steck – Fischer 2010, s. 1 ja CSSF: Net assets of UCIs. Situation as at 31.01.2021. Tilaston mukaan SICAV-sijoitusyhtiöissä oli kyseisenä ajankohtana 80,51 % kaikista pääomista, kun taas FCP-rahastoissa luku oli 17,79 %. Muut UCI-määritelmään mahtuvat juridiset muodot jäävät vähemmistöön. Tilaston suhteen on huomioitava, että se ei koske pelkästään yhteissijoitusrytyksiä, vaikkakin Luxemburgin UCI-määritelmä koostuu pääosin yhteissijoitusrytyksistä. Luxemburgin rahastopääomat ovat Euroopan suurimmat ja vastaavasti rajojen yli markkinointi on suurinta Euroopassa, joten tilastosta on mahdollista päätellä myös laajempia kansainvälisiä trendejä ja sijoittajayleisön preferenssejä.

¹⁷³ Luxemburgin sääntely tuntee myös kiinteäpääomaiset sijoitusyhtiöt eli SICAF-rahastot (*Société d'Investissement à Capital Fixe*). SICAF-rahastojen toiminta lähenee tavanomaisia osakeyhtiöitä, ja periaatteessa osakepääomaa voidaan muuttaa vain osakkeenomistajien päätöksellä. Ks. tarkemmin Kremer – Lebbe 2014, s. 55–56. Myös yhteissijoitusyrittys voidaan perustaa SICAF-muodossa, mutta käytännössä tämä on harvinaista ja muotoa käytetään enemmän suljetuissa rahastoissa, minkä takia sen enempi tarkastelu jätetään tutkimusekonomisista syistä tämän artikkelin ulkopuolelle.

¹⁷⁴ Ks. aiemmin viitattu CSSF: Net assets of UCIs. Situation as at 31.01.2021.

¹⁷⁵ Ks. tarkemmin The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228), section 15.

¹⁷⁶ SOU 2016:45, s. 224.

¹⁷⁷ Ks. ICAV Act 2015, sections 5–28.

¹⁷⁸ S.I. No. 352 of 2011 – European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2011.

säännöksiä, kun taas AIF-muotoiseen ICAV-sijoitusyhtiöön soveltuu AIFM Regulations¹⁷⁹, jolla on kansallisesti implementoitu AIFM-direktiivin säännöksiä.¹⁸⁰ ICAV-sijoitusyhtiöllä on oltava yhtiöjärjestys, joka tunnetaan nimellä *Instrument of incorporation*¹⁸¹ (IOI). ICAV-sijoitusyhtiön rekisteriviranomaisena toimii *Central Bank of Ireland* (CBI), toisin kuin muilla osakeyhtiöillä, joilla rekisteriviranomaisena toimii *Companies Registration Office* eli CRO. Näin ollen sekä ICAV-sijoitusyhtiöiden rekisteröinti että valvonta on sijoitettu saman viranomaisen eli CBI:n alaisuuteen, mikä nopeuttaa ja virtaviivaistaa yhtiön perustamista.¹⁸² Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiö perustetaan samoin kuin tavallinen osakeyhtiö ja ainoastaan silloin, jos se haluaa toimia UCITS-rahastona, tarvitaan lupa Luxemburgin markkinavalvojalta CSSF:ltä. Toimiluvan saamisen edellytykset ovat pääasiassa UCITS-direktiivin minimisääntelyn mukaisia. Toimiluvan saamiseksi yhtiön on täytettävä Loi de 2010:n 19 luvun vaatimukset. Esimerkiksi yhtiön johdon tulee olla soveltuva tehtävänsä ja yhtiöllä tulee olla minimiosakepääoma, jos se ei ole nimittänyt ulkoista hallinnointiyhtiötä.¹⁸³

Perustaminen etenee Luxemburgissa käytännössä siten, että SICAV:lle laaditaan yhtiöjärjestys ja se sertifioidaan julkisella notaarilla. Tämän jälkeen SICAV:n perustajat, jotka toimivat yleensä promoottorin¹⁸⁴ lukuun, kutsuvat yhtiökokouksen koolle, jossa nimetään ensimmäiset hallituksen jäsenet.¹⁸⁵ Näin ollen perustajataho merkitsee ensimmäiset osakkeet eli sijoittaa tietyn alkupääoman.¹⁸⁶ Irlannin ICAV-sijoitusyhtiöillä ei tarvitse olla perustajaosakkeenomistajia.¹⁸⁷ Tästä huolimatta ICAV-sijoitusyhtiöissä on tapana perustamisen yhteydessä laskea liikkeeseen perustajaosakkeita, jotka perustajataho merkitsee nimelliseen hintaan (esimerkiksi 1 € per osake). Perustajaosakkeet eivät tuota oikeuksia ICAV-sijoitusyhtiön varoihin tai varojenjakoon. Puolestaan OEIC-sijoitusyhtiöissä pääsääntöisesti ensimmäiset osakkeet ovat oikeuksiltaan yhtäläiset kuin muutkin osakkeet, joskin perustajaosakkeista voidaan myös määrätä tietyin edellytyksin.¹⁸⁸ Kun vaihtuvapääomaisissa sijoitusyhtiöissä perustajataho, joka on tavanomaisesti promoottorin vaikutusvallan alainen rahastoyhtiö, valitsee ensimmäisen hallituksen, on tällä valinnalla usein pitkälle ulottuvia vaikutuksia hallituksen tulevaan kokoonpanoon, koska osakkeen-

¹⁷⁹ S.I. No. 257/2013 - European Union (Alternative Investment Fund Managers) Regulations 2013.

¹⁸⁰ ICAV Act 2015, section 8(2) mukaan: "*The business carried on by an authorised ICAV shall be confined to activities permitted to be carried on by—*
(a) *in the case of an ICAV authorised under section 19, this Act and, where applicable, the AIFM Regulations, or*
(b) *in the case of an ICAV authorised under the UCITS Regulations, those Regulations.*"

¹⁸¹ ICAV Act 2015, section 6.

¹⁸² Ks. SOU 2016:45, s. 232 ja VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 16.

¹⁸³ SOU 2016:45, s. 228.

¹⁸⁴ Promoottorina (*fund promoter*) tarkoitetaan kansainvälisessä kirjallisuudessa yleensä isoa finanssialan toimijaa, joka perustaa rahaston. Ks. esimerkiksi Cullen – Brennan 2017, s. 3, jossa on mainittu esimerkkinä Goldman Sachs, Federated ja Fidelity. Promoottorit tuottavat useita rahastoja, järjestävät niiden hoitamisen ja huolehtivat niiden markkinoinnista hyödyntäen omaa mainettaan. Puolestaan Hazenberg 2012, s. 34 toteaa, että sijoittajat ymmärtävät tavanomaisesti isot varainhoitokonsernit yhtenä toimijana, vaikka konsernien yritysraakenteet vaihtelevat. Esimerkkeinä mainitaan BlackRock, DWS and Franklin Templeton. Euroopassa käytetään pääsääntöisesti "*promoter*"-termiä, kun taas Yhdysvalloissa samasta asiasta käytetään termiä "*sponsor*". Ks. myös Wegman 2016, s. 41 ja The Irish Funds Industry Association 2011, s. 4.

¹⁸⁵ Kremer – Lebbe 2014, s. 217.

¹⁸⁶ Ensimmäiset osakkeet voivat olla ns. "perustajaosakkeita" (*founder shares*). Ennen Loi de 2010:n säätämistä UCITS-muotoiset SICAV-sijoitusyhtiöt eivät voineet luoda erilaisilla oikeuksilla varustettuja perustajaosakkeita, mistä johtuen nykyäänkin pääsääntöisesti perustajaosakkeita ei ole erotettu muista osakkeista UCITS-muotoisten SICAV-sijoitusyhtiöiden yhtiöjärjestyksissä.

¹⁸⁷ Browne 2015, s. 24.

¹⁸⁸ COLL 6.2.18 R:ssä säädetään: "(1) *If an authorised fund limits the issue of any class of unit, the prospectus of an authorised fund must provide for the circumstances and conditions when units will be issued. (2) Where (1) applies, the authorised fund manager may not provide for the further issue of units unless, at the time of the issue, it is satisfied on reasonable grounds that the proceeds of that subsequent issue can be invested without compromising the scheme's investment objective or materially prejudicing existing unitholders. (3) Within a scheme, unit classes may operate different arrangements for the issue of units provided there is no prejudice to the interests of any unitholder.*"

omistajien roolissa toimivat sijoittajat käyttävät tosiasiaa harvoin oikeuttaan vaikuttaa hallituksen kokoonpanoon yhtiökokouksissa.¹⁸⁹

4.3 JURIDINEN LUONNE

Vaihtuvapääomaisella sijoitusyhtiöllä tarkoitetaan *yhtiömuotoista* rahastoa, jossa on vaihtuva osakepääoma. Yhtiömuotoisessa rahastossa rahaston hallinnoiman varallisuuden omistaa erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu osakeyhtiö, jonka osakkeet rahastosijoittajat omistavat. Kun sijoittajat merkitsevät ja lunastavat vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osakkeita, sen osakepääoma muuttuu, minkä takia puhutaan "vaihtuvasta osakepääomasta". Sopimusperusteiset ja trust-muotoiset yhteissijoitusyritykset ovat myös vaihtuvapääomaisia, mutta ne eivät laske liikkeeseen osakkeita eivätkä ne omista rahastossa olevia varoja itse. Yhtiömuotoisten yhteissijoitusyritysten erityinen asema käy ilmi myös UCITS-direktiivistä, jossa on niitä koskevia erityissäännöksiä, joita ei sovelleta muissa oikeudellisissa muodoissa perustettuihin yhteissijoitusyrityksiin.¹⁹⁰

Toisin kuin sopimus- tai trust-muotoisissa rahastoissa, sijoitusyhtiömallissa rahasto itse (eli vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö) on keskeisessä asemassa.¹⁹¹ Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on sijoittajista erillinen oikeushenkilö. Verrattuna sopimusperusteisiin tai trust-mallisiin yhteissijoitusyrityksiin ei sijoitusyhtiö tarvitse rahastoyhtiötä edustajakseen kolmansien osapuolten kanssa tehtäviä oikeustoimia varten, vaan sijoitusyhtiö pystyy toimimaan itsenäisesti.¹⁹² Näin ollen se voi solmia sopimuksia tai olla osapuolena oikeudenkäynnissä.¹⁹³ Sijoitusyhtiön osakepääoma voi muuttua jatkuvasti ja se on aina yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön nettoarvo (NAV), joka lasketaan vähentämällä sijoitusyhtiön varoista sen velat. Osakepääoman suuruus vaihtelee merkintöjen, lunastusten ja varojen arvossa tapahtuneiden muutosten seurauksena. Sijoitusyhtiön osakkeilla ei ole nimellisarvoa, vaan niillä on kirjanpidollinen vasta-arvo, joka on yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön nettoarvo jaettuna liikkeeseen laskettujen osakkeiden lukumäärällä. Näin ollen osakkeen kirjanpidollinen vasta-arvo muuttuu vastaavasti kuin osakepääoma: se on aina yhtä suuri kuin yhden osakkeen nettoarvo.¹⁹⁴

On ilmeistä, että vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt poikkeavat tavanomaista liiketoimintaa harjoittavista osakeyhtiöistä eritoten kolmesta syystä. Ensinnäkin vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osakkeet arvostetaan päivittäin puhtaasti sen omistamien arvopaperien arvon perusteella, kun taas tavallisen osakeyhtiön osakkeiden hintaan vaikuttavat merkittävästi myös yrityksestä tulevaisuudessa saatavat kassavirrat ja kaikki yrityksen toimintaan liittyvä julkinen ja ei-julkinen tieto. Toiseksi vaihtuvapääomaisessa sijoitusyhtiössä osakkeenomistajat voivat lunastaa osakkeet milloin tahansa lunastusajankohdan nettoarvolla. Kolmanneksi vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön varat muodostuvat yksinkertaisesti osakkeenomistajien sijoittamasta pääomasta (joka sijoitettuna arvopapereihin voi kasvaa tai vähentyä), mikä tarkoittaa sitä, että pääsääntöisesti mikään osa sijoitusyhtiön varoista ei koostu koneista, vaihto-

¹⁸⁹ Ks. esim. Hazenberg 2012, s. 45, jonka mukaan: "An investment fund is created by the fund management company, which also appoints the fund's initial board of directors. That way, the fund management company selects the initial board and usually also has a significant influence when new board members are appointed." Ks. myös The Irish Funds Industry Association 2011, s. 3 ja Wegman 2016, s. 50–51 ja 315.

¹⁹⁰ Esimerkkeinä voidaan mainita UCITS-direktiivin V luvun sijoitusyhtiöitä koskevat velvoitteet ja direktiivin liitteessä I mainitut tiedonantovelvoitteet.

¹⁹¹ Warburton 2008, s. 758.

¹⁹² Kremer – Lebbe 2014, s. 52. Jos sijoitusyhtiötä hallinnoi rahastoyhtiö, on "itsenäisyys" käytännössä kuitenkin vain muodollista.

¹⁹³ Warburton 2008, s. 758.

¹⁹⁴ Kremer – Lebbe 2014, s. 52.

omaisuudesta, immateriaalioikeuksista tai muista eristä, joita tavanomaisesti esiintyy osakeyhtiöiden taseessa.¹⁹⁵

Vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely voidaan toteuttaa eri tavoilla. Sijoitusyhtiöistä voidaan säätää kokonaan erillisessä laissa¹⁹⁶, taikka pohjana voidaan käyttää osakeyhtiösääntelyä, jota täydennetään rahastoja koskevilla erityislaeilla¹⁹⁷. Riippumatta valitusta sääntelyratkaisusta vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä ei kohdella osakeyhtiönä niiden perinteisessä merkityksessä, koska se on erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu yhtiömuoto. Jos vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä kohdeltaisiin osakeyhtiönä ottamatta huomioon vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön erityistä toiminnan tarkoitusta, ajaututtaisiin helposti erinäisiin ongelmiin.¹⁹⁸ Vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille onkin ominaista, että niiden toiminnan tarkoitus on rajattu tiukasti yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen, joten niitä ei voida käyttää muunlaisen liiketoiminnan harjoittamiseen.¹⁹⁹ Rajoite on tarkkarajainen verrattuna tavanomaisiin osakeyhtiöihin, jotka voivat periaatteessa harjoittaa kaikkea laillista liiketoimintaa.

4.4 HALLINTO JA PÄÄTÖKSENTEKO

Vaihtuvapääomaisessa sijoitusyhtiössä osakkeenomistajilla on enemmän vaikutusvaltaa kuin osuustrustien tai sopimusmallisten yhteissijoitusyritysten osuudenomistajilla.²⁰⁰ Osakkeenomistajina toimivilla sijoittajilla on lähtökohtaisesti äänioikeus yhtiökokouksissa, jolloin he voivat teoriassa osallistua päätöksentekoon.²⁰¹ Sijoitusyhtiöiden osalta IOSCO on suositellut, että osakkeenomistajilla tulisi olla oikeus osallistua päätöksentekoon käyttämällä äänioikeuttaan varsinaisissa tai ylimääräisissä yhtiökokouksissa.²⁰² Yhtiökokousta pidetäänkin sijoittajien ensisijaisena vaikuttamiskanavana. Esimerkiksi Luxemburgissa SICAV-sijoitusyhtiöihin soveltuva yhtiölaki Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales (jäljempänä ”loi de 1915”) lähtee siitä, että lain tai yhtiöjärjestyksen mukaan yhtiökokouksen päätettäväksi määrätty asiat eivät kuulu hallituksen toimivaltaan.²⁰³ Yhtiökokouksessa on muun muassa hyväksyttävä tilinpäätös, päätettävä tuotonjaosta, valittava tilintarkastajat, päätettävä yhtiöjärjestyksen muuttamisesta ja hallituksen jäsenten valinnasta.²⁰⁴ Irlannissa²⁰⁵ ja Isossa-Britanniassa²⁰⁶ sääntely on joustavampaa: yhtiökokouksen pitämisestä voidaan tarvittaessa kokonaan luopua.

¹⁹⁵ Ks. Krug 2013b, s. 298–299. Poikkeuksena mainittakoon, että UCITS-direktiivin 50 (3) artiklan mukaan sijoitusyhtiömuotoinen yhteissijoitusyritys saa hankkia irtainta tai kiinteätä omaisuutta, joka on välittömästi tarpeen sen liiketoiminnan harjoittamisessa. Kyse on tällöin sijoitusyhtiön omista varoista ja ne tulee erottaa vaihtuvasta osakepääomasta. Ks. tältä osin myös Kremer – Lebbe 2014, s. 83.

¹⁹⁶ Esim. Ison-Britannian ja Irlannin sääntely.

¹⁹⁷ Luxemburg on omaksunut tällaisen ratkaisun.

¹⁹⁸ Ks. Krug 2013b, s. 265–266, jonka mukaan Yhdysvalloissa sääntely lähtee siitä, että sikäläiset sijoitusyhtiöt ovat verrattavissa mihin tahansa muihin yhtiöihin. Tästä johtuen sääntelyä on kritisoitu. Euroopassa on otettu toinen näkökulma, joka tunnustaa sijoitusyhtiöiden erityisen luonteen.

¹⁹⁹ Ks. esim. ICAV Act 2015, section 5(2): ”The sole object of an ICAV shall be the collective investment of its funds in property and giving members the benefit of the results of the management of its funds.” ja The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228), Schedule 2, 3(2): ”The provision referred to in sub-paragraph (1)(a) as to the object of an open-ended investment company must state clearly the kind of property in which the company is to invest and must state that the object of the company is to invest in property of that kind with the aim of spreading investment risk and giving its shareholders the benefit of the results of the management of that property.”

²⁰⁰ Ks. esim. IOSCO 1994, s. 33.

²⁰¹ OECD C(71)234 1972, s. 7.

²⁰² IOSCO 1994, s. 14.

²⁰³ Article 441-5, loi de 1915.

²⁰⁴ IOSCO 1994, s. 33. Yhtiökokouksessa on päätettävä myös Article 461-7, loi de 1915:n mukaisesti vastuuvapauden myöntämisestä hallituksen jäsenille. Lisäksi yhtiökokouksessa päätetään tietyistä laajakantoisista asioista, kuten sijoitusyhtiön purkamisesta tai sulautumisesta.

²⁰⁵ ICAV Act 2015, section 89(4): ”The directors of an ICAV may elect to dispense with the holding of an annual general meeting by giving 60 days’ written notice to all of the ICAV’s shareholders.”

Vaikka yhtiökokouksia ei tarvitse välttämättä ollenkaan pitää, on osakkeenomistajilla kuitenkin erityisiä vähemmistöoikeuksia väärinkäytösten varalle. Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajat voivat vaatia hallitukselta ylimääräisen yhtiökokouksen koolle kutsumista, jos osakkeenomistajat, joiden osakkeiden arvo on vähintään kymmenen prosenttia koko SICAV:n osakepääomasta, sitä vaativat.²⁰⁷ Isonsa-Britanniassa, jos kymmenesosa OEIC:n osakkeenomistajista sitä vaatii, tulee järjestää ylimääräinen yhtiökokous, jossa päätetään hallituksen jäsenen tai jäsenten erottamisesta ja uusien nimittämisestä.²⁰⁸ Irlannissa ylimääräistä yhtiökokousta voivat vaatia tilintarkastaja tai osakkeenomistajat, joiden osakkeet oikeuttavat vähintään 10 prosenttiin äänivaltaan ICAV:ssa.²⁰⁹ Määrävähemmistön oikeus vaatia ylimääräistä yhtiökokousta pidettäväksi toimii ikään kuin varaventiilinä, joka koordinoi hallituksen toimintaa osakkeenomistajien etujen mukaiseksi. Jos hallitus toimisi osakkeenomistajien etujen mukaisesti, voisi se luottaa siihen, etteivät osakkeenomistajat vaatisi yhtiökokousta pidettäväksi.

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallituksen rooli vaihtelee tarkastelun kohteena olevan kansallisen sääntelyn mukaan. Sijoitusyhtiöt voivat olla rahastoyhtiön hallinnoimia tai sisäisesti hoidettuja.²¹⁰ Isonsa-Britanniassa hallitus samastuu rahastoyhtiön²¹¹, kun taas Irlannissa ja Luxemburgissa hallitus toimii rahastoyhtiön ohella. Hallituksella voi olla tärkeä rooli rahastoyhtiön ja sijoitusyhtiön osakkeenomistajien intressikonfliktien hallinnassa.²¹² Rahastotoimialalla esiintyy lukuisia mahdollisia eturistiriitoja sijoittajien, rahaston hoitamiseen liittyvien tahojen ja jakelijoiden välillä. Keskeisin eturistiriita vallitsee sijoittajien ja rahastoyhtiön välillä. Rahastoyhtiö saa prosenttiosuuden rahaston varoista vuotuisena hallinnointipalkkiona. Sijoittaja pyrkii optimaaliseen riskikorjattuun tuottoon kustannusten jälkeen. Mitä korkeampi hallinnointipalkkio on, sitä alhaisemmaksi riskikorjattu tuotto muodostuu. Ollessaan tyytymätön rahaston suoriutumiseen voi sijoittaja aina lunastaa osuutensa: tämä markkinavoima auttaa tasoitamaan sijoittajien ja rahastoyhtiön eturistiriitoja. Koska rahastoyhtiön palkkio riippuu rahaston pääoman määrästä, rahastoyhtiöllä on kannustin ryhtyä moraaliseen uhkapeliin ja ottaa riskejä hallinnointipalkkion kasvattamiseksi.²¹³

Hyvän tuottohistorian suhde uusiin merkintöihin on luonteeltaan konveksi, jolloin rahastoyhtiöt hyötyvät enemmän hyvästä tuottohistoriasta verrattuna huonon tuottohistorian aiheuttamiin tappioihin. Tämä kannustaa rahastoyhtiötä hyödyttäviin menettelytapoihin (esimerkiksi liialliseen riskinottoon), jotka eivät ole rahastosijoittajien etujen mukaisia. Hallituksen tarvetta on perusteltu sillä, etteivät mark-

²⁰⁶ Ks. The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005 (SI 2005 No. 923), sections 1–2, jonka mukaan hallitus valitaan lähtökohtaisesti yhtiökokouksessa. Hallitus voi kuitenkin täyttää avoimena olevan hallitusposition ennen seuraavaa varsinaista yhtiökokousta, tai jos OEIC-sijoitusyhtiössä ei ylipäätään pidetä yhtiökokouksia, suorittaa hallituksen jäsenten valinnan hallitus itse. Lakimuutoksen perusteena OEIC (Amendment) Regulations 2005 Explanatory Memorandum, s. 2 mukaan pakollisen yhtiökokouksen todettiin aiheuttavan kustannuksia ilman, että se varsinaisesti lisäisi sijoittajien suojaa: “Currently, OEICs are subject to regulatory requirements which are costly but which provide limited, if any, investor protection, and which might have an adverse impact on competition in the collective investment scheme sector.”

²⁰⁷ Article 450-8, loi de 1915.

²⁰⁸ Ks. The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005 (SI 2005 No. 923), section 2(4).

²⁰⁹ ICAV Act 2015, section 89(6).

²¹⁰ Sisäisesti hoidetulla sijoitusyhtiöllä tarkoitetaan sijoitusyhtiötä, joka ei ole nimittänyt rahastoyhtiötä hoitamaan yhtiön hallinnointia, vaan rahaston hoitaminen järjestetään sijoitusyhtiön omilla työntekijöillä. Sijoitusyhtiö tarvitsee tällöin vastaavan toimiluvan kuin rahastoyhtiö. Sisäisesti hoidettuja sijoitusyhtiöitä esiintyy Euroopan rahastomarkkinoilla todella niukasti. Käytännössä esimerkiksi jokin passiivisesti hoidettu indeksirahasto voisi toimia sisäisesti hoidettuna sijoitusyhtiönä, jolloin salkunhoito ei vaadi jatkuvaa huomiota. Ks. tältä osin SOU 2002:56, s. 513.

²¹¹ Ks. SOU 2002:56, s. 512; IMA 2005, s. 15 ja 22; Rounds – Dehio 2007, s. 483 ja 495 ja SOU 2016:45, s. 225. OEIC-sijoitusyhtiön johtoon kuuluu yksi tai useampi hallituksen jäsen. Vähintään yhden jäsenen täytyy olla niin sanottu *Authorized Corporate Director* (ACD), joka voi olla myös oikeushenkilö. ACD:n ja OEIC-sijoitusyhtiön välinen suhde on vastaava kuin SRL:ssä tarkoitetun rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston: ACD huolehtii päivittäisestä juoksevasta hallinnosta, sijoituspäätöksistä ja merkintöjen sekä lunastusten vastaanottamisesta. Käytännössä markkinoilla ei esiinny sellaisia OEIC-sijoitusyhtiöitä, joilla olisi oma hallitus, vaan kaikkien hallinnosta huolehtii ACD.

²¹² Hazenberg 2012, s. 46.

²¹³ IOSCO 2000, s. 8; Turtiainen 2004, s. 130 ja Hazenberg 2012, s. 46.

kinavoimat yksinään välttämättä riittää lieventämään rahastoyhtiön ja sijoittajien eturistiriitoja. Tällöin on tilausta muunlaiselle lisäkontrollille – kuten hallituksille – tuottamaan lisäarvoa sijoittajille.²¹⁴

Jos vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on nimittänyt rahastoyhtiön hoitamaan yhtiön päivittäistä hallinnointia, rajoittuu hallituksen rooli toiminnan valvontaan ja merkittäviin laajakantoisiin päätöksiin²¹⁵. Hallitus ei käytännössä osallistu liiketoiminnallisten- tai sijoituspäätösten tekemiseen.²¹⁶ Käytännössä on todella harvinaista, ettei hallinnointiyhtiötä olisi nimitetty. Luxemburgin markkinavalvojan CSSF:n tulkinnan mukaan ulkoisen rahastoyhtiön toimivaltuudet ovat laajat ja käsittävät käytännössä kaikki päivittäiseen hallintoon liittyvät osa-alueet.²¹⁷ Lisäksi kuten muissakin yhteissijoitusyritysten oikeudellisissa muodoissa, myös vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden varat on pidettävä erillisessä säilytysyhteisössä, jonka rooli ja velvollisuudet ovat vastaavanlaiset kuin SRL 20:1:ssä tarkoitetulla säilytysyhteisöllä. Säilytysyhteisön tehtäviin kuuluvat pääasiassa sijoitusyhtiön varojen säilyttäminen ja toiminnan valvominen.²¹⁸ Säilytysyhteisön tehtävät ovat yltäosan johdettavissa UCITS-direktiivistä, joten sääntely on pitkälti yhtenäistä jäsenvaltioiden välillä yhteissijoitusyritysten oikeudellisesta muodosta riippumatta.²¹⁹

4.5 ALARAHASTOT

Vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille on ominaista, että ne voivat koostua useasta alarahastosta.²²⁰ Hallinnointiyhtiön ja sijoitusyhtiön näkökulmasta alarahaston perustaminen on hallinnollisesti huomattavasti kevyempää verrattuna uuden erillisen sijoitusyhtiön perustamiseen.²²¹ ESMA:n (*The European Securities and Markets Authority*) kannanoton²²² mukaan saman yhteissijoitusyrityksen sisällä voidaan

²¹⁴ Hazenberg 2012, s. 46. Ks. myös Khorana – Servaes 2008, s. 22, jossa on esitetty, ettei hallitusten rooli olisi ainakaan vähenemään päin lähitulevaisuudessa.

²¹⁵ Ks. The Irish Funds Industry Association 2011, s. 7, jossa on mainittu esimerkkejä hallituksen tehtävistä.

²¹⁶ Hazenberg 2012, s. 260–261 mukaan hallituksen pääasiallinen rooli liittyy riskienhallintaan ja compliance-tehtäviin, eikä esimerkiksi sijoitustoiminnan tuottojen tai kustannusten mittaamiseen. Ks. vastaavasti myös Wegman 2016, s. 49.

²¹⁷ Kremer – Lebbe 2014, s. 300.

²¹⁸ Säilytysyhteisön roolia on kuvattu aiemmin trust-muotoisten ja sopimusmallisten rahastojen tarkastelun yhteydessä.

²¹⁹ UCITS-direktiivin 22 artiklan 3 kohdan mukaan: ”Säilytysyhteisön on: a) huolehdittava, että sijoitusrahaston puolesta suoritettavissa tai rahastoyhtiön suorittamissa osuuksien myynneissä, liikkeeseenlaskuissa, takaisinostoissa, lunastuksissa ja peruutuksissa noudatetaan sovellettavaa kansallista lainsäädäntöä ja rahaston sääntöjä; b) huolehdittava, että osuuksien arvo lasketaan sovellettavan kansallisen lainsäädännön ja rahaston sääntöjen mukaisesti; c) noudatettava rahastoyhtiön antamia määräyksiä, jolleivät ne ole sovellettavan kansallisen lainsäädännön tai rahaston sääntöjen vastaisia; d) huolehdittava, että sijoitusrahaston varoja koskeviin toimiin liittyvät maksut suoritetaan sille yleensä käytössä olevissa määräajoissa; e) huolehdittava, että sijoitusrahaston tulot käytetään sovellettavan kansallisen lainsäädännön ja rahaston sääntöjen mukaisesti.”

²²⁰ Tämä perustuu UCITS-direktiiviin; ks. alaviite 90. Alarahastorakenne on tavanomaisin nimenomaan vaihtuvapääomaisilla sijoitusyhtiöillä verrattuna muihin yhteissijoitusyritysten oikeudellisiin muotoihin. UCITS-direktiivissä ei kuitenkaan nimenomaisesti säädetä, että alarahastojen varat tulisi pitää toisistaan erillään. ESMA 2017, s. 1 on kuitenkin tosiasiallisesti päätenyt tähän tulkintaan: ”ESMA is of the view that the UCITS Directive should be interpreted in such a way that it requires the segregation of assets between compartments.” Ks. vastaavasti ESMA 2016, s. 6.

²²¹ Esimerkiksi Irlannissa alarahasto voidaan perustaa S.I. No. 230/2019 - Central Bank (Supervision and Enforcement) Act 2013 (Section 48(1)) (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2019, section 46(1)(a)–(b) mukaan siten, että CBI:lta haetaan lupaa alarahaston perustamiseen. Tämä tapahtuu käytännössä lähettämällä CBI:lle ehdotus muutetusta tarjousesitteestä, jossa on tarvittavat tiedot uudesta alarahastosta (edellyttäen, että ICAV-sijoitusyhtiön yhtiöjärjestys eli IOI mahdollistaa alarahastorakenteen). Irlannissa yksittäisten alarahastojen tiedot ovat yleensä saatavana erillisinä liitteinä tarjousesitteen lisäksi, mutta tiedot voivat olla myös osa varsinaista tarjousesitettä. Alarahaston perustaminen ei edellytä ICAV-sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksen muuttamista, jolloin perustamisprosessin katsotaan olevan kevyempi yhtiöjärjestyksen muuttamiseen verrattuna. Ks. myös Harju – Syyrilä 2001, s. 4, jonka mukaan alarahastorakenteen ansiosta sijoitusyhtiöt ovat helpommin hallittavissa sijoitusrahastoihin nähden.

²²² ESMA: OPINION. Share classes of UCITS. 30 January 2017.

tarjota merkittävästi toisistaan poikkeavia sijoitusstrategioita poikkeavine riskiprofileineen ainoastaan alarahastorakenteen avulla. Näin ollen vastaavat poikkeamat yhteissijoitusyrityksen yhtenevästä sijoituspolitiikasta ja riskiprofiilista eivät olisi mahdollisia eri osake- tai osuuslajeille.²²³

Isossa-Britanniassa OEIC-sijoitusyhtiö voi koostua useasta alarahastosta, joilla on erilaiset sijoituspolitiikat ja eri kohdeasiakasryhmät (esimerkiksi vain institutionaalisille sijoittajille tarkoitetut alarahastot). Tämä on mahdollista, koska OEIC-sijoitusyhtiö voi laskea liikkeeseen eri rahastoihin kuuluvia osakkeita, jolloin eri osakkeet kuuluvat omiin alarahastoihinsa. Vuoteen 2011 asti alarahastoja ei katsottu erillisiksi yksiköiksi konkurssitilanteissa. Tämä tarkoitti käytännössä, että jos yksi alarahasto meni konkurssiin, niin kyseisen alarahaston osakkeenomistajat menettivät tekemänsä sijoituksen, mutta velkojilla oli vielä mahdollisuus periä saataviaan muilta alarahastoilta. Menettelytapa lisäsi omalta osaltaan muiden (maksukyisten) alarahastojen osakkeenomistajien riskejä. Vaikka konkurssin riski on käytännössä mitätön, haluttiin kysymys kuitenkin korjata lainsäädännön tasolla. Vuonna 2011 lainsäädäntöä muutettiin siten, että alarahastoja kohdellaan ikään kuin ne olisivat toisistaan erillisiä juridisia henkilöitä.²²⁴

Myös Irlannin ICAV-sijoitusyhtiössä voi olla lukuisia alarahastoja, joiden sijoituspolitiikat poikkeavat toisistaan. Konkurssitilanteessa alarahastoja käsitellään toisistaan erillisinä yksikköinä. ICAV-laissa on nimenomainen määräys siitä, ettei tietty alarahasto vastaa toisen alarahaston velvoitteista.²²⁵ Samoin kohdellaan myös Companies Act 2014:n mukaisten VCC-sijoitusyhtiöiden²²⁶ alarahastoja. Käytännössä sääntelyn toimivuutta ei kuitenkaan ole päästy testaamaan. On selvää, että Irlannin lakien mukaan tietyn alarahaston konkurssi koskee vain kyseistä alarahastoa, mutta toisaalta on epävarmaa, tunnustavat-

²²³ Ks. ESMA 2017, s. 4, jossa todetaan: "The Authority is of the opinion that hedging arrangements at share class level are not compatible with the requirement for a fund to have a common investment objective. ESMA holds the view that UCITS which aim at protecting the investor from certain types of risk should be set up as separate funds or sub-funds." Jäljempänä ESMA:n kannanotossa todetaan poikkeuksena, että erilainen valuuttasuojaus osuus- ja osakelajien välillä on kuitenkin sallittua.

²²⁴ Vuonna 2011 tuli voimaan The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2011 (SI 2011 No. 3049), jossa turvattiin alarahastojen varojen ja velvoitteiden erottaminen toisten alarahastojen varoista ja velvoitteista. Ks. toisaalta SOU 2016:45, s. 226, jossa virheellisesti todetaan, että kyseinen laki tuli voimaan vuonna 2007.

²²⁵ Ks. ICAV Act 2015, section 35: "Despite any enactment or rule of law to the contrary—

(a) any liability incurred on behalf of or attributable to any sub-fund of an umbrella fund shall be discharged solely out of the assets of that sub-fund, and

(b) no umbrella fund or any director, receiver, liquidator, provisional liquidator or other person shall apply, or be obliged to apply, the assets of any such sub-fund in satisfaction of any liability incurred on behalf of or attributable to any other sub-fund of the same umbrella fund."

²²⁶ Vuoteen 2015 asti irlantilaisiin osakeyhtiömuotoisiin VCC-rahastoihin (Variable Capital Company) sovellettiin käytännössä samoja sääntöjä kuin tavallisiin osakeyhtiöihin, jolloin sovellettiin Irlannin silloista yhtiölakia (Companies Act 1990). Laissa oli lukuisia poikkeuksia sijoitusyhtiöitä varten. Poikkeukset liittyivät muun muassa osakepääomaa koskeviin sääntöihin, osakkeiden liikkeeseenlaskuun ja lunastuksiin sekä muihin nimenomaan yhteissijoitusyrityksille välttämättömiin toimintoihin. Vuonna 2014 Irlannin yhtiölaki uudistettiin, jolloin tuli voimaan Companies Act 2014. Muutokset liittyivät pääasiassa tavallisia osakeyhtiöitä koskevan sääntelyn modernisoimiseen, mutta samalla päätettiin myös säätää täysin oma lakinsa (ICAV Act 2015) yhtiömuotoisille yhteissijoitusyrityksille. Vanhan Companies Act 1990:n mukaisesti perustetut VCC-sijoitusyhtiöt voivat jatkaa toimintaansa kuten ennenkin, ja myös uusia VCC-sijoitusyhtiöitä pystyy perustamaan uuden yhtiölain nojalla.

ko ulkomaiset oikeusjärjestelmät kyseistä näkökulmaa, koska teknisesti alarahastot kuitenkin ovat saman juridisen henkilön eri osia.²²⁷

Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöllä voi olla lukuisia alarahastoja, joiden sijoituspolitiikat ja kohdeasiakasryhmät poikkeavat toisistaan. Tämä on mahdollista, koska SICAV-sijoitusyhtiö voi laskea liikkeeseen erilaisia osakkeita, jolloin tietty osakelaji kuuluu tiettyyn alarahastoon.²²⁸ Alarahastot katsotaan toisistaan erillisiksi yksiköiksi konkurssitilanteessa.²²⁹ Alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyks on suoraan säädetty laissa, jolloin päinvastainen kohtelu vaatii erillisen yhtiöjärjestysmääräyksen. Alarahastoja koskevalla sääntelyllä poiketaan suoraan osakeyhtiötä koskevasta sääntelystä. Circulaire 91/75 -kiertokirjeen mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä myös alarahastokohtaisista yhtiökoukousista.²³⁰

Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden alarahastojen osakkeenomistajilla on mahdollisuus vaihtaa alarahaston osakkeet toisen samaan sijoitusyhtiöön kuuluvan alarahaston osakkeisiin. Luxemburgissa vaihtojen tulee voida tapahtua vaivattomasti ja kohtuullisin kustannuksin, kuten FCP-muotoisillakin rahastoilla.²³¹ Vaikka vaihto ajatellaan yhtenä transaktiona, on teknisesti kuitenkin kyse lunastuksesta ja merkinnästä.²³² Vaihdot alarahastojen osakkeiden välillä ovat mahdollisia myös OEIC- ja ICAV-sijoitusyhtiöissä. Alarahasto-osuuksien vaihtoon liittyy myös verotuksellinen keskustelu, jota Suomesakin käytiin SRL:n viimeisimmän uudistushankkeen yhteydessä.²³³

4.6 ARVIOINTIA

Toisin kuin osuustrusteissa tai sopimusperusteisissa yhteissijoitusyrityksissä, on sijoittajille jätetty vaihtuvapääomaisissa sijoitusyhtiöissä enemmän kontrollioikeuksia. Sijoittajilla on mahdollisuus käyttää äänivaltaansa yhtiökoukousissa, mutta käytännössä näin tapahtuu harvoin.²³⁴ Kyseessä on pikemminkin

²²⁷ SOU 2016:45, s. 233 ja 238. Ruotsin mietinnössä esitetty näkökulma on mielenkiintoinen. Pohdinta jää kuitenkin yleiselle tasolle, eikä mietinnössä selvitetä tarkemmin, mitkä voisivat olla sellaisia konfliktitilanteita, joissa ulkomainen sääntely pystyisi haastamaan rahaston rekisteröintivaltion insolvenssilainsäädännön. Rahastotoiminnan kansainvälisyyden takia kyseessä ei kuitenkaan ole täysin poissuljettu skenaario. Tällainen tilanne voisi olla käsillä esimerkiksi silloin, kun monta alarahastoa olisi sijoittanut varojaan ulkomaille vähemmän kehittyneille markkinoille, esimerkiksi Etelä-Amerikkaan. Ulkomaisia arvopapereita saatetaan säilyttää ulkomaisen alisäilyttäjän hallussa tileillä, joihin sovelletaan paikallista lainsäädäntöä. Insolvenssitilanteessa riskiksi voisi esimerkiksi muodostua, että maksukyvyttömän alarahaston velkoja kuitattaisiin realisoimalla paikallisen alisäilyttäjän hallussa olevia toiseen alarahastoon kuuluvia arvopapereita. Yhteissijoitusyritysten osalta riskejä alentavan UCITS-sääntelyn vuoksi tällainen tilanne on käytännössä harvinainen, mutta tilanne voisi olla toinen esimerkiksi voimakkaasti vivutetun AIF-muotoisen sijoitusyhtiön kohdalla.

²²⁸ Alarahastot voivat jakaantua edelleen eri osakelajeihin. Ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 245.

²²⁹ Article 181(5), Loi de 2010 ja vastaavasti Article 71(5), Loi de 2007: "Les droits des investisseurs et des créanciers relatifs à un compartiment ou nés à l'occasion de la constitution, du fonctionnement ou de la liquidation d'un compartiment sont limités aux actifs de ce compartiment, sauf clause contraire des documents constitutifs.

Les actifs d'un compartiment répondent exclusivement des droits des investisseurs relatifs à ce compartiment et ceux des créanciers dont la créance est née à l'occasion de la constitution, du fonctionnement ou de la liquidation de ce compartiment, sauf clause contraire des documents constitutifs.

Dans les relations entre investisseurs, chaque compartiment est traité comme une entité à part, sauf clause contraire des documents constitutifs."

²³⁰ Chapitre J, III, 1, Circulaire 91/75.

²³¹ Chapitre J, I, Circulaire 91/75.

²³² Kremer – Lebbe 2014, s. 633.

²³³ Ks. esim. VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 16, jossa todetaan Luxemburgin alarahastorakenteen houkuttelevan sijoittajia juuri siksi, että se mahdollistaa verovapaat vaihdot alarahastosta toiseen. Toisin kuin VM:n arviomuistiossa todetaan, ulkomaisilla sijoittajilla verokohtelu riippuu sijoittajan kotivaltion verolainsäädännöstä, eikä alarahastojen verokohtelusta näin ollen voida tehdä yleistyksiä. Vrt. VM 14/2018, s. 84–85, jonka mukaan alarahasto-osuuksien vaihtoa tulisi pitää luovutuksena verotuksessa vastaavalla tavalla kuin luovutuksena pidetään rahastoyhtiön hallinnoimien eri sijoitusrahastojen rahasto-osuuksien vaihtoa. Myös HE 304/2018 vp, s. 59 pitää alarahasto-osuuksien vaihtoa veronalaisena luovutuksena eikä asian todettu vaativan erillistä säännöstä tuloverolakiiin (1535/1992).

²³⁴ Wegman 2016, s. 274.

teoreettinen mahdollisuus, jonka luoma pelotevaikutus saattaa koordinoita rahastoyhtiön ja sijoitusyhtiön hallituksen toimintaa osakkeenomistajien etujen mukaisiksi. Lisäksi sijoitusyhtiöissä on hallitus, jollaista ei ole muissa oikeudellisissa muodoissa perustetuissa yhteissijoitusyrityksissä. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on oikeushenkilö, joten se voi tehdä omista nimistään sopimuksia ja oikeustoimia. Vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä ei voida kuitenkaan rinnastaa osakeyhtiöön muutoin kuin oikeushenkilöllisyyden osalta, koska se on erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan räätälöity yhtiömuoto.

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön muodossa perustettujen yhteissijoitusyritysten määrä ja niiden pääomat ovat kasvaneet viimeisten vuosikymmenien aikana muiden juridisten muotojen kustannuksella. Kyseessä on markkinoiden ja sijoittajien hyvin tuntema rakenne, jolloin rakenteen oppimiskustannukset ovat alhaiset. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö soveltuu hyvin sekä mannereurooppalaisiin että common law -järjestelmiin, koska toisin kuin trustien osalta, sitä koskeva sääntely on mahdollista toteuttaa jokseenkin pistemäisesti kajoamatta oikeusjärjestelmän syvempiin rakenteisiin.

5 YHTEENVETO

Tässä artikkelissa on tarkasteltu UCITS-direktiivin sallimien yhteissijoitusyritysten oikeudellisten muotojen valikoituja ominaisuuksia analysoimalla Ison-Britannian, Luxemburgin ja Irlannin yhteissijoitusyrityksiä koskevaa sääntelyä. Rajat ylittävä tutkimusote on tarpeen, jotta on mahdollistettu oman oikeuden kulttuuripiirin ylittävän informaation hankkiminen oikeudesta. Kyse on ennen kaikkea tietoperustan laajentamisesta, jonka avulla kyetään tunnistamaan vaihtoehtoisia tai kokonaan uusia ratkaisumalleja kansallisille oikeudellisille instituutioille. UCITS-direktiivin 1(3) artiklan mukaan yhteissijoitusyritys voidaan perustaa 1) sopimusperusteisena sijoitusrahastona, 2) osuustrustina tai 3) sijoitusyhtiönä. Jotkut jäsenvaltiot sallivat kaikki kolme oikeudellista muotoa, kun taas joissakin jäsenvaltioissa kansallinen sääntely mahdollistaa yksi tai kaksi vaihtoehtoista organisoitumismuotoa. Vertailumaiden osalta Iso-Britannia ja Irlanti sallivat kaikki kolme juridista muotoa, kun taas Luxemburgissa osuustrustien perustaminen ei ole mahdollista. Suomessa valittu sääntelyratkaisu on vieläkin rajoitetumpi: ainoastaan sopimusperusteisten yhteissijoitusyritysten perustaminen on mahdollista.

Sopimusperusteisten ja trust-muotoisten yhteissijoitusyritysten sijoittajia kutsutaan osuudenomistajiksi, kun taas sijoitusyhtiöiden sijoittajat ovat osakkeenomistajia. Sopimusperusteinen yhteissijoitusyritys on eräänlainen yhteissijoitustoimintaa koskevan erityissääntelyn konstruoima sopimusverkon varaan rakentuva jaoton yhteisomistussuhde, joka tulee erottaa siviilioikeudellisista yhteisomistussuhteista. Varat kuuluvat osuudenomistajille, vaikka heillä ei olekaan suoraa omistusoikeutta sopimusperusteisen yhteissijoitusyrityksen alla oleviin sijoituskohteisiin. Osuustrusti puolestaan on sekoitus sopimusoikeudellisia ja trust-oikeudellisia aineksia, jossa sijoittajien varat asetetaan trustiin osuudenomistajien hyväksi. Varat omistaa muodollisesti trustee, mutta osuudenomistajat ovat varojen tosiasiallisia edunsaajia. Sopimusperusteinen yhteissijoitusyritys ja osuustrusti eivät ole oikeushenkilöitä, joten ne eivät voi itsenäisesti tehdä oikeustoimia. Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön rakenne on helpommin ymmärrettävä: sijoitusyhtiö omistaa sijoitusyhtiön alla olevat varat ja sijoittajat omistavat ainoastaan sijoitusyhtiön osakkeet. Sijoitusyhtiö on oikeushenkilö, joten se voi velvoittautua ja tehdä oikeustoimia omista nimistään. Kaikille yhteissijoitusyritysten oikeudellisille muodoille on yhteistä alarahastojen perustamisen mahdollisuus, vaikkakin kyseinen rakenne on tunnetuin nimenomaan sijoitusyhtiöillä.

Keskeisin ero yhteissijoitusyritysten oikeudellisten muotojen välillä on se, kuinka sijoittajat voivat osallistua yhteissijoitusyrityksen päätöksentekoon. Sopimusperusteiselle rahastorakenteelle on ominaista, että osuudenomistajat eivät voi osallistua rahastoa koskevaan päätöksentekoon. Käytännössä osuudenomistajan ainoana oikeussuojakeinona on mahdollisuus osuuksien lunastamiseen. Osuustrusteissa osuudenomistajilla on hieman enemmän päätösvaltaa kuin sopimusperusteisissa rahastoissa. Pääsääntöisesti heidän suostumuksensa vaaditaan, jos osuustrustin ehtoja muutetaan olennaisesti. Vaihtuvapääomaisissa sijoitusyhtiöissä sijoittajina olevilla osakkeenomistajilla on eniten vaikutusvaltaa. Teoriassa heillä on viime kädessä ylin päätösvalta yhtiökokouksessa, jossa voidaan esimerkiksi päättää hallituksen

jäsenten valinnasta taikka rahastoyhtiön erottamisesta. Kyseessä on ikään kuin rahastoyhtiön ja osakkeenomistajien etuja yhteensovittava lisäsuojajärjestelmä, jota osuustrustit ja sopimusperusteiset yhteissijoitusyritykset eivät tarjoa.

Tunnistetuista eroista riippumatta varojen erittelyn peruseriaatteet ovat yhtäläisiä yhteissijoitusyrityksen oikeudellisesta muodosta riippumatta, ja tässä kontekstissa ne ovat samalla viivalla. Oikeudellisesta muodosta riippumatta yhteissijoitusyrityksen alla oleva varallisuus on turvassa rahastoyhtiön, promootorin ja toisten rahastosijoittajien velkojilta. Toisaalta myös jokaisessa yhteissijoitusyrityksen oikeudellisessa muodossa rahastosijoittajan vastuu rajoittuu hänen tekemänsä sijoituksen kokoon.

Taulukko 1. Yhteissijoitusyritysten oikeudellisten muotojen erityispiirteiden vertailu.

	Osuustrusti	Sijoitusrahasto	Sijoitusyhtiö
Oikeudellinen muoto	Sopimuksellinen ja trust-oikeudellinen järjestely	Sopimuksellinen erityinen jaoton yhteisomistussuhde	Yhtiö
Oikeushenkilöllisyys	Ei	Ei	Kyllä
Hallinto	Rahastoyhtiö	Rahastoyhtiö	Hallitus ja rahastoyhtiö
Sijoittajien äänioikeus	Rajoitettu	Ei	Kyllä
Alarahastorakenne	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Varojen omistaja	Trustee	Osuudenomistajat	Sijoitusyhtiö
Laskee liikkeeseen	Osuuksia	Osuuksia	Osakkeita
Sijoittaja on	Osuudenomistaja	Osuudenomistaja	Osakkeenomistaja
Sijoittajan maksimivastuu	Merkintäsumma	Merkintäsumma	Merkintäsumma
Sijoittajan lunastusoikeus	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Säilytystoiminnosta vastaa	Trustee	Säilytysyhteisö	Säilytysyhteisö

Vaikka mitään yhteissijoitusyritysten oikeudellista muotoa ei voida pitää selvästi ylivertaisena muihin nähden²³⁵, näyttävät markkinat suosivan sijoitusyhtiömuotoa. Tämän artikkelin tarkastelun pohjalta ei voida kuitenkaan tehdä suoria johtopäätöksiä sen suhteen, mistä erot yhteissijoitusyritysten oikeudellisten muotojen suosion välillä johtuvat. Useat jäsenvaltiot ovatkin jättäneet kysymyksen markkinoiden ratkaistavaksi, koska perusteita sille, miksi lainsäätäjän tulisi rajoittaa yhteisen sijoitustoiminnan mahdollisia oikeudellisia muotoja, on haastavaa esittää.²³⁶ Päätösvalta kulloiseenkin liiketoimintaan parhaiten soveltuvasta oikeudellisesta muodosta kuuluisi luontevimmin markkinoilla toimiville rahastoyhtiöille, jolloin kansallisen lainsäätäjän tehtäväksi jäisi tarjota mahdollisimman laaja työkalupakki yhteisen sijoitustoiminnan organisoimista varten. Toisaalta voidaan perustellusti esittää, että common law- ja mannereurooppalaisen järjestelmän erot asettavat rajoitteita osuustrustien laajemmalle implementoimiselle, mutta muiden UCITS-direktiivin tuntemien oikeudellisten muotojen osalta vastaavia syvältä oikeuskulttuurista kumpuavia rajoitteita ei ole.

²³⁵ Ks. OECD 2005, s. 6 ja 10 sekä IOSCO 2007a, s. 2 ja 14. Ks. myös IOSCO 2007b, s. 16, jossa EFAMA yhtyy vastaavaan näkemykseen.

²³⁶ Ks. Turtiainen 2004, s. 156, jossa todetaan, ettei organisoitumismuotojen rajoittamiselle ole taloustieteellisiä perusteluita.

LÄHTEET

KIRJALLISUUS

Arnaud, Anthony Alec, *Investment trusts explained*. Woodhead Faulkner Ltd 1977.

Baker, J. H., *An introduction to English legal history*. Butterworths 1979.

Beggans, James P. Jr, *Mutual Funds in France*. *The International Lawyer* 4(1) 1969, s. 125–138.

Bouchard, Charlaïne, *La personnalité morale démythifiée: contribution à la définition de la nature juridique des sociétés de personnes québécoises*. Presses Université Laval 1997.

Browne, Mark, ICAV - the New Irish Collective Asset-Management Vehicle. *The investment lawyer* 22(6) 2015, s. 23–28.

Council of Europe, Resolution (72) 28 relating to investment funds. (Adopted by the Committee of Ministers on 19 September 1972 at the 213th meeting of the Ministers' Deputies)

Cullen, Margaret M. – Brennan, Niamh M., Differentiating control, monitoring and oversight: Influence of power relations on boards of directors – insights from investment fund boards. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 30(8) 2017, s. 1867–1894.

EFAMA, *Fact Book 2020*. Trends in European investment funds. 18th edition.

Glenn, H., *Comparative Legal Families and Comparative Legal Traditions*, teoksessa Reimann, Mathias – Zimmermann, Reinhard (toim.), *The Oxford Handbook of Comparative Law*. 2nd ed. Oxford University Press 2019. Sähköinen versio.

Grönfors, Kurt, *Avtalsgrundande rättsfakta*. N&S Biblioteket 1993.

Harju, Ilkka – Syyrilä, Jarkko, *Sijoitusrahastolainsäädäntö*. WSOY Lakitieto 2001.

Harju, Ilkka, *Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto*. Oikeushenkilöopillinen vertailu. *Oikeustiede – Jurisprudentia* LIII:2020, s. 5–102.

Harman, Thomas S., *Emerging Alternatives to mutual funds : Unit investment trusts and other fixed portfolio investment vehicles*. *Duke Law Journal* 36(6) 1987, s. 1045–1094.

Hazenberg, Jan, *Investment Fund Governance: An empirical investigation of Luxembourg UCITS*. Doctoral thesis, University of Luxembourg 2012.

Hooghiemstra, Sebastiaan, *Towards Modernization of the Luxembourg Legal Form 'Toolbox' for Funds*. SSRN Electronic Journal 2019. ISSN: 1556-5068.

Horváthová, Alexandra, *Protection of Retail Investors Through Their Empowerment. Regulation of Investment Companies in the European Union, the United Kingdom and the United States of America*. Doctoral thesis, Central European University 2015.

Howard, Carly, *Trust Funds in Common Law and Civil Law Systems: A Comparative Analysis*. *University of Miami International & Comparative Law Review* 13(2) 2006, s. 343–366.

Hudson, Alastair, *Equity and Trusts*. Taylor & Francis Group 2016.

Husa, Jaakko, *Classification of Legal Families Today. Is it time for a memorial hymn?* *Revue internationale de droit compare* 56(1) 2004, s. 11–38.

Husa, Jaakko, *Legal Families*, teoksessa Smits, Jan M. (toim.), *Elgar Encyclopedia of Comparative Law, Second Edition*. Edward Elgar Publishing 2012, s. 491–504.

Husa, Jaakko, *Oikeusvertailu. Teoria ja metodologia*. Lakimiesliiton kustannus 2013.

Husa, Jaakko, Praktinen oikeusvertailu ja ratkaisargumentaatio - opittavaa Euroopasta?. Asiantuntija-artikkeli, Edilex 2014.

Investment Management Association, Review of the Governance Arrangements of United Kingdom Authorised Collective Investment Schemes. Report by the Investment Management Association. February 2005.

IOSCO, Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum. October 1994.

IOSCO, Conflicts of Interests of CIS Operators. May 2000.

IOSCO, Examination of Governance for Collective Investment Schemes. Part I. Final Report. June 2006.

IOSCO, Examination of Governance for Collective Investment Schemes. Part II. Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the 'Independent Oversight Entities'. Responses to the Consultation Report. February 2007. (IOSCO 2007b)

IOSCO, Examination of Governance for Collective Investment Schemes. Part II. Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the 'Independent Oversight Entities'. Final Report. February 2007. (IOSCO 2007a)

Joutsamo, Kari, Ennakkopäätösten juridinen ja yhteiskunnallinen rooli Englannin oikeusjärjestelmässä, teoksessa Kairinen, Martti (toim.) Jurisprudentia Turkuensis: Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 1961–1986. Lakimiesliiton kustannus 1986, s. 115–129.

Khorana, Ajay – Servaes, Henri, On the Future of the Mutual Fund Industry around the World, teoksessa Fuchita, Yasuyuki – Litan, Robert E. (toim.) Pooling Money: The Future of Mutual Funds. Brookings Institution 2008.

Kivimäki, T.M. – Ylöstalo, Matti, Suomen siviilioikeuden oppikirja. Yleinen osa. Kolmas, uudistettu painos. Werner Söderström Osakeyhtiö 1973.

Kremer, Claude – Lebbe, Isabelle, Collective Investment Schemes in Luxembourg. Law and Practice. Second edition. Oxford University Press 2014.

Krug, Anita K., Escaping entity-centrism in financial services regulation. Columbia law review 113(8) 2013, s. 2039–2115. (Krug 2013a)

Krug, Anita K., Investment Company as Instrument: The Limitations of the Corporate Governance Regulatory Paradigm. Southern California Law Review 86(2) 2013, s. 263–319. (Krug 2013b)

Langbein, John H., The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce. The Yale law journal 107(1) 1997, s. 165–189.

Lindström, Kim, Puoli vuosisataa pörssin sisäpiirissä. Talentum Media Oy 2013.

Mattei, Ugo, Three Patterns of Law: Taxonomy and Change in the World's Legal Systems. The American journal of comparative law 45(1) 1997, s. 5–44.

Mikkola, Tuulikki, Oikeudellisen tiedon yhtenevyys ja sen esteet. Jäämistöoikeudellisen informaation vertailtavuus. Suomalainen lakimiesyhdistys 1999.

Mikkola, Tuulikki, Trust. Oikeusvertaileva tutkimus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 2003.

Mikkola, Tuulikki, Yhteisomistus. 2., uudistettu painos. Alma Talent Oy 2017.

OECD, Standard rules for the operations of institutions for collective investment (Report by the Committee on Financial Markets). C(71)234. Paris 11th February, 1972.

OECD, White paper on Governance of Collective Investment schemes (CIS). Financial Market Trends, No. 88, March 2005.

- Peltonen, Anu, Eurooppalaisen sijoitusrahastolainsäädännön vertailua. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1995:20. Valtiovarainministeriö, rahoitusmarkkinayksikkö 1995.
- Pettit, Philip H., *Equity and the Law of Trusts*. Twelfth edition. Oxford University Press 2012.
- Raitio, Juha, *Eurooppaoikeus ja sisämarkkinat*. Talentum Media Oy 2013.
- Rounds, Charles E., JR – Dehio, Andreas, *Publicly-Traded Open End Mutual Funds in Common Law and Civil Law Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures*. *New York University Journal of Law & Business* 3(2) 2007, s. 473–518.
- Saarnilehto, Ari, *Sopimusoikeuden perusteet*. Talentum Media Oy 2009.
- Sin, Kam Fan, *The Legal Nature of the Unit Trust*. Clarendon Press 1997.
- Slapper, Gary – Kelly, David, *The English Legal System : 2013-2014*. Taylor & Francis Group 2013.
- Steck, Kai-Uwe – Fischer, Carsten, *Better than Sicav*. *International Financial Law Review*. February 2010.
- Suomen Asianajajaliitto, *Lausunto sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta*. 9.5.2018
- Telaranta, K.A., *Sopimusoikeus*. Lakimiesliiton kustannus 1990.
- The Irish Funds Industry Association, *Corporate Governance Code for Collective Investment Schemes and Management Companies*. December 2011.
- The Irish Funds Industry Association, *Common Contractual Funds. The Tax Efficiency in Asset Pooling*. June 2015.
- Thompson, John K. – Choi, Sang-Mok, *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. OECD Financial Affairs Division, Occasional Paper, No. 1. 2001.
- Turtiainen, Matti, *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Edita Publishing Oy 2004.
- Walker, Charles Henry, *Unit trusts*. London School of Economics and Political Science. Ph.D. thesis 1938.
- Vahtera, Veikko, *Sopimusajattelun käyttö osakeyhtiöoikeudessa*. *Lakimies* 7–8/2012, s. 1048–1069.
- Wang, Wallace Wen Yeu, *Corporate Versus Contractual Mutual Funds: an Evaluation of Structure and Governance*. *Washington Law Review* 69(4) 1994, s. 926–1048.
- Warburton, A. Joseph, *Should Mutual Funds Be Corporations - A Legal & Econometric Analysis*. *Journal of Corporation Law* 33(3) 2008, s. 745–776.
- Wegman, Hanneke, *Investor protection : towards additional EU regulation of investment funds? Doctoral thesis*, Leiden University 2016.
- Zetsche, Dirk, *Die Irrelevanz und Konvergenz des Organisationsstatuts für Investmentfonds*. *Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaften* 11(1) 2012, s. 371–390.

VIRALLISAINIESTO, SUOMI

Hallituksen esitykset

Hallituksen esitys n:o 22 (1977 vp) Eduskunnalle sijoitusyhtiölaiksi sekä laeiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 6 ja 18 §:n, leimaverolain 10 ja 55 §:n, leimaverolain väliaikaisesta muuttamisesta annetun lain 10 §:n pankkitarkastuslain muuttamisesta.

Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta 238/1986 vp.

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta 309/1992 vp.

Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi 243/2018 vp.

Muut virallislähteet

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastotyöryhmän mietintö. Työryhmämietintö, 1984:VM 24.

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolakityöryhmän muistio. Työryhmämuistio, 1990:VM 21.

Finanssivalvonta, Finanssivalvonnan toimenpidemaksut 1.9.2018. FIVA 7/00.04.01/2016.

Valtiovarainministeriö, Arviomuistio sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisesta. VM111:00/2016.

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus : Työryhmämuistio. Valtiovarainministeriön julkaisuja 5/2018.

Valtiovarainministeriö, Eri sijoitusmuotojen verokohtelu : Työryhmäraportti. Valtiovarainministeriön julkaisuja 14/2018.

VIRALLISAINEISTO, ULKOMAAT

Lagstiftning om Värdepappersfonder m.m. och om Stämpelskatt på värdepapper. Aktiefondsutredningen. SOU 1969:16.

Investeringsfonder förslag till ny lag. SOU 2002:56.

HM Treasury, Explanatory Memorandum to the Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005.

HM Treasury, Consultation on better regulation measures for the asset management sector. May 2007.

HM Treasury, Consultation on introducing a protected cell regime for OEICs. July 2009.

HM Treasury, Consultation on contractual schemes for collective investment. January 2012.

En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad. Slutbetänkande av 2014 års fondutredning. SOU 2016:45.

ESMA, Discussion paper. UCITS share classes. 6 April 2016.

ESMA, Share classes of UCITS. Opinion. 30 January 2017.

ULKOMAINEN LAINSÄÄDÄNTÖ

Iso-Britannia

The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).

The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005 (SI 2005 No. 923).

The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2011 (SI 2011 No. 3049).

Financial Services and Markets Act 2000.

Financial Conduct Authority, Collective Investment Scheme Sourcebook. Release 53, August 2020.

Irlanti

S.I. No. 352/2011 - European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2011.

S.I. No. 257/2013 - European Union (Alternative Investment Fund Managers) Regulations 2013..

S.I. No. 230/2019 - Central Bank (Supervision and Enforcement) Act 2013 (Section 48(1)) (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2019.

Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015.

Luxemburg

Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales (en vigueur au 1er janvier 2020).

Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et

- portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte) ;
 - portant modification :
 - de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif ; - de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés ;
 - de l'article 156 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu
- (Mém. A 2010, N° 239)

Circulaire IML 91/75 telle que modifiée par les circulaires CSSF 05/177 et CSSF 18/697.

Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et portant

- modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif,
 - modification de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée.
- (Mém. A 2007, N° 13)

Ranska

Code monétaire et financier. Dernière mise à jour des données de ce code : 07 novembre 2020.

OIKEUSTAPAUKSET

Iso-Britannia

Oxford (Earl of's) Case (1615) 1 Ch Rep 1

Dudley (Lord) v Dudley (Lady) (1705) Prec Ch 241

Sykes v Beadon (1879) 11 Ch. D 170

Smith v Anderson (1880) 15 Ch. D 247

Clarke v. Dunraven [1897] AC 59

Henry v Hammond [1913] 2 KB 515

Jersey

Barclays Wealth Trustees (Jersey) Limited & Another v Equity Trust (Jersey) Limited and Another [2014] JRC102D

HAASTATTELUT

Lakimies Raija Railas, Finanssivalvonta. 1.12.2020.

TILASTOT JA INTERNET-LÄHTEET

CSSF: Net assets of UCIs. Situation as at 31.01.2021.

Saatavilla osoitteesta: <https://www.cssf.lu/en/2020/10/net-assets-of-ucis/>

Viitattu 6.3.2021.

EFAMA: Quarterly Statistical Release. March 2021 N° 84. Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2020 & Results for the Full Year of 2020.

Saatavilla osoitteesta:

<https://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/08%20Quarterly%20Statistical%20Release%20Q4%202020.pdf>

Viitattu 6.3.2021.

EFAMA: International Quarterly Statistics. December 2020. Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows. Trends in the Third Quarter of 2020.

Saatavilla osoitteesta:

<https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20International/20%2012%20International%20Statistical%20Release%20Q3%202020.pdf>

Viitattu 2.3.2021.

F&C Investment Trust PLC.

Saatavilla osoitteesta: <https://www.bmogam.com/fandc-investment-trust/>

Viitattu 11.10.2020.

The Financial Conduct Authority: Authorised and recognized funds.

Saatavilla osoitteesta: <https://www.fca.org.uk/firms/authorised-recognised-funds>

Viitattu 1.3.2021.

JULKAISU II

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallinto

Vepsä, Antti

Liikejuridiikka 2/2022, s. 132–212.

Artikkelin käyttöön väitöskirjan osana on saatu kustantajan lupa

ANTTI VEPSÄ

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallinto

Governance of a Variable Capital Investment Company

Sijoitusrahastojen erilaisissa oikeudellisissa rakenteissa on erityyppiset hallintorakenteet. Sijoitusrahaston oikeudellinen rakenne vaikuttaa sen hallintorakenteeseen, joka taas yhtäältä vaikuttaa siihen, mitä tahoja hallintoon osallistuu ja miten ne osallistuvat eturistiriitatilanteiden hallintaan ja rahastosijoittajien etujen valvontaan. Tässä artikkelissa tutkitaan vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallintoa oikeusvertailevasta näkökulmasta, koska Suomessa ei ole pelkästään yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettua vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskevaa sääntelyä. Artikkelin tutkimuskysymyksenä on, miten sijoitusyhtiöiden hallinto tulisi järjestää *de lege ferenda*, mikäli sijoitusyhtiöistä päätettäisiin säätää Suomen lainsäädännössä.

Tämän artikkelin johtopäätöksenä on, että osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitusyhtiötasoinen hallitus olisivat perusteltuja Suomen näkökulmasta *de lege ferenda*. Kansainvälisen käytännön mukaisesti sijoitusyhtiöiden hallintorakenne — johon kuuluvat osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitusyhtiötasoinen hallitus — on yksi keskeinen tekijä, joka erottaa sijoitusyhtiömuodon muista sijoitusrahastojen oikeudellisista rakenteista. Sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja hallitus tuovat hallintoon lisäkerroksen, joka puuttuu Suomen nykyisistä sopimusperusteisista sijoitusrahastoista. Ylipäätään sijoitusyhtiöiden muista rahastojen oikeudellisista rakenteista poikkeava hallintorakenne on yksi syy sille, miksi sijoitusyhtiöistä säätäminen olisi perusteltua Suomessa.

1. JOHDANTO

Sijoitusrahastolla¹ tarkoitetaan varojen kokonaisuutta, joka koostuu yleensä osakkeista, joukkovelkakirjalainoista ja muista sijoitusarvopapereista. Sijoitusrahasto tai sitä hoitava taho laskee liikkeeseen sijoitusrahaston osuuksia, joita yleisö voi ostaa esimerkiksi eläke- tai muita säästämistarpeita varten. Yleisöltä kerätyistä varoista muodostuu varojen yhteinen kokonaisuus, pooli, joka sijoitetaan edelleen ammattimaisen varainhoitajan toimesta sijoitusrahaston sijoituspolitiikan määrittelemiin sijoituskohteisiin. Sijoitusrahaston kautta sijoittamisessa on kyse yhteisestä välillisestä sijoitustoiminnasta, joka eroaa siitä, että kukin sijoittaja sijoittaisi suoraan haluamiinsa sijoituskohteisiin. Sijoitusrahastojen toiminnan tarkoituksena on tuottaa arvonnousua ja kassavirtaa omistajilleen eli sijoitusrahaston sijoittajille. Sijoitusrahastoille on ominaista, että ne laskevat liikkeeseen osuuksiaan jatkuvasti ja avoimissa sijoitusrahastoissa sijoittajat voivat myös vaatia sijoitusrahastoa tai rahastoyhtiötä lunastamaan rahasto-osuutensa hinnasta, joka on yhtä suuri kuin rahasto-osuuksien nettoarvo.²

Sijoittajat uskovat varansa sijoitusrahastoa hoitavalle taholle eli rahastoyhtiölle³, jotta tämä hoitaisi varoja sijoittajien etujen mukaisesti. Sijoitusrahastoon varojaan sijoittaneen tulee voida luottaa siihen, että sijoitusrahastoa hoidetaan lain, sen nojalla annettujen määräysten sekä sijoitusrahaston sääntöjen mukaan.⁴ Rahastonhoidossa on kyse fidusiaarisesta oikeussuhteesta, mikä johtaa yleisellä tasolla siihen, että kaikissa EU-jäsenvaltioissa rahastosääntelyllä on myös yksityisoikeudellisia vaikutuksia ja sijoittajilla on käytettävissään oikeussuojakeinoja väärinkäytösten

1 Johdantoluvussa termillä ”sijoitusrahasto” tarkoitetaan kaikenlaisia yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä, joiden osuuksia tai osakkeita markkinoidaan yleisölle. Merkitystä ei ole rahaston rekisteröintivaltiolla tai oikeudellisella muodolla. Kun artikkelissa myöhemmin tarkastellaan tiettyjä rahastojen oikeudellisia muotoja ja niihin liittyviä ominaisuuksia, termillä sijoitusrahasto viitataan suomalaisiin sijoitusrahastolain (SRL, 213/2019) tarkoittamiin sijoitusrahastoihin, mikäli tästä on erikseen mainittu tai asia muutoin ilmenee kontekstista.

2 Sijoitusrahastoilla ei ole universaalisti hyväksyttyä yleismääritelmää. Ks. esimerkkinä sijoitusrahaston yleistasoisesta määrittelystä esim. Council of Europe, Resolution (72) 28, Article 1(1); 1984:VM 24, s. 14; HE 238/1986 vp, s. 10–11; Wang 1994, s. 935; Turtiainen 2004, s. 1; OECD 2005, s. 3; Rounds – Dehio 2007, s. 477; Hazenberg 2012, s. 10; Kremer – Lebbe 2014, s. 1; Morley 2014, s. 1234–1235 ja Wegman 2016, s. 26.

3 Sijoitusrahastoa välittömästi hoitava taho eli rahastonhoitaja on useimmiten sijoitusrahastojen hoitoon erikoistunut yhteisö eli rahastoyhtiö, josta käytetään erilaisia termejä soveltuvasta sääntelystä riippuen. Selvyyden vuoksi tässä artikkelissa termillä ”rahastoyhtiö” tarkoitetaan universaalisti kaikkia rahastojen hoitamista harjoittavia tahoja, eikä sillä ole tarkoitus viitata yksinomaan SRL 1:2.1:n 6 kohdassa tarkoitettuun rahastoyhtiöön.

4 1990:VM 21, s. 36; HE 202/1998 vp, s. 39 ja VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 9.

varalle.⁵ Tarjoamistaan varainhoitopalveluista rahastoyhtiö saa vastineeksi oikeuden veloittaa palkkioita sijoitusrahastosta ja mahdollisesti sijoittajien asiakasuskollisuuden. Sijoittajien luottamus rahastosijoittamista kohtaan voi järkkyyä, jos he eivät voi luottaa siihen, että rahastoyhtiöt hoitavat heidän varojensa heidän etujensa mukaisesti.⁶ Rahastonhoidossa on kyse päämies-agentti-suhteesta, johon liittyy lukuisia mahdollisia eturistiriitoja sijoittajien, rahaston hoitamiseen osallistuvien tahojen ja jakelijoiden välillä. Keskeisin eturistiriita vallitsee sijoittajien ja rahastoyhtiön välillä. Useimmiten tavanomaisissa sijoitusrahastoissa rahastoyhtiö saa prosenttiosuuden rahaston varoista vuotuisena hallinnointipalkkiona. Koska rahastoyhtiön palkkio riippuu rahaston pääoman määrästä, rahastoyhtiöllä on kannustin ryhtyä moraaliseen uhkapeliin⁷ ja ottaa riskejä rahastopääoman kasvattamiseksi, koska se johtaa hallinnointipalkkion kasvuun.⁸ Rahastoyhtiöllä on usein monissa rooleissaan kannustimia ja tilaisuuksia toimia oman etunsa mukaisesti sijoittajien etujen kustannuksella.⁹

Sijoitusrahastojen oikeudellisesta muodosta riippumatta niiden hallinnossa on keskeistä sijoitusrahaston varojen ja rahastoyhtiön erottaminen toisistaan.¹⁰ Erottelu näkyy kahdella tasolla. Ensinnäkin sijoitusrahasto ja rahastoyhtiö ovat varojensa suhteen erillisiä yksiköitä, mutta eivät kuitenkaan aina välttämättä erillisiä oikeushenkilöitä. Toiseksi sijoitusrahastolla ja sitä hallinnoivalla rahastoyhtiöllä on eri omistajat. Sijoitusrahaston varojen ja rahastoyhtiön erottaminen toisistaan suojaa rahastosijoittajia rahastoyhtiön velvoitteilta ja velkojilta ja toisaalta rahastosijoittajat eivät kannu riskiä rahastoyhtiön mahdollisesta tappiollisuudesta.¹¹ Rahaston varojen omistusoikeus ei myöskään koskaan ole rahaston perustavalla taholla eli promoottorilla¹² tai rahastoa hoitavalla rahastoyhtiöllä.¹³

5 Zetzsche 2018, s. 315.

6 IOSCO 2000, s. 2.

7 Moraalisella uhkapelillä tai moraalikadolla tarkoitetaan taloustieteessä tilannetta, jossa osapuoli lisää riskinottoaan siksi, että osa riskien seurauksista koituu jollekulle muulle.

8 Ks. esim. IOSCO 2000, s. 8; Thompson – Choi 2001, s. 9–10; Turtiainen 2004, s. 130; Hazenberg 2012, s. 46 ja Wegman 2016, s. 26.

9 Schonfeld – Kerwin 1993, s. 127.

10 Morley 2014, s. 1238 lähestyy sijoitusrahastojen hallintomallia kehittämällään ”*separation of funds and managers*”-teorialla ja se tulee erottaa osakeyhtiöiden omistuksen ja johdon erillisyydestä. Vrt. IOSCO 2000, s. 2, jossa rahastojen hoitamisessa esiintyvät eturistiriitatilanteet rinnastetaan tietyiltä osin suurissa julkisissa osakeyhtiöissä esiintyviin eturistiriitatilanteisiin.

11 Morley 2014, s. 1238–1241. Ks. myös Barker – Chiu 2017, s. 67–72.

12 Rahaston perustajataho eli promoottori on usein suuri finanssialan konserni, joka tarjoaa sijoitusrahastojen lisäksi myös muita finanssipalveluita, mutta toisaalta se voi olla myös pelkästään sijoitusrahastoihin erikoistunut toimija. Ks. SOU 2002:56, s. 512; Irish Funds Industry Association 2011, s. 4; Hazenberg 2012, s. 34; Kremer – Lebbe 2014, s. 208; Wegman 2016, s. 41; Cullen – Brennan 2017, s. 1869 ja Vepsä 2021a, s. 29. Promoottorin roolia on osuvasti verrattu elokuvaohjaajan rooliin, koska se vastaa ja koordinoi, että kaikki rahaston perustamiselle välttämättömät toiminnot tulevat hoidettua; ks. Schonfeld – Kerwin 1993, s. 107–108 ja vastaavasti Krug 2018, s. 190–191.

13 Rounds – Dehio 2007, s. 511–512. Ks. tarkemmin rahaston varojen omistajuudesta eri oikeudellisten

Promoottorilla tarkoitetaan viimesijaista määräysvallan käyttäjää rahaston hoitamisessa ja markkinoinnissa,¹⁴ kun taas rahastoyhtiöllä tarkoitetaan rahastonhoitajaa, joka on lakisääteisesti vastuussa rahaston hoitamisesta (esimerkiksi UCITS-direktiivissä¹⁵ tarkoitettu rahastoyhtiö). Promoottorin ja rahastoyhtiön keskeinen ero on se, että promoottori on taustavaikuttaja, johon rahastosäntely ei ulotu, mutta rahastoyhtiö on puolestaan suoraan rahastosäntelyn alainen toimija.¹⁶ Vaikka sijoitusrahastojen tavanomaisella hallintomallilla on ilmeisiä etuja, altistaa se kuitenkin rahastosijoittajat ja rahastoyhtiön potentiaalisille eturistiriitatilanteille, koska rahastoyhtiön intressit poikkeavat sijoittajien edusta.¹⁷ Sijoitusrahastojen omintakeinen hallintorakenne on myös keskeinen syy sille, miksi sijoitusrahastot tarvitsevat erityissäntelyä.¹⁸

Sijoitusrahastomarkkinoilla eturistiriitatilanteiden hallintaan on kehitetty lukuisia erilaisia keinoja. Näitä ovat esimerkiksi lakisääteiset velvoitteet toimia sijoittajien edun mukaisesti, rahastoyhtiöiden toiminnan lainmukaisuuden valvonta kolmansien riippumattomien osapuolten toimesta, suorat kiellot tiettyjen transaktioiden ja toimien tekemiseen, eturistiriitoja sisältävien transaktioiden valvonta ja hyväksyminen riippumattoman tahon tai markkinavalvojan toimesta, eturistiriitatilanteiden tiedoksianto sijoittajille tai markkinavalvojalle, velvoitteet laatia ja noudattaa eturistiriitojen hallintaa koskevia politiikkoja ja markkinavalvojan toimivaltuudet eturistiriitatilanteiden valvomiseen ja seuraamusten määräämiseen.¹⁹ Sellainen sijoitusrahaston hallintorakenne, joka mahdollistaa rahastoyhtiön lakisääteisten velvoitteiden noudattamisen tehokkaan valvonnan, on keskeisessä roolissa eturistiriitojen hallinnassa.²⁰ Yksistään erittäin rajoittavaa sääntelyä ei ole pidetty tarkoituksenmukaisena keinona hallita eturistiriitoja,²¹ mikä korostaa toimivan hallinnon merkitystä sellaisten kysymysten ratkaisemisessa, joista ei ole nimenomaisesti säädetty.

muotojen välillä Vepsä 2021a, s. 37.

14 Promoottori omistaa yleensä rahastoyhtiön suoraan tai välillisesti.

15 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteis-sijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

16 Rahastoyhtiö ja promoottori eivät ole synonyymejä, mutta kokonaisuutena rahastoyhtiö on promoottorin osa ja niillä on yhteneväiset intressit.

17 IOSCO 2000, s. 2; SOU 2002:56, s. 511–512 ja Hooghiemstra 2019, s. 142. Ks. myös Barker – Chiu 2017, s. 68–69, jonka mukaan rakenne heikentää sijoittajien suoria oikeussuojakeinoja rahastoyhtiötä kohtaan.

18 Morley 2018, s. 21.

19 IOSCO 2000, s. 11.

20 IOSCO 2006, s. 2.

21 Thompson – Choi 2001, s. 10. Äärimmäisessä sääntelymallissa esimerkiksi kaikki lähipiiritransaktiot voitaisiin kieltää ja kustannusten ja palkkioiden enimmäismäärä voitaisiin asettaa lakisääteisesti.

Sijoitusrahastojen erilaisissa oikeudellisissa rakenteissa on erityyppiset hallintorakenteet. Yhteisen sijoitustoiminnan järjestämiselle on lukuisia vaihtoehtoisia oikeudellisia rakenteita. Euroopassa yhteinen sijoitustoiminta on organisoitu enimmäkseen kolmelle eri yhteisömuodolle: 1) yhtiömuotoinen sijoitusrahasto eli vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö, 2) sopimusperusteinen sijoitusrahasto ja 3) etuisuuksiin pohjautuva trustijärjestelmä.²² Tämä johtuu UCITS-direktiivin 1 artiklan 3 kohdasta, joka sallii yhteissijoitusyritysten²³ perustamisen ainoastaan mainituissa oikeudellisissa muodoissa ja niitä käytetään pääosin avoimissa rahastoissa, mutta vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on tavanomainen oikeudellinen rakenne myös suljetuissa rahastoissa. Mainittujen oikeudellisten muotojen lisäksi on syytä mainita kommandiittiyhtiömuotoiset rahastot, jotka ovat suljettujen epälikvideihin omaisuusluokkiin sijoittavien rahastojen tavanomaisin oikeudellinen rakenne.²⁴ Sijoittajien oikeudellinen asema ja päätöksenteko-oikeudet sekä rahaston hoitoon osallistuvien tahojen oikeudet ja velvollisuudet poikkeavat eri oikeudellisten muotojen välillä.²⁵ Viime kädessä erilaiset hallintomallit heijastuvat myös rahastoyhtiön toiminnan valvonnan tasoon ja eturistiriitojen hallinnassa käytettävissä oleviin keinoihin.²⁶

Rahastojen hallinnosta on säännelty niukasti EU-tasolla ja sen tarkempi sääntely tapahtuu jäsenvaltioiden tasolla.²⁷ Tässä artikkelissa tarkastellaan yhtiömuotoisen sijoitusrahaston eli vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallintoa ja päätöksentekorakennetta. Artikkelin tutkimuskysymyksenä on, miten sijoitusyhtiöiden hallinto tulisi järjestää *de lege ferenda*, mikäli sijoitusyhtiöistä päätettäisiin säätää Suomen lainsäädännössä. Tätä varten selvitetään oikeusvertailun avulla, mitkä tahot osallistuvat sijoitusyhtiön hallintoon, mitkä ovat niiden tehtävät ja missä määrin

22 Ks. Thompson – Choi 2001, s. 4 ja 14; Turtiainen 2004, s. 21 ja OECD 2005, s. 6.

23 UCITS-direktiivin 1 artiklan 1 kohdan mukaan yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä, joka on sijoittautunut jäsenvaltion alueelle.

24 Ks. esim. EC 2009, s. 95; HE 94/2013 vp, s. 61; VM 14/2018, s. 157–160 ja Viitala 2018, s. 530. Kommandiittiyhtiömuotoisia rahastoja (*limited partnership*) voi perustaa useissa eri valtioissa ja lainkäyttöalueilla. Sijoitusyhtiö-termin (*investment company*) voidaan katsoa sisältävän laeassa merkityksessään kaikenlaiset yhtiömuotoiset rahastot, kuten kommandiittiyhtiöt, mutta useimmiten kansainvälisessä kirjallisuudessa sijoitusyhtiö-terminä käytetään yksinomaan puhuttaessa osakeyhtiöitä muistuttavista vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä, kuten Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöistä. Kommandiittiyhtiömuotoisiin rahastoihin on niiden poikkeavan luonteen takia syytä viitata erikseen niitä paremmin kuvaavilla termeillä.

25 Ks. yhteenveto sijoitusyhtiöiden, sopimusperusteisten sijoitusrahastojen ja trust-muotoisten sijoitusrahastojen eli osuustrustien erilaisista ominaisuuksista Vepsä 2021a, s. 37.

26 Ks. esim. IOSCO 2006, s. 47–48, jossa todetaan, että eri oikeudellisissa muodoissa perustetut rahastot eivät ole yhtä tehokkaita arvon tuottamisessa tai sijoittajansuojan järjestämisessä.

27 Ks. esim. Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 182.

sijoittajat voivat osallistua päätöksentekoon. Artikkelissa myös analysoidaan, miten sijoitusyhtiöiden hallinto poikkeaa sopimusperusteisten sijoitusrahastojen hallinnosta. Vertailukohtana käytetään sijoitusrahastolain (SRL, 213/2019) sopimusperusteisten sijoitusrahastojen hallintoa. *De lege ferenda* -suositusten näkökulmasta otetaan myös kantaa, ovatko sopimusperusteisten sijoitusrahastojen ja sijoitusyhtiöiden eroavaisuudet mahdollisesti hyödyllisiä vai haitallisia rahastoyhtiöille ja rahastosijoittajille. Osustrustien tai muunlaisten yhteissijoittamisen oikeudellisten rakenteiden hallintoa ei kirjoituksessa tarkastella. Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallintorakenteen syvälinen vertaaminen osakeyhtiölain (OYL, 624/2006) mukaisen osakeyhtiön hallintorakenteeseen on myös rajattu tämän artikkelin ulkopuolelle, koska vertailu ei ole hedelmällistä tämän artikkelin tiedonintressin näkökulmasta, jossa oletetaan, että vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on rahasto, eikä osakeyhtiö.²⁸

Tämä artikkeli perustuu kansainväliseen oikeusvertailuun²⁹ ja *de lege ferenda* -perusteiseen tutkimukseen. Artikkelissa tuotetaan oikeusvertailun avulla *de lege ferenda* -näkemys sijoitusyhtiöiden hallinnon järjestämisestä.³⁰ Taustalla vaikuttavat myös, kuten rahoitusmarkkinoita koskevan sääntelyn osalta tavanomaista on, oikeustaloustieteelliset näkökulmat, mutta artikkeli ei kuitenkaan syvemmin suuntaudu taloustieteelliseen analyysiin. Pääasiallisina lähteinä käytetään vieraiden valtioiden

28 Osakeyhtiöiden ja rahastojen eroavaisuuksien takia osakeyhtiöiden sääntelyä ei ole suositeltavaa käyttää mallina rahastosääntelyn laatimiseen. Mikäli näin tehtäisiin, ajaututtaisiin helposti erinäisiin ongelmiin. Ks. tältä osin esim. Krug 2013b, s. 265–266; Browne 2015, s. 23–24 ja Vepsä 2021a, s. 31. Ks. myös Roiter 2016, s. 82, jonka mukaan: ”*Consequently, norms and rules of mutual fund governance should be considered on their own merits, and no presumption should arise that an innovation or trend in corporate governance applies to mutual fund governance.*”

29 Husa 2013, s. 82 mukaan oikeusvertailu tarjoaa yksittäisen oikeusjärjestyksen kokemusmaailman ylittäviä ratkaisumahdollisuuksia. Tässä artikkelissa oikeusvertailu on tarpeen, koska Suomen oikeus ei tunne vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä ja UCITS-direktiivin tarjoama liikkumavara yhteissijoitusyritysten oikeudellisten muotojen osalta pikemminkin disharmonisoi oikeutta sen harmonisoinnin sijaan. Tämä tosiasiallisesti lisää oikeusvertailevan tiedon tarvetta; ks. vastaavasti Mikkola 2003, s. 2.

30 *De lege ferenda* -tutkimus tarkastelee oikeutta lähtökohtaisesti lainopillisen tutkimuksen tradition ”tuomarin” näkökulmasta poiketen pikemminkin lainsäätäjän näkökulmasta. Tarkoituksena on selvittää, systematisoida sekä oikeuttaa asianmukaisia tapoja ratkaista tietty ongelma lainsäädännön keinoin. Ks. esim. Linna 1987, s. 34 ja Siltala 2001, s. 12.

lainsäädäntöä³¹, virallislähteitä, tieteellisiä artikkeleita³² ja kansainvälisten järjestöjen³³ sekä toimialajärjestöjen³⁴ julkaisuja ja selvityksiä. Kotimainen lähdeaineisto on vähemmistössä aihepiiriä koskevan kotimaisen tutkimuksen niukkuuden takia.

Artikkelin tutkimuskysymys on ajankohtainen ja merkittävä, koska Suomessa yhteissijoitusyrityksiä voidaan perustaa vain sopimusperusteisina sijoitusrahastoina.³⁵ Kysymys on relevantti myös vaihtoehtorahastotoiminnalle, koska OYL ei sovellu kovinkaan hyvin yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen.³⁶ Lainvalmistelussa vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on viimeksi ollut pintatasoisen tarkastelun kohteena sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä vuosina 2016—2019. SRL-työryhmä ei kuitenkaan pystynyt valmistelemaan esitystä vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevaksi sääntelyksi, vaan sen osalta tyydyttiin toteamaan: ”Työryhmä päätyi esittämään vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön sääntelyn siirtämistä jatkovalmisteluun, sillä kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta.” Edelleen todettiin: ”Esityksessä ehdotetaan kuitenkin toistaiseksi pitäytymistä vielä sopimusmallisen sijoitusrahaston rakenteessa, sillä vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osalta kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta, joka edellyttää vielä huolellista lisäselvitystä suhteessa nykyiseen yhtiösääntelyyn.”³⁷ Korkealle

31 Oikeusvertailu kohdistuu seuraavien maiden ja erityishallintoalueiden sääntelyyn: Luxemburg, Irlanti, Iso-Britannia, Ruotsi, Hongkong, Singapore, Australia ja rajoitetusti myös Yhdysvallat. Kolme ensiksi mainittua lukeutuvat Euroopan viiden suurimman rahastovaltion joukkoon rahastopääomilla mitattuna. Kyseisten valtioiden suuret rahastopääomat ja niiden rahastosääntelyn kohtelemisen mallina toimialan parhaista käytännöistä puoltavat niiden valintaa oikeusvertailun pääasiallisiksi kohteiksi. Ruotsi on puolestaan kotimaisen oikeusvertailun perinteinen kohde, koska sen oikeusjärjestelmä on hyvin samankaltainen kuin Suomessa. Rahastotoiminnan kansainvälisyyden takia ja tarkoituksenmukaisen tutkimusotannon varmistamiseksi vertailu ulottuu kotimaisen lainsäädäntötyön perinteisiä oikeusvertailun kohteita – pohjoismaita ja manner-Euroopan EU-valtioita – laajemmalle myös brittiläisen imperiumin entisiin ja nykyisiin lainkäyttöalueisiin, joissa on kehitetty rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ja joiden lainvalmistelussa on lähiaikoina pohdittu tämän artikkelin tutkimusteemaan liittyviä kysymyksiä. Vertailukohteita ei voida pitää irrallisina eurooppalaisesta sääntelykehityksestä, koska niiden lainvalmistelussa on nimenomaisesti otettu mallia eurooppalaisesta rahastosääntelystä ja kehitetty sitä edelleen.

32 Lähdeaineistona on hyödynnetty myös yhdysvaltalaisia kirjallisuutta, vaikka yhdysvaltalaisen sijoitusyhtiöiden hallintorakenne poikkeaa tietyiltä osin eurooppalaisesta rakenteesta, koska Yhdysvalloissa sijoitusyhtiöiden hallituksen rooli on vahvempi kuin Euroopassa. Hallintorakenne on kuitenkin pääosiltaan verrannollinen eurooppalaisten sijoitusyhtiöiden hallintoon eikä yhdysvaltalaisen sijoitusyhtiöiden taloudellinen toimintamekaniikka juurikaan poikkea eurooppalaisista vastineistaan, minkä takia yhdysvaltalaisen lähdeaineiston käyttö on perusteltua.

33 Esim. IOSCO ja OECD.

34 Monien valtioiden sijoitusrahastoyhdistykset ja -järjestöt julkaisevat aktiivisesti rahastotoimintaa koskevia toimialan sisäisiä ohjeistuksia, selvityksiä ja tutkimuksia. Esimerkkinä voidaan mainita Yhdysvaltojen ICI, Luxemburgin ALFI ja Irlannin Irish Funds Industry Association.

35 Ks. esim. Thompson – Choi 2001, s. 4 ja 14; Turtiainen 2004, s. 21; Harju 2020, s. 59 ja Vepsä 2021a, s. 18.

36 Vepsä 2022.

37 Ks. VM 5/2018, s. 14 ja 52 ja HE 243/2018 vp, s. 53. Lainvalmisteluun annetussa lausuntopalautteessa toivottiin vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn pikaista jatkovalmistelua.

asetetuista tavoitteista huolimatta ”kokonaisuudistus” jäi osittaisuudistuksen tasolle jatkumoksi useille aikaisemmille sijoitusrahastosäätelyyn tehdyille osittaisuudistuksille.³⁸ Oikeuskirjallisuudessa on puolestaan tarkasteltu vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä laajasti eri näkökulmista³⁹ sekä usein esitetty kannanottoja sitä koskevan lainsäädännön säätämisen puolesta⁴⁰.

Artikkelin rakenne on seuraavanlainen. Aluksi tämän johdantoluvun jälkeen luvussa kaksi tarkastellaan rahastojen hallinnon järjestämisen lähtökohtia. Kyseisessä analyysissä arvioidaan erityisesti, miksi ja missä määrin sijoittajien kontrollioikeudet ovat rahastoissa tarpeellisia. Tämän jälkeen luvussa kolme tarkastellaan kansainvälisen säätelyvertailun avulla sijoitusyhtiöiden hallintoa ja päätöksentekojärjestelmää yksityiskohtaisesti ja esitetään sijoitusyhtiöiden hallinnon järjestämisestä lainsäädäntösuosituksia Suomen näkökulmasta. Kyseisessä luvussa sijoitusyhtiön hallintorakennetta verrataan myös SRL:n mukaisten sijoitusrahastojen hallintorakenteeseen. Lopuksi artikkelin tutkimustulokset vedetään yhteen luvussa neljä.

2. HALLINNON JÄRJESTÄMISEN LÄHTÖKOHDAT

2.1. Rahasto-osuudenomistajien kontrollioikeuksien teorettinen perusta

Väärinkäytökset rahastojen hallinnossa ovat johtaneet monenlaisiin ongelmiin. Rahastojen hallinnossa ilmenneitä puutteita on pidetty keskeisinä syinä laajoille rahastomarkkinoiden häiriötilanteille.⁴¹ Kroonisia väärin-

Ks. Lausuntoyhteenveto Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta 2018, s. 8.

38 Ks. vastaavasti myös Lausuntoyhteenveto Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta 2018, s. 7, jossa todetaan ehdotettujen uudistusten olevan kokonaisuutena tarkasteltuna vaatimattomia ja Harju 2020, s. 78–79.

39 Ks. esim. Wang 1994; Rounds – Dehio 2007; Warburton 2008; Warburton 2010; Kremer – Lebbe 2014; Zetzsche 2015; Dietrich – Müller 2016; Vepsä 2021a; Vepsä 2021b ja Vepsä 2022.

40 Ks. esim. Harju – Syyrilä 2001, s. 4; Turtiainen 2004, s. 202; Viitala 2018, s. 546 ja Harju 2020, s. 85. Myös naapurimaassamme Ruotsissa haluttaisiin mahdollistaa vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden perustaminen; ks. esim. SOU 2002:56, s. 501–502; SOU 2016:45, s. 233–234; Chen – Klavebäck – Nordeborg – Van Schagen, s. 16–17 ja Näringslivet’s Regelnämnd NNR AB 2017, s. 35.

41 Esimerkkeinä voidaan mainita Australian reaalisomaisuusrahastojen pakkosulkeminen ja nettoarvojen syöksy 1990-luvun alkupuolella (ks. ALRC – CASAC 1993, s. 2); Etelä-Korean rahastokriisi vuosina 1999–2000, jonka hallitsemiseen tarvittiin julkisen vallan väliintuloa (ks. Thompson – Choi 2001, s. 19–20 ja 35); Yhdysvaltojen vuoden 2003 rahastokandaali, jossa paljastui, että

käytöksiä ovat olleet esimerkiksi varkaudet tai muu rahaston varojen väärinkäyttö, osuuksien liikkeeseen lasku tai lunastaminen virheellisestä arvosta, petolliset markkinointitekniikat, epäselvyydet rahaston varojen omistusoikeudessa, huolimaton tai rahastoyhtiön etuja palveleva sijoituskohteiden hankinta ja hallinnointi, rahastoa koskevien olennaisten tietojen paljastamatta jättäminen, kohtuuttomat kustannukset, perustajatahon veloitteiden täytäntöönpanokelvottomuus ja korvausvelvollisen vastuutahon puuttuminen. Jotkut rahastot ovat joutuneet maksukyvyttömäksi, josta on aiheutunut suuria tappioita sijoittajille. Toisaalta jotkut rahastot onnistuvat välttämään edellä lueteltuja suoranaisia väärinkäytöksiä, mutta ne voivat silti toimia ensisijaisesti niiden perustajien ja muiden sisäpiiriläisten kuin sijoittajien eduksi:⁴² rahastotuotteet ovat usein monimutkaisia, niiden tavoitteet eivät ehkä ole selkeitä, palkkiot eivät välttämättä ole läpinäkyviä ja sijoittajat eivät usein pysty valitsemaan heille parhaiten lisäarvoa tuottavia tuotteita.⁴³

Rahasto-osuudenomistajien⁴⁴ kontrollioikeus on yksi menetelmä, jolla voidaan pyrkiä varmistamaan, että rahastoyhtiö noudattaa toiminnassaan rahasto-osuudenomistajien etuja. Kyseessä on yksi sijoittajansuojakeino muiden joukossa.⁴⁵ Osakeyhtiössä osakkeenomistajien kontrollioikeus realisoituu käytännössä siten, että osakkeenomistajat valitsevat yhtiölle hallituksen. Hallitus puolestaan valikoi yhtiölle toimivan johdon. Hallituksen tärkeimpiä tehtäviä on valvoa, että yritysjohto toimii osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Näin ollen hallitus toimii linkkinä yrityksen omistajien ja johdon välillä. Hierarkkisesti hallitus on osakeyhtiössä toimitusjohtajan yläpuolella ja yhtiön hallituksen avulla osakkeenomistajat yrittävät torjua agenttiongelmia ja varmistaa, että yritysjohto toimii osakkeenomistajien intressien mukaisesti.⁴⁶ Sijoittajansuojan kannalta keskeinen kysymys on, millä sijoitusrahastotoiminnan osapuolella tulisi olla kontrollioikeus. Tulisiko se olla rahasto-osuudenomistajilla osakeyhtiön tapaan vai sijoitusrahaston perustavalla rahastoyhtiöllä, joka kuuluu yleensä laajaan finanssipalveluita tarjoavaan konserniin?

monissa rahastoissa oli hyödynnetty kiellettyjä myöhäistä kaupankäyntiä ja markkinoiden ajoitusta (ks. tarkemmin esim. Turtiainen 2004, s. 26–27; IMA 2005, s. 8; Hazenberg 2012, s. 26–27; Horváthová 2015, s. 194–196; Wegman 2016, s. 68–70 ja Bullard 2018, s. 41); ja Yhdysvaltojen rahamarkkinarahastoja koskeva lunastusaalto finanssikriisin yhteydessä vuonna 2008, joka sai alkunsa Reserve Primary Fund -rahamarkkinarahaston ”rikkoessa taalan”, eli sijoittajat eivät saaneet enää täyttä dollaria takaisin sijoittamaansa yhtä dollaria kohden (ks. Fisch 2018, s. 231–233).

42 OECD 2005, s. 5.

43 FCA 2017, s. 68.

44 Rahasto-osuudenomistajalla tarkoitetaan tässä luvussa myös sijoitusyhtiöiden osakkeenomistajia.

45 Ks. esim. IMA 2005, s. 6.

46 Turtiainen 2004, s. 141.

Osakeyhtiössä osakkeenomistajien määräysvaltaa on tavanomaisesti perusteltu osakkeenomistajan residuaalisella asemalla. Osakkeenomistajan varallisuus oikeus on jäännösetuus eli residuaalioikeus, koska osakkeenomistaja sijoittuu maksunsaantijärjestyksessä viimeiseksi. Lähtökohtaisesti osakkeenomistaja saa osuutensa vasta, kun muiden sidosryhmien oikeudet vaatimukset on täytetty. Osakkeenomistaja saa tuottoa sijoitukselleen vain, jos yhtiö toimii kannattavasti ja kerryttää voittoa. Osakkeenomistajien residuaalisen aseman perusteella on katsottu, että osakkeenomistajalla tulee olla päätäntävalta yhtiön asioissa. Osakkeenomistajalla on muita sidosryhmiä voimakkaampi kannustin yhtiön voitollisuutta edistävien päätösten toteuttamiseen, koska yhtiötä koskevat päätökset vaikuttavat eniten residuaaliseen osinko-oikeuteen nostoen jäännösetuuden arvoa. Yhtiön velkojilla tai muilla sidosryhmillä ei ole vastaavaa kannustinta, sillä heidän tuottoonsa on usein ennalta määrätty. Päätösvaltaa hyödyntävä osakkeenomistaja useimmiten toimii myös heidän intressiensä mukaisesti pyrkiessään kasvattamaan yhtiön kannattavuutta.⁴⁷

Sijoitusrahastotoiminnassa rahasto-osuudenomistajien asema voidaan osakeyhtiön osakkeenomistajien tavoin ymmärtää residuaalioikeutena. Rahasto-osuudenomistajat saavat osuutensa sijoitusrahaston tuottoa vasta, kun muut veloitteet on täytetty ja velat maksettu. Heillä on kuitenkin oikeus kaikkeen residuaaliin, joka jää jäljelle muiden veloitteiden täyttämisen jälkeen. Toisaalta myös rahastoyhtiön osakkeenomistajat ovat residuaalisessa asemassa suhteessa rahastoyhtiöön. Vaikka sijoitusrahaston tuotto vaikuttaa rahastoyhtiön saaman hallinnointipalkkion määrään, on rahastoyhtiön oikeus saatavaansa kuitenkin jossain määrin kiinteä. Rahastoyhtiöllä on oikeus palkkioon siitä huolimatta, onko sijoitusrahasto tuottanut rahasto-osuudenomistajille voittoa. Yksinomaan rahasto-osuudenomistajien residuaaliseen asemaan nojautuvalla argumentaatiolla voitaisiin katsoa, että sijoitusrahastotoiminnassa kontrollioikeus tulisi olla rahasto-osuudenomistajilla.⁴⁸

Jensen ja Meckling ovat kehitelleet teoriaa yrityksestä sopimusten omaisten suhteiden verkkona.⁴⁹ Siinä osakeyhtiö nähdään oikeudellisena fiktiona, jonka olennaiset osat, kuten osakkeenomistajan rajoitettu vastuu, osakkeiden lähtökohtaisesti vapaa vaihdettavuus ja yhtiön toiminnan

47 Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 90–91 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2022, IV OSA>Yhtiön varojen jakaminen>13 luku. Varojen jakaminen.

48 Turtiainen 2004, s. 151.

49 Jensen – Meckling 1976, s. 310.

jatkuvuus antavat verkolle ulkomuodon ja mahdollistavat sen tarkastelemisen erillisenä ”henkilönä”. Näin käsitettynä yhtiölainsäädäntöön perustuva oikeushenkilöllisyyden käsite ei pelkästään tee osakeyhtiöstä juridista henkilöä, vaan yritys voidaan ymmärtää markkinapaikkana, jossa sopimusverkon osapuolet eli toimijat operoivat ja jossa on ratkaistava osapuolten väliset intressikonfliktit. Tällä tavalla ymmärrettynä oikeushenkilön käyttäytyminen muistuttaa markkinoiden käyttäytymistä, jota on pidettävä moniulotteisen tasapainoprosessin aikaansaannoksena. Osakeyhtiöoikeudessa osakeyhtiö on perinteisesti ymmärretty omistajan, johdon ja rahoittajan välisenä suhteena, jolloin näkökulma on yhtiölakikeskeinen. Sopimusverkkoajattelun ydin puolestaan on, että sen mukainen yritys ja yhtiö ymmärretään laveampana kokonaisuutena ja se lähtökohdaisesti valtaa oman pääoman ehtoislta sijoittajalta osakeyhtiöinstituution kombinoituvan erityisaseman yhtiön etutahojen eli sopimusverkon osapuolien keskuudessa.⁵⁰

Sopimusverkkoteorian avulla voidaan myös tarkastella, mille yrityksen intressitaholle tulisi antaa kontrollioikeus. Yrityksen omistusoikeuden tulee kuulua sellaiselle osapuolelle, jonka markkinavaihdannan ja omistusoikeuden transaktiokustannukset minimoituvat omistusoikeuden avulla. Näin ollen yrityksen omistusoikeus tulee antaa sille osapuolelle, jolle markkinoilla tapahtuvan kaupankäynnin kustannukset eli sopimuksen transaktiokustannukset ovat suurimmat. Toisaalta omistusoikeus sinänsä aikaansaa huomattavia kustannuksia, jotka voivat olla hyvin erilaisia eri sopimusverkon osapuolille. Omistusoikeus tulisi antaa siis sille osapuolelle, jonka omistusoikeuden kustannukset eivät muotoudu suuriksi. Tehokkaimpaan lopputulokseen päästään, kun sekä markkinavaihdannan että omistusoikeuden transaktiokustannukset minimoituvat.⁵¹

Markkinavaihdannan kustannuksia synnyttävät erilaiset markkinahäiriöt, kuten markkinavoimat, ulkoisvaikutukset, julkishyödykkeet ja epäsymmetrinen informaatio.⁵² Omistusoikeuden kustannukset puolestaan voidaan jakaa kolmeen ryhmään: yritysjohton hallinnointi- ja valvontakustannuksiin, päätöksenteon kustannuksiin ja riskin kantamisesta aiheutuviin kustannuksiin.⁵³ Sijoitusrahastotoimintaan sovellettuna kysymys siitä, kannattaako hallintaoikeus luovuttaa kokonaan rahasto-

50 Mähönen – Villa 2015, s. 196.

51 Hansmann 2000, s. 22.

52 Ks. tarkemmin Hansmann 2000, s. 24–34.

53 Hansmann 2000, s. 35.

osuuden omistajien ulkopuoliselle rahastoyhtiölle, riippuu viime kädessä markkinavaihdannan ja omistusoikeuden transaktiokustannuksien suuruudesta. Jos markkinavaihdannan kustannukset ovat suuremmat kuin omistusoikeuden transaktiokustannukset, on perusteltua antaa kontrollioikeus rahasto-osuudenomistajille. *Turtiaisen* mukaan ei ole löydettävissä yksiselitteistä ratkaisua sille, tulisiko rahasto-osuudenomistajilla olla kontrollioikeuksia vai ei, vaan lainsäädännön tulisi mahdollistaa sijoitusrahastotoiminnan organisoimiseen vaihtoehtoisia organisoitumismuotoja, joissa rahasto-osuudenomistajien kontrollioikeudet poikkeavat toisistaan.⁵⁴ Toisin sanoen markkinoiden tulisi ratkaista kysymys siitä, ovatko rahasto-osuudenomistajien kontrollioikeudet tarpeen ja jos ovat, niin missä laajuudessa.⁵⁵

2.2. Kontrollioikeuksien kritiikki avoimissa rahastoissa

Rahastosijoittamisen lähtökohtaisena tarkoituksena ei katsota olevan, että sijoittajat pystyisivät osallistumaan aktiivisesti rahaston päätöksentekoon.⁵⁶ Rahasto-osuudenomistajien kontrollioikeuksia ja hallituksen tarvetta sijoitusyhtiön tasolla on kritisoitu sen takia, että rahasto-osuudenomistajat käyttävät harvoin määräysvaltaansa ja hallitukset ovat passiivisia.⁵⁷ Sijoittajat eivät pääsääntöisesti sijoita rahastoihin saadakseen päätöksenteko-oikeuksia rahastossa.⁵⁸ Sijoitusyhtiön perustamisen yhteydessä hallitus ja rahastoyhtiö valitaan siten, ettei osakkeita ole vielä myyty yleisölle, jolloin rahastoyhtiö tai muu promoottorin konserniin kuuluva yhtiö merkitsee ensimmäiset osakkeet ja pystyy käytännössä valitsemaan ensimmäisen hallituksen ja sitä kautta nimittämään ”itsensä” rahastoyhtiöksi.⁵⁹ Ensimmäisellä hallituksella on pitkälle ulottuvia vaikutuksia

54 Turtiainen 2004, s. 154–156.

55 Ks. laajemmin erilaisista organisoitumismuodoista vastaavasti Vepsä 2021a, s. 37.

56 Ks. vastaavasti myös ALRC – CASAC 1993, s. 12; Morley 2014, s. 1246–1247 ja Roiter 2016, s. 11–12. Ks. myös 1990:VM 21, s. 34, jossa todetaan yleisesti rahastojen osalta kansainvälisenä valitsevana periaatteena olevan, että niiden hoitaminen uskotaan asiantuntijoiden käsiin. Tällöin osuudenomistajien ei tulisi osallistua rahastoyhtiön hallintoon.

57 Schonfeld – Kerwin 1993, s. 133–134; Wang 1994, s. 1007; Morley – Curtis 2010, s. 88; Horváthová 2015, s. 212; Barker – Chiu 2017, s. 266; Morley 2018, s. 20 ja Johnson 2018, s. 143–144 ja 146. Ks. myös Wang 1994, s. 949, jonka mukaan sijoittajien äänioikeuden käyttäminen on vähentynyt Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomission (SEC) vuoden 1986 tulkintakannanoton jälkeen, jonka mukaan Yhdysvaltojen sijoitusyhtiölaki (Investment Company Act of 1940) ei suoraan edellytä, että hallitusjäsenistä olisi äänestettävä vuosittain.

58 Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 172. Ammattimaisilla suuren sijoituksen tekevillä institutionaalisilla sijoittajilla määräysvallalla voi kuitenkin olla enemmän merkitystä sijoituspäätökseen vaikuttavana tekijänä.

59 Schonfeld – Kerwin 1993, s. 122; Morley – Curtis 2010, s. 93 ja Horváthová 2015, s. 209. Ks. myös Krug 2018, s. 191, jossa tarkastellaan ensimmäisen hallituksen valintaa käytännössä. Sijoitus-

hallituksen tulevaan kokoonpanoon, koska osakkeenomistajan roolissa toimivat sijoittajat käyttävät tosiasiallisesti harvoin oikeuttaan vaikuttaa hallituksen kokoonpanoon yhtiökokouksissa.⁶⁰

Avoimet sijoitusrahastot⁶¹ on mahdollista ymmärtää tuotteina sen sijaan, että niitä pidettäisiin varsinaisina yrityksinä. Tämä johtuu sijoittajien irtautumismahdollisuudesta ja sijoitusrahaston nettoarvoon perustuvasta arvostamisesta. Samalla tavoin kuin esimerkiksi auton renkaiden, aamiaismurojen, sijoitusneuvonnan tai lakipalveluiden ostajat voivat katkaista suhteensa tuotteen tai palvelun tuottajaan olemalla ostamatta kyseisen tuottajan tuotteita tai palveluita jatkossa, voi sijoitusrahaston rahasto-osuudenomistaja päättää suhteensa rahastoyhtiöön lunastamalla osuutensa, jolloin hän käytännössä lakkaa maksamasta sijoitusrahaston hallinnointipalkkiota jatkossa. Sijoitusrahastojen kustannuksia ja tuottoja parantava voima ei ole taloudellinen arbitraasi vaan rahastopromoottoreiden välinen kilpailu rahasto-osuudenomistajista. On aivan yhtä vaikeaa myydä heikkolaatuisia tuotteita kalliilla kuin myydä heikosti tuottavia sijoitusrahastoja korkeaan hintaan.⁶² Rahasto-osuuksien lunastus vaikuttaa suoraan rahastoyhtiön ansaintaan, koska hallinnointipalkkio lasketaan tavanomaisesti rahaston nettoarvosta⁶³, jolloin rahastoyhtiöllä pitäisi olla kannustin vähentää lunastuksia.

Sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajilla, joilla on äänioikeudet, on käytettävissään kolme toimintavaihtoehtoa, jos he eivät ole tyytyväisiä sijoitusyhtiön tuottoon tai sen veloittamien palkkioiden tasoon. Mikäli äänioikeuksia ei ole, on toimintavaihtoehtoja kaksi. Jokaiseen toimintavaihtoehtoon liittyy erilaisia hyötyjä ja kustannuksia. Ensinnäkin osakkeenomistaja voi päättää olla tekemättä mitään. Toiseksi osakkeenomistaja voi käyttää äänioikeuttaan, jos sellainen on, jonka kautta osakkeenomistaja voi

yhtiön perustanut rahastoyhtiö on aluksi sijoitusyhtiön ainoa osakkeenomistaja, jolloin se tekee yhtiökokouksessa muodollisen päätöksen hallituksen valinnasta ennen kuin yhtään osaketta on myyty yleisölle. Näin on tehty perinteisesti myös Euroopassa. Tällainen malli on kuitenkin jäykkä ja keinotekoinen. Helpommalla päästäisiin, jos sijoitusyhtiön ensimmäisen hallituksen voisi määrittellä perustamisilmoituksella perustamissopimuksessa tai -päätöksessä, kuten Suomessa osakeyhtiöiden osalta.

60 Irish Funds Industry Association 2011, s. 3; Hazenberg 2012, s. 45; Wegman 2016, s. 50–51 ja 315; DeMott 2018, s. 62 ja Vepsä 2021a, s. 29–30. Suomen 1970-luvun sijoitusyhtiöasääntelyhankkeessa jopa esitettiin, että sääntelyn tasolla tulisi erikseen turvata, etteivät sijoittajat pystyisi osallistumaan sijoitusyhtiön hallintoelinten ensimmäisten jäsenten valintaan. Ks. HE 22/1977 vp, s. 8 ja 15.

61 Avoimuus tarkoittaa, että sijoittajat voivat lunastaa osuutensa. Rahasto ei ole avoin, jos se tai sen hoitaja pidättää itsellään oikeuden rajata, milloin osuuksia voi lunastaa. Parhaiten avoimuus voidaan ymmärtää siten, että sijoittaja voi lunastaa osuutensa silloin kun hän itse tahtoo. Ks. avoimen rahaston käsitteestä esim. OECD C(71)234 1972, s. 9; Vandamme 1988, s. 4; Warburton 2008, s. 764; Morley 2013, s. 345 ja Kremer – Lebbe 2014, s. 33.

62 Morley – Curtis 2010, s. 103. Ks. myös Morley 2018, s. 20.

63 Ks. esim. Roiter 2016, s. 14.

pyrkii vaihtamaan hallituksen jäsenet tai rahastoyhtiön, jotta sijoitusyhtiön tuotto paranisi tai kustannukset alenisivat. Tätä kutsutaan myös aktivismiksi. Kolmanneksi osakkeenomistaja voi ”äänestää jaloillaan” eli käyttää irtautumisoikeuttaan: osakkeenomistaja voi lunastaa osakkeensa ja vaihtaa toiseen sijoitusyhtiöön, jolla on vastaava sijoituspolitiikka mutta alhaisemmat kustannukset. Osakkeenomistaja valitsee aktivismin vain, jos se on parempi kuin muut toimintavaihtoehdot. Näin ollen passiivisuus ja irtautumisoikeuden käyttö muodostavat eräänlaiset reunaehdot aktiivisille, joiden on täytyttävä, jotta osakkeenomistaja valitsisi aktivismin. Ensinnäkin aktivismin hyötyjen on ylitettävä passiivisuudesta saatavat hyödyt. Toisin sanoen aktivismin hyötyjen on ylitettävä siitä aiheutuvat kustannukset. Toiseksi aktivismin nettohyötyjen on ylitettävä irtautumisoikeuden käyttämisen ja sijoitusyhtiön vaihtamisen nettohyödyt.⁶⁴

Piensijoittajien aktivismin käytön korkeat kustannukset liittyvät myös suuriin laajasti omistettuihin osakeyhtiöihin. Piensijoittajien omistukset ovat liian pieniä, jotta aktivismi olisi kannattavaa. Kyseessä on tyyppillinen kollektiivisen toiminnan ongelma, joka tunnetaan osakeyhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa. Osakkeenomistaja joutuu kantamaan suuren osuuden aktivismin kustannuksista mutta hän saa osakseen ainoastaan pienen osuuden aktivismin mahdollisista hyödyistä. Kollektiivisen toiminnan ongelmat eivät kuitenkaan kokonaan selitä osakkeenomistajien passiivisuutta sijoitusyhtiöissä. Aktivismi avoimissa sijoitusyhtiöissä ei ole ainoastaan harvinaista, vaan se on ennen kuulumatonta. Kokonaisvaltaisempi selitys osakkeenomistajien passiivisuudelle kytkeytyy irtautumisoikeuteen, joka lamauttaa aktivismia tavoilla, jotka ylittävät tavanomaisen kollektiivisen toiminnan ongelman.⁶⁵ Irtautumisoikeus on siinä mielessä tehokas sijoittajansuojakeino, koska se ei edellytä kollektiivista päätöksentekoa vaan jokainen sijoittaja pystyy päättämään siitä itsenäisesti.⁶⁶

Irtautumisoikeus muuttaa ensimmäisen reunaehdon (että aktivismin etujen täytyy ylittää kustannukset) soveltumista sijoitusyhtiöihin, koska irtautumisoikeus estää sijoitusyhtiön osakkeiden arvoa heijastamasta aktivismin diskontattua nykyarvoa. Toisin kuin tavallisen yhtiön osakkeita, sijoitusyhtiön osakkeita ei voida ostaa alennuksella verrattuna vastaavan sijoitusyhtiön osakkeisiin, jolla on identtinen sijoitussalkku, vaikka sijoitusyhtiö veloittaisi korkeampia kustannuksia tai sillä olisi ammattitaidoton

64 Morley – Curtis 2010, s. 105–106.

65 Wang 1994, s. 977 ja Morley – Curtis 2010, s. 107.

66 Roiter 2016, s. 17. Ks. myös Harju – Syyrilä 2001, s. 17.

johto verrattuna toiseen sijoitusyhtiöön. Vastaavasti osakkeenomistaja ei voi myydä sijoitusyhtiön osakkeita preemiolla toiseen vastaavan sijoituspolitiikan omaavan sijoitusyhtiön osakkeisiin verrattuna, vaikka osakkeenomistajan aktivismi olisi laskenut ylisuuria palkkioita tai parantanut odotettua johtamisen laatua. Osakkeenomistaja, joka järjestää äänestyksen johdon syrjäyttämisestä tai palkkioiden alentamisesta hyötyy aktivismista vain sinä aikana, kun hän pysyy sijoitusyhtiön osakkeenomistajana. Sitä vastoin tavallisen yhtiön sijoittaja nauttii kaikista aktivisminsa takia tulevaisuudessa seuraavien hyötyjen nykyarvosta, koska ne on jo valmiiksi hinnoiteltu osakkeiden hinnoissa. Aktivismin korkeiden kustannusten takia jopa passiivisuus on lähes aina kannattavampi vaihtoehto, joten ensimmäinen reunaehto täyttyy hyvin harvoin.⁶⁷

Vaikuttavampi selitys aktiivisuuden puuttumiselle sijoitusyhtiöistä johtuu toisesta reunaehdosta, jonka mukaan aktivismin nettohyötyjen olisi ylitettävä sijoitusyhtiön vaihtamisen nettohyödyt. Tämä reunaehto koskee yksinomaisesti sijoitusyhtiöitä ja sen toteutuminen on miltei mahdotonta. Eniten, mitä institutionaalinen sijoittaja voisi toivoa saavansa äänestämällä tai lobbaamalla, olisi palkkioiden alentaminen sijoitusyhtiön hoitamisen marginaalikustannuksiin, koska rahastoyhtiö haluaisi mieluummin lopettaa toimintansa kuin veloittaa tämän tason alapuolella olevia palkkioita. Mutta tämä on sama palkkiotaso, joka taloustieteen mukaan vallitsee täysin kilpailluilla markkinoilla, ja joidenkin asiantuntijoiden mukaan ainakin tietyillä sijoitusrahastomarkkinoiden segmenteillä vallitsee täydellinen kilpailu⁶⁸. Niin kauan kuin sijoittaja voi löytää edes yhden korvaavan rahaston, joka perii lähellä marginaalikustannuksia olevia palkkioita, ei aktivismi voi tuottaa enempää hyötyä kuin rahaston vaihtaminen. Jos aktivismi on edes hieman kalliimpaa kuin rahaston vaihtaminen (ja melkein aina näin on), kukaan ei koskaan halua ryhtyä aktiiviseksi.⁶⁹ Sijoittajilla on taipumus valita heidän näkökulmastaan mutkattomin ratkaisu eli irtautumisoikeuden käyttäminen,⁷⁰ koska äänioikeuden käyttäminen on usein tehty käytännön tasolla hankalaksi.⁷¹ Irtautumisoikeuden merkitystä

67 Wang 1994, s. 1007 ja Morley – Curtis 2010, s. 107–108.

68 Väitteet toimivasta kilpailusta koskevat Yhdysvaltojen markkinoita. Euroopan tilannetta ei voida pitää aivan yhtä hyvänä. Esimerkiksi FCA:n tekemän laajan markkinatutkimuksen mukaan Euroopan suurimpiin rahastomarkkinoihin lukeutuvassa Isossa-Britanniassa hintakilpailu on heikkoa: ks. tältä osin FCA 2017, s. 4 ja 35; FCA 2018, s. 4 ja FCA 2019, s. 4.

69 Morley – Curtis 2010, s. 108.

70 Wegman 2016, s. 315 ja Barker – Chiu 2017, s. 108.

71 Wegman 2016, s. 273–274.

voidaan katsoa painotetun myös yhteissijoitusyhtiöksi sääntelevässä UCITS-direktiivissä.⁷²

Sijoittajien kontrollioikeuksien kritiikin toinen puoli kohdistuu rahaston tasolla toimiviin hallituksiin, joita yhtiömuotoisissa rahastoissa on. Osakkeenomistajat eivät miltei koskaan osallistu äänestyksiin hallituksen jäsenten valinnasta, ja syyt taustalla ovat samat kuin yllä tarkastellut. Hallituksen pitäisi valvoa osakkeenomistajien etua ja tarvittaessa puuttua rahastoyhtiön toimintaan. Koska hallituksen on tehtävä päätöksiä ja ohjeistettava rahastoyhtiötä sijoitusyhtiön hallinnoinnissa, aiheutuu tästä transaktiokustannuksia, jotka voidaan pääasiallisesti jakaa kolmeen ryhmään. Ensinnäkin hallitus pyrkii vaikuttamaan rahastoyhtiön toimintaan ja päätöksiin, josta aiheutuu vaikuttamiskustannuksia. Toiseksi hallituksen toiminnasta voi aiheutua interventiokustannuksia, jos hallitus joutuu tosiasias-
assa puuttumaan rahastoyhtiön toimintaan. Kolmanneksi hallituksen toiminta aiheuttaa kollektiivisen päätöksenteon kustannuksia, joita voi aiheutua muun muassa yhtiökokouksista, erinäisistä äänestyksistä ja hallituksen kokouksista.⁷³

Sijoitusrahastojen suorituskyvyn mittaamisen helppous tekee sijoitusrahastojen hoitamisesta tuloskeskeistä liiketoimintaa. Vaikka rahastoyhtiön huolellisuutta ja ammattitaitoa on vaikea mitata, niin sama ei päde sijoitustoiminnan tulosten mittaamiseen. Rahastoyhtiön valvonta pohjautuukin pääsääntöisesti jälkikäteiseen valvontaan, koska päivittäistä toimintaa on hyvin vaikea valvoa. Toisaalta on haastavaa vetää rajaa sille, milloin menestys tai alisuoriutuminen johtuu rahastoyhtiön aktiivisista toimista tai milloin kyse on hyvästä tai huonosta tuurista.⁷⁴ Kriitikot ovat esittäneet, etteivät hallitukset pysty tosiasias-
säntöisesti täyttämään valvontatehtäväänsä⁷⁵, vaikka hallituksen jäseniä — etenkin riippumattomia hallituksen jäseniä — on kuvattu sijoittajien etuja turvaavina ”vahtikoirina”⁷⁶. Hallituksen jäsenillä ei tosiasias-
sassa ole käytettävissään merkittävästi enempää informaatiota kuin osakkeenomistajilla ja he ovat yleensä yleismiehiä,

72 Yhteissijoitusyhtiön määritelmään kuuluu UCITS-direktiivin 1 artiklan 2 kohdan b alakohdan mukaan se, että yhteissijoitusyhtiön osuudet on haltijan vaatimuksesta ostettava takaisin tai lunastettava suoraan tai välillisesti tämän yrityksen varoilla, kun taas UCITS-direktiivi ei pakota sääntämään sijoittajien kontrollioikeuksista. Ks. tarkemmin irtautumisoikeudesta osana yhteissijoitusyhtiön määritelmää Vandamme 1988, s. 4–5.

73 Wang 1994, s. 984–987.

74 Wang 1994, s. 972.

75 Warburton 2008, s. 751.

76 Ks. esim. Wang 1994, s. 944; IOSCO 2006, s. 12; Warburton 2008, s. 750; Hazenberg 2021, s. 271 ja Wegman 2016, s. 112.

joilla on käytössään rajalliset resurssit.⁷⁷ Lisäksi valtaosa hallituksen jäsenistä on usein promoottorin työntekijöitä⁷⁸ ja riippumattomillakaan hallitusjäsenillä ei useinkaan ole aitoja kannustimia toimia sijoittajien etujen mukaisesti.⁷⁹ Kriitikki on johtanut siihen, että hallitusjäseniä ei pidetä vahnikoirina vaan ”nukkuvina koirina”.⁸⁰ Muodollisesti erillisestä asemastaan huolimatta yhtiömuotoiset sijoitusrahastot ovat käytännössä lähes erottamaton osa rahastopromoottoria, joka on ne perustanut, vaikka toisaalta myös promoottoriin nähden riippumattomia rahastoja esiintyy markkinoilla.⁸¹

2.3. Suljetut sijoitusyhtiöt erityistilanteena

Sijoitusyhtiöt — kuten muutkin rahastojen oikeudelliset rakenteet — voivat olla avoimia tai suljettuja. Edeltävän jakson tarkastelu kohdistui avoimiin sijoitusyhtiöihin, joista osakkeenomistajat voivat lunastaa osakkeensa niin halutessaan. Pelkästään avointen sijoitusyhtiöiden tarkastelu voi antaa liian kapean kuvan sijoittajien kontrollioikeuksien tarpeellisuudesta. Mitä jos osakkeiden lunastus ei olekaan mahdollista sijoitusyhtiöstä itseltään johtuen? Tällöin lunastuksia eivät rajoita korvaavien rahastojen puute markkinoilla, vaan sijoitusyhtiön yhtiöjärjestys⁸² ja tarjousesite, joissa

77 Warburton 2008, s. 751.

78 Ks. esim. Thompson – Choi 2001, s. 36–37 ja Johnson 2018, s. 145. Tästä aiheutuu usein monia eturistiriitatilanteita rahastoyhtiön ja sijoittajien välillä.

79 Ks. Wang 1994, s. 981, jonka mukaan Conference on Mutual Funds: The Mutual Fund Management Fee, 115 U. Pa. L. Rev. 726, 739 (1967) (remarks of Abraham L. Pomerantz) on osuvasti todennut: ”Who picks the unaffiliated directors? The affiliated men pick the unaffiliated men. The men who need to be watched pick the watchdogs to watch them.” Ks. myös Wegman 2016, s. 109 ja 112; Krug 2013a, s. 2062–2063 ja Krug 2018, s. 192–193, joiden mukaan rahastoyhtiön hallitus (etenkin riippumattomat jäsenet) ovat tietyllä tapaa kiittolisuudenvelassa valinnastaan rahastoyhtiölle eivätkä he siten ole täysin riippumattomia. Tämä voi vaikeuttaa hallituksen puolueetonta toimimista sijoittajien etujen mukaisesti. Ks. myös Hazenberg 2012, s. 99, jossa todetaan, että riippumattoman hallitusjäsenen korkea palkkio voi tehdä hänestä vähemmän riippumattoman, jolloin hänelle muodostuu taloudellinen kannustin myötäillä rahastoyhtiön päätösesityksiä, jotta hän ei menettäisi hallituspositiotaan ja oikeuttaan palkkioon. Nykyään Suomessa rahastoyhtiöiden riippumattomien hallitusjäsenten palkkiot eivät ole keskimäärin sillä tasolla, että niiden voitaisiin katsoa vähentävän riippumattomien hallitusjäsenen riippumattomuutta. Mikäli palkkiot olisivat vastaavalla tasolla myös sijoitusyhtiöissä, mikäli niistä säädettäisiin Suomen lainsäädännössä, palkkioiden ei voitaisi suoraan katsoa kannustavan riippumattomia hallitusjäseniä myötäilemään riippuvaisten jäsenten kantoja. Ks. myös PwC 2018, s. 18, jonka mukaan edes Luxemburgissa sekä sijoitusyhtiöiden että rahastoyhtiöiden riippumattomien hallitusjäsenten palkkiot eivät ole kovin merkittäviä mediaanivuosispalkkion ollessa 20 000–30 000 euroa. Kyseessä voidaan katsoa olevan Yhdysvaltojen rahastomarkkinoille liittyvä erityispiirre, koska rahastojen hallitusjäsenten palkkiot ovat siellä huomattavasti korkeammalla tasolla kuin Euroopassa.

80 Warburton 2008, s. 753.

81 Barker – Chiu 2017, s. 262 ja 266. Hallituksella olisi sääntelyn nojalla oikeus erottaa rahastoyhtiö ja nimetä sen tilalle uusi rahastoyhtiö, mikäli rahastoyhtiö ei hoida rahastoa sijoittajien etujen mukaisesti. Näin käy kuitenkin harvoin rahastoyhtiön ja sijoitusyhtiön hallituksen vahvojen kytkösten takia.

82 Sijoitusyhtiöissä perustamisasiakirjana toimii yhtiöjärjestys. Sillä on vastaava funktio kuin suljettujen kommandiittiyhtiömuotoisten rahastojen rahastosopimuksella.

sijoitusyhtiö tai sen alarahasto on määrätty suljetuksi rahastoksi. Tällöin osakkeiden lunastaminen rahaston varoista ei ole mahdollista määräaika-
na tai ollenkaan.⁸³ Tällainen sijoitusyhtiö voi olla esimerkiksi hedge-rahasto⁸⁴ tai pääomarahasto.⁸⁵ Hedge-rahastoissa osuuksien lunastus on yleensä mahdollista, mutta lunastusfrekvenssi on harvempi kuin avoimissa vähittäisasiakkaille suunnatuissa rahastoissa ja lunastusveloitteet eivät välttämättä ole sopimuksellisesti sitovia ja niihin liittyy lukuisia lunastusten rajoitusmekanismeja⁸⁶.

Pääomarahastoissa irtautumisoikeudet ovat huomattavasti rajoitetumpia kuin avoimissa vähittäisasiakkaille markkinoitavissa rahastoissa tai hedge-rahastoissa. Pääomarahastosijoittajat eivät voi yleensä lunastaa osuuksiaan. Sen sijaan heidän täytyy odottaa rahaston toimikauden päätymistä, joka tyypillisesti tapahtuu noin 5–10 vuoden päästä sijoituksen tekemisestä,⁸⁷ tai yrittää myydä osuutensa jälkimarkkinoilla huomioiden mahdolliset perustamisasiakirjasta johtuvat osuuksien siirtorajoitukset.⁸⁸ Toimikauden päätyttyä pääomarahastot realisoivat sijoituskohteensa, jatkavat saadut varat sijoittajille ja lopulta purkavat rahaston yhtiörakenteen.⁸⁹ Nämä rajoitukset pääomarahastoissa vähentävät irtautumisoikeuden asemaa kontrollioikeuksien substituuttina suhteessa hedge-rahastoihin tai avoimiin rahastoihin. Irtautumisoikeuden rajoittamisen takia pääomarahastot tarjoavat sijoittajille parempaa sopimuksellista suojaa ja

83 Suljetun sateenvarjumuotoisen sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä suljetuista alarahastoista esimerkiksi seuraavasti: ”*Certain Sub-Funds of the Fund may be established with limited or no redemption rights, as may be disclosed in the Prospectus or relevant Supplement and in such cases Shareholders will not be permitted to redeem their holdings on request and a Shareholder in a closed-ended Sub-Fund shall not be entitled to request the repurchase of its Shares for as long as the Fund remains a closed-ended Fund.*”

84 Hedge-rahasto on vaikea määritellä yksiselitteisesti. Hedge-termi tarkoittaa suojaamista, mutta näille rahastoille on yleensä ominaista yhteissijoitusyrityksiä vähäisempi riskinhajautus, pitempi rahasto-osuuksien merkintä- ja lunastusfrekvenssi, arvopapereiden lyhyeksimyynti ja arvopapereiden lainakiotto. Hedge-rahaston varoille tavoitellaan usein yleisestä markkinakehityksestä riippumattomaa absoluuttista tuottoa eikä rahastolla tyypillisesti ole suoraa vertailuindekseä. Ks. esim. Syyrilä 2002, s. 265–266 ja EC 2009, s. 35.

85 Esimerkiksi Irlannissa ICAV-sijoitusyhtiö (*Irish Collective Asset Management Vehicle*) voi toimia myös suljettuna rahastona. Ks. esim. Bohan 2015, s. 46.

86 DeMott 2018, s. 67–68. Hedge-rahaston lunastusveloitteet jätetään yleensä tarkoituksella väljäksi ja siihen liittyvä varaus voisi näyttää esimerkiksi seuraavalta: ”*The board of Directors may in its absolute discretion waive or modify any provision relating to redemptions for any Shareholder.*” Ks. hedge-rahastojen lunastusrajoituskeinoista myös Aiken – Clifford – Ellis 2015, s. 198–199.

87 Toimikausi määritellään usein alkavaksi pääomarahaston ensimmäisestä suljennasta. Usein pääomarahaston hallinnointiyhtiö, joka kommandiittiyhtiömuotoisessa rahastossa on vastuunalainen yhtiömies eli *general partner* (GP), voi pidentää toimikautta maksimissaan kahdella yhden vuoden pituisella jaksolla, jos joko sijoittajat tai sijoitusneuvosto hyväksyvät pidennyksen. Ks. tältä osin HE 94/2013 vp, s. 60 ja Hudson 2014, s. 21.

88 Ks. esim. DeMott 2018, s. 67, jonka mukaan pääomarahasto-osuuksilla voidaan todeta olevan jälkimarkkinat, vaikkakin jälkimarkkinoita ei voida verrata esimerkiksi ETF-rahasto-osuuksien jälkimarkkinoiden toimivuuteen.

89 Ks. esim. EC 2009, s. 95.

suurempia kontrollioikeuksia kuin hedge-rahastot. Pääomarahastot havainnollistavat hyvin irtautumisoikeuden ja kontrollioikeuksien sekä sijoittajien vaatimien sopimuksellisten oikeuksien välillä vallitsevaa voimakasta kytköstä.⁹⁰

Kuten hedge-rahastoissakin, toimivalta strategisten päätösten tekemiseen kuuluu pääomarahastoissa hallinnointiyhtiölle eikä rahaston sijoittajille, eivätkä sijoittajat voi tavallisesti erottaa hallinnointiyhtiötä kuin äärimmäisissä tilanteissa. Tästä huolimatta toisin kuin hedge-rahastot, pääomarahastot tarjoavat sijoittajille enemmän suojaa monipuolisilla sopimuksellisilla sijoittajansuojaehdoilla. Esimerkiksi sijoitusstrategia määritetään tarkemmin ja pääomarahastojen perustamisasiakirjat saattavat sallia rahaston purkamisesta päättämisen sijoittajien toimesta, jos rahaston avainhenkilöt kuolevat, vaihtavat työpaikkaa tai eivät muutoin pysty tarjoamaan sovittua työpanostaan rahaston eteen. Lisäksi hedge-rahastoihin tai avoimiin sijoitusrahastoihin verrattuna pääomarahastoissa on enemmän rajoituksia koskien rahastonhoitajan mahdollisuutta hallinnoida useita rahastoja samanaikaisesti, jotta vältettäisiin eturistiriita-tilanteita.⁹¹

Pääomarahastot tarjoavat sijoittajille usein myös jonkinasteisia kontrollioikeuksia. Sijoittajat voivat enemmistö- tai määräänemmistö päätöksellä päättää perustamisasiakirjassa erikseen määritellyistä asioista. Lisäksi sijoittajilla on useimmiten rahaston hallinnossa edustajisto, jota kutsutaan sijoitusneuvostoksi. Osakeyhtiöiden hallituksesta poiketen sijoitusneuvosto ei voi osallistua rahaston päivittäiseen hallintointiin eikä se voi esimerkiksi palkata tai irtisanoa hallinnointiyhtiön työntekijöitä. Tästä huolimatta sijoitusneuvostoilla on usein veto-oikeus tiettyihin eturistiriitoja sisältäviin toimiin tai muunlaisiin transaktioihin. Niillä saattaa myös olla oikeus tehdä päätösesityksiä sijoittajille tietyistä laajakantoisista asioista, kuten rahaston purkamisesta tai hallinnointiyhtiön erottamisesta.⁹²

Mitä rajoitetumpi irtautumisoikeus on, niin sitä suurempi intressi sijoittajilla on vaatia kontrollioikeuksia ja muita heidän asemaansa parantavia sopimuksellisia oikeuksia. Sijoittajien asianmukaista huolellisuutta korostavat myös pääomarahastojen läpinäkymättömyys ja sopimusten monimutkaisuus ja tulkinnanvaraisuus.⁹³ Pääomarahastosijoittaja ei voi

90 Morley 2014, s. 1254–1255 ja Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 172.

91 Morley 2014, s. 1255.

92 Hudson 2014, s. 33 ja Morley 2014, s. 1255.

93 Ks. DeMott 2018, s. 66, jonka mukaan Yhdysvalloissa *Dodd-Frank*-sääntelyn (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) rekisteröitymis- ja tiedonantovelvoitteet paljastivat

ottaa riskiä siitä, että hallinnointiyhtiö olisi kyvytön hoitamaan rahastoa eikä sijoittaja voisi tehdä muuta kuin odottaa rahaston toimikauden päätymistä, joka voi viedä jopa 10 vuotta. Toisaalta rahaston toimikauden rajallisuus johtaa siihen, etteivät sijoittajat vaadi yhtä voimakkaita kontrollioikeuksia kuin esimerkiksi yksityisissä osakeyhtiöissä, joissa sijoitus on periaatteessa ikuinen, jos osakkeilla ei ole toimivia jälkimarkkinoita eivätkä ne muutoin ole lunastusehtoisia.

2.4. Arviointia

Kritiikki johtaa kysymykseen, ovatko sijoitusrahaston tasolla toimivat hallitukset ylipäättään tarpeen?⁹⁴ Kriitikot ovat esittäneet, että eivät ole.⁹⁵ Sopimusperusteiset sijoitusrahastot ja osuustrustit ovat esimerkki sijoitusrahastomuodosta, jossa sijoitusrahaston tasolla ei ole hallitusta ja sijoittajien kontrollioikeudet ovat rajoitetut tai olemattomat.⁹⁶ Jos hallituksesta ja sijoittajien kontrollioikeuksista aiheutuisi merkittäviä transaktiokustannuksia eivätkä ne tuottaisi juurikaan lisäarvoa, täytyisi sijoitusyhtiömuodon hiljalleen kadota markkinoilta.⁹⁷ Näin ei ole kuitenkaan tapahtunut. Sijoittajien kontrollioikeuksiin ja hallituksen rooliin kohdistetusta kritiikistä huolimatta sijoitusyhtiömuoto on pitänyt pintansa markkinoilla ja jopa lisännyt suosiotaan aikojen saatossa.

Kontrollioikeuksien ja hallituksen tarve korostuvat, jos markkinoilla vallitsee heikko kilpailu. Taloustieteessä on yleisesti hyväksytty, ettei mikään markkina ole kaiken aikaa täydellisen tehokas. Euroopassa sijoitusrahastomarkkina kärsii vielä nykyäänkin paikallisuudesta ja aidosta valtiorajat ylittävän kilpailun puutteesta.⁹⁸ Näin on myös Suomessa, jossa sijoittajat suosivat kotimaisia vaihtoehtoja siitä huolimatta, että usein edullisempia ulkomaisia vaihtoehtoja olisi tarjolla. Kontrollioikeuksien ja hallituksen tarvetta arvioitaessa lähtökohtana voidaan pitää, että sijoitusrahasto-

lukuisia puutteita pääomarahastojen hoitajissa. Esimerkiksi 40%–60% rekisteröityneissä rahastonhoitajissa esiintyi joitakin vajavuuksia, jotka liittyivät pääosin puutteisiin rahaston kuluja ja kustannuksia koskeissa tiedonannoissa sekä sijoituskohteiden ongelmalliseen hallintaan. Monien rahastosopimusten todettiin luovan laajan harmaan alueen, joka salli sellaisten kustannusten allokoimisen rahaston sijoittajille, jotka eivät kohtuudella olisi kuuluneet sijoittajien maksettavaksi. Esimerkkinä mainitaan eräs rahastoyhtiö, joka allokoiki miljoonien dollarien edestä omia kulujaan hoitamiansa rahastojen maksettavaksi.

94 Ks. esim. Khorana – Servaes 2008, s. 21.

95 Wang 1994, s. 1018; Johnson 2018, s. 311 ja Johnson 2018, s. 149.

96 Ks. sopimusperusteisten sijoitusrahastojen ja osuustrustien hallinnosta tarkemmin Vepsä 2021a, s. 13–16 ja 22–24.

97 Ks. esim. Lin – Varottil 2020, s. 955, jossa todetaan, että jos laki tarjoaa useita organisoitumismuotoja, niin organisoitumismuotojen käyttäjillä on taipumus valita niistä optimaalisin.

98 Ks. esim. ECA 2022, s. 44.

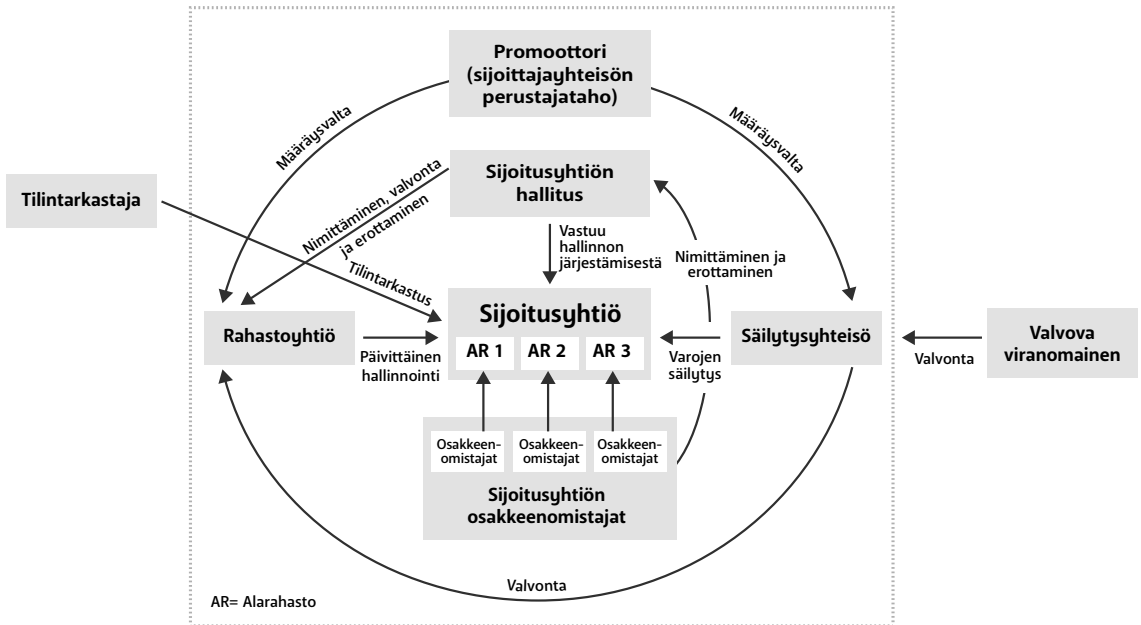
markkina ei ole tehokas, mikä puoltaa tarvetta myös sellaisille rahastojen oikeudellisille muodoille, jotka tarjoavat keinoja vastata markkinoiden tehotomuudesta aiheutuviin haasteisiin.

Pelkkien avointen rahastojen tarkastelu antaa kontrollioikeuksien tarpeesta liian kapean kuvan, kun rahastomarkkinaa tarkastellaan kokonaisuutena. Edeltävässä analyysissä on havaittu, että suljetuissa rahastoissa kontrollioikeudet ovat suurempia kuin avoimissa rahastoissa ja sijoittajat harvoin suostuvat luopumaan niistä kokonaan. Johtopäätöksenä on mahdollista todeta, että rahaston avoimuuden aste ja sijoittajien kontrollioikeudet ovat kääntäen verrannollisia, jolloin ne muuttuvat käänteisessä suhteessa. Kun rahaston avoimuuden aste suurenee, niin sijoittajien kontrollioikeuksien tarve vastaavasti pienenee. Vastaavasti rahaston avoimuuden asteen pienentyessä kontrollioikeuksien tarve kasvaa. Suljetuissa rahastoissa irtautumisoikeus ei korvaa kontrollioikeuksien tarvetta, koska irtautumisoikeus on hyvin rajoitettu tai se puuttuu käytännössä kokonaan. Näin ollen sijoittajien kontrollioikeuksien tarvetta suljetuissa rahastoissa ei voida samassa mittakaavassa kyseenalaistaa kuin avoimien rahastojen osalta. Avoimissakaan rahastoissa kontrollioikeuksien tarve ei kuitenkaan täysin poistu.⁹⁹

99 Kääntäen verrannollinen suure lähestyy nollaa, kun toinen suure lähestyy ääretöntä. Rahaston avoimuuden asteen pitäisi olla ääretön, jotta kontrollioikeuksien tarve teoriassa poistuisi kokonaan. Käytännössä on vaikea ajatella, että rahasto olisi täysin (äärettömän) avoin. ETF-rahastojen osalta voitaisiin olla lähellä tällaista tilannetta, mikäli sijoittaja pystyisi käymään ETF-osuuksilla kauppaa kellon ympäri vuoden jokaisena päivänä.

3. SIOITUSYHTIÖN HALLINTO

3.1. Sijoitusyhtiön hallintoon osallistuvat tahot



Kuvio 1. Sijoitusyhtiön hallinto.

Yllä olevassa yksinkertaistetussa kuviossa on kuvattu sijoitusyhtiön tyypillistä hallintorakennetta. Promoottori perustaa sijoitusyhtiön ja nimittää sijoitusyhtiölle ensimmäisen hallituksen, joka nimittää sijoitusyhtiölle promoottorin konserniin kuuluvan rahastoyhtiön. Vasta tämän jälkeen sijoitusyhtiön osakkeita myydään yleisölle. Säilytisyhteisönä toimii myös tyypillisesti promoottorin konserniin kuuluva säilytisyhteisö, mikäli sääntely ei tätä estä. Kuviossa on myös kuvattu sijoitusyhtiörakenteen sisäsyntyisten tahojen lisäksi ulkopuoliset riippumattomat valvojat, joita ovat tilintarkastaja ja valvova viranomainen, jotka pystyvät ehkäisemään ja puuttumaan vain räikeimpiin väärinkäytöksiin.

Sijoitusyhtiön hallituksella on vastuu sijoitusyhtiön hallinnon asianmukaisesta järjestämisestä. Rahastoyhtiö on vastuussa sijoitusyhtiön juoksevasta päivittäisestä hallinnosta. Rahastoyhtiötä valvovat säilytys-

yhteisö ja sijoitusyhtiön hallitus. Säilytysyhteisön valvontatehtävien ohella sen päätehtävänä on sijoitusyhtiön varojen säilyttäminen, jotta sijoitusyhtiön varat pysyvät erillään rahastoyhtiön varoista.¹⁰⁰ Osakkeenomistajat ovat tyypillisesti passiivisia sijoittajia, mutta heillä on viimesijainen ylin päätösvalta yhtiökokouksessa, jossa voidaan päättää muun muassa uusien hallituksen jäsenten nimittämisestä. Yllä olevasta kuviosta havaitaan, että promoottorilla on määräysvalta sijoitusyhtiön hallintoon ja valvontaan osallistuviin keskeisiin toimijoihin eli rahastoyhtiöön ja säilytysyhteisöön, mutta se ei tavanomaisesti voi itse joutua vastuuseen rahaston hoitamisessa tapahtuneista väärinkäytöksistä, koska rahastosääntely ei ulotu siihen eikä se ole suorassa vuorovaikutuksessa sijoitusyhtiön kanssa.¹⁰¹

3.2. Osakkeenomistajan päätöksenteko

3.2.1. Yhtiökokouksen toimivalta ja tahdonvaltaisuus

Sijoitusyhtiön sijoittajilla on kaksoisrooli: he ovat sijoitusyhtiön osakkeenomistajia, mutta faktisesti myös rahastoyhtiön (ja laajasti katsottuna promoottorin) asiakkaita.¹⁰² Osakkeenomistajina toimivilla sijoittajilla on oletusarvoisesti äänioikeus yhtiökokouksissa, jolloin he voivat ainakin teoriassa osallistua päätöksentekoon.¹⁰³ IOSCO on suositellut, että sijoitusyhtiöiden osakkeenomistajilla tulisi olla oikeus osallistua päätöksentekoon käyttämällä äänioikeuttaan varsinaisissa tai ylimääräisissä yhtiökokouksissa.¹⁰⁴ Yhtiökokousta pidetään sijoittajien ensisijaisena vaikuttamiskanavana. Esimerkiksi Luxemburgissa SICAV¹⁰⁵-sijoitusyhtiöihin soveltuvan yhtiölain Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales (jäljempänä ”loi de 1915”) mukaan lain tai yhtiöjärjestyksen mukaan yhtiökokouksen päätettäväksi määrätyt asiat eivät kuulu hallituksen toimivaltaan.¹⁰⁶ Yhtiökokouksessa on muun muassa hyväksyttävä tilinpäätös, päätettävä

100 Säilytysyhteisön valvontatehtävien yleiset säännökset ovat UCITS-direktiivin 22 artiklan 3–4 kohdassa. Yleisellä tasolla kyse on siitä, että säilytysyhteisö valvoo, että yhteissijoitusyritystä hoidetaan sijoitusrahaston sääntöjen, lain ja osuudenomistajien etujen mukaisesti.

101 Ks. promoottorin vastuukysymyksistä lyhyesti Vepsä 2021b, s. 117 (alaviite 136).

102 Roiter 2016, s. 4 ja 13. Ks. myös Suomen Pankki 1971, s. 2 ja HE 22/1977 vp, s. 2–3, joissa sijoittajan kaksoisrooli tunnustetaan.

103 OECD C(71)234 1972, s. 7.

104 IOSCO 1994, s. 14. Yhtiökokoukset voivat olla sijoitusyhtiö- tai alarahastokohtaisia käsiteltävistä asioista riippuen. Kokousmenettelystä tulisi määrätä tarkemmin yhtiöjärjestyksessä. Ks. tältä osin esim. Chapitre J, III, 1, Circulaire 91/75 ja MAS 2018, s. 14. Myös Isossa-Britanniassa yhtiökokouksen merkitystä on pidetty tärkeänä OEIC-sääntelyä valmisteltaessa; ks. SIB 1995, s. 21.

105 *Société d'Investissement à Capital Variable*.

106 Article 441-5, loi de 1915.

tuotonjaosta, valittava tilintarkastajat, päätettävä yhtiöjärjestyksen muuttamisesta ja hallituksen jäsenten valinnasta.¹⁰⁷

Osakkeenomistajien kontrollioikeudet saavat painoarvoa yhtiöjärjestyksestä muuttaessa. Yhtiöjärjestyksessä on kyse monenvälisestä sopimuksesta.¹⁰⁸ Tarjousesitteen ja rahaston sääntöjen tai yhtiöjärjestyksen välistä suhdetta ei ole selkeästi säännelty UCITS-direktiivissä.¹⁰⁹ Tämä johtuu mitä ilmeisimmin siitä, että direktiivi on saanut vaikutteita — ja soveltuu — lukuisiin eri oikeusjärjestelmiin, joissa yhteistä sijoitustoimintaa harjoitetaan eri muodoissa, joilla jokaisella on oma historiansa. UCITS-direktiivin 71 artiklan 1 kohdan mukaan rahaston sääntöjen, tai sijoitusyhtiöiden osalta yhtiöjärjestyksen, tulee kuulua erottamattomasti tarjousesitteeseen. Kuitenkaan tämän tarkempia määräyksiä rahaston sääntöjen tai sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksen sisällöstä ei sisälly UCITS-direktiiviin. Euroopassa vakiintuneeksi käytännöksi on muodostunut, että yhtiöjärjestys tai rahaston säännöt on tarjousesitteeseen nähden ylätasoinen dokumentti, jota muutetaan harvemmin.¹¹⁰

Sijoitusyhtiön osakkeenomistajat päättävät muodollisesti yhtiöjärjestyksen muuttamisesta, jolloin heillä on mahdollisuus estää itselleen epäedullisten yhtiöjärjestysmuutosten voimaantulo,¹¹¹ kun taas tarjousesitteen muuttamiseen ei lähtökohtaisesti tarvita osakkeenomistajien suostumusta. Jos muutokset koskevat yksittäistä alarahastoa koko sijoitusyhtiön sijaan, päättävät muutoksesta kyseisen alarahaston osakkeenomistajat. Yhtiöjärjestysmuutosten estäminen on pitkälti teoreettinen pelote rahastoyhtiön näkökulmasta, koska osakkeenomistaja todennäköisemmin käyttää irtautumisoikeuttaan, jos sen käyttäminen on mahdollista. Jokainen yhtiöjärjestysmuutos ei kuitenkaan vaadi muodollisesti osakkeenomistajien hyväksyntää. Jos näin olisi, muodostuisi sijoitusyhtiön hallinto rasakaaksi, jos yhtiöjärjestyksen teknisluonteisiin muutoksiin tarvittaisiin

107 IOSCO 1994, s. 33. Yhtiökokouksessa on päätettävä myös Article 461-7, loi de 1915:n mukaisesti vastuuvapauden myöntämisestä hallituksen jäsenille. Lisäksi yhtiökokouksessa päätetään tietyistä laajakantoisista asioista, kuten sijoitusyhtiön purkamisesta tai sulautumisesta.

108 Treasury (Australia) 2021, s. 8.

109 UCITS-direktiivin 69 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua tarjousesitteen, josta Suomessa SRL 15:3:n mukaisesti käytetään termiä rahastoehdot, on sisällettävä tiedot, joiden perusteella sijoittajat voivat tehdä perustellun arvion rahastosijoituksesta ja etenkin siihen liittyvistä riskeistä. Erityisesti tarjousesitteen tulee sisältää UCITS-direktiivin liite I:n A-luettelon mukaiset tiedot. Tarjousesitteessä tulee esimerkiksi kertoa, millaisiin omaisuusluokkiin rahasto sijoittaa sekä kertoa arvonmäärittämisestä, merkintöistä ja lunastuksista koskevat säännöt.

110 Suljetuilla rahastoilla asetelma on vastaavanlainen. Rahaston varsinaista perustamisasiakirjaa (esimerkiksi rahastosopimus tai yhtiöjärjestys rahaston oikeudellisesta rakenteesta riippuen) muutetaan harvoin, mutta sijoitusmuistiot (PPM) muutetaan verrattain usein etenkin rahaston varainkeruun aikana eikä sijoitusmuistion muutoksiin tavallisesti tarvita sijoittajien hyväksyntää.

111 Ks. esim. ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 11 ja ICAV Act 2015, section 31(1).

yhtiökokouksen hyväksyvä päätös. Hallitus voi muuttaa yhtiöjärjestystä ilman yhtiökokouksen päätöstä, jos säilytysyhteisö kirjallisesti vakuuttaa, että muutokset eivät ole ristiriidassa osakkeenomistajien etujen kanssa.¹¹² Joka tapauksessa kaikki muutokset vaativat valvontaviranomaisen hyväksynnän, joka viime kädessä turvaa osakkeenomistajien etuja.¹¹³ Tällöin valvontaviranomainen voi tapauskohtaisesti saattaa esitettävän yhtiöjärjestysmuutoksen yhtiökokouksen hyväksyttäväksi. Isossa-Britanniassa käytetään vaihtoehtoisesti ulkopuolisen lakimiehen kirjallista todistusta siitä, ettei yhtiöjärjestykseen esitetty muutos ole sääntelyn vastainen.¹¹⁴ Merkittävät yhtiöjärjestysmuutokset kuitenkin edellyttävät osakkeenomistajien hyväksyntää.¹¹⁵

Osakeyhtiösääntelyssä oletetaan lähtökohtaisesti¹¹⁶, että osakkeenomistajat ovat aktiivisia toimijoita, kun taas rahastotoiminnassa perusoletuksena on, että sijoittajat ovat passiivisia säästäjiä.¹¹⁷ Sijoitusyhtiön osakkeenomistajien intressit poikkeavat huomattavasti osakeyhtiön osakkeenomistajien intresseistä.¹¹⁸ Monien valtioiden lainsäätäjä on reagoinut sijoittajien passiivisuuteen säätämällä varsinaiset yhtiökokoukset tahdonvaltaisiksi. Näin on esimerkiksi Irlannissa¹¹⁹ ja Isossa-Britanniassa¹²⁰: yhtiökokouksen organisoimisesta voidaan tarvittaessa kokonaan luopua tietyn edellytyksin. Irlannin säännös on lainattu suoraan Ison-Britannian

112 Tämä ratkaisu on omaksuttu mm. Irlannin ja Hongkongin sääntelyssä.

113 General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 41; ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 5; Browne 2015, s. 24 ja Clarke – White 2018, s. 368. Ks. vastaavasti SFC 2017, s. 11. Australian sijoitusyhtiörakenteessa vähäisiin yhtiöjärjestysmuutoksiin ei puolestaan tarvita säilytysyhteisön hyväksyntää, mutta ne tulee toimittaa valvovalle viranomaiselle, mikä parantaa sijoittajansuojaa. Ks. Treasury (Australia) 2017a, s. 14.

114 Ks. COLLG 4A.1.3 G (2): ”Any notice proposing to change the instrument of incorporation must be accompanied by a solicitor’s certificate confirming that the change will not affect compliance of the instrument with Schedule 2 to the OEIC Regulations and COLL as they relate to the contents of the instrument.” Vertailun vuoksi ks. myös Schonfeld – Kerwin 1993, s. 115, jossa todetaan, että myös Yhdysvalloissa monet osavaltiot ovat sallineet jo 1990-luvulla ei-perustavanlaatuisen päätösten tekemisen ilman yhtiökokouksen hyväksyntää.

115 Ks. esim. SIB 1995, s. 21.

116 Kyseinen oletus on sitä relevantimpi, mitä vähemmän osakkeenomistajia osakeyhtiössä on ja se pätee erityisesti yksityisissä osakeyhtiöissä.

117 SOU 2002:56, s. 516.

118 HM Treasury 2004a, s. 56.

119 Ks. ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 12 ja ICAV Act 2015, section 89(4): ”The directors of an ICAV may elect to dispense with the holding of an annual general meeting by giving 60 days’ written notice to all of the ICAV’s shareholders.”

120 Ks. The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005 (SI 2005 No. 923), sections 1–2, jonka mukaan hallitus valitaan lähtökohtaisesti yhtiökokouksessa. Hallitus voi kuitenkin täyttää avoimena olevan hallitusposition ennen seuraavaa varsinaista yhtiökokousta, tai jos OEIC-sijoitusyhtiössä ei ylipäätään pidetä yhtiökokouksia, suorittaa hallituksen jäsenten valinnan hallitus itse. Lakimuutoksen perusteena OEIC (Amendment) Regulations 2005 Explanatory Memorandum, s. 2 mukaan pakollisen yhtiökokouksen todettiin aiheuttavan kustannuksia ilman, että se varsinaisesti lisäisi sijoittajien suojaa: ”Currently, OEICs are subject to regulatory requirements which are costly but which provide limited, if any, investor protection, and which might have an adverse impact on competition in the collective investment scheme sector.”

OEIC¹²¹-sääntelystä. Pakollisten yhtiökokousten jättäminen väliin joustavoittaa päätöksentekoa ja alentaa päätöksentekoon liittyviä kustannuksia. Yhtiökokousten järjestäminen on kallista¹²², niiden osanottajamäärä on alhainen ja monet perinteisesti yhtiökokouksessa tiedoksi annetut asiat pysytään järjestämään kustannustehokkaammin muilla tavoin.¹²³ Toisaalta kuitenkin Luxemburgissa varsinaisten yhtiökokousten pitäminen on pakollista.¹²⁴ Sijoitusyhtiöiden mahdollisuus luopua yhtiökokousten organisoimisesta on Euroopassa verrattain tuore ilmiö, joka on alun perin lähtöisin Yhdysvalloista,¹²⁵ jossa on tavanomaista, että sijoitusyhtiöissä ei pidetä yhtiökokouksia.¹²⁶

Isossa-Britanniassa on todettu, että varsinaisen yhtiökokouksen pitäminen oli yhtiöoikeudellinen velvoite, joka oli kopioitu osakeyhtiösääntelystä sellaisenaan OEIC-sääntelyyn. Lainvalmistelussa lausuttiin, että jos yhtiökokouksen pitäminen on vain muodollisuus, on kyseisen muodollisuuden ylläpitämisestä vain vähän tosiasiallista hyötyä. Alun perin ehdotettiin, että varsinaisen yhtiökokouksen pitämisestä voitaisiin luopua vain kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella, mutta vaatimusta pidettiin liian ankarana, minkä takia päädyttiin siihen, että hallituksen tulee ilmoittaa varsinaisen yhtiökokouksen poistamista koskevasta päätöksestä vähintään 60 päivää ennen sen voimaantuloa. Muutoksen todettiin parantavan OEIC-sijoitusyhtiöiden operatiivista tehokkuutta eikä kyseinen parannus olisi ollut mahdollinen muilla keinoilla. Osakkeenomistajien näkökulmasta riskiksi tunnistettiin heidän asemansa mahdollinen heikkeneminen, mutta riskiä pienentäisi se, että osakkeenomistajien määrävähemmistöllä¹²⁷ kuitenkin pidätettiin oikeus kutsua ylimääräinen yhtiökokous koolle. Yhtiökokouksessa esillä olleet dokumentit, kuten hallituksen jäsenten nimeämissopimukset, voitaisiin antaa osakkeenomistajille tiedoksi erillistä pyyntöä vastaan yhtiökokouksen ulkopuolellakin.¹²⁸ Osakkeenomistajien

121 *Open-Ended Investment Company*.

122 HM Treasury 2004b, s. 54 on arvioinut, että yksittäisen yhtiökokouksen pitämisen kustannukset ovat noin 5 000 £–10 000 £.

123 Ks. HM Treasury 2004b, s. 36.

124 Article 450-8, loi de 1915 mukaan: ”*Il doit être tenu, chaque année, au moins une assemblée générale au Grand-Duché de Luxembourg. L’assemblée doit être tenue dans les six mois de la clôture de l’exercice et la première assemblée générale peut avoir lieu dans les dix-huit mois suivant la constitution de la société.*”

125 Ks. Langbein 1997, s. 171 ja Morley – Curtis 2010, s. 93, joissa mainitaan Marylandin osavaltion mahdollistaneen sijoitusyhtiöiden yhtiökokousten väliin jättämisen jo 1980-luvulla. Osavaltioiden lakimuutokset perustuvat tämän artikkelin alaviitteessä 57 mainittuun SEC:n tulkintaan.

126 Ks. esim. Haslem 2003, s. 69.

127 Tähän palataan tarkemmin jäljempänä jaksossa 3.2.3.

128 Muodollisen tiedonsaantioikeuden käyttämisestä voi kuitenkin tosiasiaa vaikeuttaa se, etteivät osakkeenomistajat ole tietoisia kyseisistä oikeuksista tai eivät muutoin osaa käyttää niitä.

osallistamisen sijaan tiedonantovelvoitteiden lisääminen nähtiin tarpeelliseksi. Viime kädessä muutokset toivat OEIC-sijoitusyhtiöt tasapuoliseen kilpailuasetelmaan osuustrustien kanssa, joissa ei pidetä osuudenomistajien kokouksia.¹²⁹

3.2.2. Päätöksentekosäännöt

Euroopan merkittävien rahastovaltioiden¹³⁰ sijoitusyhtiöiden yhtiökokouksissa päätökset tehdään pääasiassa enemmistöpäätöksinä, ellei jotakin asiaa ole nimenomaisesti säädetty päätettäväksi määräenemmistöllä.¹³¹ Hallituksen jäsenten erottaminen ja valinta tehdään yksinkertaisella enemmistöpäätöksellä¹³² ja päätös tehdään koko sijoitusyhtiön eikä yksittäisen alarahaston tasolla, mikäli sijoitusyhtiössä on useita alarahastoja.

Päätöksentekoon liittyvä keskeinen kysymys on, mitä enemmistö tai määräenemmistöpäätöksellä tarkoitetaan. Kysymystä on myös sivuttu aiemmin Ruotsissa sijoitusyhtiöitä koskevassa pohdinnassa.¹³³ Rajat voidaan määrittää esimerkiksi yhtiökokouksessa annetuista äänistä tai kaikista liikkeeseen lasketuista osakkeista. Jälkimmäinen ratkaisu ei käytännössä ole mahdollinen laajasti omistetuissa avoimissa sijoitusyhtiöissä, koska tarvittavia ääniä ei välttämättä saataisi millään kerättyä passiivisilta osakkeenomistajilta, jolloin päätöksenteko halvaantuisi. Tämän takia yksinkertainen- ja määräenemmistö täytyy määrittää yhtiökokouksessa annetuista äänistä, joka on vallitseva kansainvälinen käytäntö. Näin toimitaan esimerkiksi Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöissä¹³⁴ ja Irlannin ICAV-sijoitusyhtiöissä¹³⁵.

3.2.3. Vallanjako ja vähemmistöoikeudet

Sijoittajien vaikutusmahdollisuuksien toteutumiseksi ei riitä, että sijoittajilla on lakisääteinen mahdollisuus osallistua päätöksentekoon, vaan heillä

129 Ks. HM Treasury 2004a, s. 56–57 ja HM Treasury 2004b, s. 36, 46, 49, 51 ja 58.

130 Luxemburg, Irlanti ja Iso-Britannia.

131 Ks. esim. SIB 1995, s. 39.

132 SIB 1996, s. 23 ja General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 75. Ks. vastaavasti myös SFC 2018, s. 13–14. Hongkongin sääntely jättää kuitenkin ”tavallisen enemmistön” määrittelyn yhtiöjärjestystasolle, jolloin käytännössä hallitusjäsenten erottaminen saattaa edellyttää suurempaa enemmistöä kuin yli 50 %.

133 SOU 2002:56, s. 516.

134 Ks. Degehet 2022, jonka mukaan ”*All decisions are adopted by simple majority of the votes cast.*”

135 ICAV Act 2015, section 2: ”– ‘ordinary resolution’, in relation to an ICAV, means a resolution passed by a simple majority of the votes cast by the members of the ICAV as, being entitled to do so, vote in person or by proxy at a general meeting of the ICAV; –”.

täytyy olla myös tosiasiallinen mahdollisuus käyttää oikeuksiaan.¹³⁶ Osakkeenomistajien kontrollioikeudet voivat jäädä näennäisiksi, jos sijoitusyhtiöissä voidaan laskea liikkeeseen äänivallattomia osakkeita. Esimerkiksi Luxemburgissa SICAV-sijoitusyhtiön osakkeet eivät vuoteen 2016 asti voineet olla äänivallattomia yhtiölainsäädännön rajoitteiden takia.¹³⁷ Osakkeilla oli yksi ääni niiden nettoarvosta riippumatta.¹³⁸ Mainittua sääntelyratkaisua voidaan pitää huonosti soveltuvana vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin, koska niiden osakkeiden arvot voivat poiketa toisistaan (esimerkiksi eri alarahastoissa).¹³⁹ Nykyään Luxemburgissa äänivallasta voidaan määrätä tarkemmin yhtiöjärjestyksessä ja oletusarvoisesti osakkeiden äänivalta määräytyy niiden nettoarvon perusteella suhteessa koko sijoitusyhtiön nettoarvoon.¹⁴⁰ Isossa-Britanniassa puolestaan on päädytty viimeksi mainittuun äänivallan määräytymisperusteeseen ilman disponointimahdollisuutta yhtiöjärjestyksessä, jolloin äänivallattomat osakkeet eivät ole sallittuja.¹⁴¹

Mahdollisuuden osakkeiden tuottamasta äänivallasta disponointiin yhtiöjärjestystasolla ei voida katsoa automaattisesti johtavan siihen, että sijoittajille myytävät osakkeet olisivat kategorisesti äänivallattomia. Toisaalta äänivallan mahdollistaminen sijoittajille ei myöskään aiheuta merkittävästi kustannuksia rahastoyhtiöille, koska äänivaltaa ei todellisudessa juuri käytetä. Kun yhtiökokousten pitäminen ei vaihtuvapääomaisissa sijoitusyhtiöissä useinkaan ole pakollista, ei transaktiokustannuskulmasta ole suoraan mahdollista todeta, onko tarpeen säätää sijoittajien äänivalta pakolliseksi vai ei. Monesti niissä valtioissa, joissa äänivallattomien osakkeiden liikkeeseen laskeminen on mahdollista, ei kyseistä mahdollisuutta aktiivisesti hyödynnetä. Joustavuuden takia on kuitenkin

136 SOU 2002:56, s. 515.

137 Ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 61 ja 255, jossa kommentoidaan vielä vanhaa oikeustilaa. Vuonna 2016 tuli voimaan loi du 10 août 2016, jolla uudistettiin ja modernisoitiin loi de 1915:tä, jolloin äänivallattomien osakkeiden liikkeeseen laskemisesta tehtiin joustavampaa.

138 Kremer – Lebbe 2014, s. 61.

139 Ks. vastaavasti Schonfeld – Kerwin 1993, s. 116, jossa todetaan, että vastaava ongelma havaittiin myös Yhdysvalloissa ja useimmat sijoitusyhtiöt reagoivat siihen niin, että äänivalta sidottiin osakkeiden nettoarvoon.

140 Ks. Article 450-1, paragraphe 5, loi de 1915: ”Lorsque les actions sont de valeur inégale ou que leur valeur n’est pas mentionnée, sauf disposition contraire des statuts, chacune d’elle confère de plein droit un nombre de voix proportionnel à la partie du capital qu’elle représente en comptant pour une voix l’action représentant la quotité la plus faible ; il n’est pas tenu compte des fractions de voix, excepté dans les cas prévus à l’article 450-4.”

141 Ks. COLL 4.4.8 R. Ks. esim. Instrument of Incorporation of First State Investments ICVC (22 May 2020), s. 24, jossa äänivallasta on määrätty seuraavasti: ”The voting rights attached to each Share shall be such proportion of the voting rights attached to all Shares in issue in the Company or any Fund or Class, as the case may be, as the price of the shares bears to the aggregate price(s) of all the Shares in issue of the Company or the Fund or such Class.” Ks. myös Treasury (Australia) 2021, s. 10 ja 44.

pidetty tarkoituksenmukaisena, että äänivallan määräytymistä koskevat säännökset olisivat tahdonvaltaisia.

Osakkeenomistajilla on erityisiä vähemmistöoikeuksia väärinkäytösten varalle, vaikka yhtiökokouksia ei tarvitse välttämättä ollenkaan pitää.¹⁴² Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajat voivat edellyttää hallitukselta ylimääräisen yhtiökokouksen koolle kutsumista, jos osakkeenomistajat, joiden osakkeiden arvo on vähintään kymmenen prosenttia koko SICAV-sijoitusyhtiön osakepääomasta, sitä vaativat.¹⁴³ Myös Isossa-Britanniassa, jos osakkeenomistajat, joiden osakkeiden arvo on vähintään kymmenen prosenttia koko OEIC-sijoitusyhtiön maksetusta osakepääomasta sitä vaativat, tulee organisoida ylimääräinen yhtiökokous, jossa päätetään hallituksen jäsenen tai jäsenten erottamisesta ja uusien nimeämisestä.¹⁴⁴ Tällöin kyse on määritellyn osuuden sijoitusyhtiön osakkeista omistavien osakkeenomistajien vähemmistöoikeudesta osakkeiden äänivallasta riippumatta. Irlannissa ylimääräistä yhtiökokousta voivat vaatia tilintarkastaja tai osakkeenomistajat, joiden omistamat osakkeet tuottavat vähintään 10 prosentin äänivallan ICAV-sijoitusyhtiössä.¹⁴⁵ Luxemburgiin ja Isoon-Britanniaan verrattuna Irlannissa vähemmistöoikeus on sidottu äänivaltaan eikä omistusosuuteen.

Määrävähemmistön oikeus vaatia ylimääräistä yhtiökokousta pidettäväksi toimii ikään kuin varaventiilinä, joka koordinoi hallituksen toimintaa osakkeenomistajien etujen mukaiseksi. Jos hallitus toimisi osakkeenomistajien etujen mukaisesti, voisi se luottaa siihen, etteivät osakkeenomistajat vaatisi yhtiökokousta pidettäväksi.¹⁴⁶ On huomioitava, että jos määrävähemmistöoikeudet perustuvat osakkeiden tuottamaan äänivaltaan, ei vähemmistöoikeuksia voida välttämättä tosiasiasa käyttää, jos osakkeet ovat äänivallattomia. Näin ollen vähemmistöoikeuksien sitominen

142 HM Treasury 2004b, s. 36 pohti, tulisiko Isossa-Britanniassa yksittäisellä osakkeenomistajalla tai esimerkiksi viiden tai kymmenen prosentin määrävähemmistöllä olla oikeus vaatia varsinaisten yhtiökokousten ottamista takaisin käyttöön, jos niiden pitämisestä on luovuttu. Tällaiseen ratkaisuun ei päädytty, vaan määrävähemmistön oikeutta vaatia ylimääräistä yhtiökokousta järjestettäväksi pidettiin riittävänä.

143 Article 450-8, loi de 1915.

144 Ks. SIB 1995, s. 114 ja The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005 (SI 2005 No. 923), section 2(4).

145 ICAV Act 2015, section 89(6).

146 Ks. Dietrich – Müller 2016, s. 49; Vepsä 2021a, s. 32 ja Treasury (Australia) 2021, s. 68. Hallitusjäsenten erottamisuhka lisää hallituksen kannustimia toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti riippumatta siitä, miten paljon sijoitusyhtiön hallituksessa on promoottoriin sidoksissa olevia tahjoja. Sijoitusyhtiön hallituksen jäsen voidaan teoriassa erottaa ilman syytä, kun taas sopimusperusteisen sijoitusrahaston osuudenomistajat eivät voi erottaa rahastoyhtiön hallituksen jäsentä, jolloin rahastopromoottorin näkökulmasta tilanne näyttyy sijoitusyhtiöissä erilaisena verrattuna sopimusperusteisiin sijoitusrahastoihin.

johonkin muuhun perusteeseen kuin osakkeiden tuottamaan äänivaltaan on sijoittajansuojan kannalta parempi vaihtoehto.

3.2.4. Suositukset

Suomen näkökulmasta *de lege ferenda* olisi perusteltua, että ylintä päätösvaltaa sijoitusyhtiössä käyttäisi yhtiökokous. Tämä on vakiintuneen kansainvälisen käytännön mukaista ja sijoitusyhtiömuodon ominaispiirre, joka erottaa sen sopimusperusteisista ja trust-muotoisista rahastoista. Päätökset tulisi tehdä pääsääntöisesti enemmistöpäätöksinä, joissa enemmistö lasketaan yhtiökokouksessa annetuista äänistä eikä sijoitusyhtiön kaikista osakkeista. Osakkeiden äänimäärän tulisi määräytyä suhteellisesti niiden nettoarvon perusteella. Äänivallattomien osakkeiden liikkeeseen laskemisen tulisi olla mahdollista, jos yhtiöjärjestyksessä niin määrätään.

Yhtiökokouksen tulisi olla aito sijoittajansuojamekanismi eikä pakollinen muodollisuus, jolloin se voitaisiin jättää hallituksen aloitteesta väliin, mikäli osakkeenomistajat eivät vastusta yhtiökokouksesta luopumista. Varsinaisesta yhtiökokouksesta luopuminen voisi olla voimassa tiettyyn ajankohtaan asti tai toistaiseksi. Jos varsinaista yhtiökokousta ei pidettäisi, jäisivät varsinaisen yhtiökokouksen päätettäviksi laissa säädetyt ja yhtiöjärjestyksessä määrättyt asiat hallituksen päätettäviksi. Tilintarkastajilla tai osakkeenomistajilla, joilla olisi vähintään 10 % osakepääomasta, tulisi kuitenkin olla oikeus vaatia, että yhtiökokous pidetään.¹⁴⁷ Tällaisessa yhtiökokouksessa kaikki osakkeenomistajat voisivat äänestää hallituksen jäsenten nimittämisestä siitä riippumatta, ovatko osakkeet äänivaltaisia.¹⁴⁸ Myöskään tietyn osakkeenomistajan oikeuksia heikentäviä yhtiöjärjestysmuutoksia ei saisi tehdä ilman kyseisen osakkeenomistajan hyväksyntää tai lunastusmahdollisuuden tarjoamista.¹⁴⁹

Eurooppalaisessa sääntelykehyksessä on perusteltua, että ei-ammattimaisille asiakkaille markkinoitavissa avoimissa sijoitusyhtiöissä, jotka ovat yhteissijoitusyrityksiä, voitaisiin yhtiöjärjestystä muuttaa myös ilman osakkeenomistajien suostumusta, jos säilytysyhteisö vakuuttaa, ettei muutos loukkaa osakkeenomistajien etuja. Rahastotoiminnassa vähäiset yhtiö-

147 Mikäli yhtiökokous koskisi vain tiettyä alarahastoa, olisi kyseinen vähemmistöoikeus vain kyseessä olevan alarahaston osakkeenomistajilla.

148 Hallituksen vaihtaminen lienee nimenomaisesti yksi niistä harvoista päätösasioista, jonka takia sijoitusyhtiön ylimääräinen yhtiökokous haluttaisiin kutsua koolle. Tämän takia kyseistä oikeutta ei tulisi voida rajoittaa äänivallattomilla osakkeilla.

149 Vrt. OYL 5:29:n säännökset, joissa säädetään osakkeenomistajan suostumuksesta tiettyihin yhtiöjärjestysmuutoksiin.

järjestysmuutokset ovat melko tavanomaisia, jolloin ei ole tarkoituksenmukaista, että tällaiset muutokset edellyttäisivät sijoittajien hyväksyntää. Äänestysten järjestäminen tällaisissa asioissa saattaisi haitata ja hidastaa sijoitusyhtiön operatiivista toimintaa tarpeettomasti.¹⁵⁰ Myös Suomen näkökulmasta olisi perusteltua, että yhtiöjärjestystä voitaisiin muuttaa ilman sijoittajien hyväksyntää edellä mainitulla tavalla. Tämä saattaisi sijoitusyhtiöiden hallinnon perustamisasiakirjojen muuttamisen osalta kilpailukykyiseksi muiden yhteissijoitusyritysten oikeudellisten rakenteiden eli sopimusperusteisten sijoitusrahastojen ja osuustrustien kanssa. Menettely on myös linjassa sen kanssa, että EU-sääntelyssä säilytysyhteisön valvontaroolin ajatellaan olevan laajempi kuin EU:n ulkopuolisilla lainkäyttöalueilla.¹⁵¹

Yhtiöjärjestysmuutosten vaatimuksia tulisi kuitenkin arvioida eri tavalla silloin, kun kyseessä on vain ammattimaisille sijoittajille¹⁵² tarkoitettu sijoitusyhtiö. Kansainvälisesti on tavallista, että ammattimaisen sijoittajien ei katsota tarvitsevan sijoittajansuojaa, vaan he pystyvät toimimaan itsenäisesti rahoitusmarkkinoilla. Tämän takia vain ammattimaisille sijoittajille tarkoitetuissa sijoitusyhtiöissä ei ole perusteltua, että yhtiöjärjestysmuutosten edellytykset vastaisivat ei-ammattimaisille sijoittajille markkinoitavia sijoitusyhtiöitä. Esimerkiksi suljettuja pääomarahastoja voidaan lähtökohtaisesti markkinoida vain ammattimaisille sijoittajille. Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (AIFML, 162/2014) kuitenkin mahdollistaa suljettujen rahastojen markkinoimisen ei-ammattimaisille sijoittajille. Tällöin sijoittajansuoja on korkeampi.¹⁵³ Vain ammattimaisille sijoittajille markkinoitavissa sijoitusyhtiöissä yhtiöjärjestyksen muuttamista koskevista prosesseista tulisi voida disponoida vapaasti yhtiöjärjestyksessä.¹⁵⁴

150 Kyseessä voisi olla esimerkiksi lainsäädännön edellyttämä pakollinen muutos tai muu tekninen ja selventävä muutos, joka ei merkittävästi vaikuta sijoittajien oikeuksiin.

151 Ks. esim. IOSCO 2006, s. 10, josta ilmenee, että monissa EU-valtioissa säilytysyhteisöllä on merkittävä valvontarooli sijoitusyhtiön hallinnossa. Ks. myös Zetzsche 2018, s. 349.

152 Ammattimaisella sijoittajalla tarkoitetaan tässä yhteydessä sijoituspalvelulain (747/2012) 1:23.1:ssä tarkoitettuja sijoittajia sekä muun vastaavan ulkomaisen sääntelyn tarkoittamia sijoittajia, joiden katsotaan pystyvän tekemään itsenäisiä päätöksiä rahoitusmarkkinoilla ja arvioimaan itsenäisesti sijoituskohteisiin liittyviä riskejä.

153 Ks. AIFML:n 13 luvun säännökset.

154 Ks. esim. SFC 2018, s. 6 ja 21, jossa todetaan, että ammattimaisille sijoittajille tarkoitetuissa sijoitusyhtiöissä yhtiöjärjestyksen muuttamisesta voitaisiin määrätä yhtiöjärjestyksessä ja muutokset olisi toimitettava valvontaviranomaiselle tiedoksi, mutta varsinaista valvontaviranomaisen hyväksyntää ei tarvita. Ks. vastaavasti Treasury (Australia) 2017a, s. 13 ja Treasury (Australia) 2018, s. 22–23, joissa todetaan, että ammattimaisille sijoittajille tarkoitetuissa sijoitusyhtiöissä yhtiöjärjestyksen muuttamisesta voidaan määrätä yhtiöjärjestyksessä suhteellisen vapaasti.

Euroopan sääntelykehyksessä tällaiset suljetut sijoitusyhtiöt olisivat AIFMD:ssa tarkoitettuja vaihtoehtorahastoja. Suomessa AIFML:ssa ei oteta kantaa vaihtoehtorahastojen perustamisasiakirjojen muuttamista koskevaan menettelyyn, mutta muutokset on kuitenkin ilmoitettava Finanssivalvonnalle. Tämä käy epäsuorasti ilmi AIFML:n 12:1.4:sta.¹⁵⁵ Käytännössä vaihtoehtorahastojen perustamisasiakirjojen muuttamista koskevista menettelyistä sovitaan vaihtoehtorahastojen perustamisasiakirjoissa ja menettelyt voivat olla suhteellisen vapaita¹⁵⁶, joskin erikoissijoitusrahastojen sääntöjen muuttamista koskevassa menettelyssä on lisäksi noudatettava AIFML:n 16 a:3:a.

3.3. Hallitus ja rahastoyhtiö

3.3.1. Olemassaolo

Sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajat nimittävät hallituksen johtamaan sijoitusyhtiötä. Hallituksen tarvetta on perusteltu sillä, etteivät markkina-voimat yksinään välttämättä riitä lieventämään rahastoyhtiön ja osakkeenomistajien välisiä eturistiriitoja. Tällöin on tilausta muunlaiselle lisäkontrollille — kuten hallituksille — tuottamaan lisäarvoa sijoittajille.¹⁵⁷ UCITS-sääntelyssä on pääasiallisesti tukeuduttu siihen, että hallituksen tekemään valvontaan verrattuna yksityiskohtaisemman rahastoyhtiön toiminnan valvonnan suorittaa säilytysyhteisö¹⁵⁸. Säilytysyhteisövalvonnan rajoitteena on kuitenkin, että säilytysyhteisöllä ei ole rahastoyhtiön suoriutumista arvioivaa toimintaa eikä sillä ole toimivaltuuksia valita tai erottaa rahastoyhtiötä, vaan se voi ainoastaan arvioida, ovatko valvonnan kohteena olevat

155 Kyseisen lainkohdan mukaan vaihtoehtorahastojen hoitajan on ilmoitettava muutoksesta 1 momentin mukaisesti tietoihin (markkinoinnin aloitusilmoituksen yhteydessä annetut tiedot, joihin sisältyy myös perustamisasiakirja) kirjallisesti Finanssivalvonnalle viimeistään kuukautta ennen suunnitellun muutoksen toteutumista tai välittömästi ennakoimattoman muutoksen toteuduttua. Lain esitöiden mukaan tällä pyritään takaamaan, että Finanssivalvonnalla on mahdollisuus arvioida suunniteltujen muutosten lainmukaisuutta ennen niiden toteuttamista (HE 94/2013 vp, s. 145).

156 Tavanomaisesti kommandiittiyhtiömuotoisissa vaihtoehtorahastoissa perustamisasiakirjaa eli rahastosopimusta voidaan muuttaa ilman äänettömien yhtiömiesten suostumusta, jos muutokset ovat teknisiä. Suurempiin muutoksiin edellytetään joko äänettömien yhtiömiesten enemmistö- tai määränemmistöpäätöstä tai kaikkien äänettömien yhtiömiesten hyväksyntää.

157 Hazenberg 2012, s. 46. Ks. myös Khorana – Servaes 2008, s. 22, jossa on esitetty, ettei hallitusten rooli olisi ainakaan vähenemään päin lähitulevaisuudessa. Ks. myös FCA 2017, s. 68, jossa todetaan sijoittajien heikosta asemasta johtuen: ”*They [investors] therefore need strong governance to act on their behalf.*”

158 Ks. IOSCO 2006, s. 6–7, jossa esitellään sijoitusyhtiöstä kaksi vaihtoehtoista mallia. Toisessa pääasiallinen vastuu sijoitusyhtiön toiminnan ja rahastoyhtiön toiminnan valvonnasta on sijoitusyhtiön hallituksella, kun taas toisessa se on säilytysyhteisöllä. Yhdysvaltojen sijoitusyhtiömallin voidaan katsoa edustavan ensiksi mainittua, kun taas eurooppalainen malli edustaa pääsääntöisesti jälkimmäistä, mutta painotukset vaihtelevat jäsenvaltioiden välillä.

asiat hoidettu asianmukaisesti.¹⁵⁹ Säilytysyhteisövalvonta on myös jälkikäteistä¹⁶⁰ eikä se ole aktiivista valvontaa.¹⁶¹ Tämän lisäksi säilytysyhteisöt eivät useinkaan ole riippumattomia rahastoyhtiöstä.¹⁶² Tästä näkökulmasta katsottuna hallitus tuo lisää suojaa sijoittajille, koska sillä on aktiivinen velvollisuus toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti, joka voi joskus myös tarkoittaa päätöstä rahastoyhtiön erottamisesta. Rahastoyhtiön erottaminen on harvinaista, muttei aivan tavatonta.¹⁶³

Irtautumisoikeuden toimimattomuutta voidaan pitää indikaationa siitä, että markkinavoimat eivät aina yksinään riitä takaamaan osakkeenomistajien etuja. Alhainen kilpailun määrä voi johtaa siihen, etteivät rahastoyhtiön veloittamat palkkiot pysy alhaisina, jolloin sijoittajalla ei välttämättä ole tosiasiallista mahdollisuutta vaihtaa halvempaan tai paremmin hoidettuun rahastoon.¹⁶⁴ Arvioitaessa hallituksen tarvetta suhteessa markkinavoimien rooliin voidaan jakaantua kahteen eri oppisuuntaan. Vaikka oletettaisiin, että rahastomarkkinoilla vallitsee pitkälti tehokas kilpailu, eivät sijoittajien äänivalta ja hallitus kuitenkaan ole täysin hyödyttömiä.¹⁶⁵ Niiden voidaan nähdä toimivan markkinavoimia täydentävinä tekijöinä, joita käytetään silloin, kun mikään muu ei auta.¹⁶⁶ Jo teoreettisen pelotevaikutuksen voidaan katsoa riittävän, koska sijoittajat voivat ainakin teoriassa äänestää ja vaikuttaa hallituksen kokoonpanoon.¹⁶⁷ Toisessa koulu-

159 Wegman 2016, s. 113. Ks. myös FCA 2017, s. 69, jossa on kiteytetty toimialan esittämää kritiikkiä säilytysyhteisövalvonnan tasoa kohtaan: ”Most respondents did not favour trustees and depositaries taking on a role in assessing value for money. They suggested that they do not have the capability to do this at present and that this would not address concerns around conflicts of interest.”

160 Ks. Wegman 2016, s. 198, jossa todetaan, että jälkikäteisvalvonta voi joskus olla liian myöhäistä: ”Due to this ex-post nature, the relevance of these oversight duties for investors may be low as inefficiencies may be detected by the depositary too late, i.e., after the fund has become insolvent.”

161 Warburton 2008, s. 760 ja MAS 2020, s. 9.

162 EU-sääntely ei edellytä kattavaa riippumattomuutta; ks. komission delegoidun asetuksen (EU) 2016/438 artikla 24. Vrt. Iso-Britannia, jossa on pitkään edellytetty säilytysyhteisöltä kattavampaa riippumattomuutta kuin EU-sääntelyssä (ks. esim. SIB 1995, s. 13 ja 152–153; SIB 1996, s. 9; COLL 6.9.2 G; IMA 2005, s. 17 ja Vepsä 2021a, s. 23). Säilytysyhteisön riippumattomuutta edellyttävä sääntelyratkaisu saattaisi tosiasiallisesti lisätä säilytysyhteisövalvonnan tehokkuutta.

163 Horváthová 2015, s. 212. Ks. myös Warburton 2008, s. 753 ja 756, joissa on mainittu Yhdysvalloista muutama esimerkkitapaus, jossa hallitus on käyttänyt oikeuttaan erottaa rahastoyhtiö.

164 Morley – Curtis 2010, s. 88 ja 98. Ks. myös Hooghiemstra 2019, s. 140, jonka mukaan pelkkä irtautumisoikeus ei riitä poistamaan agenttikustannuksia.

165 Esim. Johnson 2018, s. 152 toteaa osuvasti: ”Thus, competition alone appears not to uniformly drive down fees. Therefore, the board, within acknowledged constraints, may be able to exert pressure to constrain or reduce fees in higher fee funds in a way market forces alone do not.”

166 Näin toteaa Coates – Hubbard 2007, s. 210–211 siitä huolimatta, että kirjoittajat ovat yleisesti sitä mieltä, että rahastomarkkinoilla vallitsee korkea kilpailun aste.

167 Ks. Coates 2009, s. 624, jossa todetaan: ”In addition, because fund shareholders elect fund boards, the existence of fund boards provides at least a theoretical way for fund investors to monitor and provide a check on fund advisers.” Ns. sääntelykapitalismin näkökulma puoltaisi hallituksen roolia. Ks. Levi-Faur 2005, s. 14, jossa kuvataan sääntelyn (välttämätöntä) tarvetta markkinoilla: ”Efficiency is often achieved through smart regulations that are a sine qua non for the efficient function of markets. At the same time, the legitimacy of capitalism rests on the ability of government to mitigate negative externalities through ‘social regulation’ (or the regulation of risk). Regulation is both a constitutive element of capitalism (as the framework that enables markets) and the tool that

kunnassa oletetaan suoraan, ettei rahastomarkkinoilla vallitse tehokas kilpailu. Tällöin sijoittajien äänivalta ja hallitus ovat hyvin tärkeitä. Tämä näkökulma on puolestaan johtanut väittelyyn siitä, ovatko sijoitusrahastomarkkinat tehokkaat.¹⁶⁸

Kilpailun toimivuutta arvioitaessa mainittavan arvoisena voidaan pitää Ison-Britannian valvovan viranomaisen FCA:n vuosina 2015—2017 tekemää laajaa markkinatutkimusta, jonka löydösten mukaan varainhoitoalalla (rahastojen hoito mukaan lukien) on heikko hintakilpailu, alan liikevoittoprosentit ovat hyvin korkeita, sijoittajien tietämys kustannuksista on heikkoa ja rahastojen välillä vaihtaminen on vaikeaa eli irtautumisoikeus ei toimi.¹⁶⁹ Tutkimuksen löydökset johtivat useisiin uudistuksiin, joiden tarkoituksena on parantaa varainhoitoalan kilpailua ja sijoittajien asemaa.¹⁷⁰ Uudistukset tulivat pääsääntöisesti voimaan vuonna 2019. Tämän artikkelin tutkimusteeman kannalta merkittävä uudistus oli, että rahastojen hallituksen roolia (eli Ison-Britannian ACD-mallin mukaisesti rahastoyhtiön hallituksen roolia) kasvatettiin¹⁷¹ erityisesti lisäämällä sen riippumattomuutta ja asettamalla velvoite lisäarvoarvioinnin- ja raportoinnin tuottamiseen.¹⁷² Lisäarvoarvioinnissa ja hallituksen riippumattomuuden lisäämisessä on kyse Ison-Britannian suurimmasta rahastoihin kohdistuvasta hallinnollisesta uudistuksesta vuosikymmeniin.¹⁷³ Muutosten todettiin olevan tärkeitä Ison-Britannian rahastosektorin globaalin kilpailukykyyn kannalta.¹⁷⁴

Markkinoiden tehokkuuteen ja irtautumisoikeuden ylivoimaisuuteen nojautuvat teoriat eivät myöskään ota kunnolla huomioon irtautumisoikeuden käyttämistä vaikeuttavia tekijöitä. Tavanomaisena esimerkkinä ovat lunastuspalkkiot, jotka vähennetään sijoittajan saamasta lunastussummasta.¹⁷⁵ Tämän lisäksi lunastusoikeuden tosiasiallista käyttämistä

moderates and socializes it (the regulation of risk)."

168 Morley – Curtis 2010, s. 100. Tavanomaisesti sijoitusrahastomarkkinoille tulon kustannuksia pidetään korkeana etenkin Euroopassa; ks. esim. Wang 1994, s. 1038–1039. Korkeat markkinoille tuleminen kustannukset voivat alentaa kilpailun määrää.

169 Ks. FCA 2017, s. 4, 5, 18 ja 34–35; FCA 2018, s. 4 ja FCA 2019, s. 4. Iso-Britannia on Euroopan suurimpia rahastomarkkinoita ja maailman toiseksi suurin varainhoitokeskus.

170 Ks. FCA 2017, s. 10, jossa on esitetty yhteenveto uudistuksista.

171 FCA 2017, s. 70 ja FCA 2018, s. 8.

172 FCA 2018, s. 5–6. Lisäarvoarvioinnilla tarkoitetaan sitä, että rahastoyhtiöiden hallitusten tulee vuosittain arvioida kunkin rahaston tuottamaa lisäarvoa tiettyjä määriteltyjä elementtejä vasten, osoittaa että kukin rahasto tuottaa lisäarvoa sijoittajille tai ryhtyä toimenpiteisiin, mikäli näin ei ole sekä raportoida tulokset julkisesti vuosittain. Ensikokemusten mukaan (IA 2021, s. 9) raportit ovat usein yhdistelmäraportteja, jotka kattavat rahastoyhtiön kaikki rahastot ja niitä kutsutaan termillä ”*Value Assessment*”.

173 IA 2021, s. 7.

174 FCA 2018, s. 21.

175 Ks. Roiter 2016, s. 16.

voivat vaikeuttaa esimerkiksi joustava hinnoittelumenetelmä¹⁷⁶, erilaiset vähimmäissijoitusajat¹⁷⁷ ja lunastuksesta aiheutuvat veroseuraamukset.¹⁷⁸ Sijoittaja saattaa pitää kustannuksia suurina, jolloin hän ei välttämättä käytä lunastusoikeuttaan, vaikka hän olisikin tyytymätön rahaston hoitamisen tasoon. Toisaalta irtautumisoikeutta käytetään harvoin myös siitä syystä, että sijoittajat eivät osaa kunnolla arvioida, olisiko irtautuminen kannattavaa tehdä ja jos olisi, niin milloin.¹⁷⁹ Lunastusoikeuden käyttämistä estävät seikat voivat lisätä rahastotason hallituksen tarvetta.

Sijoitusyhtiön perustajataholla eli promoottorilla on sijoitusyhtiön toiminnassa dominoiva rooli, koska hallitus on toiminnassaan riippuvainen promoottorin jakamasta informaatiosta. Kriittisesti arvioiden sijoitusrahastotoiminnassa ei voida koskaan poistaa kaikkia agenttiongelmia. Tämän vuoksi hallituksen tuoma valvonnan lisäkerros on hyödyllinen. Valvonnan lisäkerros sisältää velvollisuuden valvoa, että sijoitusyhtiötä hoidetaan osakkeenomistajien etujen mukaisesti ja että kustannukset ovat asiamukaisella tasolla. Kyseinen valvonta ei ole eikä sitä pitäisikään nähdä täysin itsenäisenä promoottoriin nähden.¹⁸⁰ Eurooppalaisessa sääntelykehityksessä hallitus voidaankin nähdä ”neljäntenä toimijana” sijoitusrahaston hallinnossa rahastoyhtiön, säilytysyhteisön ja sijoittajien lisäksi.¹⁸¹ Hallituksen tarpeesta käydään oikeuskirjallisuudessa toisinaan kärkeäkin

176 Joustavassa hinnoittelumenetelmässä, joka tunnetaan kansainvälisesti termillä *swing pricing*, on kyse siitä, että rahasto-osuuden arvoa korjataan, kun rahastossa on nettomerkintöjä tai -lunastuksia (joko aina tai vasta tietyn tason ylittämisen jälkeen). Jos rahastossa on nettomerkintöjä, rahasto-osuuden arvoa korjataan oikaisukertoimella ylöspäin, jolloin rahasto-osuuden arvo nousee tai jos rahastossa on nettolunastuksia, rahasto-osuuden arvoa korjataan oikaisukertoimella alaspäin, jolloin rahasto-osuuden arvo laskee. Joustavan hinnoittelumenetelmän avulla merkinnöistä ja lunastuksista aiheutuneet kulut voidaan kohdistaa merkintöjä ja lunastuksia tekeville osuudenomistajille, jotka aiheuttavat kaupankäyntitarpeen. Joustavan hinnoittelumenetelmän eräs variaatio on muututtavat rahastolle maksettavat merkintä- ja lunastuspalkkiot (variable anti dilution levies), jolloin kyseessä on kauppaa käyville osuudenomistajille aiheutuva lisäkustannus, joka ei vaikuta rahasto-osuuden arvoon. Ks. tarkempaa analyysia dilutionkorjausmekanismeista esim. SIB 1993, s. 11–14; SIB 1995, s. 14–17 ja SIB 1996, s. 48–49.

177 Vähittäissijoittajille markkinoitavissa rahastoissa saattaa olla rahasto-osuuksien omistusaikaan sidottuja porrastettuja lunastuspalkkioita, jolloin osuuksien lunastus voi olla kallista, mikäli ne omistetaan vain lyhyen aikaa.

178 Ks. esim. VM 14/2018, s. 68, jossa todetaan, että rahasto-osuuden lunastus realisoituu luovutusvoitoverotuksen. Verotuksellisista syistä sijoittajan näkökulmasta voi olla kannattavampaa pysyä kalliimman rahaston osuudenomistajana.

179 FCA 2017, s. 18.

180 Cullen – Brennan 2017, s. 1876 ja 1887. Ks. myös FSTB 2014, s. iii ja 14, joissa todetaan: ”*The proposed governance structure aims to enable the day-to-day management and investment functions of the OFC to be carried out by a qualified professional investment manager; and the OFC board to provide an additional layer of oversight for shareholders.*”

181 Hooghiemstra 2019, s. 138. Hallituksen lisäksi mainitut kolme muuta toimijaa pohjautuvat perinteiseen *sijoituskolmio*-ajatteluun, jolle UCITS- ja AIFMD-sääntely rakentuvat. Kolmion keskellä on rahasto ja kärjissä ovat sijoittajat, rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö. Ks. tarkemmin Zetzsche 2018, s. 327–328. Ks. myös varhaisemman luonnehdinnan osalta Wang 1994, s. 947, jossa kuvataan rahastoa trilateraalisenä järjestelynä.

keskustelua.¹⁸² Erään näkemyksen mukaan sijoitusyhtiön hallituksen valvontarooli on verrannollinen siihen, että valvottaisiin ”mustaa laatikkoa”. Näkemys ei perustu hallituksen inkompetenssiin vaan rakenteeseen, jossa sijoitusyhtiöt käytännössä toimivat. Ratkaisuna on esitetty tehokkaampaa viranomaisvalvontaa ja sääntelyä.¹⁸³ Vasta-argumenttina kyseiseen näkemukseen voidaan todeta, että viranomaisvalvontaa on olemassa jo nykyään, eikä hallituksen suorittama lisävalvonta itsessään ole ainakaan negatiivinen asia. Tästä huolimatta kummankin toimijan valvonnan tasoa olisi aina mahdollista parantaa.¹⁸⁴

Esimerkki hallituksen tarpeesta:

Sijoitusyhtiön alarahastoilla on erittäin hyvä sijoitusmenestys, mutta rahastoyhtiö on syyllistynyt erilaisiin väärinkäytöksiin, joista valvova viranomainen on määrännyt sille erinäisiä seuraamuksia. Alarahastojen sijoittajat eivät halua käyttää irtautumisoikeuttaan, koska kyseiset alarahastot ovat suoriutuneet selvästi paremmin kuin muiden palveluntarjoajien vastineet ja niiden kustannukset ovat erittäin alhaisia, jolloin kilpailukykyisempiä vaihtoehtoja ei löydy markkinoilta. Tulevien väärinkäytösten estämiseksi ja rahastoyhtiön toimiluvan peruuttamisriskin vuoksi sijoittajilla saattaa olla kannustin käyttää äänioikeuttaan ja vaihtaa sijoitusyhtiön hallitusta, jotta hallitus olisi aktiivisempi rahastoyhtiön valvonnassa, mikä voisi mahdollisesti ehkäistä väärinkäytöksiä tulevaisuudessa.

Hallituksen tarvetta on myös pohdittu Yhdysvalloissa 1980-luvulla, jolloin ehdotettiin alun perin UIF-rahastorakennetta¹⁸⁵. UIF-rakenne pohjautuu tässä artikkelissa aiemmin jaksossa 2.2 esitellylle ajatukselle, että rahasto on tuote ja sopimusperusteinen järjestelmä sopisi sen ympärille yhtiömuotoa paremmin. SEC järjesti aiheesta julkisen konsultaation vuonna 1982. Useat kommentoijat vastustivat ehdotusta, koska sen sopivuutta sijoittajille epäiltiin. UIF-rahasto ei olisi ollut erillinen yhtiö, vaan se olisi sopimuksellinen järjestely, joka ei olisi itsenäinen rahastoyhtiön nähdessä.

182 Ks. esim. Roiter 2016, s. 68, jossa Roiter tyrmää professori Krug:n näkemyksen: ”*In lieu of monitoring fund boards, Professor Krug would subject fund advisers to direct regulation under the federal securities laws. Yet, this is a false choice.*”

183 Krug 2013b, s. 268 ja 318.

184 Roiter 2016, s. 68.

185 Ns. *Unitary Investment Fund*.

Rakenne olisi pitkälti käytännössä ollut vastaava kuin Euroopassa tunnetut sopimusperusteiset sijoitusrahastot.¹⁸⁶

Ehdotettu rahastorakenne pohjautui hallinnointipalkkiomalliin, joka olisi eliminoinut hallituksen tarpeen kokonaan. UIF-rahaston perustava rahastoyhtiö perustaisi rahaston trustimuodossa ja trustin perustamisasiakirjassa määriteltäisiin kaikenkattava yksittäinen hallinnointipalkkio, joka toimisi kompensaationa kaikista palveluista aina salkunhoidosta jakelukustannuksiin. Perustamisasiakirjassa sovittaisiin myös muista rahastoyhtiön velvollisuuksista. UIF-rahasto ei voisi periä merkintäpalkkioita. Rahastoyhtiö ei voisi nostaa hallinnointipalkkion tasoa erikseen määriteltynä aikana, kuten seuraavan viiden vuoden aikana. Jos se tahtois nostaa hallinnointipalkkiota ennalta määrätyn ajanjakson jälkeen, täytyisi sen muuttaa trustin perustamisasiakirjaa ja ilmoittaa muutoksesta sijoittajille ennakkoon, joilla olisi tällöin mahdollisuus lunastaa osuutensa, jos he eivät hyväksy hallinnointipalkkion korotusta. Sijoittajilla ei olisi äänivaltaa, vaan heidän ainoa oikeussuojakeinonsa olisi osuuk-sien lunastaminen. Ehdotetussa mallissa hallinnointipalkkiotasojen määräytyminen olisi jätetty puhtaasti markkinoiden määritettäväksi, koska sijoittajilla ei olisi ollut äänivaltaa eikä UIF-rahastossa olisi ollut hallitusta, joka valvoisi rahastoyhtiötä.¹⁸⁷

Yhdysvaltojen markkinavalvoja SEC tarkasteli UIF-rakennetta, mutta torjui sen, koska rakenteen kannattajat eivät olleet esittäneet korvaavaa mekanismia hallituksen harjoittamalle valvonnalle. SEC totesi, etteivät sijoittajat pysty valvomaan palvelun tasoa ilman ulkopuolisen tahon eli hallituksen valvontaa: *”Even in the absence of competitive pressures, an unscrupulous adviser might be tempted to cut back or eliminate basic services to bolster its own profitability. This obviously is of great concern from an investor protection perspective. Without a third party monitor to oversee the level of services, investors would be virtually left to their own devices, but typically without the expertise, incentive or power to assess the quality of these services.”*¹⁸⁸ Tämän pohjalta SEC ehdotti muunneltua versiota eli UFIC¹⁸⁹.

186 Wang 1994, s. 1024 ja Warburton 2008, s. 762.

187 Warburton 2008, s. 762 ja Roiter 2016, s. 75. Ks. tarkemmin UIF-rakenteesta myös SEC 1992, s. 283–288.

188 SEC 1992, s. 285. Ks. vastaavasti myös Wang 1994, s. 1026, joka kritisoi UIF-rakennetta hallituksen puuttumisen takia: *”As discussed above, in the absence of a third-party monitor, a contractual governance regime is unlikely to effectively police some operational transactions that involve a potential transfer of significant value from investors to the Investment Manager or its affiliates.”* ja s. 1031: *”The UIF proposal should be rejected because it provides no effective substitute for the oversight of the board of directors.”*

189 *Unified Fee Investment Company.*

rakennetta, jossa olisi myös ollut yksi ainoa hallinnointipalkkio, joka kattaisi kaikki sijoittajille aiheutuvat kustannukset eikä merkintäpalkkioita olisi ollut. Erona UIF-rakenteeseen verrattuna UFIC-rakenteessa olisi hallitus, joka valvoisi rahastoyhtiön eturistiriitoja.¹⁹⁰ Kumpikaan esitetty rakenne ei ole toistaiseksi nähnyt päivänvaloa.¹⁹¹

3.3.2. Tehtävät

Hallituksen yleistoimivalta kattaa kaikki asiat, jotka eivät lain ja yhtiöjärjestyksen mukaan kuulu yhtiökokoukselle.¹⁹² Ulkoisesti hoidetuissa¹⁹³ sijoitusyhtiöissä hallitus nimittää rahastoyhtiön hoitamaan sijoitusyhtiön päivittäistä hallinnointia.¹⁹⁴ Luxemburgin loi de 1915¹⁹⁵ määrittelee hallituksen seuraavasti: ”*des mandataires á temps, associés ou non, révocables, salariés ou gratuits*”. Hallitus on osakkeenomistajien agentti, jonka tulee johtaa sijoitusyhtiötä osakkeenomistajien etujen mukaisesti.¹⁹⁶ Hallitus valvoo, että rahastoyhtiöllä on kyky hoitaa lakisääteiset tehtävänsä ja että sijoitusyhtiön hoitamisen ulkoistaminen rahastoyhtiölle on tehokas sijoittajia kohtaan. Hallituksen ei tarvitse kuitenkaan valvoa edelleen rahastoyhtiön käyttämiä asiamiehiä, vaan rahastoyhtiö on vastuussa näiden valvomisesta.¹⁹⁷ *Common law* -järjestelmän valtioissa sijoitusyhtiön hallituksen jäsenillä on fidusiaarivastuu osakkeenomistajia kohtaan angloamerikkalaisessa merkityksessään.¹⁹⁸ Suomessakin osakeyhtiön johdolla on fidusiaarisia velvoitteita¹⁹⁹, mutta itsessään angloamerikkalainen fidusiaari-

190 Roiter 2016, s. 75.

191 Ks. Roiter 2016, s. 74, jossa esitetään, että UIF-rakenne pitäisi ottaa uudelleen harkittavaksi.

192 Article 441-5, loi de 1915. Ks. myös CBI 2014, s. 13; CBI 2016, s. 2; Treasury (Australia) 2018, s. 75 ja Treasury (Australia) 2021, s. 63.

193 Tämän artikkelin tarkastelu kohdistuu ulkoisesti hoidettujen sijoitusyhtiöiden hallintoon, koska sisäisesti hoidetuilla sijoitusyhtiöillä ei ole suurta käytännön merkitystä niiden harvinaisuuden takia. Kansainvälisesti uudemmissa sijoitusyhtiölaeissa on jopa luovuttu sisäisesti hoidetun sijoitusyhtiön käsitteestä. Näin on tehty esimerkiksi Hongkongissa ja Singaporessa (ks. tarkemmin FSTB 2014, s. iii ja 5 sekä MAS 2017, s. 14). Ks. sisäisesti hoidetun sijoitusyhtiön kritiikistä myös Vepsä 2021b, s. 101–102.

194 Kremer – Lebbe 2014, s. 289; CBI 2016, s. 21 ja Dietrich – Müller 2016, s. 42.

195 Article 441-1.

196 Ks. ALFI 2013, s. 7, jonka mukaan hallituksen tulee aina asettaa sijoittajien edut etusijalle.

197 CBI 2016, s. 21–22 ja SFC 2018, s. 11.

198 Ks. ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 11; FSTB 2016, s. 14 ja SFC 2017, s. 13. IMA 2005, s. 14 kuvaa fidusiaarivastuuta seuraavasti: ”*This is an obligation of loyalty and good faith owed in dealings that affect another person. For a fiduciary this obligation means more than acting fairly and honestly, but that they must act solely with the overall interests of the beneficiaries in mind. Crucially, a fiduciary must always act to secure the beneficiaries’ best interests and must not allow its own interests to affect its behaviour in any way that would conflict with the best interests of the beneficiaries. A fiduciary is permitted to charge for its services, provided that details of any remuneration, or other payments or benefits received as a result of the relationship, are disclosed.*”

199 Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 366–367.

vastuu on Suomen oikeusjärjestelmästä katsoen *sui generis*-instituutio, jolle ei ole suoraa vastinetta omassa oikeudessamme.²⁰⁰

Ulkoisesti hoidetuissa sijoitusyhtiöissä hallituksen ja rahastoyhtiön suhde toisiinsa voi toisinaan hämärtyä.²⁰¹ Monesti hallituksen rooli voidaan jopa kyseenalaistaa, jos ulkoinen rahastoyhtiö on nimetty hoitamaan sijoitusyhtiötä. Hallituksen tehtävät hieman vaihtelevat tarkasteltavasta sääntelystä riippuen, mutta kokonaisuutena sijoitusyhtiöiden hallituksen rooli on varsin samankaltainen eri oikeusjärjestelmissä. Vaikka promoottori on usein vastuussa sijoitusyhtiön perustamisesta ja sillä on suuri vaikutusvalta ensimmäisten hallitusjäsenten valintaan, toimivat promoottorin konserniin kuuluva rahastoyhtiö ja sijoitusyhtiö juridisesti verrattain erillään sen jälkeen, kun sijoitusyhtiö on aloittanut toimintansa. Sijoitusyhtiön hallituksella on täysi vastuu hallinnoida, valvoa ja johtaa sijoitusyhtiötä. Hallitus voi ulkoistaa sijoitusyhtiön päivittäisen hoitamisen rahastoyhtiölle, mutta rahastoyhtiö on vain asiamies, kuten esimerkiksi säilytysyhteisö tai administraattori, jolloin hallituksella säilyy täysi vastuu²⁰² sijoitusyhtiön johtamisesta. Hallitus voi erottaa ja sillä täytyy olla mahdollisuus erottaa rahastoyhtiö, jos se on sijoitusyhtiön osakkeenomistajien etujen mukaista.²⁰³

Luxemburgin sääntelyn mukaan sellaiset sijoitusyhtiöt, joilla ei ole nimettyä rahastoyhtiötä, katsotaan sisäisesti hoidetuiksi sijoitusyhtiöiksi. Luxemburgin rahastosääntely²⁰⁴ ei ota kantaa siihen, missä määrin tehtäviä voidaan ulkoistaa. Loi de 2010:tä voidaan tulkita kahdella tavalla sen suhteen, mitä tehtäviä voidaan ulkoistaa rahastoyhtiön hoidettavaksi. Ensimmäisen tulkinnan mukaan rahastoyhtiölle voidaan antaa hoidettavaksi merkittävä osa hallinnoinnista, jonka ei tarvitse pitää sisällään sijoitusten hoitamiseen liittyvää päätöksentekoa. Toisen ankaramman tulkinnan mukaan sijoitusyhtiö pysyy sisäisesti hoidettuna, ellei se ulkoista rahaston hoitamista, sijoitusten hoitamiseen liittyvää päätöksentekoa ja markkinointia rahastoyhtiölle. Luxemburgin markkinavalvoja CSSF²⁰⁵ on jälkim-

200 Mikkola 2010, s. 819. Ks. myös Rounds – Dehio 2007, s. 507, jonka mukaan ”*As a general rule, Germany and the other civil law jurisdictions do not have a generalized body of non-statutory fiduciary law like common law jurisdictions do, e.g., Massachusetts and England.*”

201 Näin toteaa esim. UCD Centre for Corporate Governance 2014, s. 3 ja Dietrich – Müller 2016, s. 42–43.

202 Ks. esim. Irish Funds Industry Association 2011, s. 8: ”*The Board cannot abrogate its overall responsibility.*” Ks. vastaavasti myös CBI 2014, s. 28; CBI 2016, s. 2–3 ja MAS 2020, s. 14, jonka mukaan sijoitusyhtiön hallitus ei voi ulkoistaa vastuutaan, ml. fidusiaarivastuutaan, muille yhteisöille.

203 Clarke – White 2018, s. 368.

204 Loi de 2010 ja Loi de 2007.

205 *Commission de Surveillance du Secteur Financier.*

mäisen tulkinnan kannalla, joka käy ilmi Circulaire 18/698 -kiertokirjeestä²⁰⁶. Nimetyt rahastoyhtiön toimivaltuudet sisältävät melkein jokaisen osa-alueen sijoitusyhtiön päivittäisestä hallinnoinnista. Rahastoyhtiön nimeämisessä on se etu, ettei rahastoyhtiön tarvitse osoittaa toimivaltaansa, kun se tekee oikeustoimia sijoitusyhtiön puolesta. Toisaalta tämä voi olla myös riski, jos nimetty rahastoyhtiö ei kuulu sijoitusyhtiön promoottorin konserniin.²⁰⁷

Jos vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on nimittänyt rahastoyhtiön hoitamaan yhtiön päivittäistä hallinnointia, rajoittuu hallituksen rooli toiminnan valvontaan ja merkittäviin laajakantoisiin päätöksiin²⁰⁸. Hallitus ei käytännössä osallistu liiketoiminnallisten- tai sijoituspäätösten tekemiseen.²⁰⁹ Jos näin olisi, osallistuisi hallitus itse päivittäiseen hallinnointiin, jota sen tulisi ensisijaisesti valvoa.²¹⁰ Valvontatehtävänsä suorittamista varten sijoitusyhtiön hallituksen tulisi saada rahastoyhtiöltä säännöllisiä raportteja, jotka kuvaavat rahastoyhtiön suoriutumista tehtävässään. Lisäksi hallituksen tulee harkita, vaatiiko se lisäksi raportteja rahastoyhtiön käyttämiltä asiamiehiltä.²¹¹

3.3.3. Hallituksen jäsenten riippumattomuus

Toimivan omistajaohjauksen ja valvonnan onnistumiseksi on tärkeää, että taataan hallituksen riippumattomuus yritysjohdosta, joka rahastonhoidossa tarkoittaa riippumattomuutta rahastoyhtiöstä. Jos sijoitusyhtiön hallituksessa on ainoastaan promoottorin (mukaan lukien rahastoyhtiön) työntekijöitä, ei hallituksella ole aitoja kannustimia suorittaa valvontatehtävänsä, koska valvonta kohdistuisi tällöin rahastoyhtiöön itseensä.²¹²

206 Ks. tarkemmin rahastoyhtiön toimivallasta Circulaire 18/698. CSSF:n kiertokirjeiden oikeudellisesta luonteesta ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 20–24 ja Vepsä 2021a, s. 25.

207 Kremer – Lebbe 2014, s. 300.

208 Ks. The Irish Funds Industry Association 2011, s. 7, jossa on mainittu esimerkkejä hallituksen tehtävistä. Ks. myös Dietrich – Müller 2016, s. 42–43.

209 Hazenberg 2012, s. 260–261 mukaan hallituksen pääasiallinen rooli liittyy riskienhallintaan ja compliance-tehtäviin, eikä esimerkiksi sijoitustoiminnan tuottojen tai kustannusten mittaamiseen. Ks. myös Morley – Curtis 2010, s. 95; Horváthová 2015, s. 205; Wegman 2016, s. 49 ja Cullen – Brennan 2017, s. 1879.

210 Ks. IOSCO 2007, s. 8: ”*The Independent Entities, or their members [tässä: hallituksen jäsenet], are essentially required to perform a supervisory function and are not to be involved with the management of the assets, or the operational aspects of the CIS.*”

211 Ks. CBI 2014, s. 28 ja CBI 2016, s. 22, joissa on kuvattu esimerkkejä raportointikohteista.

212 Näin oli Isossa-Britanniassa ennen vuoden 2019 uudistusta, jonka mukaan sijoitusyhtiön hallituksena toimivassa ACD:ssa (joka on käytännössä rahastoyhtiö) tulee olla vähintään kaksi riippumatonta hallituksen jäsentä ja riippumattomien jäsenten osuuden koko jäsenmäärästä tulee olla vähintään 25 % (ks. FCA 2018, s. 6 ja 15). FCA 2018, s. 15 toteaa, että eturistiriidat johtuivat nimenomaan hallitusjäsenistä, jotka eivät olleet rahastoyhtiöstä riippumattomia: ”*AFM [authorised fund manager] boards must balance the interests of their investors and shareholders. The market study*

Osakeyhtiössä valvontatehtävän realisoitumisen kannalta on nähty ongelmalliseksi niin sanotut endogeeniset hallitukset eli hallitukset, joiden kaikki tai ainakin suurin osa jäsenistä ovat yhtiön palveluksessa²¹³. Koska tällöin suurin osa yhtiön hallituksen jäsenistä osallistuu myös yhtiön päivittäiseen johtamiseen, hallitustyöskentelyssä ei välttämättä riittävästi huomioida osakkeenomistajien etua. Riippumattomien jäsenten valintaa perustellaan hallituksen funktiolla valvoa ja ohjata yhtiön toimivaa johtoa ja tästä tehtävästä kumpuavasta intressiristiriidan mahdollisuudesta yhtiön johdon ja yhtiön sekä välillisesti yhtiön merkittävien osakkeenomistajien ja muiden osakkeenomistajien välillä.²¹⁴

Etenkin yhdysvaltalaisen avointen sijoitusyhtiöiden hallituksen koostumus ja sen vaikutus rahaston eri tunnuslukuihin on ollut empiirisen tutkimuksen kohteena. *Tufanon* ja *Sevickin* vuonna 1997 julkaistu tutkimus on ensimmäinen laatuaan, jossa tutkitaan sijoitusyhtiön hallituksen ominaisuuksia. Siinä tutkitaan hallituksen koostumusta, palkkioita ja sijoitusyhtiöiden veloittamia kustannuksia. Tutkijat päätyvät tulokseen, että hallituksen suurempi koko kasvattaa kustannuksia ja riippumattomien jäsenten suurempi osuus alentaa niitä, mutta tulokset ovat tilastollisesti heikkoja hallituksen kokoa ja riippumattomien jäsenten määrää kuvaavien muuttujien osalta. Toisaalta tulokset ovat epäjohdonmukaisia hallituksen keskittyneisyyttä ja palkkioita kuvaavien muuttujien osalta. Siksi tulokset eivät riidattomasti tue hypoteesia, että erityyppisillä hallituksilla olisi syy-yhteys rahaston kustannuksiin.²¹⁵ Myöhemmissä tutkimuksissa *Meschke* tutkii yhtäältä hallituksen riippumattomuuden ja hallituksen kannustimien välistä suhdetta sekä toisaalta rahaston kustannuksia, sijoitusmenestystä ja todennäköisyyttä saada syytteet myöhäisestä kaupankäynnistä ja/tai markkinoiden ajoituksesta.²¹⁶ Tutkimuksen jokseenkin ristiriitaisten löydösten mukaan riippumaton hallituksen puheenjohtaja korreloi alhaisten kustannusten kanssa, mutta toisaalta tällöin myös rahaston riskikorjatut tuotot ovat alhaisia.²¹⁷ Tutkimuksessa ei löydetty

suggests that this balance is not always being struck appropriately, and we believe this is in part due to the fact that AFM boards are generally staffed exclusively by executives of the firm."

213 Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2022, II OSA>Hallinto ja tilinpäätös>6 luku. Osakeyhtiön johto ja edustaminen ja Hallinnointikoodi 2020, suositus 10: ”Hallituksen jäsenen enemmistön on oltava riippumattomia yhtiöstä. Vähintään kahden yhtiöstä riippumattoman hallituksen jäsenen on oltava riippumattomia myös yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista.”

214 Mähönen – Villa 2019, s. 353 ja Hallinnointikoodi 2020, s. 25.

215 Tufano – Sevick 1997, s. 347–354.

216 Tutkimus on julkaistu vuonna 2019, mutta siinä käytetty aineisto on peräisin aikaväliltä 1995–2004.

217 Ks. Meschke 2019, s. 33: ”I find that funds overseen by an independent chair charge lower fees, and that the fraction of independent directors is associated with higher fees during the earlier part of the sample and with lower fees during the latter part. Yet for funds overseen by an independent

viitteitä siitä, että hallituksen koostumus vaikuttaisi sijoitusyhtiön väärinkäytöksiin syyllistymisen todennäköisyyteen.²¹⁸ Vastaaviin tuloksiin päätyivät myös *Ferris* ja *Yan* vuonna 2007, jotka toteavat, että suurempi riippumattomien hallitusjäsenten määrä ei ole yhteydessä alhaisempiin kustannuksiin, parempaan tuottoon tai väärinkäytösten todennäköisyyteen.²¹⁹

Kong ja *Tang* (2008) tutkivat yhtenäishallituksen²²⁰ merkitystä rahastojen hallinnossa. Heidän mukaansa pienet yhtenäishallitukset ovat tehokkaimpia sijoittajille, kun taas riippumattomien jäsenten suurempi määrä ei alenna kustannuksia, paranna tuottoja tai vähennä väärinkäytösten todennäköisyyttä.²²¹ *Cremer et. al* (2009) tutkivat, vaikuttaako riippumattomien ja riippuvaisten hallitusjäsenten oma omistus rahastossa sen tuottokehitykseen. Pääasialliseen tutkimuskysymykseen tutkijoiden vastaus oli myönteinen, mutta riippumattomien hallitusjäsenten määrän ei tunnistettu vaikuttavan rahaston tuottokehitykseen.²²² *Ferris* ja *Yan* (2009) tutkivat, kuinka kysymys siitä, ovatko rahastoyhtiön tai sen emoyhtiön osakkeet julkisen kaupankäynnin kohteena vai eivät, vaikuttaa intressikonfliktien suuruuteen.²²³ Vaikka pääasiallinen tutkimuskysymys ei liity hallituksen koostumukseen, tutkimus kuitenkin käyttää hallituksen ominaisuuksia kontrollimuuttujina. Niistä on nähtävissä, että riippumattomien jäsenten suurempi osuus johtaisi suurempiin kustannuksiin, mutta tulos on tilastollisesti merkittävä vain yhtenä vuotena.²²⁴

Aiempiin tutkimuksiin nähden huomionarvoinen on *Adams et. al* (2010) tutkimus, koska siinä tutkittiin indeksirahastojen hallituksen ominaisuuksien vaikutusta rahaston kustannuksiin ja tuottoihin.²²⁵ Tutkijat eivät kuitenkaan tunnistanee, että riippumattomien hallitusjäsenten osuudella olisi ollut vaikutusta, mutta toisaalta he päätyivät ristiriitaiseen tulokseen, että riippuvaisten hallitusjäsenten mukanaolo parantaa tuottoja

chair, risk-adjusted returns are 74 basis points lower for equity funds and 22 basis points lower for bond and money market funds.”

218 Meschke 2019, s. 31–32.

219 Ferris – Yan 2007a, s. 416–417.

220 Tällä tarkoitetaan sitä, että samat hallituksen jäsenet toimivat kaikkien saman rahastoperheen rahastojen hallituksen jäseninä. Ks. Vepsä 2021b, s. 97.

221 Kong – Tang 2008, s. 212 ja 220–221.

222 Cremers – Driessen – Maenhout – Weinbaum 2009, s. 1369–1372.

223 Ferris – Yan 2009, s. 619–620.

224 Ks. Ferris – Yan 2007b, s. 17–18, jossa asiaa on tarkasteltu tarkemmin verrattuna tutkijoiden 2009 julkaisemaan varsinaiseen artikkeliin. Ensiksi mainittu on lopullista julkaisua edeltävä työpaperi.

225 Adams – Mansi – Nishikawa 2010, s. 1262 toteaa, että indeksirahastojen samankaltaisuus parantaa tutkimuksen luotettavuutta: ” – by isolating operational performance from investment performance, index funds permit us to minimize measurement error and allow us to effectively examine the board-performance relation.”

sekä alentaa kustannuksia ja toisaalta kaikkien hallitusjäsenten ollessa riippumattomia tuotot paranevat myös ja kustannukset alenevat.²²⁶ Toisin kuin Yhdysvalloissa, ei sijoitusyhtiöiden hallitus ole ollut Euroopassa laajan tutkimuksen kohteena. Mainittavan arvoinen on *Hazenbergin* tutkimus vuodelta 2012, jossa tutkitaan empiirisesti luxemburgilaisten yhteissijoitusyritysten hallintoa. Tässäkään tutkimuksessa ei tunnistettu, että riippumattomat hallitusjäsenet parantaisivat rahaston tuottoa tai alentaisivat kustannuksia.²²⁷

Edellä lyhyesti esiteltyjen empiiristen tutkimusten tulokset vaihtelevat eikä niiden perusteella voida tehdä johtopäätöksiä siitä, johtaako suuri riippumattomien hallitusjäsenten määrä automaattisesti parempaan lopputulokseen sijoittajille. Tulokset ovat mielenkiintoisia senkin takia, että perinteisesti julkisessa keskustelussa, etenkin Yhdysvalloissa, riippumattomia hallitusjäseniä on pidetty erinomaisena keinona vähentää eturistiriitatilanteita sijoitusrahastotoiminnassa.²²⁸ Yhdysvaltojen *market timing*²²⁹- ja *late trading*²³⁰ -skandaalien²³¹ jälkimainingeissa vuonna 2004 SEC yritti antaa lisäsäännöksiä, joilla riippumattomien hallitusjäsenten vähimmäismäärä olisi nostettu 40 %:sta 75 %:iin ja lisäksi hallituksen puheenjohtajalta olisi edellytetty riippumattomuutta. SEC kuitenkin haastettiin oikeuteen ja uudet säännökset mitätöitiin, koska SEC ei pystynyt osoittamaan, että uudet säännökset olisivat olleet toimivia ja tehokkaita.²³²

Seuraavaksi riippumattomien hallitusjäsenten määrää analysoidaan sääntelyvertailun kautta.

226 Ks. Adams – Mansi – Nishikawa 2010, s. 1275 ja 1285, joka kiteyttää ristiriitaiset tulokset seuraavasti: ”*Combined, the results are consistent with the notion that there may not be a single optimal board structure that is applicable to all funds, that attempts to regulate board attributes should be considered with caution, and that sponsor-level factors are important board structure considerations.*”

227 Ks. Hazenberg 2012, s. 244 ja 268–269, jossa tutkija vetää yhteen lopputulokset seuraavasti: ”*The analysis did not provide consistent evidence that independent governance contributes to lower costs.*” ja ”*The result was that there is no consistent evidence that independence governance contributes positively to investment performance.*”

228 Ks. esim. Tufano – Sevick 1997, s. 328–329.

229 Markkinoiden ajoituksella haitallisessa merkityksessään rahastojen kontekstissa tarkoitetaan strategiaa, joka mahdollistaa sijoittajalle arbitraasihyödyt käyttämällä hyväksi aikaeroja ja rahaston nettoarvon laskennassa esiintyviä epätarkkuuksia. Ks. esim. Kremer – Lebbe 2014, s. 469 ja Bullard 2018, s. 41.

230 Myöhäisellä kaupankäynnillä tarkoitetaan merkintä-, lunastus- tai vaihtotoimeksiantojen vastaanottamista päiväkaton jälkeen, mikä mahdollistaa sijoittajille merkintöjen tai lunastusten tekemisen sellaisten markkinatietojen perusteella, jotka ovat tulleet julkisiksi vasta päiväkaton jälkeen. Ks. esim. Kremer – Lebbe 2014, s. 467.

231 Ks. Yhdysvaltojen rahastotoimialan skandaaleista tarkemmin esim. Turtiainen 2004, s. 26–27; IMA 2005, s. 8; Hazenberg 2012, s. 26–27; Horváthová 2015, s. 194–196; Wegman 2016, s. 68–70 ja Bullard 2018, s. 41.

232 Roiter 2016, s. 47–52. Tarkalleen ottaen Yhdysvaltojen rahastotoimialan itsesääntelyorganisaatio ICI (*The Investment Company Institute*) suositteli riippumattomien hallitusjäsenten enemmistöä jo vuonna 1999. Ks. tältä osin ICI 1999, s. 10–12.

Valtio tai erityis-hallintoalue	Säännös	Sijoitusyhtiön riippumattomat jäsenet
Australia	Corporations Act 2001, section 1224G (1). ²³³	Puolet vähittäissijoittajille markkinoitavan sijoitusyhtiön yhteisömuotoisen hallituksen eli corporate director -yhtiön hallituksen jäsenistä on oltava riippumattomia.
Hongkong	Code on Open-Ended Fund Companies, section 5.2.	Sijoitusyhtiön hallituksessa on oltava vähintään yksi riippumaton jäsen.
Irlanti	-	Sääntely ei edellytä riippumattomia jäseniä. Irlannin rahastoyhdistys Irish Funds kuitenkin suosittelee riippumattomien jäsenien nimeämistä Corporate Governance Code for Collective Investment Schemes and Management Companies -hallinnointikoodissaan. ²³⁴
Iso-Britannia	COLL 6.6.25 R	Rahastoyhtiön hallintoelimen jäsenistä vähintään yhden neljäsosan tulee olla riippumattomia jäseniä, jotka ovat luonnollisia henkilöitä. Mikäli hallintoelimessä on alle kahdeksan jäsentä, tulee riippumattomia jäseniä olla vähintään kaksi. ²³⁵
Luxemburg	-	Sääntely ei edellytä riippumattomia jäseniä. Luxemburgin rahastoyhdistys ALFI ²³⁶ kuitenkin suosittelee riippumattomien jäsenien nimeämistä Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds -hallinnointikoodissaan. ²³⁷

233 Ks. vastaavasti myös Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2018, section 1224G (1) ja Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021, section 1224G (1).

234 Irish Funds Industry Association 2011, s. 5: ”It is recommended that the Board comprise a majority of non-executive directors, and at least one independent director – – .” Ks. tarkemmin hallinnointikoodin merkityksestä esim. Clarke – White 2018, s. 377–379, jossa muun muassa todetaan, että hallinnointikoodi toimii ”noudata tai selitä -periaatteella”.

235 FCA 2018, s. 55 ja COLL 6.6.25 R. Riippumattomia jäseniä koskeva vaatimus tuli voimaan vuonna 2019. Tätä ennen riippumattomista jäsenistä ei ollut sääntelyä tai suosituksia. Riippumattomista jäsenistä säätämistä harkittiin OEIC-sääntelyä valmisteltaessa, mutta ajatuksesta luovuttiin, koska sen ajateltiin tuovan rakenteeseen lisää kustannuksia, jos päteviä hallitusjäseniä ei olisi helposti markkinoilta saatavissa. Ks. tältä osin IMA 2005, s. 19 ja 22. Ks. myös Schonfeld – Kerwin 1993, s. 121, jossa todetaan, että riippumattomien hallitusjäsenien löytäminen voi olla vaikeaa varsinkin lyhyellä aikajänteellä. FCA 2018, s. 19 kuitenkin toteaa, ettei riippumattomien hallitusjäsenien saatavuudessa pitäisi olla ongelmia, vaan markkinoilta löytyy paljon soveltuvia kandidaatteja.

236 *The Association of the Luxembourg Fund Industry.*

237 ALFI 2013, s. 7: ”Consideration should be given to the inclusion in the Board of one or more members that are, in the opinion of the Board, independent.” Ks. myös Kremer – Lebbe 2014,

Ranska	-	Ei sääntelyä riippumattomista jäsenistä.
Ruotsi (lakiesitys, ei voimassa) ²³⁸	Förslag till lag (0000:0000) om investeringsbolag	Sijoitusyhtiöille on ehdotettu poikkeavaa hallintomallia, jossa ei olisi hallitusta sijoitusyhtiötasolla, jolloin kysymys riippumattomista hallitusjäsenistä ei ole relevantti. Ruotsissa ei myöskään ole vaatimuksia riippumattomista hallitusjäsenistä rahastoyhtiön tasolla.
Singapore	Securities and Futures Act, section 286, subsection (2A)(d)	Sijoitusyhtiön hallituksessa on oltava vähintään yksi riippumaton jäsen.
Suomi	SRL 3:3.1	Ei sääntelyä sijoitusyhtiöistä, mutta rahastoyhtiötasolla kolmanneksen hallituksen jäsenistä on oltava riippumattomia.
Yhdysvallat	Investment Company Act of 1940 § 10(a), 15 U.S.C. § 80a-10(a) (2006) ja Role of Independent Directors of Investment Companies, 66 Fed. Reg. 3734 (Jan. 16, 2001).	Laki edellyttää, että 40 % sijoitusyhtiön hallituksen jäsenistä on riippumattomia, mutta SEC:n vuonna 2001 antama asetus käytännössä vaatii, että hallituksen enemmistö koostuu riippumattomista jäsenistä. ²³⁹

Sääntelyvertailusta havaitaan, että Euroopan suurissa rahastovaltioissa, kuten Luxemburgissa ja Irlannissa, riippumattomat hallitusjäsenet eivät ole pakollisia. Toisaalta näissäkin valtioissa itsesääntelyelimet suositsevat riippumattomien hallitusjäsenien nimeämistä ja käytännön tasolla näin usein tehdäänkin.²⁴⁰ Lähes päinvastaista lähestymistapaa edustaa

s. 321, jonka mukaan on harkitsematonta nimittää SICAV-sijoitusyhtiön hallitukseen ja rahastoyhtiön hallitukseen enemmistö samoja jäseniä.

238 Ks. SOU 2016:45, s. 23–68.

239 Suurin osa sijoitusyhtiöistä hyödyntää erinäisiä SEC:n antamia poikkeussääntöjä, joilla poiketaan tietyistä Investment Company Act of 1940:n rajoituksista, ja SEC:llä on laaja liikkumavara näiden sääntöjen muotoilussa. Tässä tapauksessa SEC muotoili sijoitusyhtiön riippumattomien hallitusjäsenien määrää koskevan vaatimuksen ehdoksi sijoitusyhtiöille, jotka haluavat hyödyntää yhtä tai useampaa SEC:n poikkeussääntöä.

240 Näin esim. Hazenberg 2012, s. 14 ja Barker – Chiu 2017, s. 291–292. Ks. myös PwC 2018, s. 11, jossa Luxemburgissa tehdyn haastattelututkimuksen mukaan 89 % sijoitusyhtiömuotoisten yhteisöjoitusyritysten hallituksissa on vähintään yksi riippumaton jäsen ja vaihtoehtorahastojen osalta luku

Yhdysvallat, jossa on pitkä riippumattomia jäseniä koskeva traditio²⁴¹ ja nykyään käytännössä sijoitusyhtiön hallituksen enemmistön on oltava riippumaton. Uudemmissa sijoitusyhtiöitä koskevissa sääntelyhankkeissa, joita edustavat Australia, Hongkong ja Singapore, riippumattomia hallitusjäseniä ei pidetä automaattisesti yliverlaisena sijoittajien etuja parantavana mekanismina. Toisaalta riippumattomien jäsenten tuottamaa lisäarvoa ei myöskään kiistetä.²⁴² Näissä valtioissa on päädytty maltillisempaan ratkaisuun, jossa riippumattomien jäsenten nimeäminen on pakollista, mutta heidän ei tarvitse muodostaa enemmistöä hallituksesta. Ison-Britannian tuore sääntelyuudistus antaa myös painoarvoa riippumattomien jäsenten merkitykselle sijoittajan etuja parantavana valvontamekanismina.²⁴³

Riippumattomien hallitusjäsenten vaikutusta sijoitusyhtiön hallintoon ei voida kunnolla mitata empiirisellä tutkimuksella. On kuitenkin varsin todennäköistä, että hallituksen kannustin ajaa sijoitusyhtiön osakkeenomistajien etua alenee, jos hallituksessa ei ole ollenkaan riippumattomia jäseniä.²⁴⁴ Se, kuinka tehokkaasti hallitus edistää osakkeenomistajien etua, ei suoraan perustu hallituksen jäsenten vahingonkorvausuhkaan tai rangaistussäännöksiin. Näillä voidaan estää vain räikeimmät rikkomukset, minkä takia riippumattomille hallitusjäsenille on tarvetta lisävalvonnan keinona. Jos puolestaan kaikki jäsenet olisivat riippumattomia, hallituksen tiedonhankintakustannukset nousisivat olennaisesti. Sijoitusyhtiön perustajatahon eli promoottorin palveluksessa olevat ”riippuvaiset” hallitusjäsenet tasoittavat merkittävästi riippuvaisten ja riippumattomien hallitusjäsenten välistä informaatioepäsymmetriaa.²⁴⁵ Näistä syistä Suomen nykyistä sopimusperusteisten sijoitusrahastojen sääntelymallia — jossa

on 95 %. Yhteissijoitusyritysten osalta luku oli vain 50 % vuonna 2012, joten aiemmin mainitulla ALFI:n hallinnointikoodilla on ollut ilmeinen merkitys riippumattomien hallitusjäsenten määrän lisääntymisessä.

241 Ks. esim. Horváthová 2015, s. 203–205.

242 Ks. esim. Treasury (Australia) 2017a, s. 30 ja Treasury (Australia) 2021, s. 41: ”*External directors bring a degree of detached supervision that is expected to enhance the standard of corporate governance of corporate directors of retail CCIVs –.*”

243 Ks. FCA 2018, s. 17, jossa todetaan riippumattomien hallitusjäsenten tuomien hyötyjen ylittävän niistä aiheutuvat haitat, kuten lisäkustannukset.

244 Ks. esim. FCA 2017, s. 67: ”*Fund governance bodies, whether in-house or outsourced, tend to lack independence from the fund manager and do not appear to exert effective challenge on value for money.*”

245 Tämän takia voisi olla jopa perusteltua, että hallituksessa tulisi olla vähintään kolme jäsentä, joista vähintään yhden olisi oltava riippumaton ja yhden olisi oltava rahastoyhtiön hallituksen jäsen tai työntekijä. Tällaiseen ratkaisuun on päädytty Singaporessa; ks. Securities and Futures Act 2001, section 286, subsection (2A)(d); Variable Capital Companies Act 2018 (No. 44 of 2018) section 48.–(1)(b) ja MAS 2017, s. 13–14. Ks. myös PwC 2018, s. 14, jonka mukaan on tavanomaista, että vähintään yksi sijoitusyhtiön hallituksen jäsen on myös sijoitusyhtiötä hoitavan rahastoyhtiön hallituksen jäsen. Tämä parantaa kommunikaatiota rahastoyhtiön kanssa, mutta altistaa eturistiriitalanteille.

vähintään kolmanneksen rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä on oltava riippumattomia²⁴⁶ — muistuttava sääntelymalli olisi perusteltu malli myös sijoitusyhtiöiden hallitukseen sovellettuna. Tällöin sijoitusyhtiön hallituksen jäsenistä vähintään kolmanneksen tulisi olla riippumattomia. Riippumattomien hallitusjäsenien sääntely pyrki tällöin neutraaliteettiin sopimusperusteisten sijoitusrahastojen ja sijoitusyhtiöiden välillä, jolloin valitsemalla toisen oikeudellisen rakenteen ei olisi mahdollista päästä kevyempien riippumattomia jäseniä koskevien sääntelyvaatimusten piiriin. Parhaimmillaan riippumattomat hallitusjäsenet lisäävät keskustelua hallituksen kokouksissa ja tuovat päätöksentekoon lisäsyvyyttä.

3.3.4. Suositukset

Yhteenvetona hallituksen tuottamasta potentiaalisesta hyödystä voidaan todeta, että lisäsilmäparit sijoitusyhtiön hoitamisen valvonnassa eivät ole koskaan haitaksi, kun huomioidaan se tosiasia, että ylivertaista universaalia sijoittajansuojamekanismia ei ole löydetty²⁴⁷ ja kaikkia eturistiriitoja ei voida täysin poistaa.²⁴⁸ Hallitus on yksi sijoittajansuojakeino monien muiden joukossa.²⁴⁹ Jos hallitusta kannustetaan asianmukaisin sanktiokeinoin suoriutumaan tehtävästään huolellisesti, edesauttaa tämä omalta osaltaan, ettei hallituksen valvontarooli jää ainoastaan oikeudelliseksi fiktioksi. Sanktiokeinojen tulisi olla vahingonkorvausoikeudellisia, hallinnollisia ja rikosoikeudellisia. Kyseeseen voisi tulla hallitusjäsenien rajaton henkilökohtainen vastuu sijoitusyhtiön velvoitteista tietyissä tilanteissa.²⁵⁰

246 Alun perin rahasto-osuudenomistajien kokous valitsi kolmanneksen rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä, mutta nykyään riippumattomat hallituksen jäsenet valitaan rahastoyhtiön osakkeenomistajien toimesta. Ks. 1984:VM 24, s. 17 ja HE 238/1986 vp, s. 6, joissa aiempaa rahasto-osuudenomistajien valintaoikeutta perusteltiin heidän tarpeellaan osallistua sijoitusrahastojen hallintoon erityisesti osuudenomistajien etujen valvomisen näkökulmasta. Vastaavasti toteaa Harju – Syyrilä 2001, s. 122–123. Ks. myös VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 9, jossa SRL:n uudistamisenkin yhteydessä korostettiin, että rahasto-osuudenomistajien edustajan läsnäolo rahastoyhtiön hallituksen kokouksessa ei anna suurta vaikutusvaltaa mutta se on omiaan lisäämään sijoittajien yleistä luottamusta toiminnan järjestämistapaan.

247 Johnson 2018, s. 141 toteaa: ”— we still lack an agreed-upon singular ‘silver bullet’ for assuring investor protection —.”

248 Näin on todettu mm. Ruotsissa asiaa koskevassa pohdinnassa. Ks. SOU 2002:56, s. 513: ”Även om intressekonflikterna mellan fondandelsägarna och förvaltningsbolagets ägare inte elimineras uppnås därför en ytterligare kontrollfunktion. Detta kan t.o.m. vara den enda funktionen för styrelsen.” Ks. vastaavasti FSTB 2016, s. 13: ”— the board of directors is expected to provide an extra layer of oversight on the activities of the OFC for the shareholders.”

249 Johnson 2018, s. 153.

250 Esimerkki tällaisesta sanktiokeinosta löytyy Irlannin sääntelystä. Ks. ICAV Act 2015, section 115(2): ”The power of the High Court is to declare, if it thinks it proper to do so, that any one or more of the officers and former officers of the ICAV who is or are in default shall be personally liable, without any limitation of liability, for all, or such part as may be specified by the High Court, of the debts and other liabilities of the ICAV.”

Tämän artikkelin tutkimuksellisten rajausten takia sanktiokeinoja ei kuitenkaan tarkastella tämän tarkemmin.

Suomen sijoitusyhtiösääntelyn näkökulmasta on perusteltua *de lege ferenda*, että sijoitusyhtiön tasolla toimisi hallitus, koska hallitus tuo paljon potentiaalisia hyötyjä eikä se ole nykyisen tutkimustiedon valossa tarpeeton. Hallituksen tehtävät eivät saisi olla päällekkäisiä rahastoyhtiön kanssa, joka on vastuussa sijoitusyhtiön päivittäisestä juoksevasta hallinnosta. Hallituksen päätehtävänä olisi valvoa rahastoyhtiön toimintaa ja sillä tulisi olla oikeus erottaa rahastoyhtiö²⁵¹, mikäli tämä on sijoittajien etujen mukaista. Monissa tutkimuksissa on todettu, että riippumattomien hallitusjäsenien ansiosta sijoitusyhtiön hallituksen päätöksentekoon saadaan mukaan ulkopuolista näkökulmaa ja kannustimet toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti paranevat, mutta riippumattomien hallitusjäsenien optimaalista määrää ei ole pystytty osoittamaan. Suomen näkökulmasta vähintään kolmanneksen sijoitusyhtiön hallituksen jäsenistä tulisi olla riippumattomia, koska riippumattomien hallitusjäsenien määrää koskeva sääntely olisi tällöin neutraali suhteessa SRL:iin, jossa edellytetään, että rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä vähintään kolmanneksen tulee olla riippumattomia²⁵².

3.4. Päätöksenteon transaktiokustannukset

Osakkeenomistajien kontrollioikeuksiin ja hallituksen tarpeeseen liittyvä kritiikki kohdistuu usein päätöksenteosta aiheutuviin kustannuksiin.²⁵³ Sopimusperusteisten sijoitusrahastojen ajatellaan aiheuttavan vähemmän kustannuksia kuin sijoitusyhtiöt sen takia, että sopimusperusteisten sijoitusrahastojen päätöksentekorakenne on yksinkertaisempi. Toisaalta on myös esitetty, että erot ovat minimaalisia.²⁵⁴ Eri rahastomuotojen kustan-

251 Erottaminen tapahtuisi käytännössä harvoin eikä tarkoituksena olekaan, että se tapahtuisi kevyin perustein. Osakkeenomistajien ensisijainen oikeussuojakeino olisi irtautumisoikeus. Erottamista vaikeuttaa luonnollisesti myös se, mikäli riippumattomat jäsenet ovat hallituksessa vähemmistössä. Jos hallitus ei kykenisi erottamaan rahastoyhtiötä, osakkeenomistajat voisivat toissijaisesti kutsua yhtiökokouksen koolle ja erottaa rahastoyhtiön suoraan määränemmistö päätöksellä. Erottamisuhka toimii promoottorin lähipiiriin kuuluvien hallitusjäsenien keskeisenä kannustimena toimia osakkeenomistajien etujen mukaisesti, koska promoottori ei halua menettää määräysvaltaansa ja hallinnointipalkkio-oikeuttaan sijoitusyhtiöön.

252 SRL 3:3.1.

253 Ks. esim. Wang 1994, s. 984–987 ja Warburton 2008, s. 751.

254 Ks. SEC 1992, s. 286, jossa pohditaan tämän artikkelin jaksossa 3.3.1 tarkastellun sopimusperusteiseen sijoitusrahastoon verrannollisen UIF-rakenteen kustannuksia suhteessa yhtiömuotoisen rahaston kustannuksiin: ”*After examining the issue and reviewing various estimates of cost savings submitted by commenters, however, we conclude that elimination of the corporate structure as adapted to investment companies would result in only minimal cost savings.*”

nustehokkuutta ei ollut juurikaan tutkittu ennen vuotta 2008.²⁵⁵ Oikeudellisen rakenteen vaikutuksia sen aiheuttamiin kustannuksiin on mahdollista tutkia empiirisesti. Näin on tehnyt *A. Joseph Warburton*, joka on tutkinut, kumpi Ison-Britannian rahastorakenteista, OEIC (*open-ended investment company*, vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö) vai trustimuotoinen rahasto (*unit trust*), toteuttaa sijoittajan intressejä paremmin.²⁵⁶ Brittiläisistä rahastoista kerätyn poikkileikkausaineiston perusteella vaikuttaa siltä, että vaihtuvapääomaiset yhtiömuotoiset rahastot (OEIC) veloittavat huomattavasti alhaisempia merkintäpalkkioita kuin trustimuotoiset rahastot. Sama pätee myös vuosittaisiin hallinnointipalkkioihin. Tutkimuksessa ei kuitenkaan tunnistettu, että organisoitumismuodolla olisi ollut vaikutusta rahastojen sijoitusmenestykseen. Joka tapauksessa empiirinen analyysi tuki hypoteesia siitä, että yhtiömuotoinen rahasto edistäisi paremmin sijoittajien etua alhaisempien kokonaiskustannusten muodossa.²⁵⁷

Warburton tutki samaa kysymystä myöhemmin uudestaan.²⁵⁸ Suurempi otanta ja erilaiset kontrollimuuttajat tuottavat erilaisia tuloksia, mutta kokonaisuutena yhtiömuodon paremmuus ei horju. Tällä kertaa tutkimuksessa päädytään kustannusten osalta siihen tulokseen, että osuustrustit veloittavat alhaisempia palkkioita kuin OEIC-sijoitusyhtiöt. Tämä

255 Warburton 2008, s. 768.

256 Tutkimuksessa hyödynnetään poikkileikkausaineistoa, joka sisältää Morningstar's Advisor Workstation -alustaan sisältyvät OEIC-sijoitusyhtiöt ja osuustrustit 30.9.2006 vallitsevan tilanteen mukaan. Morningstar's Advisor Workstation sisältää muun muassa seuraavia rahastokohtaisia tietoja: hallinnointipalkkio, merkintäpalkkio, rahaston koko, perustamispäivä ja oikeudellinen rakenne. Aineistoa täydennetään sijoitusmenestystä koskevilla tiedoilla, jotka on saatu Refinitiv Datastream-tietokannasta. Jotta olisi mahdollista vertailla kahta organisaatorakennetta, tarvitaan työkaluja organisaation tehokkuuden mittaamiseen. Yleisenä mittarina toimivat rahaston sijoittajalle aiheuttamat kustannukset. Kun yleisesti ollaan sitä mieltä, että alhaiset kustannukset ovat merkki tehokkaasta hallinnosta (ks. esim. Warburton 2010, s. 199), pitäisi alhaisten kustannusten heijastaa ylivertaista organisaatorakennetta. Tämän takia tutkimuksessa päädyttiin analysoimaan rahaston kustannusten – joista tutkimuksen kohteena ovat merkintä- ja lunastuspalkkiot – ja organisaatorakenteen välistä suhdetta (Warburton 2008, s. 769).

257 Ks. Warburton 2008, s. 747–748 ja 773–774. Tulosten luotettavuuden parantamiseksi tutkimus haluttiin tehdä nimenomaan Ison-Britanniassa, jossa yhtiömuotoisia ja ei-yhtiömuotoisia rahastoja kilpailee samoilla markkinoilla. Vaikka trustimuotoiset rahastot eivät olekaan suoraan verrannollisia Suomessa käytössä olevaan sopimusperusteiseen rahastorakenteeseen, ollaan kuitenkin käytännössä lähellä sitä, koska osuustrusteissa osuudenomistajien äänivalta on minimaalista. Kummassakin organisoitumismuodossa kontrollioikeus on kuitenkin rajoitetumpi kuin vaihtuvapääomaisessa sijoitusyhtiömuodossa. Tutkimuksen tekemisen aikoihin Ison-Britanniassa ei ollut vielä suoraan Suomen sijoitusrahastomalliin verrannollista rahastomuotoa. Tällainen organisoitumismuoto, *Authorized Contractual Scheme (ACS)*, lanseerattiin Ison-Britanniassa vuonna 2013.

258 Warburton 2010, s. 194 ja 196. Uudemmassa tutkimuksessa luvataan aiempaa tarkempia tuloksia vetoamalla kattavampaan aineistoon, joka huomioi myös ajan kulumisen ja rahastoperheeseen liittyvät ominaisuudet. Aiemmassa tutkimuksessa hyödynnettiin poikkileikkausaineistoa, joka salli rajoitetun määrän kontrollimuuttajia. Uudessa tutkimuksessa hyödynnetään dataa vuosilta 1996–2001. Toisaalta otantaan valittua ajanjaksoa voidaan kritisoida sen takia, että OEIC-sääntely tuli voimaan vuonna 1997 (ks. esim. Vepsä 2021a, s. 27), jolloin otanta edustaa OEIC-rakenteen alkutaivalta. Alkuvaiheessa on tavanomaista, että uusi oikeudellinen rakenne saattaa aiheuttaa tavanomaista korkeampia kustannuksia muun muassa oppimiskustannusten muodossa, ennen kuin se vaikiintuu markkinoilla.

koskee sekä hallinnointi- että merkintäpalkkioita.²⁵⁹ Alhaisemmat palkkiot ovat perusteltavissa trust-oikeuteen sisältyvällä ankarammalla fidusiaarivastuulla²⁶⁰, vaikka toisaalta *equity*-oikeuden²⁶¹ tarkoittaman fidusiaarivastuun ulottumisesta rahastoyhtiöön ei olla täysin yksimielisiä.²⁶² Trust-oikeudessa edellytetään korkeampaa lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoitetta verrattuna yhtiöoikeuteen. Trust-oikeudesta puuttuu niin sanottu *business judgement* -sääntö.²⁶³ Esimerkiksi yhtiöoikeudessa eturistiriitoja sisältävät transaktiot ovat sallittuja, jos ne toteuttavat yhtiön etua, kun taas trust-oikeudessa ne ovat täysin kiellettyjä. Ankarampi fidusiaarivastuu johtaa maltillisempien palkkioiden perimiseen ja kokonaisuutena trust-oikeuden korkeampi lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoite estää tehokkaasti opportunistista käyttäytymistä.²⁶⁴ Eturistiriitojen hallinnassa osuustrustin voi daankin todeta toteuttavan sijoittajan etuja yhtiömuotoa paremmin.

Rahastojen oikeudellisten muotojen paremmuutta toisiinsa nähden ei voida yksinomaan todeta vertailemalla kustannuksia. Rahastosi joittajan näkökulmasta sijoitusmenestystä voidaan pitää tärkeimpänä sijoitus päätöstä ohjaavana tekijänä. *Warburtonin* tutkimuksen mukaan osuustrustien riskikorjattu tuotto²⁶⁵ on selvästi alhaisempi kuin OEIC-sijoitusyhtiöillä. Kun huomioidaan kustannusten ja riskikorjatun tuoton nettovaikutus, on sijoittajan näkökulmasta eittämättä kannattavampaa sijoittaa OEIC-sijoitusyhtiöön verrattuna osuustrustiin. Syitä tuottoeroihin selitetään trust-oikeuden ankaralla fidusiaarivastuulla, joka vähentää liiketoimintariskin ottamista optimaalisen tason yli. Yhtiömuoto sallii suuremman riskinoton, joka johtaa kokonaisuutena parempaan sijoitusmenes-

259 Warburton 2010, s. 187 ja 200 ja Lin – Varottil 2020, s. 982.

260 Ks. esimerkiksi fidusiaarivastuun määritelmästä tämän artikkelin alaviite 198. Fidusiaarinen oikeussuhde on kuitenkin vaikea määrittää; ks. esim. Sin 1997, s. 164 ja Mikkola 2003, s. 36–37.

261 Ks. *equity*-oikeuden merkityksestä oikeuslähteenä esim. Vepsä 2021a, s. 7–8 ja siinä viitatus lähteet.

262 Sin 1997, s. 214: ”If a manager can be characterized as a fiduciary in equity, it follows that there may be a duty of care owed to unitholders as part of its fiduciary duties. It depends on which school of thought may be accepted.”

263 Ks. HE 109/2005 vp, s. 195, jonka mukaan tuottamuksellisesta menettelystä ei ole kysymys esimerkiksi tilanteissa, joissa yhtiön johdon tekemät olosuhteisiin nähden asianmukaiseen harkintaan ja selvitykseen perustuvat liiketoimintapäätökset jälkikäteen osoittautuvat yhtiön kannalta liiketaloudellisesti epäonnistuneiksi. Tapa, jolla johdon tuottamusta vakiintuneesti arvioidaan, johtaa käytännössä paljolti vastaaviin lopputuloksiin kuin esimerkiksi angloamerikkalaisessa oikeudessa noudatettava niin sanottu *business judgement* -sääntö. Ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 373, jonka mukaan *business judgement* -sääntö rakentuu olettamalle siitä, että johto toimii fidusiaarisessa asemassaan riittävien tietojen pohjalta sekä hyvässä uskossa luottaen siihen, että sen tekemät ratkaisut ovat yhtiön parhaaksi.

264 Warburton 2010, s. 184–187, 202 ja 220. Ks. vastaavasti myös Rounds – Dehio 2007, s. 480–481, jossa todetaan rahastojen oikeudellisten muotojen osalta: ”Thus, the common law models may afford the investor more non-regulatory protection in the form of private rights of action than the civil law model.”

265 FCA 2017, s. 18 havaintojen mukaan sijoittajien vastine rahalle eli rahastonhoitajalle maksetulle palkkiolle on jonkinlaista riskikorjattua nettotuottoa.

tykseen. Vaikka osuustrustin hallinnon todetaan valvovan sijoittajan etuja yhtiömuotoa tehokkaammin väärinkäytösten ehkäisemisessä, muodostuvat liian ankarat huolellisuusvelvoitteet viime kädessä rajoittavaksi tekijäksi kaupallisessa liiketoiminnassa, johon sisältyy riskinottoa.²⁶⁶

Kahdesta rajatulle markkina-alueelle kohdistuneesta empiirisestä tutkimuksesta ei voida vetää pitkälle meneviä johtopäätöksiä, mutta kattavamman tutkimuksen puuttuessa tuloksia voidaan pitää suuntaa antavina. Yhtiömuodon mahdollinen muita rahastorakenteita tehokkaampi toimivuus voi olla yksi syy muiden ohella, miksi yhtiömuoto jatkuvasti parantaa asemaansa markkinoilla muiden oikeudellisten muotojen kustannuksella. Vastaavan tutkimuksen kohdistaminen Luxemburgiin vertailemalla SICAV-sijoitusyhtiöiden ja FCP-sijoitusrahastojen kustannuksia ja sijoitusmenestystä olisi varsin tervetullut jatkotutkimuskohde. Luxemburgissa on Euroopan suurimmat rahastopääomat ja sinne rekisteröityjä rahastoja markkinoidaan eniten rajojen yli Euroopassa (ja myös maailmanlaajuisesti), jolloin tulokset kuvastaisivat muutakin kuin pelkästään tietyn rajatun markkina-alueen ominaispiirteitä ja trendejä.

3.5. Arviointia

Kotimaisen sijoitusrahastosääntelyn eli SRL:n mahdollistamissa sopimusperusteisissa sijoitusrahastoissa ei tunneta yhtiökokouksen käsitettä. Sijoitusrahastoa hallinnoi osakeyhtiömuotoinen rahastoyhtiö.²⁶⁷ Rahastoyhtiön lakisääteiset toimivaltuudet takaavat sille varteenotettavan vapauden rahaston hoitamiseen ilman osuudenomistajien myötävaikutusta. Rahastoyhtiö ei ole velvollinen vastaanottamaan ohjeita osuudenomistajilta eikä se varsinaisesti myöskään ole osuudenomistajien agentti. Rahastoyhtiö perustaa sijoitusrahaston, laatii sijoitusrahaston säännöt ja hoitaa sijoitusrahastoa lakisääteisten toimivaltuuksien nojalla. Osuudenomistajat eivät voi osallistua rahaston hallintoihin, ellei joitakin asioita ole nimenomaisesti jätetty osuudenomistajien päätettäväksi osuudenomistajien kokouksessa.²⁶⁸ Jos tällaisia asioita

²⁶⁶ Warburton 2010, s. 187, 209–210, 213 ja 220.

²⁶⁷ Ks. esim. HE 238/1986 vp, s. 11 ja HE 202/1998 vp, s. 29 ja 42. UCITS-direktiivi ei kuitenkaan edellytä, että rahastoyhtiön tulisi olla osakeyhtiö. Ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 289, jossa todetaan, että Luxemburgissa rahastoyhtiö voi olla julkinen osakeyhtiö, yksityinen osakeyhtiö, osuuskunta tai kommandiittiyhtiö. Harju 2020, s. 58–59 on todennut, ettei Suomessa välttämättä olisi markkinakäyntä muunlaisille oikeushenkilöille rahastoyhtiöinä.

²⁶⁸ Sopimusperusteisille rahastoille on tavallista, ettei niiden tarvitse pitää osuudenomistajien kokouksia. Kokouksista määrääminen on vapaaehtoista ja niistä voidaan määrätä rahaston säännöissä.

ei ole määrätty sijoitusrahaston säännöissä osuudenomistajien päätettäväksi, on rahastoyhtiön asema lähes loukkaamaton.²⁶⁹ Osuudenomistajien kokous oli sijoitusrahastoissa ennen pakollinen, mutta pakollisuudesta luovuttiin sijoitusrahastolain uudistamisen yhteydessä vuonna 2019.²⁷⁰ Vaikka osuudenomistajilla ei aiemminkaan ole ollut tosiasiallisia mahdollisuuksia osallistua sijoitusrahastoja koskevaan päätöksentekoon, ovat vaikutusmahdollisuudet SRL:n uudistamisen jälkeen entistäkin heikommat.

Osuudenomistajat voivat ilmaista tyytymättömyytensä sijoitusrahaston hoitamiseen pääosin ainoastaan myymällä tai lunastamalla osuutensa.²⁷¹ Äärimmäisissä tilanteissa osuudenomistajien kokous voidaan kutsua koolle²⁷² ja siinä voidaan päättää kanteen nostamisesta kaikkia rahasto-osuudenomistajia yhteisesti kohdanneesta vahingosta SRL 26:9.1:n mukaisesti. Jos osuudenomistajien kokousta ei ole saatu kutsuttua koolle tai jos rahasto-osuudenomistajien kokouksessa on päätetty olla esittämättä korvausvaatimusta tai nostamatta korvauskannetta mutta rahasto-osuudenomistajat, joilla on vähintään yksi kymmenesosa kaikista rahasto-osuuksista tai yksi kolmasosa kokouksessa edustetuista rahasto-osuuksista, ovat äänestäneet päätöstä vastaan, kannetta²⁷³ voidaan kuitenkin ajaa SRL 26:10.1:n mukaan rahasto-osuudenomistajien puolesta. Osuudenomistajalla voi eräin edellytyksin olla myös itsenäinen kanneoikeus, taikka kannetta voi ajaa kuluttaja-asiamies tai Finanssivalvonta.²⁷⁴ Sijoitusyhtiöille ominaisella tavalla osuudenomistajat eivät käytännössä koskaan käytä erityisiä vähemmistöoikeuksiaan, koska irtautumisoikeuden käyttäminen

269 Warburton 2008, s. 760; Kremer – Lebbe 2014, s. 50 ja Vepsä 2021a, s. 22. Rahastoyhtiön toimintaa rajoittavat kuitenkin pakottava lainsäädäntö ja sijoitusrahaston säännöt.

270 Ks. lakimuutoksen taustoista VM 5/2018, s. 12 ja 55 ja HE 243/2018 vp, s. 1 ja 55, joissa sijoitusrahastojen osalta ehdotettiin luovuttavaksi vuotuisesta säännöllisestä rahasto-osuudenomistajien kokouksesta. Tällöin sijoitusrahastojen osuudenomistajat menettivät lakisääteisen oikeutensa nimetä kolmanneksen rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä sekä oikeutensa nimetä vähintään yksi tilintarkastaja.

271 Ks. esim. Thompson – Choi 2001, s. 16.

272 SRL 9:2.1:n mukaan rahasto-osuudenomistajien kokous on pidettävä, kun rahastoyhtiön hallitus katsoo siihen olevan aihetta taikka jos tilintarkastaja, hallituksen riippumaton jäsen tai rahasto-osuudenomistajat, joilla yhteensä on vähintään yksi kahdeskymmenesosa kaikista liikkeellä olevista rahasto-osuuksista, kirjallisesti sitä vaatii ilmoittamansa asian käsittelyä varten.

273 Kyseessä on vastaava ns. derivatiivinen kanne, jota osakkeenomistajat voivat ajaa yhtiön puolesta OYL 22:7:n nojalla. Vuoden 1987 sijoitusrahastolaki (480/1987, kumottu) säädettyäessä osuudenomistajien määrävähemmistön kanneoikeuden mallina käytettiin silloista osakeyhtiölakia (734/1978, kumottu). Ks. tältä osin HE 238/1986 vp, s. 21–22.

274 Itsenäinen kanneoikeus on olemassa SRL 26:11.1:n mukaisesti, jos sijoitusrahasto on ehditty lakkauttaa. Saman lainkohdan nojalla kuluttaja-asiamies voi Finanssivalvontaa kuultuaan vuoden kuluessa lakkauttamisesta panna kuluttajan asemassa olevien osuudenomistajien puolesta kantajana vireille ryhmäkannelaissa (444/2007) tarkoitetun ryhmäkanteen ja käyttää siinä asianosaisena puhevaltaa. Finanssivalvonalla on puolestaan itsenäinen kanneoikeus SRL 26:14.1:n nojalla, jos rahasto-osuudenomistajien etu sitä vaatii.

on usein tehokkain vaihtoehto yksittäisen osuudenomistajan näkökulmasta. Sopimusperusteista sijoitusrahastoa onkin usein kuvattu ”ota tai jätä”-järjestelyinä.²⁷⁵

Keskeinen ero sijoittajien kontrollioikeuksissa sijoitusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen välillä on, että sijoitusyhtiöissä sijoittajilla on pidätetty viimesijainen ylin päätösvalta (jos osakkeet ovat äänivaltaisia), kun taas sijoitusrahastoissa sijoittajilla ei ole kontrollioikeuksia. Kun sijoittajat eivät tosiasiallisesti käytä kontrollioikeuksiaan ja sijoitusyhtiöissä voidaan luopua yhtiökokouksen pitämisestä, sijoitusyhtiösijoittajien ja sijoitusrahastosijoittajien kontrollioikeudet lähentyvät merkittävästi toisiaan.²⁷⁶ Sijoitusyhtiöissä sijoittajien laajemmat kontrollioikeudet voidaan kuitenkin teoriassa nähdä voimakkaampana pelotteena kuin sijoitusrahastosijoittajien erityiset vähemmistöoikeudet. Sijoittajien laajempia vaikutusmahdollisuuksia voidaan pitää sijoitusyhtiömuodon etuna.²⁷⁷ Sijoitusyhtiön osakkeenomistajat voivat viime kädessä kutsua yhtiökokouksen koolle ja päättää uusista hallituksen jäsenistä, mikä johtaa yleensä myös rahastoyhtiön vaihtumiseen. Sijoitusrahastoissa tämä ei ole mahdollista. Toisinaan on esitetty, että perusteluja kontrollioikeuksien poikkeavuudelle eri oikeudellisten muotojen välillä on vaikea löytää.²⁷⁸ Myös Suomen oikeudessa on vakiintuneesti ajateltu, että omistus ja määräysvalta liittyvät kiinteästi toisiinsa.²⁷⁹

Rahastotaseisen hallituksen tarvetta on argumentoitu sillä, että se tuo sijoitusyhtiön toimintaan täydentävän valvontaelimen, joka valvoo

275 Näin esim. Wang 1994, s. 958: ”From an investor’s perspective, a Contractual Fund is like a ‘pay-as-you-go’ vehicle.”

276 Ks. ICAV Bill RIA 2014, s. 2, jonka mukaan rahastotoiminnan näkökulmasta turhien hallinnollisten velvoitteiden poistaminen tuo kustannussäästöjä. Pakollinen yhtiökokous on hyvä esimerkki tällaisesta velvoitteesta, joka ei ole käytännöllinen rahastotoiminnassa. Ks. myös HM Treasury 2004b, s. 35, jossa OEIC-sijoitusyhtiöiden varsinaisten yhtiökokousten poistamista perusteltiin sillä, että varsinaisen yhtiökokouksen poistaminen lähentää OEIC-sijoitusyhtiöiden kohtelua osuustrusteihin nähden.

277 Ks. SOU 2002:56, s. 501 ja 519.

278 Näin esim. World Bank 2008, s. 3: ”There should be uniformity in shareholder/unit-holder rights regarding the basic decision-making process of the fund. The legal form of the investment should not determine the level of investor rights and investor protection for those who contribute their cash to collective investment funds.” Vastaavaa ajattelua oli nähtävissä Suomessa sijoitusrahastolain uudistamishankkeessa, joka johti osuudenomistajien kokouksen pakollisuudesta luopumiseen. Valtiovarainministeriölle annetuissa lausunnoissa suhtauduttiin jokseenkin kriittisesti osuudenomistajien kontrollioikeuksien pienentämiseen; ks. esim. Osakesäästäjien Keskusliitto ry 2018, s. 2; Pörssisäätiö 2018, s. 1–2 ja Oikeusministeriö 2018, s. 2–3.

279 HE 309/1992 vp, s. 11 kritisoi vuoden 1990 sijoitusrahastolakityöryhmän muistion ehdotusta rahasto-osuudenomistajien kokousta koskevan sääntelyn kumoamiseksi. 1990:VM 21, s. 24, 33–37 ja 50 ehdotti, ettei rahasto-osuudenomistajilla tulisi olla oikeutta valita kolmasosaa rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä eikä tilintarkastajaa ja muutoinkin osuudenomistajien kokousta koskevaa sääntelyä esitettiin poistettavaksi, mikä olisi käytännössä johtanut siihen, ettei kokouksia olisi enää pidetty. Vastaavat muutokset tulivat voimaan vasta lähes 30 vuotta myöhemmin 1.3.2019, jolloin tuli voimaan nykyinen sijoitusrahastolaki (213/2019). Käytännössä suurin osa rahastoyhtiöistä on luopunut uuden lain turvin rahasto-osuudenomistajien kokouksen pitämisestä.

pääsääntöisesti rahastoyhtiön toimintaa.²⁸⁰ Ilman sitä rahastoyhtiön aktiviteetit jäisivät pääsääntöisesti säilytysyhteisö- ja viranomaisvalvonnan varaan, koska osakkeenomistajien tosiasialliset mahdollisuudet valvoa rahastoyhtiötä ovat puutteelliset informaatioepäsymmetrian takia. Hallituksen toiminnasta aiheutuu kuitenkin kustannuksia. Iso-Britannia pyrki vähentämään kyseisiä kustannuksia OEIC-sääntelyssä, joka tuli voimaan vuonna 1997.²⁸¹ OEIC-sääntely mahdollistaa sen, että hallitus ja rahastoyhtiö on yhdistetty, jolloin OEIC-sijoitusyhtiön hallituksena toimii oikeushenkilö, joka on samalla rahastoyhtiö.²⁸² Kyseistä mallia voidaan jossakin määrin pitää sopimusperusteisen sijoitusrahastomuodon ja sijoitusyhtiömuodon yhdistelmänä.

OEIC-sijoitusyhtiön johtoon kuuluu yksi tai useampi hallituksen jäsen. Vähintään yhden jäsenen täytyy olla niin sanottu *Authorized Corporate Director* (ACD²⁸³), joka voi olla myös oikeushenkilö. ACD:n ja OEIC-sijoitusyhtiön välinen suhde on vastaava kuin SRL:ssa tarkoitetun rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston: ACD huolehtii päivittäisestä juoksevasta hallinnosta, sijoituspäätöksistä ja merkintöjen sekä lunastusten vastaanottamisesta.²⁸⁴ Käytännössä markkinoilla ei esiinny sellaisia OEIC-sijoitusyhtiöitä, joilla olisi oma hallitus, vaan kaikkien hallinnosta huolehtii ACD.²⁸⁵ Rakenteen voidaan ajatella tuovan kustannussäästöjä, koska se eliminoi erillisen sijoitusyhtiötason hallituksen, jolloin ACD:n eli rahastoyhtiön tekemät päätökset ovat samalla myös sijoitusyhtiön päätöksiä.²⁸⁶ Mahdollisten kustannussäästöjen hintana on puolestaan, että rahastoyhtiön toimintaan kohdistuvan ulkopuolisen valvonnan taso heikkenee, koska rakenteesta puuttuu sijoitusyhtiön hallitus, joka valvoisi rahastoyhtiötä. ACD toimii itse hallituksena eikä se voi uskottavasti valvoa itseään.²⁸⁷ Vastaava ongelma sisältyy

280 Toimivan johdon valvontaa pidettiin välttämättömänä jo Suomen 1970-luvun sijoitusyhtiölakihankkeessa. Tällöin ehdotettiin, että sijoitusyhtiön johto olisi ollut kaksipuolainen, jossa hallitus olisi muodostanut toimivan johdon, joka nyky maailmassa rinnastuisi rahastoyhtiöön. Hallitusta olisi valvonut erityinen hallituksesta riippumaton hallintoneuvosto, jolla olisi ollut valtuudet valita hallituksen jäsenet tai vapauttaa heidät tehtävistään. Hallintoneuvoston tehtävänä olisi ollut varmistaa, että hallitus hoitaa sijoitusyhtiötä varovaisesti ja huolellisesti lakia ja yhtiöjärjestyksestä noudattaen. Ks. tarkemmin Suomen Pankki 1971, s. 15 ja Ks. HE 22/1977 vp, s. 13.

281 Alkuperäinen laki oli The Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996 (SI 1996 No. 2827). Voimassa oleva laki on The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).

282 Ks. esim. SOU 2002:56, s. 512; IMA 2005, s. 15 ja 22; Rounds – Dehio 2007, s. 483 ja 495 ja SOU 2016:45, s. 225.

283 OEIC-sääntelyn valmisteluvaiheessa ACD-termin sijaan käytettiin termiä DCD (*Designated Corporate Director*). Ks. esim. SIB 1995, s. 12.

284 SIB 1995, s. 12; Cornick 1997, s. 30–31; Thompson – Choi 2001, s. 42 ja IOSCO 2006, s. 19.

285 SOU 2016:45, s. 225.

286 Ks. vastaavasti Treasury (Australia) 2021, s. 87.

287 Ks. myös SOU 2002:56, s. 513, jossa on todettu, että Ison-Britannian mallissa ACD:lla ei luonnollisesti ole kannustimia erottaa itseään. Wegman 2016, s. 51 mukaan eturistiriidat ovat tällaisessa

sopimusperusteisiin sijoitusrahastoihin, joista puuttuu rahastoyhtiötä suoraan valvova taho. Osakkeenomistajilla olisi teoriassa mahdollisuus erottaa ACD, mutta näin tapahtuu tosiasiasa harvoin.²⁸⁸ Hallintorakenteeseen liittyvät puutteet olivat myös keskeinen syy Ison-Britannian sääntelyuudistusten taustalla, joita on aiemmin tarkasteltu tässä artikkelissa.²⁸⁹

Ison-Britannian sijoitusyhtiön hallintorakenne ei ole saanut jalsijaa muualla lukuun ottamatta entistä merentakaista aluetta Australiaa, jossa otettiin käyttöön vastaava oikeushenkilömuotoiseen hallitukseen perustuva sijoitusyhtiörakenne.²⁹⁰ Ison-Britannian rakenteesta poiketen Australiassa yhteisömuotoisen hallituksen nimeäminen on pakollista.²⁹¹ Esimerkiksi Irlannissa ja Luxemburgissa vastaava rakenne ei ole mahdollinen, koska sijoitusyhtiön hallituksessa ei voi toimia yhteisö.²⁹² Kielteinen kanta oikeushenkilömuotoisia hallitusjäseniä kohtaan vallitsee myös Suomen yhtiöoikeudessa.²⁹³

Verrattaessa sijoitusyhtiörakenteen hallituksen ja rahastoyhtiön asemaa SRL:n sopimusperusteiseen sijoitusrahastorakenteeseen havaitaan

mallissa tavanomaista suurempia.

288 HM Treasury 2004b, s. 36.

289 Ks. mm. FCA 2017, s. 4–5, 22, 45 ja 67, joiden mukaan hintakilpailu alalla ei toimi, rahastonhoitajat veloittavat keskimäärin suurempia kustannuksia kuin mitä kilpailuilla markkinoilla veloittaisiin, lisäkustannuksia ei asianmukaisesti pyritä minimoimaan ja hallitukset eivät täytä tehtäviään kunnonlla eivätkä luo lisäarvoa.

290 Ks. Treasury (Australia) 2017a, s. 5–6; Hanharan – Ramsay 2018, s. 416 ja Treasury (Australia) 2021, s. 38, joissa todetaan, että CCIV-sijoitusyhtiörakenne pohjautuu Ison-Britannian OEIC-rakenteeseen ja että hallituksen jäsenenä toimisi yksi yhteisömuotoinen jäsen (*corporate director*). Australian CCIV-sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely tuli voimaan 1.7.2022. Ks. Treasury (Australia) 2021, s. 4 ja ASIC, ”*Corporate collective investment vehicles*” osoitteessa <https://asic.gov.au/regulatory-resources/managed-funds/corporate-collective-investment-vehicles/>.

291 Treasury (Australia) 2017a, s. 19 ja Treasury (Australia) 2017b, s. 9.

292 Irlannin osalta ks. General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 70; ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 8 ja ICAV Act 2015, section 58(1). Luxemburgissa puolestaan SICAV-sijoitusyhtiön hallituksen jäseneksi voidaan valita oikeushenkilö, mutta oikeushenkilön täytyy tällöin asettaa edustajakseen luonnollinen henkilö, ns. pysyvä edustaja, jolloin kyseisen henkilön asema SICAV-sijoitusyhtiön hallituksessa vastaa käytännössä luonnollista henkilöä. Hallituksen jäsenistä ei säädetä Luxemburgin Loi de 2010:ssä, jolloin SICAV-sijoitusyhtiöihin soveltuu SA-yhtiöitä (*société anonyme*) koskeva sääntely. Ks. article 441-3, paragraphe 1, loi de 1915, jonka mukaan: ”*Lorsqu’une personne morale est nommée administrateur, (Loi du 10 août 2016) « membre du comité de direction, ou directeur général », celle-ci est tenue désigner un représentant permanent chargé de l’exécution de cette mission au nom et pour le compte de la personne morale.*” Ks. myös FSTB 2014, s. iv, jossa todetaan, että yhteisömuotoisten hallitusten jäsenten kieltäminen parantaa läpinäkyvyyttä.

293 OYL 6:10.1:n mukaan osakeyhtiön hallituksen jäsenenä ei voi olla oikeushenkilö. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2022, II>OSA Hallinto ja tilinpäätös>6 luku. Osakeyhtiön johto ja edustaminen>Hallituksen jäsenet sekä jäsenyyden alkaminen ja päättyminen>10 § mukaan periaatetta on Suomessa noudatettu ilman nimenomaista säännöstäkin. HE 109/2005 vp, s. 84 ei alun perin ehdottanut kyseiseen lainkohtaan erityistä määrystä siitä, että hallituksen jäsenen on oltava luonnollinen henkilö, koska tätä on kotimaisessa yhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa pidetty itsestään selvänä. Ks. kuitenkin TaVM 7/2006 – HE 109/2005 vp, s. 10, jossa nimenomaisen kiellon jälkikäteistä lisäämistä perustellaan seuraavasti: ”Pykälää on selvyden vuoksi täydennetty siten, että oikeushenkilö ei voi olla osakeyhtiön hallituksen jäsenenä, koska eurooppayhtiöasetuksen 47 artiklan mukaan eurooppayhtiön säännöissä voidaan sallia oikeushenkilön valitseminen hallituksen jäseneksi, jollei yhtiön sääntömääräisen kotipaikan jäsenvaltion lainsäädännössä toisin säädetä.”

keskeisenä erona, että sijoitusrahastojen tasolla ei ole omaa hallitusta. Kaikki sijoitusrahastoja koskevat keskeiset päätökset tehdään rahastoyhtiön hallituksessa tai rahastoyhtiön operatiivisina päätöksinä. Sijoitusrahastoissa päätöksentekorakenne on yksinkertaisempi, mutta samalla rahastoyhtiö pystyy toimimaan vapaammin, koska sijoitusrahaston tasolla ei ole osuudenomistajien etuja valvovaa hallitusta. Sijoittajat voivat osoittaa tyytymättömyytensä sijoitusrahaston hoitamiseen ainoastaan turvautumalla irtautumisoikeuteen, jos rahastoyhtiön toiminnassa noudatetaan lakia. Keskittyneillä sijoitusrahastomarkkinoilla sijoittajat eivät välttämättä aina löydä parempia vaihtoehtoja, etenkin kun epärationaaliset sijoittajat suosivat kotimaisia vaihtoehtoja²⁹⁴, jolloin sijoittajat eivät välttämättä käytä irtautumisoikeuttaan, jos parempaan rahastoon vaihtaminen edellyttäisi sijoittamista ulkomaiseen rahastoon.

Sopimusperusteisessa sijoitusrahastorakenteessa rahastoyhtiön hallituksella on yhtiöoikeudellinen velvollisuus edistää toimissaan rahastoyhtiön etua. Toisaalta rahastoyhtiön on SRL 4:2.1:n mukaan harjoitettava sijoitusrahastotoimintaa huolellisesti, itsenäisesti ja asiantuntevasti sijoitusrahaston ja sen rahasto-osuudenomistajien etujen mukaisesti. Ensiksi mainittu velvollisuus edistää yhtiön etua tarkoittaa velvollisuutta toimia lojaalisti kaikkia osakkeenomistajia kohtaan. Osakkeenomistajien edulla tarkoitetaan tällöin yhtiön kaikkien osakkeenomistajien yhteistä etua, joka on siis lähtökohtaisesti yrityksen voiton, toisin sanoen osakkeenomistajien sijoituksen arvon maksimointi.²⁹⁵ Juuri näiden vastakkaisen intressien takia rahastoyhtiön on tosiasiansa vaikea toimia osuudenomistajien etujen mukaisesti siinä määrin kuin rahastotasoinen hallitus, jolla olisi yksinomainen velvollisuus toimia rahaston etujen mukaisesti, toimisi. Tuoreet havainnot Isosta-Britanniasta osoittavat, että edes riippumattomien hallitusjäsenten säätäminen pakolliseksi rahastoyhtiötasolla ei ole parantanut rahastojen hallintoa toivotulla tavalla.²⁹⁶ Konsultativoiheessa erillistä rahastotasoinen hallituksen käyttöön ottamista pohdittiin²⁹⁷, mutta toimialan edustajat vastustivat sitä ymmärrettävistä

294 Rahastosijoittamisessa kuten sijoittamisessa yleensäkin soveltuu kotimarkkinaharha, joka johtaa kotimaisten vaihtoehtojen ylipainottamiseen.

295 Mähönen – Villa 2015, s. 376.

296 FCA:n tekemän tarkastuksen mukaan: ”*However, in many cases, INEDs [independent non-executive directors] did not have a good understanding of the AoV [assessment of value, ks. tämän artikkelin jakso 3.3.1] rules or of the role expected of them. They did not challenge the way executive staff and directors approached AoVs and could not show us evidence of how they considered the minimum considerations from an investor’s perspective.*” Ks. FCA, *Authorised fund managers’ assessments of their funds’ value*. 6.7.2021.

297 FCA 2017, s. 67.

syistä²⁹⁸, koska oikein toteutettuna se saattaisi johtaa rahastoyhtiöiden voittomarginaalien pienentymiseen²⁹⁹.

Sijoitusyhtiörakenteessa toimii kaksi hallitusta: sijoitusyhtiön hallitus ja rahastoyhtiön hallitus. Hallitusten päätöksenteko ei kuitenkaan ole päällekkäistä, koska sijoitusyhtiön hallitus ei tee liiketoimintapäätöksiä, vaan sen toiminta painottuu rahastoyhtiön valvontaan ja riskienhallinnallisiin- ja compliance-tehtäviin. Sijoitusyhtiöiden hallituksissa on usein jonkin verran promoottorin työntekijöitä³⁰⁰, mikä parantaa tiedonkulkua ja tasoiittaa rahastoyhtiön ja sijoitusyhtiön hallituksen informaatioepäsymmetriaa. Hallitusjäsenen kaksoisrooliin sisältyy eturistiriitojen mahdollisuus, mutta sijoitusyhtiön hallituksessa promoottorin työntekijän on kuitenkin syrjäytettävä rahastoyhtiön etu ja toimittava sijoitusyhtiön osakkeenomistajien etujen mukaisesti henkilökohtaisen vastuun uhalla. Riippumattomat hallitusjäsenet tehostavat sijoittajien etujen valvomista sijoitusyhtiöiden hallituksissa ja riippumattomien hallitusjäsenen merkitys on entisestään kasvanut.³⁰¹ Riippumatta siitä, toimivatko riippumattomat hallitusjäsenet rahastoyhtiön tai rahaston tasolla, tulisi heillä olla tarkoituksenmukainen erottamissuoja rahastoyhtiötä vastaan, jotta he pystyisivät toimimaan ilman pelkoa heidän omasta erottamisestaan.³⁰²

Mikäli sijoitusyhtiöistä päätettäisiin Suomessa säätää, olisivat osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitusyhtiötasoinen hallitus perusteltuja. Kansainvälisen käytännön mukaisesti sijoitusyhtiöiden hallintorakenne — johon kuuluvat osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitusyhtiötasoinen hallitus — on yksi keskeinen tekijä, joka erottaa sijoitusyhtiömuodon muista rahastojen oikeudellisista rakenteista. Jos osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitusyhtiötasoinen hallitus puuttuisivat, ei sijoitusyhtiömuoto välttämättä toisi suurta lisäarvoa oikeudellisen

298 FCA 2017, s. 69.

299 Tämä pätee markkinoilla, joilla kilpailun taso on alhainen. Esimerkkinä mainittakoon tässä tutkimuksessa mainittu Ison-Britannian markkina (ks. jakso 3.3.1).

300 Ks. Hazenberg 2012, s. 150, jossa tutkimusotannan kohteena olevissa hallituksissa valtaosa hallitusjäsenistä oli ei-riippumattomia. Ks. myös Barker – Chiu 2017, s. 261–262 ja Chiu 2018, s. 295. Hazenberg 2012, s. 250 mukaan tällöin on kyse integroidusta hallitusrakenteesta (integrated model), jossa hallituksen valvontarooli on rajoitetumpi: ”*This model is seen with dependent boards. There is a significant overlap between the management of the promoter and the directors of the fund board. The fund board functions as an extension of the management of the promoter. Several functions are outsourced to departments or business lines within the promoter. Often, the managers thereof are members of the fund board. In this model, the board’s role as an additional layer of oversight is limited.*”

301 PwC 2018, s. 11.

302 Ks. tämän artikkelin alaviite 79, jossa on tarkasteltu riippumattomien jäsenten nimeämiskäytäntöjä ja palkkioita riippumattomuutta alentavina seikkoina. Ks. FCA 2018, s. 16, jossa erottamissuoja oli myös nostettu esille konsultaation yhteydessä riippumattomien hallitusjäsenten toimintaedellytyksiä parantavana seikkana.

sääntelyn kannalta sopimusperusteisiin sijoitusrahastoihin verrattuna. Sijoitusyhtiömuodon tarkoituksena on viime kädessä tarjota markkinatoimijoille vaihtoehto, joka poikkeaa nykyisistä vaihtoehdoista. Sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja hallitus tuovat hallintoon lisäkerroksen, joka puuttuu sopimusperusteisista sijoitusrahastoista. Kun sijoitusyhtiösääntelyssä huomioidaan asianmukainen vastuunjako rahastoyhtiön ja sijoitusyhtiön hallituksen välillä sekä mahdollistetaan muutoin hallintoa tehostavia parhaita käytäntöjä (kuten yhtiökokouksen jättäminen tarvittaessa väliin), saadaan osakkeenomistajien määräysvallan ja sijoitusyhtiön hallituksen tuomat edut hyödynnettyä vähäisin transaktiokustannuksin.

4. YHTEENVETO

Yhteisessä sijoitustoiminnassa useat sijoittajat uskovat varansa yhdessä ammattimaisen varainhoitajan hoidettavaksi. Varoja hoitava taho on tavallisesti rahastosta juridisesti erillinen yhtiö eli rahastoyhtiö. Yhteiselle sijoitustoiminnalle on universaalisti yhteistä, että tavallisesti rahasto ja rahastoyhtiö on erotettu toisistaan. Rahastoyhtiön toiminnan tavoitteena on tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen, mutta samalla se on velvollinen hoitamaan rahaston varoja sijoittajien etujen mukaisesti. Kyseessä on päämies-agentti-suhde³⁰³, jossa rahastoyhtiön täytyy yhtäältä maksimoida voiton tuottaminen osakkeenomistajilleen, mutta toisaalta sen on myös varmistuttava sijoittajien etujen toteutumisesta. Rahastoyhtiön kaksoisroolin takia yhteisessä sijoitustoiminnassa esiintyy runsaasti eturistiriitilanteita, joissa rahastoyhtiön täytyy valita, painottaako se omistajiensa vai rahaston sijoittajien etuja. Rahaston ja rahastoyhtiön erillisyydestä aiheutuvia seurauksia on pyritty ratkaisemaan eri tavoin eri valtioissa, mikä tarjooa hedelmällisen kentän oikeusvertailevalle tutkimukselle³⁰⁴.

Rahaston hallinto on pyrittävä järjestämään siten, että eturistiriitilanteet pystytään ratkaisemaan sijoittajien etujen mukaisesti.³⁰⁵ Rahaston oikeudellinen rakenne vaikuttaa sen hallintorakenteeseen, joka taas yhtäältä vaikuttaa siihen, mitä tahoja hallintoon osallistuu ja miten ne

303 Joskin sopimusperusteisessa rahastorakenteessa rahastoyhtiötä ei voida suoraan katsoa rahastosuudenomistajien agentiksi, koska osuudenomistajat eivät voi nimetä tai erottaa rahastoyhtiötä.

304 Hanharan – Ramsay 2018, s. 445.

305 IOSCO 1994, s. 9.

osallistuvat eturistiriitatilanteiden hallintaan ja sijoittajien etujen valvontaan. Tässä artikkelissa on tarkasteltu vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön — maailman yleisimmän avoimissa rahastoissa käytetyn oikeudellisen rakenteen — hallintoa. Artikkelissa on tutkittu oikeusvertailun avulla, miten sijoitusyhtiön hallinto tulisi järjestää Suomessa. On tiedostettava, että oikeusvertailulla on kuitenkin omat rajoituksensa. Ihan mitä tahansa ei voida ongelmita lainata tai käyttää toisessa oikeusjärjestelmässä. Vieraista oikeusjärjestelmistä omaksuttuihin malleihin voi liittyä sisäsyntyisiä ongelmia, joita ei omaksujamaassa tunneta.³⁰⁶ Tämän artikkelin johtopäätösten taustaoletuksena on, että uutta oikeudellista instituutiota harkittaessa parhaiden kansainvälisten käytäntöjen omaksuminen johtaa varmemmin parempaan lopputulokseen kuin uuden instituution rakentaminen täysin tyhjästä, ellei jälkimmäiselle ratkaisulle ole hyviä perusteita.³⁰⁷

Sijoitusyhtiöt eroavat perustavanlaatuisesti tavanomaista liiketoimintaa harjoittavista osakeyhtiöstä, koska ne ovat samalla sekä oikeushenkilöitä että sijoitustuotteita. Sijoitusyhtiön liiketoimintapäätökset kuuluvat rahastoyhtiölle eivätkä sijoitusyhtiön hallitukselle, koska rahastoyhtiö tekee sijoituspäätökset sijoitusyhtiön sijoittajien puolesta. Liiketoimintapäätösten tekoa ei tule sälyttää sijoitusyhtiön hallitukselle, vaan pikemminkin sen kannustimia ja mahdollisuuksia rahastoyhtiön toiminnan valvomiseen tulisi vahvistaa. Oikeuskirjallisuudessa ja etenkin Yhdysvalloissa on esitetty kritiikkiä³⁰⁸, että sijoitusyhtiön hallintoa tulisi kehittää ja tarkastella yhteisen sijoitustoiminnan näkökulmasta eikä voida automaattisesti olettaa, että osakeyhtiöiden kontekstissa toimivat ratkaisut toimisivat aukottomasti myös rahastotoiminnassa. Vastaavasti tulisi toimia myös Suomessa.

Sijoitusyhtiöissä sijoittajat ovat osakkeenomistajia, joilla on tavanomaisesti päätöksenteko-oikeudet. Perinteisesti kontrollioikeus on yksi menetelmä, jolla voidaan pyrkiä varmistamaan, että rahastoyhtiö noudattaa toiminnassaan osakkeenomistajien etuja. Sijoitusyhtiöissä on oma osakkeenomistajien nimeämä hallitus, joka on erillinen suhteessa

306 Oikeusvertailun ja sen perusteella annettavien *de lege ferenda* -suositusten rajoitukset korostuvat, mikäli oikeusvertailuvan tutkimuksen otanta on suppea. Tässä artikkelissa on pyritty laajaan tutkimusotantaan eikä siinä rajoituta ainoastaan muutamaan Euroopan valtioon, joissa sijoitusrahastotoiminta on erityisen suosittua.

307 Sijoitusyhtiön voidaan katsoa sopivan Suomen oikeusjärjestelmään varsin hyvin. Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiö soveltuu hyvin sekä mannereurooppalaisiin että common law -järjestelmiin, joihin lukeutuvissa maissa sijoitusyhtiöitä on esiintynyt vuosikymmeniä ilman ongelmia. Ks. esim. Vepsä 2021, s. 36. Kansainvälinen sääntelykehitys ilmentää, että ei ole välttämätöntä keksiä sääntelyä tyhjästä, jos toimivaksi todettuja malleja esiintyy valmiiksi muualla. Esim. Friedman 1998, s. 1087 toteaa osuvasti, että jos toinen oikeusjärjestelmä on jo tehnyt sääntelyn kehitystyön, niin miksei siitä voisi hyötyä.

308 Krug 2013b, s. 265 ja Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 190.

sijoitusyhtiötä hoitavan rahastoyhtiön hallitukseen ja sen pitäisi tosiasias-
sa myös toimia autonomisesti suhteessa rahastoyhtiön hallitukseen.³⁰⁹
Sijoitusyhtiön hallitus ei osallistu sijoitusyhtiön päivittäiseen hallintoon,
vaan sen tehtävät rajoittuvat laajakantoisiin strategisiin päätöksiin sekä
valvonta- ja compliance-tehtäviin. Hallituksen pääasiallisena tehtävänä on
varmistua, että rahastoyhtiö hoitaa tehtäväänsä asianmukaisesti. Avoimis-
sa rahastoissa irtautumisoikeus on lähtökohtaisesti toimivin sijoittajan-
suojemekanismi.³¹⁰ Osakkeenomistajien kontrollioikeus on tunnistettu vii-
mesijaiseksi varaventiilinomaiseksi oikeudeksi, jota ei käytetä silloin, kun
sijoitusyhtiötä hoidetaan asianmukaisesti eikä usein myöskään silloin, jos
irtautumisoikeuden käyttäminen on mahdollista. Osakkeenomistajat voi-
vat halutessaan esimerkiksi vaihtaa sijoitusyhtiön hallituksen tai muuttaa
sijoitusyhtiön yhtiöjärjestystä.

Sijoitusyhtiön osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitus-
yhtiön tasolla toimiva hallitus ovat keskeisimmät hallintorakennetta kos-
kevat ominaisuudet, jotka erottavat sijoitusyhtiöiden hallinnon sopimus-
perusteisten sijoitusrahastojen hallinnosta. Sijoitusrahastojen rahasto-
osuudenomistajilla ei ole kontrollioikeuksia eikä sijoitusrahastoilla ole
omaa hallitusta. Sijoitusyhtiöiden hallitukset toimivat aivan eri tavalla
kuin tavanomaista liiketoimintaa harjoittavien yritysten hallitukset. On
tärkeää ymmärtää nämä erot, jotta hallintorakenteen osapuolille asetetut
odotukset heijastavat käytännön toimintaa ja siten parantavat hallinnon
tehokkuutta.³¹¹

Sijoitusyhtiöiden osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitus-
yhtiöiden hallitus ovat olleet runsaan akateemisen keskustelun kohteena
etenkin yhdysvaltalaisen tutkijoiden keskuudessa. Kontrollioikeuksia ja
hallituksen tarvetta on yhtäältä kritisoitu, mutta toisaalta myös puolustet-
tu. Tämän artikkelin kanta on, että osakkeenomistajien kontrollioikeuk-
sia tai sijoitusyhtiöiden hallituksia ei tulisi kokonaan eliminoida. Tämä
johtuu siitä, että osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja hallitus voivat
osoittautua hyödyllisiksi sellaisissa tilanteissa, joissa irtautumisoikeuden
käyttäminen ei ole mahdollista. Lisäksi kontrollioikeudet ja hallitus voivat
tuoda vaikeasti mitattavaa jatkuvaa hyötyä osakkeenomistajille, koska ne

309 PwC 2018, s. 26.

310 Näin esim. Johnson 2018, s. 142. Tästä huolimatta sijoittajilla on tavanomaisesti taipumus pysyä
kalliimmissa rahastoissa, vaikka heillä olisi mahdollisuus vaihtaa edullisempiin. Toisaalta irtautu-
misoikeuden yliveräinen asema sijoittajansuojakeinona ei ole kaikissa oikeusjärjestelmissä niin
keskeinen; ks. Australian osalta esim. Hanharan – Ramsay 2018, s. 443.

311 Cullen – Brennan 2017, s. 1869 ja 1886.

luovat rahastoyhtiölle teoreettisen lisäpelotteen erottamisuhan muodossa, jota sopimusperusteisten sijoitusrahastojen hallintorakenne ei tarjoa. Hallituksen avulla sijoitusyhtiörakenteeseen tuodaan rahastoyhtiön toiminnan valvontaan lisäkerros, jota sopimusperusteisissa sijoitusrahastoissa ei ole. Rahastotasolla toimiva hallitus on tehokkaampi sijoittajien etujen valvomiseen rahastoyhtiön tasolla toimivaan hallitukseen verrattuna, koska sen lakisääteisenä tehtävänä on yksinomaan valvoa osakkeenomistajien eli rahastosijoittajien etuja, kun taas rahastoyhtiön hallituksella on sekä rahastosääntelyn mukainen velvollisuus toimia osuudenomistajien etujen mukaisesti että yhtiöoikeudellinen velvollisuus ajaa rahastoyhtiön etua, jolloin molempien velvollisuuksien toteutuminen täysimääräisesti ei useinkaan onnistu.

Hallitus ei voi valvoa rahastoyhtiötä uskottavasti, jos kaikki hallituksen jäsenet ovat promoottorin työntekijöitä. Tämän takia riippumattomien hallitusjäsenten nimeämisen on katsottu turvaavan osakkeenomistajien etuja hallituksen toiminnassa. Aiheeseen liittyvissä tutkimuksissa ei ole päästy yksimielisyyteen siitä, kuinka suuren osan hallituksen jäsenistä tulisi olla riippumattomia. Toisaalta on kuitenkin tunnustettu, että hallinnon tehokkuus kärsii, jos hallitus koostuu yksinomaan riippumattomista jäsenistä. Riippumattomien jäsenten optimaalisen lukumäärän määrittelyn sijaan olennaista on tunnustaa, että riippumattomat jäsenet ylipäättään parantavat hallinnon laatua ja turvaavat osakkeenomistajien etuja.³¹² Tässä artikkelissa on päädytty johtopäätökseen, että Suomen nykyisessä rahastoyhtiöiden riippumattomia hallitusjäseniä koskevassa sääntelyssä tehty ratkaisu olisi perusteltu myös sijoitusyhtiöiden hallituksen koostumusta harkittaessa. Tällöin vähemmistö hallituksen jäsenistä olisi riippumattomia, mikä vastaa tämän artikkelin oikeusvertailun perusteella tuoreempaa kansainvälistä käytäntöä.³¹³

Sijoitusyhtiön hallitus on sijoitusyhtiörakenteelle ominainen elin, joka puuttuu sopimusperusteisista sijoitusrahastoista. Hallitus on nimenomaisesti erikoistunut valvontatehtävään, jolloin oikeanlaisella hallituksen kokoonpanolla rahastoyhtiön toiminnan valvonnan tason voidaan katsoa olevan sijoitusyhtiörakenteessa parempi kuin nykyisessä sijoitusrahastorakenteessa, koska säilytysyhteisöllä ei useinkaan ole tosiasiallisia

312 Treasury (Australia) 2021, s. 61–62.

313 Vastaavaan ratkaisuun on päädytty Hongkongin ja Singaporen sijoitusyhtiölaeissa, jotka tulivat voimaan vuonna 2018 ja 2020.

edellytyksiä perusteelliseen valvontaan³¹⁴ ja säilytysyhteisövalvonnan tasoa heikentää säilytysyhtiöiden riippuvuus promoottorista. Osakkeenomistajien kontrollioikeudet ja sijoitusyhtiön hallitus olisivat perusteltuja *de lege ferenda*, mikäli sijoitusyhtiöistä päätettäisiin säätää Suomen lainsäädännössä. Sijoitusyhtiöiden muista rahastojen oikeudellisista rakenteista poikkeava hallintorakenne on yksi syy sille, miksi sijoitusyhtiöistä säätäminen olisi perusteltua Suomessa.

314 Ks. esim. Warburton 2008, s. 760, jossa todetaan säilytysyhteisövalvonnan olevan passiivista.

LYHENTEET

ACD	Authorized Corporate Director
ACS	Authorized Contractual Scheme
AFM	Authorised Fund Manager
AIF	Alternative Investment Fund
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AIFML	Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014)
ALFI	Association of the Luxembourg Fund Industry
ALRC	Australian Law Reform Commission
AoV	Assessment of Value
CASAC	Companies and Securities Advisory Committee (Australia)
CBI	Central Bank of Ireland
CCIV	Corporate Collective Investment Vehicle
CIS	Collective Investment Scheme
COLL	Collective Investment Schemes Sourcebook
COLLG	Collective Investment Scheme Information Guide
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
EC	Commission of the European Communities
ECA	European Court of Auditors
ETF	Exchange-Traded Fund

EU	Euroopan unioni
EY	Euroopan yhteisö
FCA	Financial Conduct Authority
FSTB	Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong)
GP	General Partner
HE	Hallituksen esitys
IA	Investment Association (UK)
ICAV	Irish Collective Asset Management Vehicle
ICI	Investment Company Institute (US)
ICVC	Investment Company with Variable Capital
IMA	Investment Management Association (UK)
INED	Independent Non-Executive Director
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MAS	Monetary Authority of Singapore
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OEIC	Open-Ended Investment Company
OFC	Open-ended Fund Company
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
PPM	Private Placement Memorandum
RIA	Regulatory Impact Analysis
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission

SFC	Securities and Futures Commission of Hong Kong
SIB	Securities and Investments Board
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SRL	Sijoitusrahastolaki (213/2019)
UCD	University College Dublin
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
UFIC	Unitary Fee Investment Company
UIF	Unitary Investment Fund
VCC	Variable Capital Company
VM	Valtiovarainministeriö

LÄHTEET

Kirjallisuus

- Adams, John C. – Mansi, Sattar A. – Nishikawa, Takeshi, Internal governance mechanisms and operational performance: Evidence from index mutual funds. *Review of Financial Studies* 23(3) 2010, s. 1261–1286.
- Aiken, Adam L. – Clifford, Christopher P. – Ellis, Jesse A., Hedge funds and discretionary liquidity restrictions. *Journal of financial economics* 116(1) 2015, s. 197–218.
- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, *Osakeyhtiölaki I–II*. Alma Talent Oy 2022.
- ALFI, Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds. ALFI 2013.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Hallinnointikoodi. Corporate Governance 2020.
- Barker, Roger M. – Chiu, Iris H.-Y., *Corporate Governance and Investment Management: The Promises and Limitations of the New Financial Economy*. Edward Elgar Publishing 2017.
- Bohan, Anne-Marie, Investing in the Future. *International Financial Law Review* 33(10) 2015, s. 46–47.
- Browne, Mark, ICAV - the New Irish Collective Asset-Management Vehicle. *The investment lawyer* 22(6) 2015, s. 23–28.
- Bullard, Mercer, The rise and fall of the mutual fund brand, s. 22–56 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.

Chen, H-S. – Klavebäck, A. – Nordeborg, S. – Van Schagen, R., Asset Management in Sweden: A Study of Sweden as a Fund Domicile. CEMS Business Project 2016.

Chiu, Iris H-Y., Regulating collective retail investment funds in the United Kingdom, s. 382–413 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.

Clarke, Blanaid – White, Mark, Governance aspects of mutual funds in Ireland, s. 360–381 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.

Coates, J. C. – Hubbard, R. G., Competition in the mutual fund industry: evidence and implications for policy. The Journal of corporation law 33(1) 2007, s. 151–222.

Coates, J. C., Reforming the Taxation and Regulation of Mutual Funds: A Comparative Legal and Economic Analysis. The journal of legal analysis 1(2) 2009, s. 591–689.

Cornick, Tim, UK Introduces Open-Ended Investment Companies. International Financial Law Review 16(2) 1997, s. 29–32.

Council of Europe, Resolution (72) 28 relating to investment funds. (Adopted by the Committee of Ministers on 19 September 1972 at the 213th meeting of the Ministers' Deputies)

Cremers, Martijn – Driessen, Joost – Maenhout, Pascal – Weinbaum, David, Does Skin in the Game Matter? Director Incentives and Governance in the Mutual Fund Industry. Journal of financial and quantitative analysis 44(6) 2009, s. 1345–1373.

Cullen, Margaret M. – Brennan, Niamh M., Differentiating control, monitoring and oversight: Influence of power relations on boards of directors – insights from investment fund boards. Accounting, Auditing & Accountability Journal 30(8) 2017, s. 1867–1894.

DeMott, Deborah A., Fiduciary contours: perspectives on mutual funds and private funds, s. 57–78 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.

Dietrich, Manfred – Müller, Nic, Das Gesetz von 2010 (OGAW/OGA), s. 10–161 teoksessa Jürgen F. Baur, – Falko Tappen (hrsg.), *Investmentgesetze : Grosskommentar 3., neu bearbeitete Auflage*. De Gruyter, 2016.

European Court of Auditors, Investment funds EU actions have not yet created a true single market benefiting investors. Special report 04/2022.

Ferris – Yan 2007a. Ferris, Stephen P. – Yan, Xuemin (Sterling), Do Independent Directors and Chairmen Matter? The Role of Boards of Directors in Mutual Fund Governance. *Journal of Corporate Finance* (Amsterdam, Netherlands) 13(2) 2007, s. 392–420.

Ferris – Yan 2007b. Ferris, Stephen P. – Yan, Xuemin (Sterling), Agency Costs, governance, and organizational forms: Evidence from the mutual fund industry, University of Missouri Working Paper 2007.

Ferris, Stephen P. – Yan, Xuemin (Sterling), Agency Costs, Governance, and Organizational Forms: Evidence from the Mutual Fund Industry. *Journal of Banking & Finance* 33(4) 2009, s. 619–626.

Fisch, Jill E., Tales from the dark side: money market funds and the shadow banking debate, s. 228–246 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.

Friedman, Lawrence M., Some Thoughts on the Rule of Law, Legal Culture, and Modernity in Comparative Perspective, s. 1075–1090 teoksessa Institute of Comparative Law in Japan (eds.), *Toward comparative law in the 21st century: the 50th anniversary of the Institute of Comparative Law in Japan*. Chuo University Press 1998.

Hanharan, Pamela – Ramsay, Ian, Regulation of mutual funds in Australia, s. 414–445 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.

Hansmann, Henry, The Ownership of Enterprise. Harvard University Press 2000.

Harju, Ilkka, Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto. Oikeushenkilöopillinen vertailu. Oikeustiede – Jurisprudentia LIII:2020, s. 5–102.

Harju, Ilkka – Syyrilä, Jarkko, Sijoitusrahastolainsäädäntö. WSOY Lakitieto 2001.

Haslem, J.A., Mutual Funds: Risk and Performance Analysis for Decision Making. Blackwell Publishing 2003.

Hazenberg, Jan, Investment Fund Governance: An empirical investigation of Luxembourg UCITS. Doctoral thesis, University of Luxembourg 2012.

Hooghiemstra, Sebastiaan, Towards Modernization of the Luxembourg Legal Form ‘Toolbox’ for Funds. JurisNews – Investment Management 8(3–4) 2019, s. 135–144.

Horváthová, Alexandra, Protection of Retail Investors Through Their Empowerment. Regulation of Investment Companies in the European Union, the United Kingdom and the United States of America. Doctoral thesis, Central European University 2015.

Hudson, Matthew, Funds: Private Equity, Hedge and All Core Structures. John Wiley & Sons, Incorporated 2014.

Husa, Jaakko, Oikeusvertailu. Teoria ja metodologia. Lakimiesliiton kustannus 2013.

ICI, Report of the Advisory Group on Best Practices for Fund Directors. Enhancing a Culture of Independence and Effectiveness. June 24, 1999.

Investment Association, Value Assessment Reports – Analysis and Initial Recommendations. April 2021.

Investment Management Association, Review of the Governance Arrangements of United Kingdom Authorised Collective Investment Schemes. Report by the Investment Management Association. February 2005.

IOSCO, Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum. October 1994.

IOSCO, Conflicts of Interests of CIS Operators. May 2000.

IOSCO, Examination of Governance for Collective Investment Schemes. Part I. Final Report. June 2006.

IOSCO, Examination of Governance for Collective Investment Schemes. Part II. Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the 'Independent Oversight Entities'. Final Report. February 2007.

Irish Funds Industry Association, Corporate Governance Code for Collective Investment Schemes and Management Companies. December 2011.

Jensen, Michael C. – Meckling, William H., Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4) 1976, s. 305–360.

Johnson, Lyman P.Q., Protecting Mutual Fund Investors: An Inevitable Eclecticism, s. 141–163 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.

Khorana, Ajay – Servaes, Henri, On the Future of the Mutual Fund Industry around the World, s. 65–94 teoksessa Yasuyuki Fuchita – Robert E. Litan (eds.), *Pooling Money: The Future of Mutual Funds*. Brookings Institution 2008.

Kong, Sophie Xiaofei – Tang, Dragon Yongjun, Unitary Boards and Mutual Fund Governance. *The Journal of financial research* 31(3) 2008, s. 193–224.

Kremer, Claude – Lebbe, Isabelle, *Collective Investment Schemes in Luxembourg. Law and Practice*. Second edition. Oxford University Press 2014.

Krug 2013a. Krug, Anita K., Escaping entity-centrism in financial services regulation. *Columbia law review* 113(8) 2013, s. 2039–2115.

Krug 2013b. Krug, Anita K., Investment Company as Instrument: The Limitations of the Corporate Governance Regulatory Paradigm. *Southern California Law Review* 86(2) 2013, s. 263–319.

Krug, Anita K, Toward better mutual fund governance, s. 184–204 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.

Langbein, John H., The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce. *The Yale law journal* 107(1) 1997, s. 165–189.

Levi-Faur, David, The Global Diffusion of Regulatory Capitalism. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* 598(1) 2005, s. 12–32.

Lin, Lin – Varottil, Umakanth, Venture Capital in China and India: Does Business Form Matter? *Vanderbilt Journal of Transnational Law* 53(3) 2020, s. 949–987.

Linna, Tuula, *Ulosottorealisoinnista de Lege Ferenda*. Suomalainen Lakimiesyhdistys 1987.

Meschke, Felix, An Empirical Examination of Mutual Fund Boards. *The quarterly journal of finance* 9(4) 2019, s. 1–35.

Mikkola, Tuulikki, *Trust. Oikeusvertaileva tutkimus*. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 2003.

Mikkola, Tuulikki, Oikeudellisten siirrännäisten perusteista: esimerkkinä fidusiaarivastuu. *Lakimies* 5/2010, s. 816–834.

Morley, John – Curtis, Quinn, Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds. *The Yale law journal* 120(1) 2010, s. 84–142.

Morley, John, The Regulation of Mutual Fund Debt. *Yale Journal on Regulation* 30(2) 2013, s. 343–376.

Morley, John, The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation. *The Yale law journal* 123(5) 2014, s. 1228–1287.

Morley, John, Why do investment funds have special securities regulation?, s. 9–21 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, *Osakeyhtiö I, Yleiset opit*. 3., uudistettu painos. Talentum Media Oy 2015.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, *Osakeyhtiö III, Corporate Governance*. 3., uudistettu painos. Alma Talent Oy 2019.

Näringslivets Regelnämnd NNR AB, *Näringslivets förslag till regelförbättringar i Sverige 2018–2022*. December 2017.

OECD, *Standard rules for the operations of institutions for collective investment (Report by the Committee on Financial Markets)*. C(71)234. Paris 11th February, 1972.

OECD, *White paper on Governance of Collective Investment schemes (CIS)*. *Financial Market Trends*, No. 88, March 2005.

PwC, *Luxembourg Fund Governance Survey 2018*. January 2019.

Roiter, Eric D., *Disentangling mutual fund governance from corporate governance*. *Harvard Business Law Review* 6(1) 2016, s. 1–82.

Rounds, Charles E. Jr. – Dehio, Andreas, *Publicly-Traded Open End Mutual Funds in Common Law and Civil Law Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures*. *New York University Journal of Law & Business* 3(2) 2007, s. 473–518.

Ruk, M. – Filipovic, M. – Vuletic, S., Investment funds with legal personality – a true rival to mutual funds? *InterEULawEast: Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations* 7(2) 2020, s. 167–194.

Schonfeld, V. – Kerwin, T., Organization of a Mutual Fund. *The Business lawyer* 49(1) 1993, s. 107–161.

SEC (Division of Investment Management), Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation. May 1992.

Siltala, Raimo, Johdatus oikeusteoriaan. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut 2001.

Sin, Kam Fan, *The Legal Nature of the Unit Trust*. Clarendon Press 1997.

Syyrilä, Jarkko, Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomessa ja EU:ssa tuotekehityksen näkökulmasta. *Defensor Legis* 2002, s. 259–270.

Thompson, John K. – Choi, Sang-Mok, Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries. OECD Financial Affairs Division, Occasional Paper, No. 1. 2001.

Tufano, Peter – Sevick, Matthew, Board Structure and Fee-setting in the U.S. Mutual Fund Industry. *Journal of Financial Economics* 46(3) 1997, s. 321–355.

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

UCD Centre for Corporate Governance, Response to Consultation Paper 86. December 2014.

Vandamme, Roger, 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. Luxembourg, Office for Official Publications of the European Communities 1988.

Vepsä 2021a. Vepsä, Antti, Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot. Edilex-sarja 2021/18.

Vepsä 2021b. Vepsä, Antti, Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia. Liikejuridiikka 2/2021, s. 84–140.

Vepsä, Antti, Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä. Oikeustiede – Jurisprudentia LV:2022 (julkaistavaksi hyväksytty).

Viitala, Tomi, Rahastot – muoto, sääntely ja verotus. Defensor Legis 2018/4, s. 528–546.

Wang, Wallace Wen Yeu, Corporate Versus Contractual Mutual Funds: an Evaluation of Structure and Governance. Washington Law Review 69(4) 1994, s. 926–1048.

Warburton, A. Joseph, Should Mutual Funds Be Corporations - A Legal & Econometric Analysis. Journal of Corporation Law 33(3) 2008, s. 745–776.

Warburton, A. Joseph, Trusts Versus Corporations: An Empirical Analysis of Competing Organizational Forms. Journal of Corporation Law 36(1) 2010, s. 183–220.

Wegman, Hanneke, Investor protection : towards additional EU regulation of investment funds? Doctoral thesis, Leiden University 2016.

World Bank (Finance and Private Sector Development Department), Review of Governance of Collective Investment Funds in the New Member States of the European Union. June 2008.

Zetzsche, Dirk, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage. Mohr Siebeck 2015.

Zetzsche, Dirk, The Anatomy of European Investment Fund Law, s. 302–359 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.

Virallisaineisto

Hallituksen esitykset

Hallituksen esitys Eduskunnalle sijoitusyhtiölaiksi sekä laeiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 6 ja 18 §:n, leimaverolain 10 ja 55 §:n, leimaverolain väliaikaisesta muuttamisesta annetun lain 10 §:n ja pankkitarkastuslain muuttamisesta (Hallituksen esitys n:o 22/1977 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 238/1986 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 309/1992 vp).

Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 202/1998 vp).

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 109/2005 vp).

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

Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi (243/2018 vp).

Muut kotimaiset virallislähteet

Suomen Pankki, Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö. Helsinki 1971.

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastotyöryhmän mietintö. Työryhmämietintö, 1984:VM 24.

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolakityöryhmän muistio. Työryhmämuistio, 1990:VM 21.

Talousvaliokunnan mietintö 7/2006 vp. Hallituksen esitys uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (TaVM 7/2006 vp – HE 109/2005 vp).

Valtiovarainministeriö, Arviomuistio sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisesta. VM111:00/2016.

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus: työryhmämuistio. Valtiovarainministeriön julkaisuja 5/2018.

Valtiovarainministeriö, Eri sijoitusmuotojen verokohtelu : työryhmäraportti. Valtiovarainministeriön julkaisuja 14/2018.

Oikeusministeriö, lausunto sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta. Toukokuu 2018.

Osakesäästäjien keskusliitto ry, lausunto sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta. Toukokuu 2018.

Pörssisäätiö, lausunto sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta. Toukokuu 2018.

Valtiovarainministeriö, Lausuntoyhteenveto Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta. 31.5.2018.

Ulkomaiset virallislähteet

CSSF, Circulaire IML 91/75 telle que modifiée par les circulaires CSSF 05/177 et CSSF 18/697.

Australian Law Reform Commission – Companies and Securities Advisory Committee, Report No 65. Collective Investments : Other People’s Money. June 1993.

Securities and Investments Board, Regulated Collective Investment Schemes. Key Policy Issues. Discussion Paper. October 1993.

Securities and Investments Board, Open Ended Investment Companies. Consultative Paper 93. October 1995.

Securities and Investments Board, Proposed Regulations for Open Ended Investment Companies. October 1996.

Investeringsfonder förslag till ny lag. SOU 2002:56.

HM Treasury 2004a. HM Treasury, Financial Services and Markets Act two year review: Changes to secondary legislation. Volume 1: Proposals for change. February 2004.

HM Treasury 2004b. HM Treasury, Financial Services and Markets Act two year review: Changes to secondary legislation. Government response. November 2004.

HM Treasury, Explanatory Memorandum to the Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005.

European Commission, 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. IMPACT ASSESSMENT. {COM(2009) 207} {SEC(2009) 577} /* SEC/2009/0576 final */

CBI, Consultation on Fund Management Company Effectiveness – Delegate Oversight. Consultation Paper CP 86. September 2014.

General Scheme of the Irish Collective Asset-management Vehicle Bill 2014.

Regulatory Impact Analysis (RIA) of the Irish Collective Asset-management Vehicles Bill 2014.

Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Open-ended Fund Companies consultation paper. March 2014.

Irish Collective Asset-Management Vehicles Bill 2014. Explanatory Memorandum. January 2015.

Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Open-ended Fund Companies. Consultation conclusions. January 2016.

En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad. Slutbetänkande av 2014 års fondutredning. SOU 2016:45.

CBI, Fund Management Companies – Guidance. December 2016.

Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Singapore Variable Capital Companies. March 2017.

The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Paper on the Securities and Futures (Open-ended Fund Companies) Rules and Code on Open-ended Fund Companies. June 2017.

Treasury (Australia) 2017a. Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2017. Exposure draft explanatory materials.

Treasury (Australia) 2017b. Treasury (Australia), Introducing the new regulatory framework for Corporate Collective Investment Vehicles. August 2017.

The Financial Conduct Authority, Asset Management Market Study. Final Report. June 2017.

The Financial Conduct Authority, Asset Management Market Study remedies and changes to the handbook – Feedback and final rules to CP17/18. Policy Statement PS18/8. April 2018.

The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Conclusions on Securities and Futures (Open-ended Fund Companies) Rules and Code on Open-ended Fund Companies. May 2018.

CSSF, Circulaire CSSF 18/698

Concerne: Agrément et organisation des gestionnaires de fonds d'investissement de droit luxembourgeois

Dispositions spécifiques en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme applicables aux gestionnaires de fonds d'investissement et aux entités exerçant la fonction d'agent teneur de register.

Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2018. Exposure draft explanatory materials.

Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2018.

The Financial Conduct Authority, Asset Management Market Study – further remedies. Policy Statement PS19/4. February 2019.

Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Variable Capital Companies Parts 2 and 3. Response to Feedback Received. March 2020.

Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021: Regulatory framework.

Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021. Exposure draft explanatory materials.

Ulkomaiset säädökset

Australia

Corporations Act 2001.

Iso-Britannia

The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005 (SI 2005 No. 923).

The Financial Conduct Authority, Collective Investment Scheme Sourcebook. Release 19, May 2022.

The Financial Conduct Authority, The Collective Investment Scheme Information Guide. Release 19, May 2022.

Irlanti

Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015.

Luxemburg

Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales (en vigueur au 3 mai 2022). (Loi de 1915)

Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et

- portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte) ;
 - portant modification :
 - de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif ;
 - de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d’investissement spécialisés ;
 - de l’article 156 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l’impôt sur le revenu (Mém. A 2010, N° 239)
- (Loi de 2010)

Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d’investissement spécialisés et portant

- modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif,
 - modification de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée.
- (Mém. A 2007, N° 13)
(Loi de 2007)

Singapore

Securities and Futures Act (Cap. 289).

Variable Capital Companies Act 2018 (No. 44 of 2018).

Hongkong

Code on Open-Ended Fund Companies. September 2020.

Yhdysvallat

Investment Company Act of 1940.

SEC, Role of Independent Directors of Investment Companies, 66 Fed. Reg. 3734 (Jan. 16, 2001).

MUUT LÄHTEET

ASIC, Corporate collective investment vehicles.

<https://asic.gov.au/regulatory-resources/managed-funds/corporate-collective-investment-vehicles/>

Viitattu 1.7.2022.

Degehet, Pierre-Alexandre, Shareholders' Rights in Private and Public Companies in Luxembourg: Overview.

<https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-028-8132?transitionType=Default&contextData=%28sc.Default%29>

Viitattu 4.5.2022.

FCA, Authorised fund managers' assessments of their funds' value. 6.7.2021.

<https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/authorised-fund-managers-assessments-their-funds-value>

Viitattu 30.3.2022.

Instrument of Incorporation of First State Investments ICVC (an Investment Company with Variable Capital) Registered in England and Wales under registered number IC 23. 22 May 2020.

JULKAISU III

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä

Vepsä, Antti

Oikeustiede – Jurisprudentia LV:2022, s. 351–404.

Artikkelin käyttöön väitöskirjan osana on saatu kustantajan lupa

OIKEUSTIEDE

JURISPRUDENTIA

LV

2022

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN VUOSIKIRJA

Toimitusneuvosto

Taina Pihlajarinne, puheenjohtaja

Kirsi-Maria Halonen

Mia Hoffrén

Janne Salminen

Toimittaja

Janne Kaisto

Taitto: Taittopalvelu Yliveto Oy

© kirjoittajat ja Suomalainen Lakimiesyhdistys 2022

ISSN-L 03558215

ISSN 0355-8215

ISBN 978-951-855-563-9

Oy Nord Print Ab, Helsinki 2022

Antti Vepsä

**VAIHTUVAPÄÄOMAISEN
SIJOITUSYHTIÖN
PÄÄOMAJÄRJESTELMÄ**

Sisällys

1	JOHDANTO	351
1.1	Taustaa ja artikkelin tutkimuskysymys.....	351
1.2	Yhteisen sijoitustoiminnan vaatimukset pääomajärjestelmälle.....	357
2	OSAKEYHTIÖ RAHASTOTOIMINNASSA.....	359
2.1	Osakeyhtiön pääomajärjestelmän perusominaisuudet.....	359
2.2	Yhteisen sijoitustoiminnan harjoittaminen osakeyhtiömuodossa	361
2.3	Arviointia.....	364
3	VAIHTUVAPÄÄOMAISEN SIOITUSYHTIÖN PÄÄOMAJÄRJESTELMÄ.....	367
3.1	Pääomalajit	367
3.2	Vaihtuva osakepääoma.....	372
3.3	Erityinen tase ja tilinpäätös.....	381
3.4	Varojenjako.....	383
3.5	Suosituksset.....	385
4	LOPUKSI	388
	LÄHTEET.....	393
	OIKEUSTAPAUKSET.....	400
	LYHENTEET.....	401
	ABSTRACT.....	403

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä

1 JOHDANTO

1.1 Taustaa ja artikkelin tutkimuskysymys

Yhteissijoitusyrityksiä¹ sääntelevä direktiivi 2009/65/EY (jäljempänä UCITS-direktiivi² tai sijoitusrahastodirektiivi) mahdollistaa yhteissijoitusyritysten perustamisen kolmessa eri oikeudellisessa muodossa. UCITS-direktiivin 1 artiklan 3 kohdan mukaan yhteissijoitusyritys voidaan perustaa sopimusperusteisena sijoitusrahastona, osuustrustina tai sijoitusyhtiönä. Puolestaan AIFM-direktiivin³ 2 artiklan 2 kohdan mukaan vaihtoehtorahastojen⁴ oikeudellista muotoa ei ole rajoitettu.⁵ Suomen lainsäädäntö tunnistaa tällä hetkellä yhteistä sijoitustoimintaa⁶ varten tarkoitetuiksi eri-

¹ UCITS-direktiivin 1 artiklan 1 kohdan mukaan yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä, joka on sijoittautunut jäsenvaltion alueelle.

² Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

³ AIFM-direktiivi (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU 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) eli vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi annettiin 8 päivänä kesäkuuta 2011. Direktiivillä vahvistettiin standardoidut säännöt, jotka koskevat sellaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien toimilupia, toimintaa ja avoimuutta, jotka hoitavat ja/tai markkinoivat vaihtoehtorahastoja Euroopan talousalueen ETA-valtioissa.

⁴ Vaihtoehtorahasto eli AIF-rahasto on yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava yritys, joka hankkii pääomaa useammalta kuin yhdeltä sijoittajalta sijoittaakseen pääoman erikseen määritellyn sijoituspolitiikan mukaan sijoittajien eduksi ja jolta ei vaadita UCITS-direktiivin 5 artiklan mukaista toimilupaa.

⁵ Vepsä 2021a, s. 3–4.

⁶ Yhteisellä sijoitustoiminnalla tarkoitetaan tässä artikkelissa pääasiassa arvopapereihin

tyisiksi oikeudellisiksi rakenteiksi ainoastaan sopimusperusteiset rahastot, joita ovat sijoitusrahastolaissa (SRL, 213/2019) tarkoitetut sijoitusrahastot ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa (162/2014) tarkoitetut erikoissijoitusrahastot. Vaikka vaihtoehtorahastoja voidaan nykyäänkin perustaa useissa yhtiömuodoissa, kuten osakeyhtiöinä ja kommandiittiyhtiöinä, ei olemassa olevia yhtiömuotoja ole lähtökohtaisesti suunniteltu yhteiseen sijoitustoimintaan.⁷ UCITS-direktiivin mahdollistamia sijoitusyhtiöitä tai osuustrusteja ei voida Suomessa perustaa. Osuustrustien puuttumiselle Suomesta löytyvät järkiperäiset syvälle oikeusjärjestelmään perustuvat syyt⁸, mutta sijoitusyhtiöistä ei voida todeta samoin.

Kansainvälisesti tavanomainen ja sijoittajien keskuudessa laajasti tunnettu oikeudellinen muoto yhteisen sijoitustoiminnan järjestämiseen on vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö⁹, jollaisia esiintyy laajasti Euroopassa ja myös muualla maailmassa, kuten Yhdysvalloissa ja monissa Aasian merkittävässä finanssivaltioissa. Eurooppalaisina esimerkkeinä vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä voidaan mainita Luxemburgin SICAV¹⁰, Irlannin ICAV¹¹ ja Ison-Britannian OEIC¹². Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on Euroopassa niin yleinen, että toisinaan termi *UCITS* on ymmärretty virheellisesti *yhtiömuotoisen rahaston* synonyymiksi.¹³ Vaihtuvapääomaisella sijoitusyhtiöllä tarkoitetaan yhtiömuotoista rahastoa, jossa on vaihtuva osakepääoma. Oikeudellisena ilmiönä vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä ei voida kuitenkaan pitää tavanomaisena osakeyhtiönä, vaikka se sinänsä ylätasolla täyttää modernien yhtiöiden peruselementit.¹⁴

kohdistuvaa sijoittajayleisön lukuun harjoitettavaa yhteistä sijoitustoimintaa riippumatta rahaston tyyppistä tai oikeudellisesta muodosta.

⁷ Sijoitus- ja erikoissijoitusrahastot on nimenomaisesti suunniteltu yhteistä sijoitustoimintaa varten eikä niiden kautta voida harjoittaa muunlaista liiketoimintaa, kun taas osakeyhtiöt on suunniteltu siten, että ne soveltuisivat mahdollisimman laaja-alaisesti monenlaisen liiketoiminnan harjoittamiseen, jolloin osakeyhtiösääntelyssä ei ole otettu huomioon rahastoliiketoiminnan erityisvaatimuksia.

⁸ Vepsä 2021a, s. 17 ja vastaavasti osuustrustin huonosta soveltuvuudesta Luxemburgin oikeusjärjestelmään toteaa myös Hooghiemstra 2019, s. 144 (alaviite 108). Laajemmin kyse on trust-rakenteen vieraudesta mannereurooppalaisessa oikeudessa ylipäätään, ks. Howard 2006, s. 356 ja Warburton 2008, s. 766.

⁹ Ks. esim. Warburton 2008, s. 766; Steck – Fischer 2010, s. 1; FSTB 2014, s. 1; Boire – Kiswanto – Wiklund – Liu 2016, s. 16–17 ja Barker – Chiu 2017, s. 261.

¹⁰ Société d'Investissement à Capital Variable.

¹¹ Irish Collective Asset Management Vehicle.

¹² Open-Ended Investment Company.

¹³ Ks. esim. Treasury (Australia) 2017, s. 11, jossa todetaan: ”Funds managed in Europe are subject to the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) Directive and operate with a corporate structure.”

¹⁴ Armour – Hansmann – Kraakman – Pargendler 2017, s. 5. Sen mukaan yhtiön peruselementit ovat (1) oikeushenkilöllisyys, (2) rajoitettu vastuu, (3) siirtokelpoiset osakkeet, (4)

Yhtiömuotoisessa rahastossa rahaston hallinnoiman varallisuuden omistaa erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu osakeyhtiö, jonka osakkeet rahastosijoittajat omistavat.¹⁵ Kun sijoittajat merkitsevät ja lunastavat sijoitusyhtiön osakkeita, sen osakepääoma muuttuu automaattisesti *ipso jure* ilman osakeyhtiöille tyypillisiä prosesseja ja viranomaisilmoituksia¹⁶, minkä takia puhutaan ”vaihtuvasta osakepääomasta”. Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä poikkeaa merkittävästi osakeyhtiöiden pääomajärjestelmästä. UCITS- tai AIFM-direktiivissä ei suoraan säännellä, millainen sijoitusyhtiöiden pääomajärjestelmän tulisi olla.¹⁷

Vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä säättämisen haasteet on havaittu aiemmin niin Ruotsissa kuin Suomessa. Ruotsissa asiaa tutkittiin vuosina 1999–2002 (Värdepappersfondsutredningen) ja Suomessa vuosina 2016–2018 (SRL-työryhmä). Molemmissa tapauksissa arvioitavana oli muiden rahastosääntelyn uudistustarpeiden ohella kysymys yhtiömuotoisista vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä. Ruotsin selvitys ja Suomen työryhmä eivät rajallisten toimikausiensa puitteissa pystyneet käsittelemään tätä laajaa erityiskysymystä.¹⁸ Ruotsin uudempi rahastoselvitys (”2014 års fondutredning”) sai laadittua luonnoksen ehdotukseksi laiksi sijoitusyhtiöistä: ”Förslag till lag (0000:0000) om investeringsbolag”. Kyseessä olisi oma

keskitetty johto hallituksen muodossa ja (5) omistusoikeuden kuuluminen oman pääoman ehtoosille rahoittajille. Sijoitusyhtiöissä nämä kaikki ominaisuudet täytyvät, kun taas esimerkiksi sopimusperusteisissa sijoitusrahastoissa näin ei ole. Kuitenkin mitä syvemmltä sijoitusyhtiön käytännön toimintaa tarkastellaan, sitä enemmän erot tavanomaisiin yhtiöihin alkavat korostua.

¹⁵ Ks. yhtiömuotoisista rahastoista yleisemmin Vepsä 2021a, s. 27–36. UCITS-direktiivistä ei toisaalta johdu, että vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön tarvitsisi olla nimenomaan osakeyhtiön kaltainen. Se voisi olla esimerkiksi osuuskunta tai kommandiittiyhtiö, mikäli kansallinen lainsäädäntö tämän sallisi. Esimerkiksi Luxemburgin lainsäädäntö (Articles 38 et 39, Loi de 2010) mahdollistaa teoriassa sijoitusyhtiön perustamisen myös muussa oikeudellisessä muodossa kuin SICAV-sijoitusyhtiönä, mutta mahdollisuus ei ole oikeudellisesti tai käytännön näkökulmasta relevantti, koska yhtään muunlaista UCITS-sijoitusyhtiötä ei ole Luxemburgissa perustettu. Ks. tältä osin Dietrich – Müller 2016, s. 50 ja CSSF, Basic statistical data on UCIs – March 2022.

¹⁶ Ks. osakepääoman joustavuudesta esim. Dietrich – Müller 2016, s. 47.

¹⁷ Yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen oikeudellisten muotojen yksityiskohdista säättäminen on jätetty jäsenvaltioiden lainsäätäjän tehtäväksi, minkä takia niitä koskeva sääntely poikkeaa eri jäsenvaltioissa. Tämän takia myös sijoitusyhtiöiden pääomajärjestelmää koskevat yksityiskohdat poikkeavat jäsenvaltioiden välillä, vaikka erityisesti UCITS-direktiivin avoimia rahastoja koskevat reunaehdot asettavat pääomajärjestelmälle tiettyjä vähimmäisvaatimuksia. UCITS-direktiivin implementoimisessa (ja finanssimarkkinoiden sääntelyssä ylipäätään) on perinteisesti esiintynyt paljon sääntelykilpailua, mistä ks. esim. Zetsche 2015, s. 8–9 ja Barker – Chiu 2017, s. 263. Kilpailu voi olla myös positiivinen asia: näin totevat esim. Horváthová 2015, s. 82 ja Zetsche 2018, s. 359, joiden mukaan liika harmonisoinnin aste vähentää sääntelyinnovaatioita.

¹⁸ Ks. SOU 2002:56, s. 522 ja VM 5/2018, s. 14 ja 52.

erillislakinsa, jossa käytettäisiin valmista lainsäädäntöä hyödyksi viittaamalla muihin säännöksiin, jotka soveltuisivat myös sijoitusyhtiöihin. Laki ehdotuksessa viitataan muun muassa Ruotsin osakeyhtiölakiin, sijoitusrahastolakiin ja AIF-lakiin.¹⁹ Vuonna 2016 julkaistu mietintö ei ole toistaiseksi johtanut lainsäädäntötoimiin erityisesti sen takia, että sijoitusyhtiöitä koskevaa verosäätelyä ei samassa yhteydessä tutkittu.²⁰

Tärkeänä erityiskysymyksenä on pidetty vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmää ja yhtiömuodon suhdetta muuhun yhtiölainsäädäntöön. Ongelma on Suomessa ajankohtainen, koska SRL-työryhmä ei pystynyt valmistelemaan esitystä vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevaksi sääntelyksi, vaan sen osalta tyydyttiin toteamaan: ”Työryhmä päätyi esittämään vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön sääntelyn siirtämistä jatkovalmisteluun, sillä kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta.” Edelleen todettiin: ”Esityksessä ehdotetaan kuitenkin toistaiseksi pitäytymistä vielä sopimusmallisen sijoitusrahaston rakenteessa, sillä vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osalta kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta, joka edellyttää vielä huolellista lisäselvitystä suhteessa nykyiseen yhtiösäätelyyn.”²¹ Ratkaisua pidettiin valitettavana, koska vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn valmisteluun oli suhtauduttu laajalti positiivisesti.²²

Tämän artikkelin päämääränä on tutkia, millainen pääomajärjestelmä olisi tarkoituksenmukainen vaihtuvapääomaisissa sijoitusyhtiöissä, jos niistä päätettäisiin Suomessa säätää. Olennainen osa tutkimuskysymystä on nykyisen yhtiösäätelyn analysoiminen vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön näkökulmasta, jotta voidaan selvittää, soveltuuko osakeyhtiö yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen. Vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä verrataan osakeyhtiöön sen takia, koska niin on perinteisesti tehty lainvalmistelussa niin Suomessa²³ kuin Ruotsissa²⁴ sekä myös kotimaisessa vero-

¹⁹ Ks. SOU 2016:45, s. 23–68.

²⁰ Regeringens proposition 2017/18:5, s. 100 ja Harju 2020, s. 59. Verokysymysten jättämisestä selvityksen ulkopuolelle voidaan kummeksua, koska aiempi selvitys SOU 2002:56, s. 522 nimenomaan korosti, että verokysymykset täytyisi sisällyttää sijoitusyhtiösäätelyn jatkovalmisteluun.

²¹ VM 5/2018, s. 14 ja 52 ja HE 243/2018 vp, s. 53. Ks. myös SRL-työryhmää edeltävä VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 1 ja 9–10, jossa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn valmistelu oli mainittu yhtenä keskeisimmistä sijoitusrahastosäätelyn kehityskohteista.

²² Lausuntopalaute arviomuistiosta sijoitusrahastolain uudistamisesta 2017, s. 2–8 ja Lausuntoyhteenveto Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta 2018, s. 8–9.

²³ Ks. tämän artikkelin alaviite 180.

²⁴ Ks. esim. Prop. 1974:128, s. 96 ja SOU 2002:56, s. 510.

tuskäytännössä²⁵. Lisäksi osakeyhtiö on valmiiksi säännelty yhtiömuoto, jonka soveltuvuutta rahastotoimintaan on tarkoituksenmukaista selvittää, koska UCITS-direktiivi mahdollistaa yhtiömuotoiset yhteissijoitusyhtiöt ja toisaalta osakeyhtiö ja vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt ovat oikeudelliselta rakenteeltaan varsin samankaltaisia.²⁶ Artikkelissa esitetään, että suomalaisen osakeyhtiölain mukainen osakeyhtiö ei ole optimaalinen yhtiömuoto yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen. Tämän takia artikkelissa analysoidaan oikeusvertailun avulla ulkomaisten sijoitusyhtiöiden pääomajärjestelmän ominaisuuksia ja esitetään johtopäätöksenä perusteltu malli, jolle vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmän tulisi rakentua, jotta rakenne olisi toimiva, mikäli vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä päätettäisiin Suomessa säätää.

Artikkelin päämetodina hyödynnetään oikeusvertailua, koska tutkimuskohteena on oikeudellinen ilmiö, jota Suomen lainsäädäntö ei tunne.²⁷ Onkin todettu, että yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamisessa hyödynnettävät rahastot ovat hyvin kiintoisa tutkimuskohde vertailevassa oikeustieteessä²⁸ ja ylipäätään rahastojen rakennetta ja sääntelyä on tutkittu niukas-

²⁵ Ks. esim. VM 14/2018, s. 256, jossa todetaan, että verotuskäytännössä UCITS-SICAV:t on rinnastettu suomalaiseen osakeyhtiöön. Tämä saattaa kuitenkin muuttua EUT:n tuomion C-480/19 E v. Veronsaajien oikeudenvilvontayksikkö johdosta, jonka mukaan Luxemburgissa perustetun yhtiömuotoisen SICAV-sijoitusyhtiön tuotonjakoa ei voida verottaa suomalaisen luonnollisen henkilön verotuksessa ankarammin kuin suomalaisen sijoitusrahaston tuotonjakoa, kun otetaan huomioon pääomien vapaa liikkuvuus EU:ssa. Ratkaisu ei koskenut SICAV-sijoitusyhtiön rinnastettavuutta esimerkiksi lähdeverotilanteessa, mutta olisi kuitenkin johdonmukaista ja perusteltua, että rinnastettavuus ratkaistaisiin yhdenmukaisesti muissakin tilanteissa. Helsingin hallinto-oikeus esitti toisessa asiassa (Helsingin HAO 09.07.2020 20/1327/3) EU-tuomioistuimelle ennakkoratkaisupyynnön, joka koski ranskalaisen SICAV-rahaston Suomesta saaman kiinteistötulon verotusta. EUT:n asiassa 7.4.2022 antama ratkaisu (C-342/20) on merkittävä, koska siinä todetaan tuloverolain (TVL, 1535/1992) 20 a §:n olevan EU-oikeuden vastainen, sillä siinä rahaston oikeudellinen muoto on katsottu ratkaisevaksi tekijäksi Suomesta saatujen tulojen verovapauden kannalta, vaikka ulkomainen rahasto olisi muutoin verrannollinen suomalaiseen verovapaaseen sijoitusrahastoon. EUT:n ratkaisun myötä ei voida edellyttää, että suomalaiseen sijoitusrahastoon muutoin rinnastuva ulkomainen rahasto, joka täyttää oman kansallisen lainsäädäntönsä verovapaalle rahastoille asettamat vaatimukset, olisi oikeudelliselta muodoltaan sopimuserusteinen tullakseen rinnastetuksi suomalaiseen verovapaaseen sijoitusrahastoon. Kokonaisuutena EUT:n linjaukset korostavat sitä, että sijoitusyhtiöitä tulisi kohdella vastaavasti kuin muitakin rahastoja, vaikka ne ovat yhtiömuotoisia.

²⁶ Molemmat niistä täyttävät modernien yhtiöiden peruselementit. Ks. tämän artikkelin alaviite 14.

²⁷ Oikeusvertailussa hankitaan tietoa asettamalla erilaiset oikeusjärjestykset rinnakkain. Oikeusvertailussa rajaudutaan vieraiden valtioiden oikeusjärjestysten niihin osiin, jotka ovat tutkimusongelman kannalta tärkeitä. Ks. oikeusvertailusta yleisesti Husa 2013, s. 25–39.

²⁸ Ks. Hanharan – Ramsay 2018, s. 415. Tämä johtuu siitä, että vaikka eri oikeusjärjestelmissä rahastoilla on yhtäläiset taloudelliset ja toiminnalliset ominaisuudet, poikkeavat niiden oikeudelliset muodot merkittävästi toisistaan.

ti.²⁹ Toisaalta myös rahastojen pääomarakenne on ollut vähäisen akateemisen tutkimuksen kohteena ja sitä on pidetty jopa itsestäänselvyytenä³⁰, minkä lisäksi se on saanut niukasti huomiota päättäjiltä ja ekonomisteilta.³¹ Suomessa tutkimuksen puutetta voidaan pitää jopa yhtenä merkittävänä syynä kotimaisessa sääntelyssä tehdylle ratkaisulle, jossa yhtiömuotoista yhteissijoitustoimintaa ei täysin tunnusteta. Tämä artikkeli pyrkii avustamaan lainsäätäjää ja edistämään lainvalmistelua arvioimalla ja tuottamalla uutta tietoa ja ratkaisumalleja, joihin sijoitusyhtiön oikeudellinen sääntely voisi tulevaisuudessa perustua. Artikkelin apumetodi on osittain oikeusdogmaattinen³², vaikkakaan artikkeli ei hyödynnä yksinomaan perinteistä lainopin metodia, vaan siinä hyödynnetään enemmän *de lege ferenda*-lainoppia, jota voidaan pitää yhtenä oikeuspoliittisen tutkimuksen alalajina.³³

Artikkelin rakenne on seuraavanlainen: Johdannon jälkeen tarkastellaan rahastotoiminnan asettamia erityisiä reunaehtoja pääomajärjestelmälle ja varojenjakoja koskeville säännöksille. Tämä on välttämätöntä artikkelin tiedonintressin näkökulmasta, koska osakeyhtiön pääomajärjestelmän soveltuvuuden tutkiminen yhteisen sijoitustoiminnan näkökulmasta sekä vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille soveltuvan pääomajärjestelmän ominaisuuksien selvittäminen edellyttävät, että ensin tunnistetaan yhteisen sijoitustoiminnan erityisestä luonteesta johtuvat tarpeet ja reunaehdot pääomajärjestelmälle.

Toisessa luvussa analysoidaan ja arvioidaan relevanteilta osin osakeyhtiön pääomajärjestelmää ja sen soveltuvuutta yhteiseen sijoitustoimintaan. On perusteltua selvittää ensin olemassa olevan sääntelyn sopivuus vaihtuvapääomaiselle sijoitusyhtiölle, jotta voidaan varmistua siitä, tarvitaanko kokonaan uudenlaista sääntelyä. Toisen luvun analyysin tulosten perusteella kolmannessa luvussa tarkastellaan, millaisen pääomarakenteen vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt tarvitsisivat, kun otetaan huomioon etenkin kansainvälisesti omaksutut parhaat käytännöt ja toisaalta se, miten niiden varojenjakosääntely tulisi järjestää. Tarkastelu perustuu kansainväliseen sääntelyvertailuun, jolla selvitetään vaihtuvapääomaisten sijoitus-

²⁹ Morley 2014, s. 1231.

³⁰ Morley 2013, s. 345 ja Warburton 2017, s. 672–673.

³¹ Morley 2013, s. 376.

³² Tulkinta ja systematisointi ovat lainopin eli oikeusdogmatiikan keskeisiä tehtäviä. Kyseisten tehtävien nojalla se esittää voimassa olevista oikeusnormeista normikannanottoja ja tulkintakannanottoja. Ks. yleisemmin lainopillisesta metodista esim. Aarnio 1978, s. 52; Aarnio 1989, s. 48; Siltala 2001, s. 22–23; Siltala 2003, s. 384–386; Hirvonen 2011, s. 21–22 ja Kolehmainen 2015, s. 2–8.

³³ Ervasti 2011, s. 87 ja Kolehmainen 2015, s. 3.

yhtiöiden pääomajärjestelmän ominaisuuksia, koska Suomen oikeus ei tunne vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä. Oikeusvertailun avulla analysoidaan syitä, miksi sijoitusyhtiöiden pääomajärjestelmän on täytettävä tietyt kriteerit toimiakseen. Oikeusvertailevan analyysin pohjalta esitetään sijoitusyhtiöiden pääomajärjestelmään liittyviä lainsäädäntösuosituksia *de lege ferenda* Suomen näkökulmasta. Lopuksi neljännessä luvussa vedetään yhteen artikkelin johtopäätökset.

1.2 Yhteisen sijoitustoiminnan vaatimukset pääomajärjestelmälle

Yhteisen sijoitustoiminnan järjestämiseen tarkoitettut rahastot ovat usein avoimia (open-ended). Avoimuus tarkoittaa, että sijoittajat voivat lunastaa osuutensa. Rahasto ei ole avoin, jos se tai sen hoitaja pidättää itsellään oikeuden määrittää, milloin osuuksia voi lunastaa. Parhaiten avoimuus voidaan ymmärtää siten, että sijoittaja voi lunastaa osuutensa silloin kun hän itse haluaa.³⁴ Vaihtoehtorahastojen avoimuus on määritelty epäsuorasti myös sääntelyn tasolla.³⁵ Avoimuus ei kuitenkaan tarkoita sitä, että lunastusmahdollisuus olisi tarjottava samana päivänä, kun sijoittaja niin haluaa. Esimerkiksi tavanomaiset lunastuksenrajoituskeinot ja lunastuspalkkiot ovat mahdollisia.³⁶ Lunastusmahdollisuus on keskeinen ero, joka erottaa avoimen rahaston lähtökohtaisesti suljetusta osakeyhtiöstä, jossa osakkeista pääsee yleensä helpommin eroon osakkeiden luovutuksella niiden lunastuksen sijaan. Osakkeiden lunastaminen vähentää yhtiömuotoisen rahaston arvoa eli osakepääomaa, mutta osakeyhtiön osakkeiden myyminen jälki-markkinoilla ei.³⁷

³⁴ Ks. avoimen rahaston käsitteestä esim. OECD C(71)234 1972, s. 9; Vandamme 1988, s. 4; Warburton 2008, s. 764; Morley 2013, s. 345 ja Kremer – Lebbe 2014, s. 33.

³⁵ Ks. Komission delegoitu asetus (EU) N:o 694/2014, annettu 17 päivänä joulukuuta 2013, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU täydentämisestä teknisillä sääntelystandardeilla vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien tyyppien määrittämiseksi, jonka 1 artiklan 2 kohdan 1 kappaleessa todetaan: ”Avoimen vaihtoehtoisen sijoitusrahaston hoitajana pidetään sellaisen vaihtoehtoisen sijoitusrahaston hoitajaa, jonka osakkeet tai osuudet ostetaan takaisin tai lunastetaan minkä tahansa kyseisen sijoitusrahaston osakkeenomistajan tai osuudenomistajan pyynnöstä ennen sijoitusrahaston likvidatiovaiheen tai toiminnan lopettamisen alkamista suoraan tai välillisesti sijoitusrahaston varoista noudattamalla sen säännöissä tai perustamisasiakirjoissa, esitteessä tai tarjousasiakirjoissa vahvistettuja menettelyjä ja toteuttamistilheyttä.”

³⁶ Kremer – Lebbe 2014, s. 34.

³⁷ Ks. vastaavasti Morley – Curtis 2010, s. 88: ”When a shareholder sells, the assets that underlie the shares remain stuck inside the company. In a mutual fund, in contrast, share-

Jatkuvan liikkeeseenlaskun ja lunastusten takia avoimilla rahastoilla on vaihtuvapääomainen pääomajärjestelmä niiden oikeudellisesta muodosta riippumatta.³⁸ Avoimuuteen liittyy kiinteästi jatkuvan liikkeeseenlaskun periaate, vaikka jatkuva liikkeeseenlasku ei ole avoimen rahaston välttämätön ominaisuus. Pääsääntöisesti jokainen, joka haluaa tehdä rahastoon merkinnän ja hyväksyy rahaston perustamisasiakirjan, on oikeutettu merkintäsummansa perusteella määräytyvään osuuteen merkinnän kohteena olevassa rahastossa. Rahasto-osuuden arvo määräytyy merkintöjä ja lunastuksia varten laskemalla rahaston arvo vähentämällä rahaston varoista sen velat ja jakamalla näin saatu rahaston arvo liikkeeseen laskettujen osuuksien lukumäärällä.³⁹ Tavanomaisella avoimella rahastolla täytyy olla mahdollisuus laskea liikkeeseen uusia osuuksia välittömästi, kun sijoittaja tekee rahastoon merkinnän. Toisaalta rahasto on velvollinen lunastamaan yleisöltä takaisin liikkeeseen laskemiaan osuuksia aina silloin kun sijoittajat niin vaativat.⁴⁰ Väärinkäytösten estämiseksi osuuksien merkintä- tai lunastushinta ei voisi olla etukäteen tiedossa.⁴¹

Avoimuus voidaan järjestää myös mahdollistamalla kaupankäynti rahasto-osuuksilla pörssissä tai muulla säännellyllä markkinapaikalla. Tällöin kyse on pörssinoteeratusta rahastosta eli ETF-rahastosta. UCITS-direktiivin 1 artiklan 2 kohdan b alakohdan mukaan yhteissijoitusyrityksen toimenpide, jonka tarkoituksena on varmistaa, ettei sen osuuksien pörssi-arvo poikkea merkittävästi niiden nettoarvosta, rinnastetaan takaisinostoon tai lunastukseen. ETF-rahastot eroavat tavallisista rahastoista perustavanlaatuisesti osuuksien kaupankäynnin osalta: pörssin ulkopuolisissa rahastoissa sijoittajat käyvät kauppaa osuuksista suoraan rahaston kanssa, kun

holders do not sell their shares— they redeem them from the issuing funds for cash. When a shareholder redeems, the fund pays the underlying assets to the shareholder, the fund correspondingly declines in size, and the shares are extinguished.”

³⁸ Stafford 1975, s. 241.

³⁹ Ks. rahastojen ja niiden osuuksien nettoarvon laskemisesta esim. SIB 1995, s. 58; SIB 1996, s. 40; IOSCO 1997, s. 10–11; OECD 2000, s. 50–51 ja Morley 2013, s. 345.

⁴⁰ Ks. tähän periaatteeseen liittyen Suomen Pankki 1971, s. 3 ja HE 22/1977 vp, s. 2 ja 4.

⁴¹ Rahastotoiminnan keskeisenä periaatteena voidaan pitää sitä, ettei sijoittaja tiedä merkintää tehdessään rahasto-osuuden arvoa. Merkintöjen vastaanottaminen päivän arvoon lopetetaan yleensä ennen kuin päivän arvo on laskettu, jotta spekuloinnin mahdollisuuksia eli myöhäisen kaupankäynnin (late trading) ja markkinoiden ajoituksen (market timing) houkuttelevuutta saadaan vähennettyä. Asia nousi laajempaan tietoisuuteen Yhdysvaltojen vuoden 2003 skandaalin seurauksena, jolloin paljastui, että lukuisat suuret rahastopromootorit (mm. Canary Capital, Janus, Bank One’s One Group ja Strong Capital) hyödynsivät kyseisiä kaupankäyntistrategioita tai sallivat niiden käytön hoitamissaan rahastoissa. Skandaalia voidaan pitää jopa historian suurimpana häiriönä rahastojen maineelle ja uskottavuudelle. Ks. lisää esim. Turtiainen 2004, s. 26–27; IMA 2005, s. 8; Hazenberg 2012, s. 26–27; Horváthová 2015, s. 194–196; Wegman 2016, s. 68–70 ja Bullard 2018, s. 41.

taas ETF-sijoittajat käyvät kauppaa osuuksista toistensa kanssa pörssissä tai muulla markkinapaikalla. Jälkimarkkinakaupankäynti johtaa siihen, etteivät ETF-rahastojen osuuksien hinnat vastaa täysin osuuksien todellista nettoarvoa, mutta normaalissa markkinatilanteessa hintaerot ovat pieniä.⁴² ESMAn ohjeen mukaan osuuksien lunastusten tulisi kuitenkin olla mahdollisia suoraan ETF-rahaston varoista, mikäli osuuksien nettoarvo poikkeaa merkittävästi niiden pörssihinnasta.⁴³

2 OSAKEYHTIÖ RAHASTOTOIMINNASSA

2.1 Osakeyhtiön pääomajärjestelmän perusominaisuudet

Suomen suosituin yhtiömuoto on osakeyhtiö, josta säädetään osakeyhtiölaissa (OYL, 646/2006). Osakeyhtiön pääoma jakaantuu omaan ja vieraaseen pääomaan: oma pääoma on tuotoltaan vaihteleva riskipitoinen sijoitus, kun taas vieraan pääoman tuotto on lähtökohtaisesti kiinteää ja riskiltään alhaisempaa.⁴⁴ Perinteisen oman ja vieraan pääoman välisen rajanvedon voidaan kuitenkin katsoa hämärtyneen. Rahoitusinstrumenttien erilaistaminen on mahdollista sopimusvapauden ja OYL 1:9:n asettamissa rajoissa. Rahoituksen ominaisuuksia pyritään jatkuvasti kehittämään siten, että yhtäältä yritystoiminnan rahoitustarpeet ja toisaalta sijoittajien sijoitustarpeet täytyisivät mahdollisimman hyvin. Rahoitusmarkkinoiden alituisen kehityksen ja monimuotoisten rahoitustarpeiden johdosta on oikeutettua, että toimijoiden laajaan sopimusvapauteen ja osakeyhtiösääntelyn mallisopimusluonteeseen nojautuva sääntely on johtavassa asemassa.⁴⁵

Osakeyhtiölain pääomarakennetta koskeva systematiikka toimii siten, että oman pääoman ehtoiset sijoittajat sijoittavat yritykseen pääomaa ja odottavat vastaanottavansa osakeyhtiön soveltuvien sääntöjen mukaan si-

⁴² Ks. esim. Roiter 2018, s. 249–251. Vaikka suurin osa sijoittajista ei tee merkintöjä suoraan ETF-rahastoon tai lunasta osuuksiaan suoraan ETF-rahastosta, on niiden toiminnan kannalta kriittistä, että osa sijoittajista näin tekee. Yleensä tällaisia valtuutettuja osapuolia (ns. *Authorised Participants*) ovat arvopaperivälittäjät ja suuret finanssilaitokset, jotka toimivat markkinatakaajina. Niillä on tärkeä rooli osuuksien jakelussa edelleen sijoittajille pörssissä tai muulla markkinapaikalla. Toisaalta valtuutetuilla osapuolilla on myös tärkeä rooli arbitraasin harjoittamisessa, joka takaa lopulta sen, ettei ETF-rahasto-osuuksien pörssihinta poikkea merkittävästi osuuksien todellisesta nettoarvosta.

⁴³ ESMA 2014a, s. 7.

⁴⁴ Ks. esim. Vahtera 2011, s. 144–145.

⁴⁵ Lautjärvi 2011, s. 1341–1342 ja Mähönen – Villa 2020, s. 84. Ks. myös Vahtera 2012, s. 1061–1062, jossa tarkastellaan syitä sopimusvapautta korostavan sääntelyajattelun korostamisen taustalla.

joituksestaan sen tuoton, joka jää jäljelle sen jälkeen, kun kaikkien muiden sidosryhmien vaateet, kuten velkojien saamiset, on suoritettu maksunsaantijärjestyksen ilmaisevilla tavalla. Oman pääoman ehtoisen sijoittajan eli osakkeenomistajan sijoituksen kehitys riippuu näin ollen yhtiön menestymisestä ja yhtiön nettovarojen määrän kehityksestä, ja sijoitus on takasijainen yhtiön muiden etutahojen vaateisiin nähden. Osakeyhtiön vieraan pääoman ehtoisessa varainhankinnassa eli velkarahoituksessa osakkeenomistajat tai muut toimijat antavat varoja yhtiön käyttöön sopimuksen perusteella korvausta vastaan yleensä ennalta määrätyn ajaksi. Oman ja vieraan pääoman lisäksi välipääomarahoituksella tarkoitetaan sellaisia osakeyhtiön käytössä olevia varainhankintainstrumentteja, jotka ominaisuuksiensa johdosta sijoittuvat taloudellisen luonteensa ja sisältökeskeisen arvioinnin perusteella oman ja vieraan pääoman väliin. Välipääomarahoitusta ei voida kuitenkaan pitää itsenäisenä rahoituksen lajina, vaan siihen luettavat rahoitusinstrumentit ovat muodollisesti joko omaa tai vierasta pääomaa.⁴⁶

Osakeyhtiölain nimellisarvoton pääomajärjestelmä⁴⁷ murtaa osakkeen ja osakepääoman välisen yhteyden, minkä seurauksena osakepääomaa kyetään korottamaan antamalla osakkeita⁴⁸ ja osakkeita voidaan antaa korottamatta osakepääomaa^{49, 50}. Yhtiö voi antaa maksuttomia osakkeita myös itselleen osakepääomaa korottamatta eli tasesiirtoja suorittamatta OYL 9:20:n mukaisesti. Toimimalla näin yhtiö voi ennakoita omien osakkeiden käyttötarpeen ja jo etukäteen valmistautua mahdollisesti koituviin yritysraenteiden muutoksiin. Sama ratkaisumalli kytkeytyy omien osakkeiden hankkimista ja lunastamista sekä osakepääoman alentamista koskevaan sääntelyyn. Siten osakkeita pystytään lunastamaan alentamatta osakepääomaa ja osakepääomaa voidaan alentaa lunastamatta osakkeita. Näin ollen osake ei edes periaatteellisesti edusta osuutta osakepääomasta.⁵¹

⁴⁶ Ks. tarkemmin esim. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 792–794; Lautjärvi 2011, s. 1348–1349; Isomaa-Myllymäki – Myllymäki 2017, s. 40–41 ja Mähönen – Villa 2020, s. 131–134.

⁴⁷ OYL:n keskeisiä innovaatioita on nimellisarvoton pääomajärjestelmä, joka imponoi niin yleisten oppien kuin lain systematiikan ja yksityiskohtaisemman sääntelyn tasolla. Se edistää yhtiöiden mahdollisuuksia kerätä pääomaa kilpailukykyisin ehdoin, ja sillä on myös suora kytkös velkojiensuojan lujittumiseen ja sen luonteen uudentumiseen.

⁴⁸ Ns. rahastokorotus ja osakepääomasijoitus, joista säädetään OYL 11:1.1:n 2 ja 3 kohdassa.

⁴⁹ Tällöin kyseessä on OYL 9:1.2:ssa tarkoitettu maksuton osake.

⁵⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 774 ja Mähönen – Villa 2020, s. 401–402.

⁵¹ Ks. nimellisarvottomuudesta tarkemmin Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 566–567 ja 631–632 ja Mähönen – Villa 2020, s. 142.

Vaikka osakeyhtiön pääomajärjestelmä on Suomessa ollut perinteisesti suljettu⁵², on nimellisarvoton pääomajärjestelmä kuitenkin hyvin joustava. UCITS-direktiivi itsessään sallii yhteissijoitusyritysten perustamisen yhtiömuodossa, joten voitaisiinko direktiivin sallimaa liikkumavaraa hyödyntää niin, että sallittaisiin osakeyhtiömuodon käyttäminen yhteissijoitusyrityksenä hyödyntämällä valmista osakeyhtiösääntelyä ja viittaamalla tarvittavilta osin⁵³ SRL:iin? Vastaukseen voidaan hakea johtoa vaihtoehtorahastoista, joiden oikeudellista muotoa ei ole rajoitettu. Vaihtoehtorahastojen toimintaperiaate ja toiminnan tarkoitus ovat samanlaiset kuin yhteissijoitusyrityksissä. Osakeyhtiömuodossa on perustettu Suomessa vain muutamia vaihtoehtorahastoja⁵⁴, vaikkei sääntely tätä suoraan estäkään⁵⁵. Vaihtoehtorahastoja perustetaan Suomessa enimmäkseen kommandiittiyhtiöinä ja erikoissijoitusrahastoina. Jos oletetaan, että markkinat pyrkivät pääosin tehokkuuteen ja valitsevat rahastotoimintaan parhaiten sopivat oikeudelliset rakenteet, täytyy osakeyhtiömuotoon sisältyä ominaisuuksia, jotka rajoittavat sen houkuttelevuutta yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamisen välineenä. Seuraavaksi tarkastellaan, kuinka yhteistä sijoitustoimintaa voitaisiin harjoittaa osakeyhtiömuodossa.

2.2 Yhteisen sijoitustoiminnan harjoittaminen osakeyhtiömuodossa

Yhteistä sijoitustoimintaa on mahdollista harjoittaa osakeyhtiömuodossa monilla vaihtoehtoisilla tavoilla. Tämän luvun tarkastelun olettamana on, ettei OYL:n nykyistä pääomajärjestelmää koskevaa sääntelyä muutettaisi. Vaihtoehtorahastoja koskeva pohdinta kuvaa oikeustilaa *de lege lata*, koska vaihtoehtorahastoja on mahdollista perustaa osakeyhtiömuodossa – yhteissijoitusyrityksiä koskeva tarkastelu on *de lege ferenda* -arviointia siitä nä-

⁵² Ks. vastaavasti SOU 2002:56, s. 509, jossa todetaan samoin ruotsalaisista osakeyhtiöistä: ”Aktiebolag är enligt svensk rätt en sluten organisation.”

⁵³ Esimerkiksi sijoitusrajoituksia, rahastoyhtiötä ja säilytisyhteisöä koskevan sääntelyn osalta.

⁵⁴ Ks. Suomen Pankki, sijoitusrahastolista 31.3.2022 ja Viitala 2018, s. 513, jossa todetaan osakeyhtiömuotoisen rahastotoiminnan olevan Suomessa harvinaista.

⁵⁵ Ks. HE 94/2013 vp, s. 114, jossa todetaan vaihtoehtorahaston oikeudellista muotoa koskevasta vapaudesta seuraavaa: ”Pykälän määritelmän mukaisesti vaihtoehtorahasto voi olla yhteisö tai sopimusperusteinen järjestely. Määritelmä ei ota kantaa siihen, missä oikeudellisessa muodossa tai rakenteessa yhteissijoitus tulisi järjestää tai minkälaiset yksittäiset oikeudelliset muodot katsotaan kuuluviksi lain soveltamisalaan.”

kökulmasta, että osakeyhtiö olisi sallittu yhteissijoitusyrityksen oikeudellinen muoto.

Ensinnäkin osakeyhtiömuotoisissa sijoitusyhtiöissä voitaisiin hyödyntää osakepääomaa tarjoamalla uusia osakkeita suoraan sijoittajien merkittäväksi. Osakeannista olisi päätettävä yhtiökokouksessa tai hallituksessa OYL 9:2.1:n ja 9:2.2:n mukaisesti ja lisäksi osakkeita tulisi lähtökohtaisesti antaa aikaisemman osakeomistuksen suhteessa.⁵⁶ Tämän oletaman muuttamiseksi yhtiöjärjestyksessä olisi tällöin hyvä määrätä merkintäetuoikeuden puuttumisesta. Merkintäajan täytyisi olla pitkä. Merkintähinta täytyisi määrittää riippuvaiseksi yhtälöstä, jolla kuvattaisiin osakkeen nettoarvon laskeminen yhteiselle sijoitustoiminnalle tyypillisellä tavalla, ja merkintä tapahtuisi maksamalla osakkeet. Uudet osakkeet täytyisi ilmoittaa rekisteröitäväksi Patentti- ja rekisterihallitukselle (PRH) OYL 9:14:n mukaisesti. Vastaavasti osakkeiden lunastuksesta päättäisi vähintään hallitus, jos lunastus perustuisi OYL 15:10:n mukaisesti yhtiöjärjestyksen määräykseen. Tässäkin tapauksessa yhtiöjärjestyksessä olisi määrättävä osakkeista maksettava vastike. Lisäksi OYL 14:3:n ja 14:4:n mukaisesti osakepääoman alentaminen täytyy ilmoittaa rekisteröitäväksi ja velkojille on haettava kuulutus. Päivittäin auki olevissa sijoitusyhtiöissä mainitut toiminnot täytyisi olla mahdollista toteuttaa päivittäin, mikä ei käytännössä ole mahdollista varsinkaan lunastustilanteissa.

Toinen vaihtoehto vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön toiminnan järjestämiseksi nykyisen OYL:n puitteissa voisi tapahtua suuntaamalla ensin yhtiölle maksuttomia osakkeita, jotka olisivat siten yhtiön hallussa olevia omia osakkeita. Rekisteröinti tapahtuisi jo tässä vaiheessa. Tämän jälkeen osakkeet laskettaisiin liikkeeseen edellä kuvatuilla merkintää koskevilla reunaehdoilla. Aiemmin tapahtuneen rekisteröinnin johdosta osakkeet tuottaisivat heti osakeoikeudet, minkä takia kyseinen menettely olisi joustavampi edellä kuvattuun vaihtoehtoon verrattuna. Osakkeet voisivat olla lunastusehtoisia, tai ne voitaisiin vaihtoehtoisesti ostaa takaisin sijoitusyhtiölle, jolloin niistä tulisi sen omia osakkeita, joita voitaisiin myydä edelleen uusille sijoittajille.

Kolmantena vaihtoehtona voitaisiin hyödyntää lunastusehtoisia osakkeita, joiden merkintähinta kirjattaisiin kokonaan sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon. Yhtiöllä ei olisi osakepääomaa, jolloin osakepääoman määrää ei tarvitsisi muuttaa. Yhtiö lunastaisi osakkeet hinnasta, joka saataisiin jakamalla yhtiön vapaat pääomat liikkeeseen laskettujen osakkeiden

⁵⁶ Osakkeiden antaminen merkittäväksi aikaisemman osakeomistuksen suhteessa on laissa säädetty oletusarvoinen pääsääntö.

lukumäärällä. Hallituksella olisi laajat osakeantivaltuudet, ja osakkeiden merkintähinta olisi sama kuin yhdelle osakkeelle allokoitava osuus osakeyhtiön nettoarvosta. Yhtiö voisi joko laskea liikkeeseen uusia osakkeita tai jo sen hallussa olevia omia osakkeita.

Neljäntenä vaihtoehtona voitaisiin hyödyntää osakeyhtiön sijoitettua vapaata omaa pääomaa kokonaan ilman osakkeita ja osakepääomaa. Osakeyhtiöllä olisi yksi osake, jonka rahastoyhtiö merkitsisi perustamisvaiheessa. Sijoittajat tekisivät sijoituksensa osakeyhtiön sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon. Sijoitus olisi luonteeltaan vastikkeeton sopimukseen perustuva pääomasijoitus, jota vastaan sijoittaja ei saisi osaketta tai muuta saamistodistetta. Lähtökohtaisesti pääomasijoitukset kertyisivät ainoan osakkeenomistajan hyväksi, joten yhtiöjärjestyksessä tulisi määrätä, että yhtiön toiminnan tarkoituksena on muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille ja sijoitetun vapaan oman pääoman rahaston tuotto tai tappio jaettaisiin kollektiivisesti sijoituksen tehneiden tahojen kesken heidän tekemiensä pääomasijoitusten mukaisessa suhteessa. Lunastus tapahtuisi SVOP-sijoituksen palautuksena, johon olisi lisätty mahdollinen sijoitustoiminnan tuotto tai vähennetty tappio.⁵⁷

Merkintöjen ja lunastusten järjestämisen lisäksi on kiinnitettävä huomiota OYL:n varojenjaon menetelmiin ja rajoituksiin. Tuottorahastoissa ei tunneta jakokelpoisten varojen käsitettä⁵⁸, joka tarkoittaa sitä, että ”tuotto-na” voidaan jakaa ulos myös rahaston pääomaa, jos rahaston sijoitukset ovat olleet tappiollisia ja tuotonjaosta on kuitenkin päätetty ja määrätty rahaston perustamisasiakirjassa. Myös osakeyhtiöissä tämä on mahdollista, jos osakeyhtiöllä ei ole sidottua omaa pääomaa eikä maksukykytesti rajoita varojenjakoja, jolloin vapaa oma pääoma voidaan jakaa kokonaan. Osakeyhtiöllä täytyy kuitenkin olla viimeksi vahvistetun tilinpäätöksen mukaan jakokelpoisia varoja, koska varojen jakaminen perustuu viimeksi vahvistettuun tilinpäätökseen OYL 13:3:n mukaisesti, minkä jälkeen arvioidaan maksukykytestin perusteella, mikä osa jakokelpoisista varoista voidaan jakaa vaarantamatta yhtiön maksukykyä. Maksukykyisyystestistä on säädetty OYL 13:2:ssa, jonka mukaan varoja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai olisi pitänyt tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden. Maksukykyisyystesti koskee kaikkia varojenjakotilanteita, ei siis yksinomaan osingonjakoa ja varojen jakamista sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta.⁵⁹ Kokonaisuutena

⁵⁷ Ks. SVOP-sijoitusten tekemisestä ja palauttamisesta esim. Mähönen – Villa 2020, s. 261–263 ja 433–439.

⁵⁸ Harju – Syyrilä 2001, s. 199.

⁵⁹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 38–46 ja Mähönen – Villa 2020, s. 462–463.

varojenjakorajoituksilla ei ole merkittävää eroa rahastojen ja osakeyhtiöiden välillä, koska molemmissa varojenjakorajoitusten keskeisenä tavoitteena on, että veloille on oltava täysi kate.

2.3 Arviointia

Rahastotoiminta on hyvin kansainvälistä etenkin Euroopassa yhteissijoitusyriyten yhtenäismarkkinaaan pyrkivästä UCITS-sääntelystä johtuen. Kansallisesta näkökulmasta rahastosääntelyn konvergensi ja ajan tasalla pysyminen suhteessa tunnettuihin ulkomaisiin rahastorakenteisiin on korostuneen tärkeää kilpailukyvyn kannalta. Sääntelyn harmonisoiminen nähdään pikemminkin mahdollisuutena kuin uhkana, mikä on johtanut harmonisaatiokehitykseen myös Euroopan rajojen ulkopuolella. Yhdenmukaistamista on perusteltu etenkin sääntelyn kansainvälisen kilpailukyvyn kasvattamisella⁶⁰. Se mahdollistaa toisaalta kilpailukykyisten organisoitumismuotojen valikoiman kotimaisille toimijoille mutta tekee myös ulkomaisten toimijoiden markkinoille tuleminen helpommaksi, jos sääntelyn pääperiaatteet ovat samat kuin ulkomaisten toimijoiden kotivaltioissa. Myös rahastojen markkinoiminen rajojen yli helpottuu, jos ulkomaille markkinoitavan rahaston rakenteen tiedetään olevan vastaavanlainen kuin kohdevaltion omien rakenteiden.⁶¹

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön toiminnan järjestäminen nykyisen osakeyhtiösääntelyn tarjoamin keinoin on periaatteessa mahdollista usealla eri tavalla ja niiden yhdistelmillä. Osakepääoman määrän muuttamiseen perustuva mekanismi olisi vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden kansainvälisten peruseriaatteiden näkökulmasta helpoiten ymmärrettävissä myös ulkomaisille sijoittajille, mutta toisaalta se muodostuisi monimutkaiseksi ja teennäiseksi. Pääpiirteissään säännökset osakeyhtiön osakepääoman ja osakkeiden lukumäärän muuttamisprosesseista ovat monimutkaisia, hallinnollisesti raskaita ja aikaa vieviä, koska prosessit vaativat usein sekä yhtiöorganani että viranomaisen (PRH) myötävaikutusta. Kyseinen malli ei olisi toteuttamiskelpoinen rahastotoiminnan harjoittamiseen.

⁶⁰ Ks. esim. FSDC 2013, s. 1; FSTB 2014, s. 1; MAS 2017, s. 5–6 ja Treasury (Australia) 2017, s. 4.

⁶¹ Ks. vastaavasti esim. SIB 1993, s. 11; SIB 1995, s. 7–8 ja 49 ja SIB 1996, s. 6 ja 31, joissa tarkastellaan OEIC-sääntelyn säätämisen taustoja. Ison-Britannian perinteinen rahastorakenne, osuustrusti, oli Euroopassa omintakeinen rakenne ja vaikeasti ymmärrettävä Ison-Britannian ulkopuolella. Tämä oli yksi keskeinen syy OEIC-sijoitusyhtiörakenteen käyttöönnotolle.

Sijoitetun vapaan oman pääoman hyödyntäminen toisi mukaan tarvittavaa joustavuutta. Osakeliitännäisiä SVOP-sijoituksia hyödyntämällä yhtiö saataisiin toimimaan joustavasti ilman osakepääoman korottamiseen ja alentamiseen liittyviä muodollisuuksia, mutta uusien osakkeiden rekisteröimisvelvollisuus⁶² ja toisaalta omien osakkeiden hankkimiseen ja lunastamiseen liittyvät varainsiirtoveroseuraamukset tekevät mallista epäkäytännöllisen. SVOP-sijoituksia voidaan hyödyntää myös kokonaan ilman osakkeita, jolloin sijoittajat eivät saisi tyypillisiä osakkeenomistajien oikeuksia, koska he tekisivät sijoituksensa SVOP-rahastoon ulkopuolisena pääomasijoituksena. Pelkkään SVOP-rahastoon tehdyt sijoitukset eivät ole arvopapereita, mikä tekisi jälkimmäisellä menetelmällä toimivista sijoitusyhtiöistä käyttökeltottomia toisten UCITS-sijoitusyhtiöiden sijoituskohteina.

Sijoitetun vapaan oman pääoman konsepti ei ole ylipäättäen kovin tuttu suomalaisille sijoitusrahastosijoittajille eikä ainakaan ulkomaisille sijoittajille, jotka ovat tottuneet vaihtuvan osakepääoman periaatteella toimiviin vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin. Rakenteen omaksuminen vaatisi tavallista suurempia oppimiskustannuksia, eikä rakenne siitäkään huolimatta välttämättä saisi vakiintunutta asemaa markkinoilla, joilla kilpailee jatkuvasti samanaikaisesti sekä koti- että ulkomaisia rahastorakenteita.

Vaikka osakeyhtiön pääomajärjestelmä sinänsä mahdollistaa yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamisen, ei osakeyhtiömuoto mahdollista muita *lex specialis* -sijoitusyhtiöille tyypillisiä ominaisuuksia, kuten jakaantumista alarahastoihin, joiden varat ja velvoitteet ovat toisistaan erillisiä suhteessa velkoihin⁶³, taikka toimivaa tuotto- ja kasvuosuuksien⁶⁴ perustamista etenkin verotuksellisten syiden takia⁶⁵. Tämän lisäksi ei ole syytä sivuut-

⁶² Rekisteröimisvelvollisuutta olisi mahdollista keventää tekemällä yhtiölle itselleen maksumaton osakeanti perustamisvaiheessa, jolloin yhtiön toiminnan aikana laskettaisiin liikkeen yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

⁶³ Ks. Vepsä 2021b, s. 92–93.

⁶⁴ Ks. Haapaniemi – Rasinaho 2021, s. 93–104, jossa tarkastellaan ns. scrip dividend-järjestelyä, jossa on viime kädessä kyse osakeyhtiön osakkeenomistajalle annettavasta valinnanmahdollisuudesta saada osingot rahana tai yhtiön osakkeina. Tilanne rinnastuu sijoitusrahastojen tuotto- ja kasvuosuuksiin, mutta aivan samasta asiasta ei kuitenkaan ole kyse. Mikäli rahastosijoittaja valitsee tuotto-osuudet, tuotto pääomitetään kasvuosuuksille ja kasvattaa niiden arvoa tuoton verran, eli sijoittaja ei saa lisää rahasto-osuuksia, kun taas scrip dividend-järjestely ei kasvata sijoittajan jo omistamien osakkeiden arvoa, vaan hän saa uusia osakkeita, joiden arvo vastaa jaettavaa tuottoa.

⁶⁵ Ks. Haapaniemi – Rasinaho 2021, s. 100–104, jossa analysoidaan korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisua KHO 2020:116, jonka mukaan scrip dividend-järjestelyn perusteella tapahtuvassa osakemerkinnässä osakkeenomistajalle kertyy osittain veronalaista osinkotuloa eikä merkintää veroteta kuten osakeantia. Näin ollen osakeyhtiön kontekstissa ”kasvuosuuDET” valinneelle sijoittajalle kertyisi TVL 33 a §:ssä tarkoitettua osittain veronalaista osinkotuloa, kun taas sijoitusrahastosijoittajaa ei veroteta tuoton pääomittamisesta kasvu-

taa sitä seikkaa, että osakeyhtiömuotoista rahastotoimintaa ei ole tuettu verosääntelyllä. Edellä kuvatuissa osakeyhtiömuotoisen rahastotoiminnan harjoittamisen skenaarioissa ongelmaksi SRL:ssa tarkoitettuun sijoitusrahastotoimintaan nähden muodostuisi varainsiirtovero, joka nykyisin liittyy omien osakkeiden luovuttamiseen ja hankkimiseen, ja toisaalta myös viime kädessä osakeyhtiön tulovero.⁶⁶ Toisaalta myös SVOP-sijoitusten palauttamisen verotus poikkeaa rahasto-osuuksien luovutuksessa sovellettavasta verotuksesta.⁶⁷ Osakkeiden liikkeeseenlasku- ja lunastustapahtumia ja niihin liittyviä hallinnollisia prosesseja voitaisiin minimoida suosimalla ETF-rahastoja, mutta niidenkään käyttö ei poista epäsuotuisan verokohtelun vaikutuksia.⁶⁸ Mikäli osakeyhtiömuotoinen rahastotoiminta olisi huomioitu verosääntelyssä mutta muita muutoksia sääntelyyn ei tehtäisi, voisivat osakeyhtiöt sopia paremmin epälikvidien suljettujen rahastojen tarpeisiin kuten Luxemburgin SICAF-rahastot.⁶⁹

Varojenjakorajoitukset eivät poikkea merkittävästi osakeyhtiöiden ja rahastojen välillä. Varojenjakorajoitusten pääperiaatteena on, että veloille on oltava täysi kate. On kuitenkin huomioitava, että osakeyhtiöissä varojenjaon on perustuttava OYL 13:3:n mukaan viimeksi vahvistettuun tilinpäätökseen, kun taas rahastoissa tällaista vaatimusta ei ole. Tämä saattaa rajoittaa osakeyhtiöiden mahdollisuuksia jakaa lunastuksina ulos realisoituneita arvonnousuja ainakin laajamittaisesti. Mahdollisesti tilinpäätöksen laatimi-

osuuksille, vaan hän pääsee nauttimaan kasvuosuuksiin liittyvästä verotuksellisesta lykkäytymisestä.

⁶⁶ Tutkimusekonomisista syistä verokysymysten tämän syvällisempi tarkastelu on jätetty tämän artikkelin ulkopuolelle. Joka tapauksessa vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön toimivuus rahaston oikeudellisena muotona ei olisi mahdollista ilman toimivia verosäännöksiä. Käytännössä uuden oikeudellisen rakenteen toimivuus rahastona edellyttäisi sen vapauttamista tuloverosta vastaavaan tapaan kuin sijoitusrahastot tulon kahdenkertaisen verotuksen ehkäisemiseksi. Ks. tältä osin esim. Viitala 2018, s. 536. Ks. myös Kremer – Lebbe 2014, s. 633, jonka mukaan sijoitusyhtiöiden osakkeiden lunastamisen ei tulisi myöskään aiheuttaa haitallisia veroseuraamuksia sijoittajien tasolla.

⁶⁷ TVL 33 b §:n 6 momentin mukaan varojenjakoo sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta on verotuksessa pääsäännön mukaan osinkoa.

⁶⁸ Osakeyhtiömuotoisen ETF-rahaston tuotto heikentyisi vastaaviin sijoitusrahastoihin tai ulkomaisiin sijoitusyhtiöihin verrattuna, koska rahastot ja sijoitusyhtiöt eivät maksa veroa omasta tuloksestaan mutta osakeyhtiö maksaa. Toisaalta myöskään ETF-markkinatakaajia ei löytyisi kaupankäyntiin liittyvän varainsiirtoveron takia.

⁶⁹ Ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 55–56; Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 180 ja Vepsä 2021a, s. 28. Luxemburgin kiinteäpääomaiset sijoitusyhtiöt eli SICAF-rahastot (Société d'Investissement à Capital Fixe) lähenevät toimintaperiaatteiltaan tavanomaisia kaupallisia yhtiöitä, koska ne eivät voi poiketa yhtiöoikeudellisista säännöistä siinä määrin kuin SICAV-rahastot ja esimerkiksi osakepääomaa voidaan muuttaa vain osakkeenomistajien päätöksellä. *SICAF* on yleistermi, joka viittaa yleisesti kaikkiin suljettuihin rahastoihin, jotka voivat olla eri yhtiömuodoissa perustettuja.

sen jälkeen lisääntyneitä jakokelpoisia varoja ei jaossa voida ottaa huomioon. Jos niin haluttaisiin menetellä, olisi laadittava uusi ja tuorempi tilinpäätös.⁷⁰ Rahastoissa tällainen ei ole tarpeen, koska niillä on tiheän arvonlaskentavelvoitteensa vuoksi aina käytössään ajantasainen tieto rahaston nettoarvosta, joka voidaan jakaa ulos lunastuksina tai tuotonjakona.

3 VAIHTUVAPÄÄOMAISEN SJOITUSYHTIÖN PÄÄOMAJÄRJESTELMÄ

3.1 Pääomalajit

Vaihtuvapääomaiselta sijoitusyhtiöltä edellytettävän pääomajärjestelmän analysoinnin kannalta on keskeistä ymmärtää rahastojen tyypillistä pääomarakennetta eli tapaa, jolla toiminta rahoitetaan. Ilman tätä ymmärrystä ei voida esittää perusteltuja päätelmiä siitä, millainen pääomajärjestelmän tulisi olla. Edellä luvussa 2.1 todettiin, että osakeyhtiön pääomalajeja eli omaa ja vierasta pääomaa koskeva sopimusvapaus on hyvin laaja. Avomissa rahastoissa on kuitenkin kansainvälisesti pääsääntönä, että vieraan pääoman ehtoinen luotonotto on hyvin rajoitettua. Luotonottoon on suhtauduttu perinteisesti kielteisesti siitä saatujen huonojen kokemusten vuoksi.⁷¹ Ottamalla luottoa rahasto voisi hyödyntää velkavipua, jolloin se voisi ottaa huomattavasti varsinaista rahastoon maksettua pääomaa suuremman riskiposition, joka lisää maksukyvyttömyystilanteiden riskiä.⁷² UCITS-direktiivin 83 artiklan 1 kohdan a alakohdan mukaan sijoitusyhtiö ei saa ottaa lainaa. Poikkeuksena mainitun artiklan 2 kohdan a alakohdan mukaan sijoitusyhtiö voi ottaa väliaikaiseen tarkoitukseen lainaa määrän, joka vastaa 10:tä prosenttia sen varoista, jos jäsenvaltio sallii luotonoton kansallisessa lainsäädännössään.⁷³ Sijoitusrahaston lainanottoa koskeva sääntely

⁷⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 53.

⁷¹ Ks. esim. OECD C(71)234 1972, s. 24–25, jossa OECD:n sijoitusrahastotoiminnan standardisäännöissä suositellaan, että rahaston velat eivät saa ylittää 20:tä prosenttia sen kaikista varoista.

⁷² HE 238/1986 vp, s. 18 ja Harju – Syyrilä 2001, s. 166–167.

⁷³ Lisäksi sijoitusyhtiö voi ottaa mainitun artiklan 2 kohdan b alakohdan mukaan lainaa sellaisen kiinteän omaisuuden hankkimiseksi, jota tarvitaan välittömästi yhtiön liiketoiminnassa, ja sen määrä voi olla enintään 10 prosenttia sijoitusyhtiön varoista eikä tätä tarkoitusta varten otettu laina voi yhdessä a alakohdassa tarkoitettujen lainojen kanssa olla yhteensä yli 15 prosenttia sijoitusyhtiön varoista. Sopimusperusteiset sijoitusrahastot ja osuustrustit eivät voi ottaa lainaa kiinteän omaisuuden hankkimiseksi, joten lainanottoa koskeva UCITS-direktiivin sääntely poikkeaa sijoitusyhtiöiden osalta verrattuna muihin yhteissijoitusyritysten oikeudellisiin rakenteisiin. Ks. myös SIB 1996, s. 18, jossa korostetaan, että kiinteää

on tätä tiukempaa, koska mainitun UCITS-direktiivin säännöksen mukaan lainanottoa koskeva 10 %:n raja lasketaan sijoitusrahaston arvosta eikä sen varoista – toisin kuin sijoitusyhtiöiden. Sijoitusrahastojen luotonottoa koskeva rajoitus on kansallisesti implementoitu SRL 13:20.1:een.

Luotonottoa koskevien rajoitusten takia yhteissijoitusyritysten luotonotto on rajoitettu marginaaliseksi ja väliaikaiseksi ilmiöksi. Mahdollinen syy luotonotolle voisi olla sijoitusyhtiön käteisvarojen turvaaminen tilanteessa, jossa olemassa olevat käteisvarat eivät riitä lunastusvaatimusten toteuttamiseen eikä sijoitusyhtiön varojen realisointi olisi kannattavaa vallitsevassa markkinatilanteessa. Toinen käyttötarkoitus voisi olla esimerkiksi käteisvarojen puute päätettäessä käyttää sijoitusyhtiön varallisuuteen kuuluvia merkintäoikeuksia.⁷⁴ UCITS-direktiiviä säädettyä luoton mahdollisia käyttötarkoituksia ei rajoitettu, koska käyttötarkoitusten valvominen todettiin vaikeaksi⁷⁵, mutta siitä huolimatta kiellon katsotaan ulottuvan sijoitustoimintaa varten otettuun luottoon.⁷⁶ Näin ollen avoimien yhteissijoitusyritysten, kuten vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden, varainhankinta tapahtuu lähes poikkeuksetta yleisöltä tulevana osakemerkintöinä, jolloin niiden pääoma koostuu lähes kokonaan oman pääoman ehtoisestä rahoituksesta.

Lainanottoa koskevia rajoituksia noudattaen sijoitusyhtiö voi laskea liikkeeseen joukkovelkakirjalainoja tai muunlaisia lainainstrumentteja, jos sijoitusyhtiön kansallinen lainsäädäntö sen sallii. Esimerkiksi Luxemburgissa joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlasku on mahdollista.⁷⁷ Tällöin sijoitusyhtiön luotonotto on mahdollista myös muilta tahoilta kuin pankeilta (toisin kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa⁷⁸ tai Isossa-Britanniassa⁷⁹). Luotonottoa koskevien rajoitusten vuoksi joukkovelkakirjalainojen kautta tapahtuvan varainkeruun merkitys on kuitenkin vähäinen. Lainainstrumenttien haltijat ovat oikeutettuja korkoon ja pääoman takaisinmaksuun riippumatta sijoitusyhtiön liiketoiminnan tuloksesta.⁸⁰ Lainainstrumenteilla kerätyt varat

omaisuutta ei voida hankkia sijoitustarkoituksiin (silloin kun sijoitusyhtiö on yhteissijoitusyritys). Kiinteän omaisuuden hankkimista koskevalla poikkeuksella ei ole kuitenkaan suurta merkitystä, koska sijoitusyhtiöt harjoittavat liiketoimintaansa käytännössä rahastoyhtiön tiloissa ja sisäisesti hoidettujen sijoitusyhtiöiden merkitys on nykyään muutenkin vähäinen. Ks. esim. Vepsä 2021b, s. 101 ja 117.

⁷⁴ Vandamme 1988, s. 77; HE 59/1996 vp, s. 55 ja Harju – Syyrilä 2001, s. 167.

⁷⁵ Vandamme 1988, s. 78.

⁷⁶ Vandamme 1988, s. 77 ja ALFI 2009, s. 2.

⁷⁷ Kremer – Lebbe 2014, s. 280.

⁷⁸ Ks. Morley 2013, s. 348 ja Warburton 2017, s. 690, joissa todetaan, että yhdysvaltalaiset avoimet rahastot voivat ottaa lainaa ainoastaan tilapäisiin tarkoituksiin ja laina on otettava pankista eikä yleisöltä tai muilta yhteisöiltä.

⁷⁹ SIB 1996, s. 19, 72–73 ja COLL 5.5.4 R.

⁸⁰ Kremer – Lebbe 2014, s. 282.

katsotaan sijoitusyhtiön veloiksi, ja kun sijoitusyhtiön osakkeiden arvo määräytyy sijoitusyhtiön nettoarvon perusteella, ovat lainanantajat maksunsaantijärjestyksessä aina etusijalla osakkeenomistajiin nähden. Nykyistä laajempi lainainstrumenttien liikkeeseen laskemisen mahdollisuus myös vähittäissijoittajille myytävissä rahastoissa voisi olla perusteltua, koska se mahdollistaisi sijoittajille vähäriskiset kiinteäkorkoiset rahasto-osuudet ja toisi siten enemmän valinnanvaraa erilaisiin sijoitustarpeisiin.⁸¹

Yhdysvaltojen vuoden 1940 sijoitusyhtiölailalla (Investment Company Act of 1940) vastattiin ongelmiin, joita rahastojen pääomarakenteissa esiintyi 1920- ja 1930-luvuilla. Ennen mainitun lain voimaantuloa pääomarakenteet olivat usein hyvin monimutkaisia. Sijoitusyhtiöt laskivat liikkeeseen tavallisten osakkeiden lisäksi velkainstrumentteja ja etuoikeusosakkeita⁸² (ja tavallisetkin osakkeet saattoivat jakaantua eri lajeihin). Monet piensijoittajat eivät ymmärtäneet, missä maksunsaantiasemassa heidän omistamansa arvopaperit olivat suhteessa koko rahaston pääomarakenteeseen ja mikä vaikutus mahdollisella velkavivulla oli. Väärinkäytökset liittyivät etenkin riittämättömyyteen omiin pääomiin ja reserveihin⁸³, senioriarvopaperien haltijoiden hyväksikäyttöön⁸⁴ ja ylipäättään velkavivun käyttämiseen⁸⁵. Esimerkkinä voidaan mainita 50 miljoonan dollarin kokoinen rahasto, johon perustajataho sijoitti 5 miljoonaa dollaria oman pääoman ehtoisena ja loput 45 miljoonaa dollaria

⁸¹ Ks. mahdollisista hyödyistä tarkemmin Morley 2013, s. 367–369.

⁸² Suomalaisissa osakeyhtiöissä etuoikeusosakkeet (Yhdysvalloissa tunnetussa muodossaan) ovat harvinaisia. Etuoikeusosakkeilla on tyypillisesti muun muassa oikeus varojenjakoon ennen tavallisia osakkeita, ja ne ovat myös maksunsaantijärjestyksessä tavallisia osakkeita paremmalla etusijalla, mutta niiden haltijoiden maksunsaantiasema on kuitenkin huonompi kuin vieraan pääoman ehtoisilla rahoittajilla. Ks. myös Vahtera 2011, s. 187, jonka mukaan osakkeenomistajat voivat luoda osakkeita erilaistamalla osakkeenomistajien joukon sisälle porrastetun maksunsaantijärjestyksen.

⁸³ Senioriarvopapereita markkinoitiin turvallisina ja sijoituksen arvon säilyttävinä, koska ne olivat maksunsaantijärjestyksessä tavallisia osakkeita paremmalla etusijalla. Rahaston perustajataho sijoitti pienen oman pääoman ehtoisen sijoituksen, ja varsinainen varainkeruu tapahtui senioriarvopaperien kautta. Pienikin osakekurssien lasku riitti siihen, että oman pääoman puskuri menetettiin eivätkä sijoittajat välttämättä saaneet takaisin alun perin sijoittamaansa summaa.

⁸⁴ Rahaston perustajataho pystyi pidättämään äänivallan itsellään ja kontrolloimaan suurta varallisuusmassaa omien intressiensä mukaisesti. Rahaston varojen arvon laskusta huolimatta äänivalta pysyi perustajataholla. Vaikka rahaston perustaja oli sijoittanut vain pienen alkupääoman, oli sillä residuaaliasemansa perusteella oikeus kaikkeen ylituottoon senioriarvopaperien kiinteiden velvoitteiden täyttämisen jälkeen. Rahaston perustajalla oli toisin sanoen vähän hävittävää (pienen sijoituksensa takia), mutta paljon voitettavaa.

⁸⁵ Rahastopromootorit laskivat liikkeeseen myös tavallisia osakkeita niinä hetkinä, kun velkavivutetuilla rahastoilla oli myyntipotentialia. Velkavipu houkutteli spekulatiivisia sijoittajia, mutta pörssikurssien laskiessa se moninkertaisti tappiot ja johti sijoittajien sijoittaman pääoman nopeampaan menetykseen.

kerättiin yleisöltä vieraan pääoman ehtoisena. Rahaston arvon laskiessa rahaston perustaja vastasi arvon laskusta ensimmäisten 5 miljoonan dollarin edestä, jotka ylittävistä tappioista vastasi sijoittajayleisö. Sijoittajien näkökulmasta turvalliseksi markkinoitu velkamuotoinen sijoitus muuttui tällöin käytännössä riskialttiiksi sijoitukseksi eikä alkuperäinen sijoitus ollut turvassa.⁸⁶

Yhdysvaltojen huonot kokemukset johtivat siihen, että sääntelyn avulla rahastojen pääomarakenne tehtiin yksinkertaiseksi ja läpinäkyväksi. Tämä tarkoitti käytännössä sitä, etteivät rahastot saa laskea liikkeeseen senioriarvopapereita, jotka ovat maksunsaantijärjestyksessä etusijalla tavallisiin osakkeisiin nähden (kuten lainat, joukkovelkakirjalainat tai etuoikeusosakkeet).⁸⁷ Yksinkertainen ja sijoittajille tasapuolinen avointen rahastojen pääomarakenne on sittemmin levinnyt universaalisti vallitsevaksi periaatteeksi. Aiemmin tässä luvussa todetulla tavalla EU-maiden yhteissijoitusyritysten lainanotto on hyvin rajoitettua, mutta toisaalta EU-sääntely vaikeenee etuoikeusosakkeiden liikkeeseen laskemisen mahdollisuudesta⁸⁸. Vaikka kysymykseen tai osakelajien toimintaperiaatteisiin ei ole sääntelyn tasolla otettu kantaa⁸⁹, ESMA:n lausunnon⁹⁰ mukaan tulisi perustaa erillinen rahasto tai alarahasto silloin kun tavoitteena on poiketa yhtenäisestä riskiprofilista.⁹¹ Tämä puoltaisi sitä, ettei saman sijoitusyhtiön tai sen alarahaston sisällä voitaisi perustaa eri osakelajeja, joiden maksunsaantijärjestys ei ole tasavertainen, koska tällöin osakelajien riskitasot poikkeaisivat

⁸⁶ Warburton 2017, s. 683–688.

⁸⁷ Morley 2013, s. 348 ja Warburton 2017, s. 689. Ks. myös Morley 2012, s. 380 ja 388, joka toteaa Yhdysvaltojen sijoitusyhtiösääntelyn historiaa tarkastelevassa artikkelissaan, että toimialan tavoitteena lienee ollut sääntelyn avulla standardisoida rahastojen rakennetta. Lainanottoa koskevat rajoitukset mahdollistivat yksinkertaisen pääomarakenteen, jossa sijoittajien ei tarvitse ottaa selvää siitä, saavatko he rahastosijoituksen tehdessään tavallisia sijoitusyhtiön osakkeita vaiko esimerkiksi monimutkaisia velkamuotoisia arvopapereita. Toisaalta Morley 2013, s. 357 toteaa, ettei pääomarakenteen sääntelyn taustalla ole selvää yksittäistä syytä, vaan siihen ovat vaikuttaneet yhdessä monet tekijät.

⁸⁸ Sijoitusyhtiön tapauksessa kyse olisi sijoitusyhtiön tai alarahaston sisäisistä osakelajeista, joilla olisi toisiinsa nähden poikkeava maksunsaantijärjestys. ESMA 2017, s. 1 kuvaa osakelajien ominaisuuksiin liittyvän oikeustilan epävarmuutta seuraavasti: ”The UCITS Directive recognises the possibility for UCITS to offer different share classes to investors, but it does not prescribe whether, and to what extent, share classes of a given UCITS can differ from one another.”

⁸⁹ Luca 2021, s. 733–734 toteaa, että UCITS-direktiivi tunnistaa osakelajien olemassaolon markkinointia koskevissa säännöksissä mutta ei sääntele niihin liittyviä operatiivisia seikkoja tarkemmin. AIFM-direktiivissä ei puolestaan mainita osakelajeja muttei niiden perustamista myöskään kielletä.

⁹⁰ ESMA, Share classes of UCITS. Opinion. 30 January 2017.

⁹¹ ESMA 2014b, s. 5–6 ja ESMA 2017, s. 4.

merkittävästi toisistaan.⁹² Suhtautuminen on ollut kielteinen perinteisesti myös Isossa-Britanniassa, joka on muutoin pyrkinyt olemaan varsin liberaali eri osakelajien ominaisuuksia koskevissa kysymyksissä.⁹³ ESMAn lausunto ei ainakaan ole selkiyttänyt osakelajeihin liittyviä toisistaan poikkeavia kansallisia käytäntöjä⁹⁴, koska myös yhteissijoitusyrityksissä esiintyy osakelajeja, joiden maksunsaantijärjestys poikkeaa toisistaan.⁹⁵

Luotonotosta edellä tässä luvussa todettu ei koske sijoitusyhtiöitä, jotka ovat vaihtoehtorahastoja. Vaihtoehtorahastoille ei ole sääntelyn tasolla asetettu lainanottoa koskevia määrällisiä rajoitteita⁹⁶ eikä niiden osalta ole katsottu perustelluksi rajoittaa, missä muodossa ne voivat kerätä pääomia. Velkavivun käyttäminen on olennainen osa monia vaihtoehtoisia sijoitusstrategioita, ja pääomalajien monipuolisuuden mahdollisuus on tärkeää pääomien keräämisen joustavuuden kannalta.⁹⁷ Myös maksunsaantijärjestyksiltään poikkeavat osakelajit ovat lähtökohtaisesti vaihtoehtorahastoissa hyväksyttävimpiä, koska edellä tarkasteltu ESMAn lausunto ei sovellu vaihtoehtorahastoihin.⁹⁸ Vaihtoehtorahastot ovat myös lähtökohtaisesti tarkoitettuja ammattimaisille asiakkaille⁹⁹, joiden katsotaan olevan kykeneviä ymmärtämään monimutkaisia rahastotuotteita¹⁰⁰, eikä tällöin UCITS-tyypistä tuotesääntelyä ole katsottu perustelluksi.¹⁰¹ Osakelajien tarkemmista

⁹² ESMA ei kuitenkaan ole suoraan tarkastellut eri osakelajeja maksunsaantijärjestyksen näkökulmasta, vaan ESMAn tarkastelu on kohdistunut yhtenäisestä riskiprofilista poikkeamiseen muilla keinoin, kuten osakelajikohtaisella johdannaisten käyttämisellä.

⁹³ SIB 1995, s. 18 ja 155 ja SIB 1996, s. 14 ja 146. Muun muassa oikeus tuottoon ei saisi olla epäsuhtainen eri osakelajien välillä. Sääntelyn tasolla ei kuitenkaan ole perusteltua luettelalla sallittuja osakelajeja yksityiskohtaisesti, jotta innovaatioille olisi edellytyksiä.

⁹⁴ Ks. esim. ESMA 2016, s. 5.

⁹⁵ Näin esim. Rolinco N.V. Prospectus 10 March 2021, s. 52, jossa todetaan, että etuoikeusosakkeet ovat maksunsaantijärjestyksessä etusijalla. Kyseessä on Hollannin lain mukaan perustettu vaihtuvapääomainen UCITS-sijoitusyhtiö, johon on perustettu eri osakelajeja.

⁹⁶ Ks. esim. Kremer – Lebbe 2014, s. 152; ECB 2016, s. 123 ja ESMA 2020, s. 10.

⁹⁷ Ks. esim. Hidén – Ruotsalainen 2014, s. 374, jonka mukaan lienee selvää, että vaihtoehtorahastot voivat kerätä pääomia sekä oman että vieraan pääoman ehtoisina. Tästä huolimatta vieraan pääoman ehtoiisiin sijoitussitoumuksiin esimerkiksi pääomarahastoissa liittyvä yleensä riskin ja tuoton kannalta selviä oman pääoman piirteitä.

⁹⁸ Ks. Vepsä 2021b, s. 98, jossa lausunnon soveltuvuutta vaihtoehtorahastoihin on pohdittu lyhyesti. Vrt. Luca 2021, s. 737, jonka mukaan mainitun ESMAn lausunnon pitäisi soveltua myös vaihtoehtorahastoihin.

⁹⁹ Ks. ESMA 2021, s. 6, jonka mukaan vähittäissijoittajien omistusosuus kaikista vaihtoehtorahastoista unionin tasolla oli vain 15 % vuoden 2019 lopussa.

¹⁰⁰ EC 2009, s. 6: ” – access to many AIF has traditionally been restricted to professional or institutional investors, who are both better able to understand the risks their investments entail and as a result of their large and diversified investment portfolios are generally able to absorb the potential losses associated with these investments.” Ks. myös Treasury (Australia) 2021, s. 6.

¹⁰¹ EC 2009, s. 33.

erityisehdoista riippuen kyseessä voi kuitenkin olla tiettyä sijoittajaryhmää koskevaa erityiskohtelua, jossa tulee noudattaa läpinäkyvyyttä AIFM-direktiivin 23 artiklan 1 kohdan j alakohdan mukaisesti. Toisaalta oikeuskirjallisuudessa on esitetty myös tätä kriittisempi näkemys, jonka mukaan toisten osakelajien kustannuksella etua saavien etuoikeusosakkeiden ei tulisi olla sallittuja edes vaihtoehtorahastoissa.¹⁰²

Pääomalajeja koskevana yhteenvedona voidaan todeta, että Suomessa vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden, jotka olisivat yhteissijoitusyrityksiä, varainkeruun tulisi tapahtua lähes yksinomaan yleisöltä tulevana osakemerkintöinä kuten muillakin avoimilla rahastoilla. Näin ollen niiden pääoma koostuisi lähes kokonaan oman pääoman ehtoista rahoituksesta. Yhteissijoitusyrityksillä vieraan pääoman hyödyntämisen rajoitukset perustuvat pakottavaan EU-sääntelyyn, josta ei voida kansallisella tasolla poiketa. Tämän takia vieraan pääoman ehtoista rahoitusta ei tarkastella tässä artikkelissa tämän syvemmin, vaan seuraavaksi siirrytään tarkastelemaan vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden vaihtuvaa osakepääomaa.

3.2 Vaihtuva osakepääoma

Useimmissa valtioissa on havaittu, että tavanomaisia kaupallisia yhtiöitä¹⁰³ varten kehitetty osakeyhtiösääntely soveltuu huonosti rahastotoimintaan. Edistyneissä valtioissa osakeyhtiöitä koskeva sääntely on pääperiaatteiltaan samankaltaista.¹⁰⁴ Koska osakeyhtiöitä ja niiden verotusta ei ole lähtökohtaisesti suunniteltu yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen, pisimmälle kehittyneissä rahastovaltioissa on säädetty erityislakeja yhtiömuotoisille yhteissijoitusvälineille, joista voidaan mainita esimerkkeinä Ison-

¹⁰² Luca 2021, s. 737 ja 739–741. Tätä perustellaan sillä, että etuoikeusosakkeisiin liittyy eri osakelajeille allokoitavien varojen sekoittuminen. Etuoikeudet voivat olla monenlaisia. Jos esimerkiksi toiseen osakelajiin liittyy 5 %:n kiinteä korko ja toiseen ei, niin sijoitusyhtiön nettoarvon pysyessä samana tai sen laskiessa kiinteä korko joudutaan maksamaan toiselle osakelajille allokoitavista varoista, jolloin siihen kuuluvien osakkeiden nettoarvo laskee. Myös IOSCO 2004, s. 14 on todennut universaalisti kaikkien rahastojen osalta yleisesti: ”No advantage should be provided to a share class that would result in a prejudice to another share class or to the fund.”

¹⁰³ Tällä tarkoitetaan yhtiöitä, jotka harjoittavat muuta tavanomaista liiketoimintaa, jollaisena rahastotoimintaa ei tässä kontekstissa pidetä. Ks. esim. HE 94/2013 vp, s. 66, jossa vaihtoehtorahastoina ei pidetä yleisessä kaupallisessa tai teollisessa tarkoituksessa toimivia yrityksiä. Ks. myös ESMA 2013, s. 3, joka on määritellyt yleisen kaupallisen tai teollisen tarkoituksen (general commercial or industrial purpose) laajemmin. ESMAn määritelmä on omaksuttu myös Hongkongissa; ks. SFC 2020, s. 29.

¹⁰⁴ Ks. esim. Armour – Hansmann – Kraakman – Pargendler 2017, s. 1.

Britannian OEIC-sääntelyn¹⁰⁵ voimaantulo vuonna 1997 ja Irlannin ICAV-sääntelyn¹⁰⁶ voimaantulo vuonna 2015. Vastaavasti Luxemburgissa operoitiin yhtiösääntelyyn pohjautuvalla keinotekoisella rahastorakenteella ennen kuin siellä mahdollistettiin vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö vuonna 1983.¹⁰⁷ Yhdysvalloissa yhtiömuodossa perustetut avoimet rahastot ovat puolestaan keskittyneet pääasiassa Marylandiin, koska kyseisen osavaltion yhtiösääntely on rahastotoiminnan näkökulmasta joustavampi muihin osavaltioihin verrattuna ja mahdollistaa vaihtuvan osakepääoman.¹⁰⁸ Myös Suomessa yritettiin säätää erityislakia sijoitusyhtiöille jo 1970-luvun lopulla¹⁰⁹, mutta hanke epäonnistui poliittisten erimielisyyksien takia. EU-

¹⁰⁵ Alkuperäinen laki oli The Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996 (SI 1996 No. 2827). Voimassa oleva laki on The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).

¹⁰⁶ Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015.

¹⁰⁷ Luxemburgin yhtiölainsäädäntö ei aiemmin mahdollistanut mitään mekanismeista yhtiömuotoisen rahaston uusien osakkeiden säännölliseen liikkeeseen laskemiseen tai ulkona olevien osakkeiden lunastamiseen. Vuonna 1959 Luxemburgiin perustettiin ensimmäiset avoimet yhtiömuotoiset rahastot eikä niistä tällöin edes säädetty lain tasolla, vaan niiden toiminta perustui valtiovarainministeriön päätöksiin. Osakkeiden jatkuvaa liikkeeseen laskua ja lunastuksia varten sijoitusyhtiöiden täytyi perustaa erityisiä lunastusyhtiöitä (société de rechat), joiden ainoana tarkoituksena oli ostaa sijoitusyhtiöiden osakkeita edelleen myytäväksi uusille sijoittajille. Ks. tältä osin esim. SEC 1971, s. 917; Rounds – Dehio 2007, s. 501; Kremer – Lebbe 2014, s. 6 ja Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 179. Myös Vandamme 1988, s. 4–5 ja 64 ottaa kommentaarissaan huomioon kyseiselle aikakaudelle ominaiset lunastusyhtiöt.

¹⁰⁸ Ks. esim. Schonfeld – Kerwin 1993, s. 114–115; Roiter 2016, s. 62 ja DeMott 2018, s. 61. Morley – Curtis 2010, s. 93:n mukaan rekisteröintipaikan valintaan vaikuttaa myös se, että Marylandin sääntely mahdollistaa yhtiökokouksen jättämisen väliin. Yhdysvaltojen liittovaltiotason sijoitusyhtiölaissa (Investment Company Act of 1940) termi *investment company* ei viittaa mihinkään tiettyyn oikeudelliseen muotoon, vaan laissa tarkoitettuja sijoitusyhtiöitä voivat periaatteessa olla mitkä tahansa eri osavaltioiden organisoitumismuodot, jotka täyttävät ”investment company” -määritelmän vaatimukset, joissa olennaista on, koostuvatko yhtiön varat suurimmaksi osaksi arvopapereista. Ks. tältä osin myös Roiter 2016, s. 11–12 ja Zetsche 2018, s. 340. Määritelmää on myös kritisoitu, ja esim. Morley 2014, s. 1281–1284 toteaa, että sen ei pitäisi pääasiassa perustua yhtiön varojen tarkasteluun, vaan myös rakenteelliset seikat tulisi ottaa huomioon. Erilaisten oikeudellisten muotojen käyttämättömyydestä huolimatta niiltä kaikilta edellytetään yhtiöiden toiminnallisia ominaisuuksia, kuten hallitusta ja osakkeenomistajien äänioikeuksia, jolloin muutkin oikeudelliset rakenteet kuin vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt lähenevät yhtiöitä *de facto*. Ks. tältä osin Warburton 2010, s. 195.

¹⁰⁹ Ks. etenkin HE 22/1977 vp, s. 1. Toteutuessaan sijoitusyhtiösääntely olisi ollut Euroopassa aikaansa edellä. Ks. esim. OECD C(71)234 1972, s. 9, jossa todetaan, että Euroopassa ei juuri ollut mahdollista perustaa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä kyseisenä aikakautena, minkä takia avointen rahastojen perustaminen osakeyhtiömuodossa oli harvinaista osakepääoman muuttamista koskevien vaatimusten takia. Toisaalta todetaan, että Yhdysvalloissa vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön konsepti tunnettiin jo tuolloin. Ylipäätään rahastomarkkinat olivat Euroopassa tuolloin vielä kehittymättömät: esim. Stafford 1975, s. 241:n mukaan vuonna 1964 avoimia rahastoja oli silloisen Euroopan yhteisön maissa 100, kun taas vuonna 1974 niiden määrä oli noussut noin 600:aan.

jäsenvaltioissa ja maailmalla laajemminkin on nähtävissä kehityssuunta, jossa yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettujen rahastojen oikeudelliset muodot pohjautuvat yhä vähemmän perinteiseen yhtiö- ja yksityisoikeuteen. Sen sijaan yhtiö- ja yksityisoikeudelliset säännöt on mukautettu sopimaan rahastojen hoitamiseen.¹¹⁰

Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden erityinen luonne on jo kauan tunnistettu osakeyhtiöitä koskevassa EU-säätelyssä ennen alkuperäisen UCITS-direktiivin¹¹¹ voimaantuloa. Tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodifikaatio) annetun direktiivin (EU) 2017/1132 (yhtiödirektiivi) 44 artiklan 2 kohdan mukaan jäsenvaltiot voivat päättää, että ne eivät sovelle direktiivin pääoman säilyttämistä ja muuttamista koskevan IV luvun säännöksiä soveltamisalan mukaisiin yhtiömuotoihin, jos ne ovat vaihtelevapääomaisia sijoitusyhtiöitä¹¹² tai osuustoiminnallisia yhtiöitä. Jos tämä on jäsenvaltion lainsäädännön mukaan mahdollista, siinä on vaadittava, että tällaiset yhtiöt merkitsevät ilmaisun *vaihtelevapääomainen sijoitusyhtiö* tai *osuustoiminnallinen yhtiö* kaikkiin kyseisen direktiivin 26 artiklassa tarkoitettuihin asiakirjoihin.¹¹³ Sijoitusyhtiöpoikkeus esiintyi aikanaan jo direktiivin 77/91/ETY (pääomadirektiivi) 2 artiklassa, jolloin se vapautti vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt kokonaan direktiivin soveltamisalasta.

Kansainvälisten säätelykäytäntöjen mukaan on tavanomaista, että sijoitusyhtiöiden vaihtuvapääomaisuus perustuu osakkeiden liikkeeseen laskemiseen ja lunastamiseen ja osakepääoman määrän muuttamiseen. Alla näkyvästä säätelyvertailusta käy ilmi, että kaikissa vertailun kohteena olevissa valtioissa ja erityishallintoalueilla sijoitusyhtiön vaihtuvapääomaisuus perustuu vaihtuvaan osakepääomaan eikä esimerkiksi muunlaisten oman pääoman ehtoisten sijoitusten tekemiseen (kuten Suomen OYL:n tuntema SVOP-sijoitus). Kansainvälisesti vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin ei ylipäätään ole mahdollista tehdä muunlaista oman pääoman ehtoista sijoitusta kuin osakepääomasijoitus. Seuraavaksi tarkastellaan

¹¹⁰ Ks. esim. Hooghiemstra 2019, s. 135.

¹¹¹ Neuvoston direktiivi 85/611/ETY, annettu 20 päivänä joulukuuta 1985, arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

¹¹² Suomennos *vaihtelevapääomainen sijoitusyhtiö* ei ole vakiintunut muissa yhteyksissä, ja se lienee jäänne yhtiödirektiivin edeltäjästä, joissa termiä on käytetty aikana, kun vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö ei ollut vielä käsitteenä vakiintunut.

¹¹³ Poikkeus on relevantti etenkin Luxemburgissa, jossa *société anonyme* -yhtiö voidaan perustaa tavanomaista liiketoimintaa harjoittavaksi yhtiöksi tai vaihtoehtoisesti SICAV-sijoitusyhtiöksi. Jos kansallinen rahastolainsäädäntö ei perustu osakeyhtiösäätelyyn vaan rahastosäätelyssä säädetään kokonaan erityisestä yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettua yhtiömuodosta, joka ei ole osakeyhtiö, ei yhtiödirektiivi sovellu ollenkaan. Esimerkiksi Irlannin ICAV-sijoitusyhtiöt eivät kuulu yhtiödirektiivin soveltamisalaan.

syvemmin oikeusvertailun avulla, miten ja minkä takia vaihtuva osakepää-
oma on sijoitusyhtiöissä järjestetty.

Taulukko 1. Kuinka sijoitusyhtiöiden vaihtuvasta pääomasta on säädetty eri valtioissa ja erityishallintoalueilla.

Valtio tai erityis-hallintoalue	Säännös	Osakepääoman määrän ilmaiseminen
Luxemburg	Articles 25 et 93, 3e tiret, Loi de 2010 ; article 25, 4e tiret, Loi de 2007.	dont les statuts stipulent que le montant du capital est égal à tout moment à la valeur de l'actif net de la société.
Irlanti	ICAV Act 2015, section 6(3)(b)	the actual value of the paid-up share capital of the ICAV shall be at all times equal to the value of the assets of the ICAV after deduction of its liabilities,
Iso-Britannia	The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228), Regulation 14, section 4(2)	For the purposes of sub-paragraph (1)(c), the size at any time of a company's capital is to be taken to be the value at that time, as determined in accordance with FSA rules, of the scheme property of the company less the liabilities of the company.
Hongkong	Securities and Futures Ordinance (Cap. 571), section 112P. (3)	The amount of the paid-up share capital of an open-ended fund company is at all times equal to the net asset value of the company.
Singapore	Variable Capital Companies Act 2018 (No. 44 of 2018), section 19. (d)	the actual value of the paid-up share capital of the VCC is at all times equal to the net asset value of the VCC;
Ranska	Code monétaire et financier, Article L214-7	Le montant du capital est égal à tout moment à la valeur de l'actif net de la société, déduction faite des sommes distribuables définies à l'article L. 214-17-2.
Ruotsin lakiesitys (ei hyväksytty) ¹¹⁴	Förslag till lag (0000:0000) om investeringsbolag, 4 §	Ett investeringsbolag ska ha ett aktiekapital som motsvarar nettovärdet av bolagets tillgångar, värderade enligt de grunder som anges i bolagsordningen. Varje aktie representerar en lika stor andel av aktiekapitalet.

¹¹⁴ Ks. SOU 2016:45, s. 23–68.

Tavanomaisissa yhtiöissä sijoittajan oikeus osakepääoman takaisinmaksuun on rajattu osakkeiden tai osuuksien nimellisarvoon tai kirjanpidolliseen vasta-arvoon. Transaktiot, jotka alentavat osakkeiden nimellisarvoa tai kirjanpidollista vasta-arvoa, alentavat sijoittajan oikeutta takaisinmaksuun vastaavalla määrällä. Tämän periaatteen soveltuminen vaihtuvapääomaiseen sijoitusyhtiöön aiheuttaa omanlaisiaan seuraamuksia. Sijoitusyhtiön osakkeiden kirjanpidollinen vasta-arvo on yhtä suuri kuin yhdelle osakkeelle allokoitava osuus sijoitusyhtiön nettoarvosta. Mahdollinen sijoittajalle palautettava suoritus muuttuu näin ollen jatkuvasti sijoitusyhtiön nettoarvon muuttuessa. Se ottaa huomioon alkuperäiseen sijoitukseen nähden saavutetut voitot, joten takaisinmaksussa voi olla kyse sekä pääoman palautuksesta että sille kertyneiden tuottojen maksamisesta. Oikeus sijoittajan tekemän suorituksen takaisinmaksuun ei kytkeydy suoritukseen vaan sillä saatujen sijoitusyhtiön osakkeiden kulloiseenkin taloudelliseen arvoon. Esimerkiksi sijoittaja, joka maksaa merkintänsä suorittamalla sijoitusyhtiöön arvopapereita apportina, ei voi lunastuksen yhteydessä vaatia takaisin samoja arvopapereita. Hän on ainoastaan oikeutettu saamaan varoja, jotka vastaavat hänen omistamiensa sijoitusyhtiön osakkeiden nettoarvoa lunastushetkellä. Jos sijoitusyhtiön nettoarvo on laskenut, sijoittaja ei saa välttämättä takaisin alkuperäistä suoritustaan vastaavaa summaa. Huonoimmassa skenaariossa hän ei saa takaisin mitään.¹¹⁵

Sijoitusyhtiöiden yhtiöjärjestyksessä tavanomaisesti määrätään, että osakkeet tulee laskea liikkeeseen, lunastaa tai takaisinostaa hinnasta, joka on yhtä suuri kuin kullekin osakkeelle allokoitava osuus sijoitusyhtiön nettoarvosta. Tällöin osakkeiden merkintähinta ja lunastushinta ovat samat.¹¹⁶ Sijoitusyhtiöillä on myös mahdollisuus korjata osakkeiden hintaa ottaakseen huomioon mahdolliset palkkiot, komissiot ja esimerkiksi joustavan hinnoittelumenetelmän, joista on määrätty yhtiöjärjestyksessä ja rahastoesitteessä.¹¹⁷ Sääntelyn tasolla ei ole mahdollista tarkasti määrittää,

¹¹⁵ Kremer – Lebbe 2014, s. 262.

¹¹⁶ Sijoitusyhtiöissä on tavallista, että osakkeilla on yksi hinta, jolloin merkintähinta ja lunastushinta ovat samoja. Esimerkiksi osuustrusteissa on mahdollista, että osuuksilla on kaksi hintaa: merkintähinta ja lunastushinta. Nykyään on tavallista, että rahastot käyttävät vain yksinkertaista hinnoittelua. Kaupankäynnistä aiheutuvia kustannuksia pyritään kompensimaan pitkäaikaisille osakkeenomistajille muilla keinoin kuin kaksinkertaisella hinnoittelulla. Esimerkiksi Isossa-Britanniassa harkittiin tarkkaan OEIC-sääntelyn valmistelun yhteydessä, ettei kaksinkertaista hinnoittelua olisi perusteltua soveltaa OEIC-sijoitusyhtiöiden osakkeiden nettoarvon laskemiseen. Ks. yksinkertaisesta ja kaksinkertaisesta hinnoittelusta ja niiden arvioinnista sijoitusyhtiöiden kontekstissa tarkemmin SIB 1993, s. 8–14 ja SIB 1995, s. 14–17 ja 28.

¹¹⁷ Joustava hinnoittelumenetelmä vaikuttaa suoraan osakkeen arvoon, kun taas esimerkiksi rahastolle hyvitetävät merkintä- ja lunastuspalkkiot eivät vaikuta merkittävien ja

millaisia kustannuksia voi olla, vaan ne heijastelevat kunkin sijoitusyhtiön operatiivisia tarpeita.¹¹⁸ Yhtiöjärjestyksessä voidaan selvyyden vuoksi määrätä seuraavista osakepääomaan liittyvistä asioista:

- 1) Sijoitusyhtiön osakepääoma on kulloinkin yhtä suuri kuin liikkeeseen lasketun osakepääoman arvo.
- 2) Osakkeilla ei ole nimellisarvoa.
- 3) Mahdollisesta osakepääoman vähimmäis-¹¹⁹ ja enimmäismäärästä.

Lisäksi yhtiöjärjestyksessä tyypillisesti määrätään, että sijoitusyhtiön ainoana toiminnan tarkoituksena on harjoittaa yhteistä sijoitustoimintaa sijoittajien eduksi ja että maksetun osakepääoman todellinen arvo on aina yhtä suuri kuin summa, joka saadaan, kun sijoitusyhtiön kaikista varoista vähennetään sen velat ja sijoitusyhtiön osakkeet on osakkeenomistajan pyynnöstä lunastettava suoraan tai epäsuorasti käyttämällä sijoitusyhtiön varoja. Edellä mainittujen määräysten osakepääoman enimmäismäärää lukuun ottamatta katsotaan sisältyvän yhtiöjärjestykseen *per se* riippumatta niiden puuttumisesta tai vastakkaisista yhtiöjärjestysmääräyksistä.¹²⁰ Tavanomaisesti on katsottu, että sääntelyn tasolla on perusteltua määrittää ainoastaan yhtiöjärjestyksen pakollinen minimisisältö.¹²¹

lunastettavien osakkeiden arvoon, vaan kyseessä on sijoittajalle aiheutuva lisäkustannus. Erilaisten diluutionkorjausmekanismien tavoitteena on viime kädessä suojata pitkäaikaisia rahastosijoittajia kaupankäynnistä aiheutuvilta kustannuksilta ja allokoida kyseisiä kustannuksia niiden aiheuttajille. Ks. tarkemmin esim. SIB 1993, s. 11–14; SIB 1995, s. 14–17 ja 66–67 ja SIB 1996, s. 48–49.

¹¹⁸ General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 52–56; Kremer – Lebbe 2014, s. 264–265; MAS 2018, s. 13 ja Hudson 2019, s. 109–110.

¹¹⁹ UCITS-direktiivissä ei aseteta ulkoisesti hoidetuille yhteissijoitusyrityksille vähimmäispääomavaatimusta, vaan direktiivin pääomavaatimukset koskevat rahastoyhtiöitä ja sisäisesti hoidettuja sijoitusyhtiöitä. Kansallisella tasolla on kuitenkin tavallista, että myös ulkoisesti hoidetuille yhteissijoitusyrityksille on asetettu vähimmäispääomavaatimus.

¹²⁰ Ks. vastaavasti General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 52–56 ja SFC 2017, s. 11 ja siinä viitattu Securities and Futures Ordinance (Cap. 571), section 112K. (2). Kyseiset ominaisuudet ovat sijoitusyhtiöille perustavanlaatuisia, minkä takia niistä on perusteltua säätää suoraan lain tasolla, jolloin laki takaa vähimmäistasoisen ”mallisopimuksen”. Tällöin asiasta ei ole tarpeen erikseen määrätä yhtiöjärjestyksessä, koska vaihtuvapääomaisuus on yhtiömuotoon liittyvä erottamaton ominaisuus. Tätä sääntelyratkaisua esiintyy valtioissa, joissa on säädetty vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä täysin osakeyhtiölain ulkopuolella (kuten Irlannin ICAV). Vrt. Dietrich – Müller 2016, s. 41, jossa todetaan, että Luxemburgissa osakepääoman suuruudesta on määrättävä yhtiöjärjestyksessä. Tämä perustuu siihen, että Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöt ovat teknisesti *société anonyme* -yhtiöitä, joihin sovelletaan yhtiölakia (loi de 1915) siltä osin kuin rahastosääntelyllä (esim. Loi de 2010) ei siitä poiketa.

¹²¹ SIB 1995, s. 23.

Sijoitusyhtiön omien osakkeiden ostaminen on mahdollista sekä sijoitus- että lunastustarkoituksiin. Lunastuksen kohteena olevien osakkeiden täytyy olla täysin maksettuja¹²². Omien osakkeiden joustava ostomahdollisuus on yksi sijoitusyhtiöiden avainkomponenteista. Tämä mekanismi mahdollistaa, että sijoittajat voivat jatkuvasti tehdä merkintöjä sijoitusyhtiöön (sijoittaa) ja lunastaa (realisoida sijoituksensa) sijoitusyhtiön varoista. Omat osakkeet, jotka sijoitusyhtiö on hankkinut tai jotka ovat sille siirtyneet, on mitätöitävä ja sijoitusyhtiön osakepääomaa on alennettava sen verran, mitä sijoitusyhtiö maksoi lunastettavista osakkeista, joten sijoitusyhtiö ei voi omistaa omia osakkeitaan. Tämä on seuraus merkintäprosessista, varojen sijoittamisesta ja osakkeiden lunastuksesta sekä vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön perusluonteesta. Sijoitusyhtiön osakepääoman on aina oltava yhtä suuri kuin sen sijoituskohteena olevien varojen nettoarvo. Sijoitusyhtiöt tarvitsevat reservivaroja, jotta niillä olisi puskuria jatkuvia merkintöjä, sijoituskohteiden hankkimista ja osakkeiden lunastuksia varten.

Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden pääperiaate – osakepääoman on aina oltava yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön varojen nettoarvo – johtaa siihen, että sijoitusyhtiön osakepääoma muuttuu varojen nettoarvon muuttuessa *ipso jure* ilman, että osakepääoman korotuksesta tai alentamisesta täytyisi tehdä yhtiöoikeudellisia päätöksiä tai viranomaisilmoituksia¹²³. Osakepääoman korottamiseen tai alentamiseen ei liity muitakaan muotovaatimuksia. Varojen nettoarvo voi nousta pääsääntöisesti sijoituskohteiden arvonnousun, sijoituskohteista saatavien kassavirtojen tai saatujen merkintämaksujen vuoksi. Sitä vastoin nettoarvo voi laskea, kun sijoituskohteiden arvo laskee, osakepääomasta maksetaan sijoitusyhtiön kustannuksia ja osinkoja tai kun sijoittajat lunastavat osakkeitaan. Käytännössä yhtiöjärjestyksessä

¹²² Ks. tältä osin myös Kremer – Lebbe 2014, s. 219. Mikäli sijoittaja voisi lunastaa osakkeita, joita ei ole kokonaan maksettu, saisi hän perusteetonta etua muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Tämän estäminen varmistetaan siten, että merkintä itsessään on peruuttamaton, mutta sijoittaja ei saa osaketta eikä häntä merkitä osakerekisteriin ennen kuin merkintämaksu on saatu (ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 265).

¹²³ Vaihtuvan osakepääoman konsepti tunnistettiin jo Suomen 1970-luvun sijoitusyhtiölakihankkeessa, vaikka ehdotuksen mukaan osakkeilla olisikin ollut nimellisarvo. Ks. Suomen Pankki 1971, s. 11 ja HE 22/1977 vp, s. 11, joissa todetaan, että sijoitusyhtiöillä olisi ollut kiinteän osakepääoman lisäksi vaihtuva osakepääoma, josta laskettaisiin liikkeeseen haltijaosakkeita, joita myytäisiin ja takaisinostettaisiin hintaan, joka saataisiin jakamalla sijoitusyhtiön netto-omaisuus kaikkien osakkeiden lukumäärällä. Lisäksi sijoitusyhtiöt eivät olisi olleet velvollisia ilmoittamaan vaihtuvan osakepääoman määrää ja muutoksia kaupparekisteriin. Nykyään OYL ei mahdollista haltijaosakkeita, vaan niiden käyttö kiellettiin vuoden 1978 osakeyhtiölainsäädännön uudistuksessa (ks. esim. Marjosola 2018, s. 13).

pidätetään hallituksella oikeus järjestää¹²⁴ uusien osakkeiden liikkeeseen laskeminen milloin tahansa ilman yhtiökokouspäätöstä. Osakepääoman vaihtuva luonne tarkoittaa myös sitä, että osakkeilla ei ole nimellisarvoa.¹²⁵ Tästä ominaisuudesta määrätään tyypillisesti yhtiöjärjestyksessä.¹²⁶

Sijoitusyhtiön tai sen alarahaston¹²⁷ osake tuottaa yhtäläisen oikeuden osakepääomaan. Osakkeiden tulevaisuudessa tapahtuvan hinnoittelun takia¹²⁸ sijoittajat eivät tiedä merkintää tehdessään, kuinka paljon osakkeita he tarkalleen saavat. Erilaisten osakesarjojen johdosta osakkeiden arvot voivat poiketa toisistaan. Osakkeiden arvot voivat poiketa toisistaan ensinnäkin eri alarahastojen välillä, mutta toisaalta myös alarahaston sisäisten osakesarjojen välillä. Lisäksi sijoitusyhtiö voi laskea liikkeeseen perustajaosakkeita, joita ei ole kytketty osakepääomaan ja jotka eivät tuo omistajilleen taloudellisia oikeuksia.¹²⁹ Vallitsevana periaatteena on myös, että osakkeet eivät voi tuottaa osakeoikeuksia kuin yhteen alarahastoon.

Esimerkki:

OB Sijoitusyhtiö koostuu kahdesta alarahastosta: OB Maailma Indeksi ja OB Globaalit Osakkeet. OB Sijoitusyhtiö laskee liikkeeseen A-osakkeita, jotka tuottavat osakeoikeudet OB Maailma Indeksi -alarahastolle allokoitavaan osaan sijoitusyhtiön osakepääomasta ja B-osakkeita, jotka tuottavat osakeoikeudet OB Globaalit Osakkeet -alarahastolle allokoitavaan osaan sijoitusyhtiön osakepääomasta.

¹²⁴ Ulkoisesti hoidetun sijoitusyhtiön tapauksessa tehtävästä vastaisi luonnollisesti rahastoyhtiö. Ks. Vepsä 2021b, s. 101, jossa kyseenalaistetaan sisäisesti hoidettujen sijoitusyhtiöiden tarve.

¹²⁵ Ks. esim. Dietrich – Müller 2016, s. 46.

¹²⁶ Kremer – Lebbe 2014, s. 218–219 ja 264–265 ja Hudson 2019, s. 146. Ks. esim. Invesco Funds SICAV, articles of incorporation 30.9.2016, artikla 5, jossa asiasta on määrätty seuraavasti: ”The capital of the Company shall be represented by shares of no par value and shall at any time be equal to the total net assets of the Company pursuant to Article 11 hereof.”

¹²⁷ Ks. sijoitusyhtiön jakautumisesta yhteen tai useampaan alarahastoon yksityiskohtaisesti Vepsä 2021b, s. 84–140.

¹²⁸ Ks. tämän artikkelin luku 1.2. Eteenpäinen hinnoittelu on nykyään kansainvälinen sääntely- ja markkinastandardi. Näin ei ole kuitenkaan ollut aina. Esimerkiksi Isossa-Britanniassa OEIC-sääntelyn valmistelun yhteydessä historiallinen hinnoittelu sallittiin tietyin edellytyksin. Ks. SIB 1995, s. 35 ja 66–67 ja SIB 1996, s. 48–52. Historiallinen hinnoittelu olikin mahdollista vielä vuosikymmeniä OEIC-sääntelyn valmistelun yhteydessä tehdyn tarkastelun jälkeen, ja Ison-Britannian markkinavalvoja FCA esitti sen lopullista kieltämistä vasta vuonna 2015 (ks. FCA 2015, s. 53).

¹²⁹ Kremer – Lebbe 2014, s. 220 ja 245. Ks. perustajaosakkeista myös Vepsä 2021a, s. 29.

OB Sijoitusyhtiö voi laskea liikkeeseen myös C-osakkeita, jotka tuottavat osakeoikeuksia OB Maailma Indeksi -alarahastolle allokoitavaan osaan sijoitusyhtiön osakepääomasta. Vaikka A- ja C-osakkeet tuottavat kummatkin oikeuksia samaan alarahastoon, kukin osakelaji tuottaa aina oikeuksia vain yhden alarahaston osakepääomaan.

OB Sijoitusyhtiö ei voi laskea liikkeeseen D-osakkeita, jotka tuottaisivat omistajilleen oikeuksia sekä OB Maailma Indeksi -alarahastoon että OB Globaalit Osakkeet -alarahastoon.

Sijoitusyhtiöiden vähimmäisosakepääoma vastaa käytännössä osakeyhtiöiden sidottua omaa pääomaa. Sijoitusyhtiöiden vähimmäis- ja enimmäisosakepääomaa koskevat käytännöt vaihtelevat eri lainkäyttöalueilla. Vähimmäisosakepääomasta on huomioitava, että vertailun vuoksi Suomessa kansallisen sääntelyn mukaan sopimusperusteisen sijoitusrahaston vähimmäispääoman on oltava kaksi miljoonaa euroa¹³⁰, joka on vaatimuksena huomattavasti OYL:n vähimmäispääomavaatimuksia ankarampi.¹³¹ Kansainvälisesti rahastosääntelyssä onkin tyypillistä, että sijoitusyhtiöiden osakepääomalle on asetettu jokin vähimmäismäärä, jonka alle osakepääoma ei saa laskea esimerkiksi lunastusten kautta osakepääomaa alentamalla tai osinkojen jakamisen seurauksena.¹³² Suomessa sijoitusrahastojen vähimmäispääomavaatimusta on perusteltu niin sanottujen pöytälaatikkorahastojen syntymisen ja olemassaolon estämisellä¹³³, mutta vaateen taustalla ovat vaikuttaneet myös veropoliittiset syyt.¹³⁴

Sijoitusyhtiön vaihtuvapääomaisessa pääomajärjestelmässä velkojien suoja toteutuu siten, että osakkeet on arvostettava, merkittävä ja lunastettava kulloiseenkin nettoarvoon. Koska nettoarvon laskenta tapahtuu vähentämällä sijoitusyhtiön varoista sen velat, on velat aina huomioitu lunastushinnassa.¹³⁵ Sijoitusyhtiön osakkeenomistajat eivät näin ollen voi lunastaa osakkeitaan niiden bruttoarvoon, mikä tarkoittaa sitä, että velkojat ovat maksunsaantijärjestyksessä etusijalla eivätkä osakkeenomistajat voi lunastaa sijoitusyhtiön varallisuutta kokonaisuudessaan. OYL 13:2:n (maksu-

¹³⁰ SRL 8:8.1.

¹³¹ OYL 1:3.1:n mukaan julkisen osakeyhtiön vähimmäisosakepääoma on 80 000 euroa kun taas yksityisille osakeyhtiöille ei ole asetettu lainkaan vähimmäisosakepääomavaatimusta.

¹³² Ks. esim. Dietrich – Müller 2016, s. 47, joka kommentoi Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöiden vähimmäisosakepääomaa, joka on 1,25 miljoonaa euroa.

¹³³ HE 59/1996 vp, s. 39.

¹³⁴ VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 22.

¹³⁵ MAS 2017, s. 10.

kykyisyydesti) ja 13:5:n (tasetesti) säännökset pyrkivät samaan lopputulokseen: maksunsaantijärjestyksen mukaisesti vieraalle pääomalle tulisi olla täysi kate eikä osakkeenomistajilla tulisi olla mahdollisuutta toimia opportunistisesti velkojien kustannuksella. Rahastojen nettoarvon laskentamenetelmä on verrannollinen osakeyhtiöiden tasetestiin, mutta vivahderona OYL:n maksukykyisyyttä rahastoilta puuttuu maksukykyisyydestin tulevaisuuteen suuntautuva ulottuvuus¹³⁶, joten periaatteessa sijoitusyhtiön varojen merkittävä arvonlasku saattaisi koitua velkojien vahingoksi joissakin tilanteissa. Yhtenä OYL:n maksukykyisyydestin tarkoituksena on varmistaa, että yhtiö ei jaa varoja tavalla, joka vaarantaisi sen maksukykyyn, vaikka se olisi tasetestin mukaan mahdollista.¹³⁷

3.3 Erityinen tase ja tilinpäätös

Yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien rahastojen erityispiirteet sekä vaihtuvan pääoman luonne heijastuvat suoraan rahastojen taseeseen ja sen liitetietoihin. Niihin soveltuvat tavallisesti samat lainalaisuudet rahastojen oikeudellisesta muodosta riippumatta. Esimerkkinä tarkastellaan TilinpäätösVMA:n¹³⁸ mukaista sijoitusrahaston tasetta ja sen liitetietoja. Sijoitusrahaston tase poikkeaa huomattavasti osakeyhtiöiltä vaaditusta taseesta.

Taseen vaatimuksiin on sisällytetty kaikki se, minkä on ajateltu olevan olennaista sijoitusrahastojen kannalta. Esimerkiksi sijoitusrahastolla ei ole TilinpäätösVMA:n liite II:n kaavan mukaisesti muuta kuin vaihto- tai rahoitusomaisuutta, mikä käy ilmi taseen vastaavista. Merkittävämmät poikkeamat osakeyhtiön taseeseen nähden ovat kuitenkin vastattavissa. Oman pääoman erä ei ole eritelty tilikausien voittoon tai tappioon ja rahastopääomaan, jonka lähimpänä olevat vastineet osakeyhtiöillä ovat muut vapaat omat pääomat kuin tilikausien voitot tai tappiot ja sidotun pääoman erät. Vastattavissa olevaa omaa pääomaa edustaa ainoastaan rahaston arvo. Tämä johtuu siitä, että sijoitusrahastoja koskeva lainsäädäntö ja sijoitusrahastojen toiminta poikkeavat osakeyhtiöistä erityisesti arvonlaskennan korostuneen merkityksen vuoksi ja myös siksi, että sijoitusrahaston tuotonjako

¹³⁶ Ks. Mähönen – Villa 2020, s. 87, jonka mukaan OYL:n velkojien suojausääntelyn tavoitteena on suojata yhtiön tunnettuja ja tuntemattomia velkojia.

¹³⁷ Mähönen – Villa 2020, s. 466.

¹³⁸ Valtiovarainministeriön asetus rahastoyhtiön, sijoitusrahaston ja vaihtoehtorahaston tilinpäätökseen sisältyvän tuloslaskelman ja taseen kaavasta, tilinpäätökseen liitettävästä toimintakertomuksesta sekä sijoitusrahaston puolivuotiskatsauksesta (231/2014).

ei ole riippuvainen voitonjakokelpoisista varoista, ellei tätä ole erikseen säännöissä määrätty.¹³⁹

Jaottelulla rahastopääomaan ja tilikausien voittoon tai tappioon ei ole sijoitusrahaston taseessa merkitystä ylipäättään sen vuoksi, että sijoitusrahasto on avoin vaihtuvapääomainen rahasto, jonka pääomajärjestelmällä on vastaavat ominaisuudet kuin sijoitusyhtiöistä on todettu tämän artikkelin luvussa 3.1. Sijoitusrahaston rahastopääoman arvosta ei voida suoraan laskea liikkeeseen laskettujen rahasto-osuuksien määrää tai arvoa. Tämä johtuu siitä, että vaikka rahastopääoma sinänsä kuvaakin rahastoon tulleiden sijoitusten määrää, rahasto-osuuden kulloinenkin merkintähinta vaihtelee rahaston markkina-arvon mukaan ja vastaavasti kulloisetkin rahastopääomaa vähentävät osuuksien lunastushinnat sisältävät kunkin sijoittajan alkuperäistä sijoitusta vastaavan osan rahaston pääomasta sekä osan lunastukseen mennessä mahdollisesti kertyneistä tilikausien voitoista ja tappioista.¹⁴⁰

Sijoitusrahastoja vastaavalla tavalla myös sijoitusyhtiöillä on erityinen tase ja tilinpäätös. Sijoitusyhtiöiden tilinpäätöstä koskeva poikkeus esiintyi neuvoston direktiivin 78/660/ETY¹⁴¹ 5 artiklan 1 kohdassa, joka salli jäsenvaltioiden säätää direktiivin vaatimuksista poiketen sijoitusyhtiöiden¹⁴² ja hallintayhtiöiden (holding-yhtiö) tilinpäätöksille erityiset kaavat. Direktiivin 78/660/ETY kumonneessa tilinpäätösdirektiivissä 2013/34/EU¹⁴³ sijoitusyhtiön käsitteestä on luovuttu kokonaan, koska vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin sovelletaan käytännössä erillisiä tilinpäätöskäytäntöjä.¹⁴⁴ Sijoitusyhtiön käsitteestä ja sitä koskevasta direktiivin soveltamisalapoik-

¹³⁹ Ks. vastaavasti soveltuvin osin nyttemmin jo kumotun TilinpäätösVMA:n edeltäjän osalta Harju – Syyrilä 2001, s. 298.

¹⁴⁰ Harju – Syyrilä 2001, s. 299.

¹⁴¹ Neljäs neuvoston direktiivi 78/660/ETY, annettu 25 päivänä kesäkuuta 1978, perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla, yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä.

¹⁴² Sijoitusyhtiöillä tarkoitettiin direktiivin 5 artiklan 2 kohdan mukaan yhtiöitä, joiden ainoana tarkoituksena on sijoittaa varansa erilaisiin arvopapereihin, kiinteään omaisuuteen ja muuhun omaisuuteen sijoitusriskien jakamiseksi ja voiton tuottamiseksi osakkeenomistajille heidän omaisuutensa hoitamisesta, sekä kiinteäpääomaisia sijoitusyhtiöitä lähellä olevia yhtiöitä, jos näiden lähellä olevien yhtiöiden ainoana tarkoituksena on hankkia näiden sijoitusyhtiöiden liikkeeseen laskemia täysin maksettuja osakkeita.

¹⁴³ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/34/EU, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013, tietyntyyppisten yritysten vuositilinpäätöksistä, konsernitilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2006/43/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivien 78/660/ETY ja 83/349/ETY kumoamisesta.

¹⁴⁴ Tilinpäätösdirektiivin valmisteluaineistossa COM 2011/0684, s. 10 poistoa perustellaan seuraavasti: ”’Hallintayhtiön’ ja ’sijoitusyhtiön’ määritelmät ja niitä koskevat poikkeukset on poistettu ehdotuksesta, sillä niihin sovellettavat erilliset tilinpäätöskäytännöt estävät yhdenmukaistamisen. Lisäksi kyseiset säännökset eivät ole vielä laaja-alaisessa käytössä koko EU:ssa.”

keuksesta luopuminen jättää yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien sijoitusyhtiöiden (yhteissijoitusyrietykset ja vaihtoehtorahastot) aseman jokseenkin epäselväksi, koska tilinpäätösdirektiiviin on otettu korvaava sijoitusyrietyksen käsite, mutta sen osalta ei ole säädetty yhtä laajaa poikkeusta direktiivin soveltamisalasta kuin aiemmin.¹⁴⁵ Kysymys on relevantti niissä valtioissa, joissa vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt voivat olla tilinpäätösdirektiivin liitteissä I ja II tarkoitettuja yhtiömuotoja, jolloin yhtiöoikeudelliset EU-säännökset voivat asettaa sijoitusyhtiöt epäedulliseen kilpailuasetelmaan muihin rahastojen oikeudellisiin muotoihin nähden.¹⁴⁶ Yhteissijoitusyrietysten ja vaihtoehtorahastojen erityinen luonne on huomioitu myös tilintarkastusdirektiivin 2006/43/EY¹⁴⁷ 39 artiklan 3 kohdan b alakohdassa, jossa säädetään tarkastusvaliokunnan perustamista koskevasta poikkeuksesta.¹⁴⁸

3.4 Varojen jako

Osakeyhtiöistä poiketen sijoitusyhtiöissä on tavanomaisesti sekä kasvu- että tuotto-osakkeita. Tuotto-osakkeiden omistajille maksetaan osinkoja, kun taas kasvuosakkeiden tuotot jätetään jakamatta ja ne lisätään kas-

¹⁴⁵ Tilinpäätösdirektiivin 2 artiklan 14 kohtaan on otettu sijoitusyrietyksen käsite (joka olenaisilta osin vastaa aiempaa sijoitusyhtiön käsitettä), jonka tarkoituksena on jättää sijoitusyrietykset mikroyrietyksiin sovellettavien yksinkertaistamisesta koituvien etujen ulkopuolelle direktiivin 36 artiklan 7 kohdan mukaisesti. Tilinpäätösdirektiivin 11 artikla mahdollistaa vaihtoehtoisen taseen esittämiskaavan käyttämisen, ja 13 artiklan 2 kohta mahdollistaa vaihtoehtoisen tuloslaskelmakaavan käyttämisen, mutta poikkeaminen direktiivin kaikista velvoitteista ei ole sijoitusyhtiöille mahdollista.

¹⁴⁶ Yhtiöoikeudelliset direktiivit soveltuvat yhteissijoitusyrietyksiin ja vaihtoehtorahastoihin, jotka ovat direktiivien soveltamisalan mukaisia yhtiömuotoja. Ks. esim. EC 2009, s. 15, jossa todetaan yhtiöoikeudellisten direktiivien soveltuvan myös vaihtoehtorahastoihin niiden oikeudellisesta muodosta riippuen.

¹⁴⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2006/43/EY, annettu 17 päivänä toukokuuta 2006, tilinpäätösten ja konsolidoitujen tilinpäätösten lakisääteisestä tilintarkastuksesta, direktiivien 78/660/ETY ja 83/349/ETY muuttamisesta sekä neuvoston direktiivin 84/253/ETY kumoamisesta.

¹⁴⁸ Uudesta EU:n tilintarkastusasetuksesta (EU) N:o 537/2014 ja tilintarkastusdirektiivin muutosdirektiivistä 2014/56/EU johtuen OYL:iin on otettu säännökset hallituksen tehtävistä ja tarkastusvaliokunnasta yleisen edun kannalta merkittävässä yhteisöissä (OYL 6:16 a–c). Tilintarkastusdirektiivin 39 artiklan 1 kohdan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että jokaisella yleisen edun kannalta merkittäväällä yhteisöllä on tarkastusvaliokunta, mutta 39 artiklan 3 kohdan b alakohdan poikkeuksen mukaan jäsenvaltiot voivat päättää, etteivät yhteissijoitusyrietykset ja vaihtoehtorahastot ole direktiivissä tarkoitettuja yleisen edun kannalta merkittäviä yhteisöjä. Suomessa kyseinen poikkeus on otettu käyttöön; ks. HE 70/2016 vp, s. 48.

vuosakkeiden osakepääomaan. Tuotto-osakkeiden osinko ”irtoaa” tuotto-osakkeiden osakepääomasta ja vähentää sitä maksetun osingon verran. Kun tuotto-osakkeille maksetaan osinkoja, kasvuosakkeille allokoitava osa alarahaston nettoarvosta kasvaa hiljalleen. Kun kasvuosakkeiden arvo kasvaa korkeammaksi kuin tuotto-osakkeiden (joiden arvo laskee aina maksetun osingon verran), näille kahdelle osakesarjalle allokoitavien varojen nettoarvo jatkaa eriytymistään koko sijoitusyhtiön elinkaaren ajan.¹⁴⁹ Kasvu- ja tuotto-osakkeet eivät ole käytännössä mahdollisia osakeyhtiöissä. Osakeyhtiöissä kasvu- ja tuotto-osuuksiin verrannollista järjestelmää voidaan toki tavoitella scrip dividend -järjestelyllä¹⁵⁰, mutta sen asema on etenkin verotuksellisesti epäselvä, minkä takia sijoittajan verokohtelu ei olisi yhtä kilpailukykyinen kuin sijoitusrahastojen kasvuosuuksissa.¹⁵¹ Tästä syystä tällaista ei ole käytössä osakeyhtiöissä.

Osingonjaossa on kyse sijoitusyhtiön kaupallisesta päätöksestä, eikä sääntelyllä tyypillisesti ohjata osingonjaon tarkkoja yksityiskohtia, vaan niistä määrätään sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksessä. Sijoitusyhtiöihin eivät sovellu myöskään rajoitteet väliosinkojen maksamisesta.¹⁵² Sijoitusyhtiön osingonjakopolitiikka (sisältää mahdollisen oikeuden jakaa osinkoja osakepääomasta) ja siihen liittyvät riskit ilmoitetaan selvästi rahastoesityksessä.¹⁵³ Sijoitusyhtiöiden varojenjakosäännöksenä toimii yksityiskohtainen arvonlaskentaa koskeva sääntely, joka on varojenjaon näkökulmasta ikään kuin maksukykyä arvioiva tasetesti, jonka perusteella määräytyvät jakokelpoiset varat.

Velkojien suoja toteutuu nettoarvoon perustuvan arvostuksen kautta kuten lunastuksissa. Sijoitusyhtiön nettoarvo lasketaan vähentämällä sijoitusyhtiön varoista sen velat, ja osinkoa voidaan jakaa ainoastaan sijoitusyhtiön nettovaroista. Kääntäen tämä tarkoittaa, että sijoitusyhtiö voi maksaa osinkoja vain, jos sen varat ylittävät sen velat ja ylijäämä riittää osingonmaksuun.¹⁵⁴ Useimmiten edes koko nettoarvoa ei voida jakaa osinkoi-

¹⁴⁹ Kremer – Lebbe 2014, s. 245–246.

¹⁵⁰ Haapaniemi – Rasinaho 2021, s. 93–107 käyttää englanninkielistä termiä *scrip dividend -järjestely*. Olisi tavoittelemisen arvoista, että asiantuntijat keksisivät uusille ilmiöille aidosti suomalaisia nimityksiä. Scrip dividendiä voitaisiin kuvata esimerkiksi merkintäoikeusosinkona ja scrip-kuponkeja osinkojen sijaan annettuina merkintäoikeuksina.

¹⁵¹ Ks. tämän artikkelin alaviitteet 64 ja 65. Haapaniemi – Rasinaho 2021, s. 107 esittää, että scrip dividend -järjestely tulisi huomioida verosääntelyssä. Tämän ohella kirjoittajat puoltavat asian huomioimista selvyiden vuoksi myös OYL:ssa.

¹⁵² Kremer – Lebbe 2014, s. 218–219. Suomessa väliosinkojen maksamista koskeva oikeustila osakeyhtiöiden osalta on jossain määrin epäselvä, mistä ks. Mähönen – Villa 2020, s. 458–459.

¹⁵³ FSTB 2014, s. iv, 5 ja 24.

¹⁵⁴ Treasury (Australia) 2018, s. 112 ja Treasury (Australia) 2021, s. 118.

na, koska tavanomaisesti sijoitusyhtiöille on asetettu sääntelyssä vähimmäisosakepääomavaatimus, jonka alle osakepääoma ei saa laskea.¹⁵⁵ Lisäksi velkojen panttioikeudet saattavat olla käytännössä varsinaista velan määrää suurempia. Sijoitusyhtiön nettoarvon ollessa negatiivinen ei osinkoja voida jakaa, vaan jäljellä olevat varat kuuluvat velkojille.

Esimerkki:

OB Sijoitusyhtiö koostuu kahdesta alarahastosta: OB Maailma Indeks ja OB Globaalit Osakkeet. Sijoitusyhtiön yhtiöjärjestys ei aseta osingonjaolle rajoitteita. OB Maailma Indeks -alarahaston varat ovat 200 € ja velat 50 €. OB Globaalit Osakkeet -alarahaston varat ovat 100 € ja velat 80 €. Osinkoa on esitetty jaettavaksi kummankin alarahaston osakkeenomistajille 30 €.

OB Maailma Indeks -alarahaston nettoarvo on $200 \text{ €} - 50 \text{ €} = 150 \text{ €}$. Kyseisen alarahaston varat ylittävät sen velat ja osingonjaon jälkeen alarahaston nettoarvo olisi $150 \text{ €} - 30 \text{ €} = 120 \text{ €}$. Osinkojen jakamiselle ei ole esteitä.

OB Globaalit Osakkeet -osakkeet alarahaston nettoarvo on $100 \text{ €} - 80 \text{ €} = 20 \text{ €}$. Kyseisen alarahaston varat ylittävät sen velat, mutta osinkojen jakamisen jälkeen sen nettoarvo olisi $20 \text{ €} - 30 \text{ €} = -10 \text{ €}$. OB Sijoitusyhtiö voi jakaa osinkoa OB Globaalit Osakkeet -alarahaston osalta ainoastaan 20 € ja loput 80 € tulee käyttää velkojen maksamiseen.

OB Sijoitusyhtiö ei voi myöskään järjestää OB Globaalit Osakkeet -alarahaston osingonjakoa käyttämällä osingonjakoon paremman maksukyvyn omaavalle alarahastolle allokoitavia varoja, koska alarahastojen varat ja veloitteet on eriytetty.¹⁵⁶

3.5 Suositukset

Kansainväliset sääntelykäytännöt puoltavat sijoitusyhtiöissä pääomajärjestelmää, joka perustuu osakkeiden liikkeeseen laskemiseen ja lunastamiseen ja osakepääoman määrän muuttamiseen. Tämän luvun sääntelyvertailusta käy ilmi, että kaikissa vertailun kohteena olevissa valtioissa ja erityishallintoalueilla sijoitusyhtiön vaihtuvapääomaisuus perustuu vaihtuvaan

¹⁵⁵ Kremer – Lebbe 2014, s. 261.

¹⁵⁶ Ks. alarahastojen varojen ja veloitteiden erillisyydestä yksityiskohtaisemmin Vepsä 2021b, s. 104–118.

osakepääomaan eikä esimerkiksi muunlaisten oman pääoman ehtoisten sijoitusten tekemiseen (kuten esimerkiksi Suomen OYL:n tuntema SVOP-sijoitus). Kansainvälisesti vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin ei ylipääntään ole mahdollista tehdä muunlaista oman pääoman ehtoista sijoitusta kuin osakepääomasijoitus, eikä niiden tekemistä olisi syytä mahdollistaa Suomessakaan, jotta pääomarakenne ei muodostuisi tarpeettoman monimutkaiseksi ja vakiintuneesta kansainvälisestä käytännöstä poikkeavaksi. Sijoitusyhtiöissä tulisi olla vaihtuva osakepääoma, jonka määrä olisi aina yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön varojen nettoarvo.

Sijoitusyhtiön tulisi voida luoda ja mitätöidä osakkeita markkinoiden tarpeiden mukaisesti, jollei sen yhtiöjärjestyksen rajoituksista tai tarkentavista viranomais määräyksistä muuta johdu. Avoimen sijoitusyhtiön osakkeiden tulisi olla tavallisesti lunastettavissa osakkeenomistajille jokaisena kaupankäyntipäivänä rahastoesitteen ehtojen mukaisesti. Jotta sijoitusyhtiö olisi yhteissijoitusyritys, täytyy osakkeiden lunastusmahdollisuus sallia vähintään kahdesti kuukaudessa.¹⁵⁷ Lunastuksia voitaisiin myös rajoittaa sääntelyn sallimissa rajoissa.¹⁵⁸ Osakkeenomistajat kävisivät kauppaa osakkeista suoraan sijoitusyhtiön kanssa, jolloin esimerkiksi salkunhoitoyhtiön tai muun yhteisön toimiminen välikätenä ei olisi perusteltua.¹⁵⁹ Alarahastojen ollessa kyseessä olisi otettava huomioon, että ristiinsijoitukset sijoitusyhtiön alarahastojen välillä sijoitustarkoituksessa tulisi mahdollistaa, eikä tällöin olisi kyse takaisinostosta tai lunastuksesta.¹⁶⁰

¹⁵⁷ UCITS-direktiivin 76 artiklan 1 kohta: ”Yhteissijoitusyrityksen on aina kun se laskee liikkeeseen, myy, ostaa takaisin tai lunastaa osuuksiaan ja ainakin kaksi kertaa kuukaudessa julkistettava niiden liikkeeseenlasku-, myynti-, takaisinosto- tai lunastushinta asianmukaisella tavalla.”

¹⁵⁸ FSTB 2014, s. 23 ja ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 7.

¹⁵⁹ Vrt. Isossa-Britanniassa pitkään jatkuneeseen käytäntöön, jossa salkunhoitoyhtiö pystyi käymään kauppaa osuuksista omaan lukuunsa suoraan sijoittajien kanssa. Ks. esim. SIB 1995, s. 17, 58 ja 62; SIB 1996, s. 40 ja 44; IMA 2005, s. 31 ja Vepsä 2021a, s. 15. Vuosikymmeniä aktiivisena jatkunut käytäntö oli sijoittajien näkökulmasta epäreilu, koska se mahdollisti salkunhoitoyhtiöille riskittömät tuotot kaksinkertaisesti hinnoitelluissa rahastoissa. FCA kielsi menettelyn hyväksikäytön taloudellisen hyötymisen tarkoituksessa, eivätkä salkunhoitoyhtiöt saa nykyään enää pitää osuuksien kaupankäynnillä ansaitsemiaan riskittömiä tuottoja. Ks. uudistuksesta FCA 2017, s. 12 ja 91 ja FCA 2018, s. 26–28 ja 38.

¹⁶⁰ General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 52–56 ja ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 7. Kyseessä on tärkeä ominaisuus sijoitusyhtiön alarahastorakenteen kilpailukyvyn kannalta. Esimerkiksi 1990-luvulla Isossa-Britanniassa OEIC-sijoitusyhtiön houkuttelevuuteen vaikutti negatiivisesti se, että alun perin sijoitukset saman sijoitusyhtiön alarahastojen välillä eivät olleet mahdollisia. Ks. SIB 1995, s. 80 ja SIB 1996, s. 62, joissa todetaan: ”No sub-fund of an umbrella company may invest in shares in another sub-fund of the same umbrella company.”

Osakeyhtiölain merkintäetuoikeuksien soveltuminen olisi epäkäytännöllistä sijoitusyhtiöille ja tekisi tyhjäksi mahdollisuuden laskea liikkeesseen uusia osakkeita. Tämän takia aiemmillä osakkeenomistajilla ei tulisi olla merkintäetuoikeuksia suhteessa uusiin potentiaalisiin osakkeenomistajiin, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä.¹⁶¹ Rahastotoiminnan näkökulmasta on vieras ajatus, että osakkeita annettaisiin merkittäväksi aikaisemman osakeomistuksen suhteessa. Lähtökohtaisesti kenellä tahansa sijoittajalla, joka täyttää merkintäehdot, tulisi olla mahdollisuus tulla sijoittajaksi eli sijoitusyhtiön osakkeenomistajaksi. OYL 9:3.3:n mukaan osakeyhtiöissä voidaan yhtiöjärjestyksellä poiketa oletusarvoisesta merkintäetuoikeudesta, mutta sijoitusyhtiöiden näkökulmasta olisi tarkoituksenmukaista, että sääntelyn olettama olisi päinvastainen kuin OYL:ssa. Osakeyhtiöistä poiketen myös osakkeiden murto-osien liikkeesseen laskeamisen tulisi sijoitusyhtiöissä olla mahdollista kuten sijoitusrahastoissakin ilman tarvetta erillisen osakesarjan perustamiseen murto-osia varten.

Koska sijoitusyhtiö on puhtaasti yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen tarkoitettu oikeudellinen rakenne, ei sijoitusyhtiöille tulisi asettaa osakepääoman vähimmäis- tai enimmäismäärää, vaan tämä tulisi jättää markkinoiden päätettäväksi, jos sijoitusyhtiö on ulkoisesti hoidettu.¹⁶² Tästä johtuen sijoitusyhtiön osakepääoman suuruus voisi olla ääretön, jos sitä ei ole yhtiöjärjestyksessä rajoitettu.¹⁶³

Kuten sijoitusrahastoja myös vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä tulisi sen toiminnan tarkoituksen vuoksi tarkastella tilinpäätöksen näkökulmasta yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavana rahastona eikä osakeyhtiönä.¹⁶⁴ Sijoitusyhtiöiden tase poikkeaisi sekä osakeyhtiöiden että sijoitusrahastojen taseesta. Taseen vastaavissa olisivat sijoitusyhtiön varat, kuten arvopaperit ja saatavat, ja vastattavissa velat ja sijoitusyhtiön osakkeille allokoitava nettoarvo, joka on samalla osakepääomaan linkittyvä erä, koska sijoitusyhtiön osakepääoma olisi aina yhtä suuri kuin sen nettoarvo.

Sijoitusyhtiön ollessa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava rahasto sen pitäisi pystyä jakamaan osinkoja osakepääomastaan edellyttäen, että

¹⁶¹ Kremer – Lebbe 2014, s. 218 ja 264 ja Dietrich – Müller 2016, s. 47. Ks. esim. Invesco Funds SICAV, articles of incorporation 30.9.2016, artikla 7 ja Danske SICAV, articles of incorporation 31.7.2020, artikla 7, joissa asiasta on määrätty seuraavasti: ”The Board is authorized without limitation to issue an unlimited number of shares at any time without reserving the existing shareholders a preferential right to subscribe for the shares to be issued.”

¹⁶² Vähimmäispääomavaatimukset koskevat UCITS-direktiivin 7 artiklan mukaisesti rahastoyhtiötä eivätkä yhteissijoitusyritystä, joten vähimmäispääomasta säättäminen ei ole pakollista ulkoisesti hoidetuille sijoitusyhtiöille.

¹⁶³ Kremer – Lebbe 2014, s. 218–219 ja FSTB 2014, s. 22.

¹⁶⁴ Vastaavasti myös ICAV Bill RIA 2014, s. 8.

sijoitusyhtiön maksukyky säilyy ja tiedonantovelvoitteita noudatetaan. Mikäli sijoitusyhtiöiden toiminta järjestettäisiin kansainvälisen käytännön mukaisesti, jossa niillä on vaihtuva osakepääoma (eikä esimerkiksi vaihtuva muu vapaa oma pääoma), tulisi niillä olla mahdollisuus jakaa osinkoja osakepääomastaan. Osinkojen jakaminen osakepääomasta ei ole lähtökohdaisesti OYL:n mukaan mahdollista ilman velkojien suostumusta. Vaihtuvalla osakepääomalla toimiviin sijoitusyhtiöihin ei tulisi soveltaa OYL:n osakepääoman pysyvyyttä turvaavia ja osakepääoman jakamista rajoittavia säännöksiä. Yhteisen sijoitustoiminnan erityisen luonteen ja pääomajärjestelmän toimivuuden takia osinkojen jakamista osakepääomasta ei saisi rajoittaa.¹⁶⁵ Jos osakepääomaa ei voitaisi jakaa, ei osinkojen jakaminen olisi mahdollista, koska sijoitusyhtiöllä oman pääoman eränä toimii ainoastaan osakepääoma (eikä niillä ole muuta jakokelpoista omaa pääomaa). Mikäli osingonjako ei olisi joustavasti mahdollista osakepääomasta, olisivat sijoitusyhtiöt kilpailullisesti epäsuotuisassa asemassa sijoitusrahastoihin nähden.¹⁶⁶

4 LOPUKSI

Suomessa ei ole mahdollista perustaa yhteissijoitusyrittystä yhtiömuodossa, vaikka UCITS-direktiivi sen mahdollistaisi.¹⁶⁷ Tässä artikkelissa on tutkittu, millainen pääomajärjestelmä olisi tarkoituksenmukainen vaihtuvapääomaisissa sijoitusyhtiöissä, jos niistä päätettäisiin Suomessa säätää. Ensiksi on analysoitu OYL:ssä tarkoitettua osakeyhtiön pääomajärjestelmän soveltuvuutta yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen. Tarkastelussa on havaittu, että säännökset osakepääoman ja osakkeiden lukumäärän muuttamisprosesseista ovat monimutkaisia, hallinnollisesti sopimattomia ja aikaa vieviä yhteisen sijoitustoiminnan näkökulmasta, koska prosessit vaativat usein sekä yhtiöorganian että viranomaisen myötävaikutusta. Näin ollen yhteisen sijoitustoiminnan harjoittaminen osakeyhtiömuodossa muuttamalla osakkeiden ja osakepääoman määrää ei ole tarkoituksenmukaisin keino, vaan tätä joustavampaan lopputulokseen päästäisiin hyödyntämällä osakeyhtiön sijoitettua vapaata omaa pääomaa.

¹⁶⁵ MAS 2017, s. 10.

¹⁶⁶ Vastaavasti Australian kontekstissa toteaa Treasury (Australia) 2021, s. 118.

¹⁶⁷ Yhdeksää jäsenvaltiota sekä Norjaa ja Yhdysvaltoja koskeneessa kansainvälisessä vertailussa ilmeni, että vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö oli mahdollinen kahdeksassa silloisessa jäsenvaltiossa (Tanska, Iso-Britannia, Irlanti, Saksa, Ranska, Luxemburg, Espanja ja Italia sekä Yhdysvallat). Ks. VM 14/2018, s. 240–250.

Periaatteessa OYL:n säännökset mahdollistavat yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamisen, mutta OYL:n reunaehtojen rajoissa osakeyhtiön kautta harjoitettu yhteinen sijoitustoiminta olisi epäedullisemmässä asemassa verrattuna sopimusperusteisen sijoitus- tai erikoissijoitusrahastomuodon käyttämiseen, koska sijoitusyhtiöiden toiminnan kannalta jäykät OYL:n osakepääoman ja osakkeiden määrän muuttamista koskevat säännökset ohjaisivat hyödyntämään osakeyhtiön sijoitettua vapaata omaa pääomaa. SVOP-sijoitusten kautta toimiva osakeyhtiömuotoinen rahasto olisi kokonaan uudenlainen rakenne, jollaista ei ennestään tunneta. Kansallisen markkinan epäsuotuisan aseman ohella tällaiset rakenteet eivät olisi ongelmitta markkinoitavissa ulkomaille, koska ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta rakenne olisi tuntematon ja vaatisi huomattavia oppimiskustannuksia. Lisäksi osakeyhtiö on verotuksellisesti epäedullisessa asemassa sijoitusrahastoihin verrattuna eikä osakeyhtiömuoto mahdollista sijoitusyhtiöiden tyypillisiä ominaisuuksia, kuten alarahastorakennetta. OYL:n sääntelyn epäsopivuus yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen ja siihen liittyvän verosääntelyn puuttuminen ovat keskeisiä syitä sille, miksi osakeyhtiömuodossa on perustettu Suomessa vain muutamia vaihtoehtorahastoja, vaikkei sääntely tätä suoraan estäkään¹⁶⁸.

Osakeyhtiön pääomajärjestelmän ja osakepääoman muuttamiseen liittyvien prosessien heikko soveltuvuus yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen on laaja kansainvälinen ilmiö. Asia on tunnistettu monissa valtioissa, joissa on uudistettu rahastosääntelyä tai valmisteltu sen uudistamista. Esimerkkeinä voidaan mainita Luxemburg¹⁶⁹, Iso-Britannia¹⁷⁰, Irlanti¹⁷¹, Sak-

¹⁶⁸ Ks. Viitala 2018, s. 513, jossa todetaan osakeyhtiömuotoisen rahastotoiminnan olevan Suomessa harvinaista. HE 94/2013 vp, s. 114 toteaa vaihtoehtorahaston oikeudellista muotoa koskevasta vapaudesta seuraavaa: ”Pykälän määritelmän mukaisesti vaihtoehtorahasto voi olla yhteisö tai sopimusperusteinen järjestely. Määritelmä ei ota kantaa siihen, missä oikeudellisessa muodossa tai rakenteessa yhteissijoitus tulisi järjestää tai minkälaiset yksittäiset oikeudelliset muodot katsotaan kuuluviksi lain soveltamisalaan.”

¹⁶⁹ Ks. tämän artikkelin luku 3.2 ja alaviite 107.

¹⁷⁰ Yhtiösääntelyn jäykkyudesta johtuen 1990-luvulla alettiin valmistella erityissääntelyä yhtiömuotoisille rahastoille, mikä johti The Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996 (SI 1996 No. 2827) -sääntelyn säätämiseen. Sin 1997, s. 43:n mukaan sääntelyn valmistuminen vaati toimialalta yli vuosikymmenen ajan jatkunutta lobbausta. Ks. OEIC-sääntelyn taustoista myös SIB 1993, s. 10–11 ja Cornick 1997, s. 29.

¹⁷¹ Ensimmäinen mahdollistettiin VCC-sijoitusyhtiöt (Variable Capital Company) sallimalla tietyt poikkeukset yhtiösääntelyyn, kunnes vuonna 2015 säädettiin ICAV-laki, joka erityislakina mahdollistaa täysin yhteistä sijoitustoimintaa varten räätälöidyn yhtiömuodon. Browne 2015, s. 23–24 toteaa, että vaikka VCC-muoto on toiminut verrattain hyvin, pohjautuu sen sääntely kuitenkin osakeyhtiöitä koskevaan sääntelyyn ja yhtiöoikeuteen, jolloin sääntelyä ei ole suunniteltu rahastotoimintaa varten ja se sisältää tiettyjä rahastotoimintaan epäsopi-

sa¹⁷², Ruotsi¹⁷³, Hongkong¹⁷⁴, Singapore¹⁷⁵ ja Australia¹⁷⁶. Kansainvälisen sääntelykäytännön ja sääntelyn kilpailukyvyyn näkökulmasta sijoitusyhtiön rakentaminen Suomen nykyisen osakeyhtiösääntelyn varassa toimivaksi olisi keinotekoinen ja pakonomainen ratkaisu, joka ei tunnusta sijoitusyhtiöiden erityissääntelyn tarvetta. Mikäli sijoitusyhtiöiden sääntely rakennettaisiin huolimattomasti ja kansainvälisistä vakiintuneista käytännöistä poiketen, riskinä olisi, ettei yhtiömuotoa otettaisi toimialalla käyttöön.¹⁷⁷

Mikäli sijoitusyhtiöistä päätetään Suomessa säätää, tarvitsevat ne aidosti vaihtuvan osakepääoman, jolloin niillä tulisi olla mahdollisuus muuttaa osakepääomansa suuruutta, jotta merkintöjä ja lunastuksia pystyttäisiin hoitamaan joustavasti.¹⁷⁸ Sijoitusyhtiön koko osakepääoman olisi aina oltava yhtä suuri kuin sen varojen nettoarvo. Vastaavasti sijoitusyhtiön osak-

via säännöksiä. Ks. ICAV-lain taustoista myös Department of Taoiseach 2011, s. 14, jossa korostetaan rahastosektorin merkittävyyttä Irlannille kansantaloudellisesta näkökulmasta. Rahastotoimiala oli esittänyt lukuisia kehitysehdotuksia rahastosektorin kilpailukyvyyn säilyttämiseksi, minkä pohjalta asetettiin tavoitteeksi perustaa yhteisen sijoitustoiminnan tarpeisiin erityinen yhtiömuoto, joka ei olisi osakeyhtiö: ”Introduce a legal framework for a corporate fund structure which is not a public limited company.” Sääntelyn taustalla vaikuttaneen tavoitteen nostaa esille myös Bohan 2015, s. 46.

¹⁷² Rounds – Dehio 2007, s. 501 ja Steck – Fischer 2010, s. 2: kirjoittajien mukaan kansallisen kilpailukyvyyn säilyttämiseksi Saksassa lanseerattiin sijoitusyhtiömuoto (InvestmentAG) vuonna 1998, mutta vaihtuva osakepääoma sallittiin vasta vuonna 2004. Uusi organisoitumismuoto ei edelleenkään saanut suosiota toimialalla, joten sääntelyä päätettiin korjata vuoden 2007 lopussa, mikä johti organisoitumismuodon parempaan adaptoimiseen toimialalla.

¹⁷³ SOU 2016:45, s. 253.

¹⁷⁴ Ks. esim. FSDC 2013, s. 1 ja FSTB 2014, s. ii: ”Currently, an open-ended investment fund may be established under the laws of Hong Kong in the form of a unit trust but not in corporate form due to various restrictions on capital reduction under the Companies Ordinance (“CO”) (Chapter 622).”

¹⁷⁵ Ks. MAS 2017, s. 5, jossa todetaan: ”In Singapore, CIS [Collective Investment Scheme] constituted as investment companies are relatively uncommon because of the restrictions under the CA on the return of capital to shareholders.” Toisaalta todetaan, että kansainvälisesti ongelmat on ratkaistu erityisillä yhtiömuodoilla: ”To address these issues, most international fund jurisdictions have established specialised corporate structures for CIS.”

¹⁷⁶ Treasury (Australia) 2017, s. 45 toteaa: ”Reflecting that CCIVs are intended to operate as investment funds, rather than carrying on active businesses, Chapter 7A takes a more flexible approach to the circumstances in which a CCIV can reduce its capital than for other types of companies.”

¹⁷⁷ Ks. tämän artikkelin alaviite 172 ja Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 175–177. Esi-merkki Saksasta osoittaa, että heikosti valmisteltu sääntely ei toimi. Ensin sijoitusyhtiöistä puuttui vaihtuva osakepääoma, mutta senkin mahdollistamisen jälkeen sääntelyä jouduttiin korjaamaan uudelleen, koska InvestmentAG-sijoitusyhtiön katsottiin poikkeavan liikaa esikuvastaan SICAV:sta.

¹⁷⁸ Ks. vastaavasti esim. CLRG First Report 2001, s. 330; FSTB 2016, s. 1 ja Treasury (Australia) 2021, s. 10.

keen kirjanpidollisen vasta-arvon tulisi olla yhtä suuri kuin yhdelle osakkeelle allokoitava osuus sijoitusyhtiön nettoarvosta, jolloin osakkeilla ei olisi nimellisarvoa. Sijoitusyhtiön osakkeet tulisi laskea liikkeeseen, lunastaa tai takaisinostaa hinnasta, joka on yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön nettoarvo jaettuna sijoitusyhtiön liikkeeseen laskettujen osakkeiden lukumäärällä. Sijoitusyhtiön olisi mitätöitävä lunastetut osakkeet¹⁷⁹, jolloin osakkeiden pääomaa olisi alennettava sen verran kuin sijoitusyhtiö maksoi lunastettavista osakkeista.

Vaihtuvapääomaiselta sijoitusyhtiöltä edellytettävän osakeyhtiöstä poikkeavan pääomajärjestelmän ja kansainvälisesti omaksuttujen sääntelykäytäntöjen takia ei ole tarkoituksenmukaista ajatella vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä osakeyhtiönä vaan rahastona. Vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä säätäminen ei ole puhtaasti osakeyhtiöoikeudellinen kysymys, vaikka toisinaan näin on vanhastaan esitetty.¹⁸⁰ Kysymystä tulisi arvioida yhteisen sijoitustoiminnan erityistarpeet tiedostaen, mikä tarkoittaa ratkaisujen hakemista sijoitusrahastosääntelystä ja vastaavia ulkomaisia rakenteita koskevasta sääntelystä. Oikeudellisena ilmiönä tyyppillinen vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö ei ole kuin mikä tahansa muu kaupallinen osakeyhtiö, vaan se on yhteisen sijoitustoiminnan tarpeisiin räätälöity erityinen yhtiömuoto.¹⁸¹ Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on eräänlainen erityistä tarkoitusta varten perustettu¹⁸² *lex specialis* -yhtiö, jossa rahastospesifillä

¹⁷⁹ Ks. esim. Treasury (Australia) 2021, s. 112.

¹⁸⁰ Ks. mm. 1990:VM 21, s. 26 ja 29, jossa vuoden 1990 sijoitusrahastolakityöryhmä esitti, että vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskevaa sääntelyä tulisi valmistella osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä. Sijoitusrahastolakityöryhmä ei itse tarkastellut kysymystä ja vetosi siihen, ettei vuoden 1978 OYL (734/1978, kumottu) kyseistä rakennetta tuntenut, ja samalla rajasi asian oman toimivaltansa ulkopuolelle. Samansuuntaisesti lausui HE 309/1992 vp, s. 27, jossa todettiin, että vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden toimintaedellytysten selvittäminen tapahtunee osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä. Epäiltiin myös, että äänioikeudettomien osakkeiden mahdollistaminen vuoden 1978 OYL:ssa lisäisi sijoitusyhtiöiden perustamismahdollisuuksia. Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden toimintaedellytysten selvittämisestä pidettiin kuitenkin siinä määrin osakeyhtiöoikeudellisena kysymyksenä, ettei siihen otettu kantaa vuonna 1992 vuoden 1987 SRL:iin (480/1987, kumottu) tehdyn osittaisuudistuksen yhteydessä vaan päädyttiin ainoastaan toteamaan lyhyesti, että toistaiseksi sijoitusrahastotoimintaa voitaisiin harjoittaa Suomessa vain rahastomuotoisena yhteisönä.

¹⁸¹ Ks. vastaavasti esim. SFC 2017, s. 5; Vepsä 2021a, s. 31 ja Treasury (Australia) 2021, s. 17. Esimerkiksi Saksassa (ks. Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 178) on käyty debattia siitä, onko sikäläinen InvestmentAG ylipäättään osakeyhtiö vaiko täysin oma yhtiömuotonsa. Jos sääntely rakennetaan Irlannin tapaan täysin osakeyhtiösääntelystä erillisenä, on selvää, että kyseessä on oma yhtiömuotonsa.

¹⁸² Ks. esim. OECD 2000, s. 19, jossa todetaan SICAV-sijoitusyhtiöiden olevan erityistä tarkoitusta varten perustettuja yhtiöitä (special purpose company).

sääntelyllä poiketaan yhtiöoikeuden asettamista etenkin osakepääomaa ja sen määrän muuttamista koskevista vaatimuksista.¹⁸³ Suomen kannalta sijoitusyhtiö on perusteltu, ja toimiakseen sen tulee täyttää kansainväliset kriteerit.

¹⁸³ Hooghiemstra 2019, s. 141 toteaa osuvasti: ”Finally, the strict capital requirements laid down in corporate law that are applicable to (public and private) limited companies and equivalent corporate legal forms are being derogated by (most) Member States under the ‘lex specialis’ Fund Forms in fund law.”

LÄHTEET

Kirjallisuus

- Aarnio, Aulis, Mitä lainoppi on? Tammi 1978.
- Aarnio, Aulis, Laintulkinnan teoria. Yleisen oikeustieteen oppikirja. WSOY 1989.
- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki I. 2., uudistettu painos. Talentum Media 2010. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a)
- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki II. 2., uudistettu painos. Talentum Media 2010. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b)
- ALFI, Guidance on the UCITS borrowing principles. Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI) 2009.
- Armour, John – Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier – Pargendler, Mariana, What Is Corporate Law?, s. 1–28 teoksessa Paul Davies – Wolf-Georg Ringe – Gerard Hertig – John Armour – Hideki Kanda – Edward Rock – Reinier Kraakman – Henry Hansmann – Mariana Pargendler – Luca Enriques – Klaus Hopt, The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach. Oxford University Press 2017.
- Barker, Roger M. – Chiu, Iris H.-Y., Corporate Governance and Investment Management: The Promises and Limitations of the New Financial Economy. Edward Elgar Publishing 2017.
- Bohan, Anne-Marie, Investing in the Future. International Financial Law Review 33(10) 2015, s. 46–47.
- Boire, L. – Kiswanto, L. – Wiklund, M. – Liu, J., Exploring Corporate Structure for Funds in Sweden. CEMS Business Project 2016.
- Browne, Mark, ICAV – the New Irish Collective Asset-Management Vehicle. The Investment Lawyer 22(6) 2015, s. 23–28.
- Bullard, Mercer, The rise and fall of the mutual fund brand, s. 22–56 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.
- Cornick, Tim, UK Introduces Open-Ended Investment Companies. International Financial Law Review 16(2) 1997, s. 29–32.
- DeMott, Deborah A., Fiduciary Contours: Perspectives on Mutual Funds and Private Funds, s. 57–78 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.
- Dietrich, Manfred – Müller, Nic, Das Gesetz von 2010 (OGAW/OGA), s. 10–161 teoksessa Jürgen F. Baur – Falko Tappen (Hrsg.), Investmentgesetze: Grosskommentar 3., neu bearbeitete Auflage. De Gruyter 2016.
- Ervasti, Kaijus, Oikeussosiologia ja oikeuspoliittinen tutkimus osana oikeustiedettä. Oikeustiede – Jurisprudentia XLIV:2011, s. 61–132.
- ESMA, EU Alternative Investment Funds. ESMA Annual Statistical Report 2021.
- European Central Bank, Financial Stability Review. November 2016.
- Financial Services Development Council (Hong Kong), Proposals on Legal and Regulatory Framework for Open-ended Investment Companies in Hong Kong. FSDC Research Paper No. 05. November 2013.

- Haapaniemi, Ossi – Rasinaho, Vesa, Scrip dividend ja muita tapoja tarjota varojenjaon vaihtoehtona oikeus saada tai myydä yhtiön osakkeita, s. 93–107 teoksessa Veikko Vahtera – Krista Rantasaari (toim.), *Yhtiö, velka, velvoite: juhlaulkaisu* Seppo Villa. Alma Talent 2021.
- Hanharan, Pamela – Ramsay, Ian, Regulation of mutual funds in Australia, s. 414–445 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Harju, Ilkka – Syyrilä, Jarkko, Sijoitusrahastolainsäädäntö. WSOY Lakitieto 2001.
- Harju, Ilkka, Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto. Oikeushenkilöopillinen vertailu. *Oikeustiede – Jurisprudentia* LIII:2020, s. 5–102.
- Hazenberg, Jan, *Investment Fund Governance: An empirical investigation of Luxembourg UCITS*. Doctoral thesis, University of Luxembourg 2012.
- Hidén, Paulus – Ruotsalainen, Henri, Vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain soveltamisalasta. *Defensor Legis* 3/2014, s. 367–391.
- Hirvonen, Ari, *Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan*. Yleisen oikeustieteen julkaisuja. Helsingin yliopisto 2011.
- Hooghiemstra, Sebastiaan, Towards Modernization of the Luxembourg Legal Form ‘Toolbox’ for Funds. *JurisNews – Investment Management* 8(3–4) 2019, s. 135–144.
- Horváthová, Alexandra, *Protection of Retail Investors Through Their Empowerment. Regulation of Investment Companies in the European Union, the United Kingdom and the United States of America*. Doctoral thesis, Central European University 2015.
- Hudson, Matthew, *Fund Managers: The Complete Guide*. John Wiley & Sons, Incorporated 2019.
- Husa, Jaakko, *Oikeusvertailu. Teoria ja metodologia*. Lakimiesliiton Kustannus 2013.
- Investment Management Association, *Review of the Governance Arrangements of United Kingdom Authorised Collective Investment Schemes*. Report by the Investment Management Association. February 2005.
- IOSCO, *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*. September 1997.
- IOSCO, *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*. November 2004.
- Isomaa-Myllymäki, Anita – Myllymäki, Janne, Omaa vai vierasta pääomaa – hybridilaina yhtiöoikeuden, kirjanpidon ja verotuksen pääomarakenteessa. *Liikejuridiikka* 1/2017, s. 33–82.
- Kolehmainen, Antti, *Tutkimusongelma ja metodi lainopillisessa työssä*. Edilex-sarja 2015/29.
- Kremer, Claude – Lebbe, Isabelle, *Collective Investment Schemes in Luxembourg. Law and Practice*. Second edition. Oxford University Press 2014.
- Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle, *Osakeyhtiö 1–2*. Kahdeksas uudistettu painos. Edita Publishing 2020.
- Lautjärvi, Kari, Välipääomarahoitus suomalaisen osakeyhtiön rahoituksen vaihtoehtona. *Lakimies* 7–8/2011, s. 1341–1362.
- Leppiniemi, Jarmo – Lounasmeri, Sari, *Yritysrahoitus*. Alma Talent Fokus 2020.

- Luca, Nicola de, Share Classes in Investment Funds and Fair Treatment of All Investors. *European Business Law Review* 32(4) 2021, s. 727–742.
- Marjosola, Heikki, Pörssiyhtiöiden omistuksen julkisuus Suomessa: EU-oikeudellinen selvitys. Valtiovarainministeriön julkaisu 30/2018. Valtiovarainministeriö 12.10.2018.
- Morley, John, The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation. *The Yale Law Journal* 123(5) 2010, s. 1228–1287.
- Morley, John, Collective Branding and the Origins of Investment Fund Regulation. *Virginia Law and Business Review* 6(3) 2012, s. 341–402.
- Morley, John, The Regulation of Mutual Fund Debt. *Yale Journal on Regulation* 30(2) 2013, s. 343–376.
- Morley, John – Curtis, Quinn, Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds. *The Yale Law Journal* 120(1) 2010, s. 84–142.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö I, Yleiset opit. 3., uudistettu painos. Talentum Media 2015.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö II, Pääomarakenne ja rahoitus. 4., uudistettu painos. Alma Talent 2020.
- OECD, Standard rules for the operations of institutions for collective investment (Report by the Committee on Financial Markets). C(71)234. February 1972.
- OECD, Corporate governance and collective investment instruments: Secretariat background report. October 2000.
- Roiter, Eric D., Disentangling mutual fund governance from corporate governance. *Harvard Business Law Review* 6(1) 2016, s. 1–82.
- Roiter, Eric D., Exchange-traded funds: neither fish nor fowl, s. 247–266 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Rounds, Charles E. Jr. – Dehio, Andreas, Publicly-Traded Open End Mutual Funds in Common Law and Civil Law Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures. *New York University Journal of Law & Business* 3(2) 2007, s. 473–518.
- Ruk, M. – Filipovic, M. – Vuletic, S., Investment funds with legal personality – a true rival to mutual funds? *InterEULawEast: Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations* 7(2) 2020, s. 167–194.
- Schonfeld, V. – Kerwin, T., Organization of a Mutual Fund. *The Business Lawyer* 49(1) 1993, s. 107–161.
- Sillanpää, Matti J. – Vahtera, Veikko – Koski, Pauli, Yhtiöoikeus. Alma Talent Fokus 2021.
- Siltala, Raimo, Johdatus oikeusteoriaan. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut 2001.
- Siltala, Raimo, Oikeustieteen tieteenteoria. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 2003.
- Sin, Kam Fan, *The Legal Nature of the Unit Trust*. Clarendon Press 1997.
- Stafford, D. C., Mutual Funds in the European Economic Community. *Journal of Common Market Studies* 14(3) 1975, s. 240–254.
- Steck, Kai-Uwe – Fischer, Carsten, Better than Sicav. *International Financial Law Review*. February 2010.
- Turtiainen, Matti, *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Edita Publishing 2004.

- Vahtera, Veikko, Osakeomistuksen riski ja sääntely. CC Lakimiesliiton Kustannus 2011.
- Vahtera, Veikko, Sopimusajattelun käyttö osakeyhtiöoikeudessa. *Lakimies* 7–8/2012, s. 1048–1069.
- Vandamme, Roger, 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. Luxembourg, Office for Official Publications of the European Communities 1988.
- Vepsä, Antti, Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot. *Edilex-sarja* 2021/18. (Vepsä 2021a)
- Vepsä, Antti, Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia. *Liikejuridiikka* 2/2021, s. 84–140. (Vepsä 2021b)
- Viitala, Tomi, Rahastot – muoto, sääntely ja verotus. *Defensor Legis* 4/2018, s. 528–546.
- Warburton, A. Joseph, Should Mutual Funds Be Corporations – A Legal & Econometric Analysis. *Journal of Corporation Law* 33(3) 2008, s. 745–776.
- Warburton, A. Joseph, Trusts Versus Corporations: An Empirical Analysis of Competing Organizational Forms. *Journal of Corporation Law* 36(1) 2010, s. 183–220.
- Warburton, A. Joseph, Mutual fund capital structure. *Marquette Law Review* 100(3) 2017, s. 671–755.
- Wegman, Hanneke, Investor protection: towards additional EU regulation of investment funds? Doctoral thesis, Leiden University 2016.
- Zetzsche, Dirk, Competitiveness of Financial Centers in Light of Financial and Tax Law Equivalence Requirements. IFS – Propter Homines Chair Working Paper 005/2015.
- Zetzsche, Dirk, The Anatomy of European Investment Fund Law, s. 302–359 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.

Virallisaineisto

Kotimaiset virallislähteet

- Suomen Pankki, Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö. Suomen Pankki 1971.
- Hallituksen esitys Eduskunnalle sijoitusyhtiölainsäädännön sekä laeiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 6 ja 18 §:n, leimaverolain 10 ja 55 §:n, leimaverolain väliaikaisesta muuttamisesta annetun lain 10 §:n ja pankkitarkastuslain muuttamisesta (Hallituksen esitys n:o 22/1977 vp).
- Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolainsäädännön sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 238/1986 vp).
- Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolakiuudistuksen muistio. Työryhmämuistio, 1990:VM 21. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 309/1992 vp).
- Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 59/1996 vp).
- Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 109/2005 vp).

Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi (HE 94/2013 vp).
Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi tilintarkastuslain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 70/2016 vp).

Valtiovarainministeriö, Arviomuistio sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisesta. 2.11.2016.

Valtiovarainministeriö, Lausuntopalaute arviomuistiosta sijoitusrahastolain uudistamisesta. 19.1.2017.

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus: työryhmämuistio. Valtiovarainministeriön julkaisu 5/2018.

Valtiovarainministeriö, Lausuntoyhteenveto Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta. 31.5.2018.

Valtiovarainministeriö, Eri sijoitusmuotojen verokohtelu: Työryhmäraportti. Valtiovarainministeriön julkaisu 14/2018.

Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (243/2018 vp).

Ulkomaiset säädökset

Hongkong

Securities and Futures Ordinance (Cap. 571).

Irlanti

Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015.

Iso-Britannia

The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).

The Financial Conduct Authority, Collective Investment Scheme Sourcebook. Release 14, December 2021.

Luxemburg

Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales (en vigueur au 1er janvier 2020).
(Loi de 1915)

Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et portant
– modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif,
– modification de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée.
(Mém. A 2007, N° 13). (Loi de 2007)

Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et
– portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte) ;

- portant modification :
- de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif ;
- de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d’investissement spécialisés ;
- de l’article 156 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l’impôt sur le revenu (Mém. A 2010, N° 239). (Loi de 2010)

Ranska

Code monétaire et financier. Version en vigueur au 24 juin 2021.

Singapore

Variable Capital Companies Act 2018 (No. 44 of 2018).

Muut ulkomaiset virallislähteet

Securities and Exchange Commission, United States, Institutional investor study report of the Securities and Exchange Commission. March 1971.

Kungl. Maj:ts proposition med förslag till aktiefondslag, m.m. Proposition 1974:128.

Securities and Investments Board, Regulated Collective Investment Schemes. Key Policy Issues. Discussion Paper. October 1993.

Securities and Investments Board, Open Ended Investment Companies. Consultative Paper 93. October 1995.

Securities and Investments Board, Proposed Regulations for Open Ended Investment Companies. October 1996.

Company Law Review Group (Ireland), First Report (2000 - 2001).

Investeringsfonder förslag till ny lag. SOU 2002:56.

European Commission, 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. IMPACT ASSESSMENT. {COM(2009) 207} {SEC(2009) 577} /* SEC/2009/0576 final */.

Department of Taoiseach, Strategy for the International Financial Services Industry in Ireland 2011–2016. July 2011.

Ehdotus EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI tietäntyyppisten yritysten vuositilinpäätöksistä, konsolidoiduista tilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista. KOM/2011/0684 / 3 - 2011/0308 (COD). (COM 2011/0684).

ESMA, Guidelines on key concepts of the AIFMD. 13 August 2013.

General Scheme of the Irish Collective Asset-management Vehicle Bill 2014.

Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Open-ended Fund Companies consultation paper. March 2014.

Regulatory Impact Analysis (RIA) of the Irish Collective Asset-management Vehicles Bill 2014.

- ESMA, Guidelines for competent authorities and UCITS management companies. Guidelines on ETFs and other UCITS issues. 1 August 2014. (ESMA 2014a)
- ESMA, Discussion paper. Share classes of UCITS. 23 December 2014. (ESMA 2014b)
- Irish Collective Asset-Management Vehicles Bill 2014. Explanatory Memorandum. January 2015.
- FCA, UCITS V implementation and other changes to the Handbook affecting investment funds. Consultation Paper 15/27. September 2015.
- Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Open-ended Fund Companies. Consultation conclusions. January 2016.
- ESMA, Discussion paper. UCITS share classes. 06 April 2016.
- En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad. Slutbetänkande av 2014 års fondutredning. SOU 2016:45.
- ESMA, Share classes of UCITS. Opinion. 30 January 2017.
- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Singapore Variable Capital Companies. March 2017.
- The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Paper on the Securities and Futures (Open-ended Fund Companies) Rules and Code on Open-ended Fund Companies. June 2017.
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2017. Exposure draft explanatory materials.
- Regeringens proposition 2017/18:5. Bättre förutsättningar för fondsparande och hållbara val.
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2018. Exposure draft explanatory materials.
- Monetary Authority of Singapore, Response to feedback received on the proposed framework for Singapore Variable Capital Companies. September 2018.
- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Variable Capital Companies. Part 2. Response to Feedback Received. January 2020.
- The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Conclusions on Proposed Enhancements to the Open-ended Fund Companies Regime and Further Consultation on Customer Due Diligence Requirements. September 2020.
- ESMA, Guidelines on Article 25 of Directive 2011/61/EU. Final report. 17 December 2020.
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021. Exposure draft explanatory materials.

Muut lähteet

- CSSF, Basic statistical data on UCIs – March 2022, <https://www.cssf.lu/en/Document/basic-statistical-data-on-ucis-march-2022/> (viitattu 21.5.2022).
- Danske Invest SICAV, articles of incorporation 31.7.2020.
- Invesco Funds SICAV, articles of incorporation 30.9.2016.
- Rolinco N.V. Prospectus 10 March 2021.

Antti Vepsä

Suomen Pankki, sijoitusrahastolista 31.3.2022, <https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/sijoitusrahastolista/> (viitattu 10.5.2022)

OIKEUSTAPAUKSET

Helsingin HAO 09.07.2020 20/1327/3.

E v. Veronsaajien oikeudenvontayksikkö, C-480/19, ECLI:EU:C:2021:334.

A SCPI v. Veronsaajien oikeudenvontayksikkö, C-342/20, ECLI:EU:C:2022:276.

LYHENTEET

AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
ALFI	Association of the Luxembourg Fund Industry
CCIV	Corporate Collective Investment Vehicle
CIS	Collective Investment Scheme
CLRG	Company Law Review Group (Ireland)
COLL	Collective Investment Schemes sourcebook
COM	European Commission
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
EC	Commission of the European Communities
ECB	European Central Bank
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETF	Exchange-Traded Fund
ETY	Euroopan talousyhteisö
EU	Euroopan unioni
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
EY	Euroopan yhteisö
FCA	Financial Conduct Authority
FSDC	Financial Services Development Council (Hong Kong)
FSTB	Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong)
HAO	Hallinto-oikeus
HE	Hallituksen esitys
ICAV	Irish Collective Asset Management Vehicle
IMA	Investment Management Association (UK)
InvestmentAG	Investmentaktiengesellschaft
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
KHO	Korkein hallinto-oikeus
MAS	Monetary Authority of Singapore
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OEIC	Open-Ended Investment Company
OYL	Osakeyhtiölaki (646/2006)
PRH	Patentti- ja rekisterihallitus
RIA	Regulatory Impact Analysis
SFC	Securities and Futures Commission of Hong Kong
SI	Statutory Instrument
SIB	Securities and Investments Board
SICAF	Société d'Investissement à Capital Fixe
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SOU	Statens offentliga utredningar
SRL	Sijoitusrahastolaki (213/2019)
SVOP	Sijoitettu vapaa oma pääoma

TilinpäätösVMA	Valtiovarainministeriön asetus rahastoyhtiön, sijoitusrahaston ja vaihtoehtorahaston tilinpäätökseen sisältyvän tuloslaskelman ja taseen kaavasta, tilinpäätökseen liitettävästä toimintakertomuksesta sekä sijoitusrahaston puolivuotiskatsauksesta (231/2014)
TVL	Tuloverolaki (1535/1992)
UCI	Undertakings for collective investment
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
VCC	Variable Capital Company
VM	Valtiovarainministeriö
Vuoden 1978 OYL	Osakeyhtiölaki (734/1978, kumottu)
Vuoden 1987 SRL	Sijoitusrahastolaki (480/1987, kumottu)

ABSTRACT

In Finland, a UCITS cannot be set up in the form of an investment company, even though the UCITS Directive allows it. The purpose of this article is to examine what kind of capital system would be appropriate for investment companies with variable capital if their establishment were allowed under Finnish law. The examination found that, as far as collective investment activities are concerned, the provisions of the Limited Liability Companies Act (osakeyhtiölaki 646/2006, “the Companies Act”) on varying the share capital and the amount of shares are complex, administratively inappropriate and time consuming, as the processes often require the involvement of both corporate bodies and authorities. Therefore, conducting collective investment activities as a limited liability company by varying the number of shares and share capital is not the most appropriate solution; instead, a more flexible outcome would be achieved by utilizing the limited liability company’s invested unrestricted equity fund.

In principle, the Companies Act’s provisions do allow for collective investment activities, but the framework of the Companies Act’s requirements would make collective investment activities more disadvantageous for a limited liability company compared to using existing contractual fund forms, namely investment funds or special investment funds. Inflexible provisions on the varying of share capital and the number of shares for the operation of investment companies would force them to use the limited liability company’s unrestricted equity capital. A limited liability company operating through investments in the unrestricted equity fund would be a completely new and as yet unknown structure. In addition to the unfavourable position of the national market, such structures would not be easily marketable abroad, as the structure would be unfamiliar for foreign investors and require considerable learning costs. In addition, the limited liability company is at a tax disadvantage compared to investment funds and its form does not allow for the typical characteristics of investment companies, such as the umbrella fund structure. The unsuitability of the Companies Act’s provisions for conducting collective investment activities and the lack of related tax regulations are the main reasons why only a few alternative investment funds have been established in the form of a limited liability company in Finland, although this is not directly prevented by legislation.

From the international regulatory practice and regulatory competitiveness point of view, building an investment company to operate based on the current Companies Act would be an artificial and coercive solution that

would not recognize the need for special regulation of investment companies. If the regulation of investment companies were built imprecisely and in deviation from established international practice, the new fund form would risk not being introduced in the fund industry. Investment companies need genuinely variable share capital, so they should be able to vary the size of their share capital in order to organize subscriptions and redemptions flexibly. The total share capital of an investment company must always be equal to the net asset value of investment company. Correspondingly, the book value of an investment company's share is equal to the share of the investment company's net asset value allocated to one share, in which case the shares have no nominal value. The shares of the investment company must be issued, redeemed or repurchased at a price equal to the net asset value of the investment company divided by the number of shares issued by the investment company. The investment company must cancel the redeemed shares, in which case the share capital must be reduced for the amount that the investment company paid for the redeemed shares.

Due to the different capital regime required for a variable capital investment company and the internationally accepted regulatory practices, it is not appropriate to think of a variable capital investment company as a limited liability company but as an investment fund. The regulation of variable capital investment companies should not be based on the regulation and principles of limited liability companies. The issue should be assessed in the light of the specific needs of collective investment schemes, which means seeking solutions from fund regulations and regulation of similar foreign structures. As a legal phenomenon, a typical variable capital investment company is not like any other commercial limited liability company but is a special purpose company tailored for the needs of collective investment activities. A variable capital investment company is a kind of special purpose company, where fund-specific regulations deviate in particular from the requirements of the company law regarding the capital system. From Finland's point of view, the investment company is a justified construction and in order to operate successfully, it must meet the international standards of similar structures.

JULKAISU IV

**Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset –
oikeusvertailevia näkökohtia**

Vepsä, Antti

Liikejuridiikka 2/2021, s. 84–140.

Artikkelin käyttöön väitöskirjan osana on saatu kustantajan lupa

ANTTI VEPSÄ

Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia

*Specific Legal Aspects of an Umbrella Investment Company
– A Comparative Law Analysis*

Tässä artikkelissa tarkastellaan sateenvarjomuotoiseen sijoitusyhtiöön liittyviä oikeudellisia erityiskysymyksiä oikeusvertailevasta näkökulmasta, koska Suomessa ei ole vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevaa sääntelyä. Sateenvarjomuotoinen sijoitusyhtiö jakaantuu yhteen tai useampaan alarahastoon, joiden varat ja veloitteet ovat toisistaan erillisiä. Sijoitusyhtiö kaikkine alarahastoineen on kokonaisuudessaan oikeushenkilö ja oikeustoimikelpoinen, mutta yksittäiset alarahastot eivät ole.

Alarahastorakenne on merkittävä säänneltävä erityiskysymys, jos vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä päätetään Suomessa säätää. Alarahastorakennetta koskevassa sääntelyssä on keskeistä varmistaa alarahastojen varojen ja veloitteiden erillisyyden ja alarahastojen kohtelemisen sijoitusyhtiön osina, jotta rakenteen oikeudelliset riskit olisivat alhaisia ja sillä voitaisiin saavuttaa tehokkuushyötyjä sijoitusyhtiön hallinnointiin. Sijoitusyhtiöiden alarahastorakennetta koskevista sääntelymalleista on mahdollista omaksua kehityskohteita myös kotimaiseen sijoitusrahastojen alarahastojen koskevaan sääntelyyn.

1. JOHDANTO

Yhteissijoitusyrityksiä¹ sääntelevä direktiivi 2009/65/EY (jäljempänä UCITS-direktiivi² tai sijoitusrahastodirektiivi) mahdollistaa, että yhteissijoitusyritys voi koostua useasta alarahastosta.³ Kyseessä on tällöin sateenvarjorahasto⁴, joka voi koostua yhdestä tai useammasta alarahastosta, joilla voi olla toisistaan poikkeavat sijoitusstrategiat.⁵ Alarahastoja koskevaa sääntelyä esiintyy runsaasti EU-tasolla⁶, mutta EU-sääntelyssä ei kuitenkaan tarkemmin määritellä alarahastojen oikeudellista luonnetta. Alarahastorakenteen tarkempi sääntely on jätetty jäsenvaltioiden tehtäväksi. Ylipäätään UCITS-direktiivi ei velvoita jäsenvaltioita säätämään alarahastorakenteesta. Näin ollen jäsenvaltioiden kesken esiintyy vaihtelevuutta sen suhteen, mahdollistaako niiden kansallinen sääntely alarahastorakenteisten yhteissijoitusyritysten perustamisen.⁷ Erityisesti sateenvarjomuodossa perustettu luxemburgilainen vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö,

1 UCITS-direktiivin 1 artiklan 1 kohdan artiklan mukaan yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä, joka on sijoitautunut jäsenvaltion alueelle.

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

3 UCITS-direktiivin 1 artiklan 2 kohta.

4 Sateenvarjorahastolla viitataan nimensä mukaisesti alarahastomuotoisen rahaston oikeudelliseen rakenteeseen kokonaisuudessaan. Esimerkiksi Luxemburgiin rekisteröity *BlackRock Strategic Funds -SICAV* on sateenvarjorahasto, joka koostuu 33 alarahastosta (tilanne 7.4.2021), eli alarahastojen voidaan ajatella olevan sateenvarjona toimivan *BlackRock Strategic Funds -SICAV:n* ”alla”. Toisaalta kontekstista riippuen sateenvarjorahastolla voidaan tarkoittaa ainoastaan rakenteen kuorta eli sateenvarjoa (toisinaan myös ydin, *core*). Näin ollen tässä merkityksessä sateenvarjorahastolla tarkoitettaisiin vain *BlackRock Strategic Funds -SICAV:ia*, eikä esimerkiksi rakenteeseen kuuluvaa alarahastoa *BlackRock Fixed Income Strategies Fund*. Tavanomaisessa tilanteessa sateenvarjorahastolla ei voi olla varoja eivätkä sijoittajat voi tehdä merkintöjä sateenvarjorahastoon, vaan merkinnät tehdään aina alarahastoihin. Puolestaan sellainen yhteissijoitusyritys, joka ei voi jakaantua toisistaan erillisiin alarahastoihin, ei ole sateenvarjorahasto.

5 Ks. esim. ESMA 2016, s. 6 ja Wegman 2016, s. 81–82.

6 UCITS-direktiivi ei tuntenut alarahastorakennetta ennen vuotta 2002, jolloin annettiin Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/108/EY, annettu 21 päivänä tammikuuta 2002, arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun neuvoston direktiivin 85/611/ETY muuttamisesta yhteissijoitusyritysten sijoitusten osalta eli ”UCITS III”, vaikkakin alarahastorakennetta koskevaa kansallista sääntelyä esiintyi tuolloin jo jäsenvaltioissa. Nykyään direktiivin 1 artiklan 2 kohdassa säädetään, että jäsenvaltiot voivat sallia, että yhteissijoitusyritys koostuu useasta alarahastosta. Muutoin UCITS-direktiivissä mainitaan erikseen alarahastot seuraavissa yhteyksissä: 2 artiklan 1 kohdan p alakohdan sulautumisen määritelmässä, 37 artiklassa (sulautuminen), 49 artiklassa (sijoituspolitiikka), 58 artiklassa (master-feeder-rakenne), 78 artiklassa (sijoittajan avaintiedot) ja 91 artiklassa (markkinointi toisessa jäsenvaltiossa) sekä direktiivin liitteessä I A luettelon kohdassa 1.13 (lunastus- ja vaihtokustannukset). Lisäksi alarahastoja koskevat kysymykset ovat esiintyneet säännöllisesti ESMA:n (*The European Securities and Markets Authority*) ja tämän edeltäjän CESR:n (*Committee of European Securities Regulators*) julkaisuissa.

7 UCITS-direktiivi on ns. minimiharmonisointidirektiivi. Ks. esim. Kurcz 2001, s. 296, jonka mukaan ”*Minimum harmonisation is the opposite of very detailed and complete harmonisation. Only minimum rules essential for the functioning of the internal market are harmonised.*”

SICAV⁸, on tehnyt sateenvarjorahaston konseptin tunnetuksi Euroopassa ja myös maailmanlaajuisesti⁹. Alarahastorakenne on mahdollinen merkittävässä rahastovaltioissa, kuten Luxemburgissa, Irlannissa, Isossa-Britanniassa, Saksassa ja Ranskassa.

Pohjoismaissa alarahastorakenteeseen etäisesti verrannollinen rakenne oli pitkään mahdollinen vain Tanskassa. Tanskan omintakeinen sijoitusrahastorakenne, niin sanotut sijoitusyhdistykset, jossa yhdistys voidaan organisoida yhdeksi tai useammaksi osastoksi (*afdeling*) ja osasto edelleen eri osuussarjoiksi (*andelsklasser*)¹⁰, ei kuitenkaan ole suoraan verrannollinen sateenvarjorahastojen valtavirtaan, sateenvarjomuotoisiin sijoitusyhtiöihin. Ruotsissa alarahastorakennetta on tutkittu kahdessa eri selvityksessä 2000-luvulla, mutta toistaiseksi pohdinnat eivät ole johtaneet lainsäädäntötoimiin.¹¹ Suomen vuosina 2017–2018 toiminut *SRL-työryhmä* sisällytti ehdotuksessaan alarahastorakenteen nykyisen sopimusperusteisen sijoitusrahastorakenteen yhteyteen ja ehdotus päättyi valmiiseen lakitekstiin asti. Mietinnössä ehdotettiin, että sijoitusrahastoon voitaisiin perustaa alarahastoja, joiden sijoituspolitiikat eroaisivat toisistaan ja joihin sovellettaisiin lähtökohtaisesti vastaavia säännöksiä kuin sijoitusrahastoon. Alarahastorakenteessa alarahastot yhdessä muodostaisivat sijoitusrahaston varat, mutta alarahastojen varat tulisi säilyttää ja pitää kirjanpidossa toisistaan erillään.¹²

8 *Société d'Investissement à Capital Variable* eli luxemburgilainen vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö, josta säädetään pääasiallisesti luxemburgin yhtiölaissa (Loi de 1915) ja rahastolaissa (Loi de 2010). Tässä artikkelissa termillä sijoitusyhtiö tarkoitetaan vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä rajoittumatta minkään tietyn valtion sääntelyyn. Sijoitusyhtiö on osakeyhtiön kaltainen erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu yhtiömuoto. Vaikka sijoitusyhtiömuoto on mahdollinen myös Yhdysvalloissa, ei tämän artikkelin tarkastelu ulotu, ellei toisin mainita, Yhdysvaltojen sijoitusrahastoihin (*mutual fund*), jotka on perustettu yhtiömuodossa, koska Yhdysvaltojen rahastorakennetta voidaan pitää uniikkina ja merkittävästi eurooppalaisesta järjestelmästä poikkeavana. Vastaavasti toteaa myös Thompson – Choi 2001, s. 43.

9 Ks. Cumming – Imad'Eddine – Schwiendbacher 2012, s. 263 ja 285–290, jossa todetaan, että etenkin luxemburgilaisia UCITS-rahastoja markkinoidaan aktiivisesti myös kolmansiin maihin, kuten Aasiaan ja Etelä-Amerikkaan. Markkinointia harjoitetaan paljon esimerkiksi Hongkongissa, Singaporessa, Taiwanissa, Chilessä ja Perussa. Kolmansiin maihin markkinoinnin todetaan olevan lisääntymään päin tulevaisuudessa. Ks. myös Delfrayssi 2013, s. 114 ja 116–120, jonka mukaan UCITS on tunnettu ”brändi” maailmanlaajuisesti. Vastaavasti toteaa myös Lang – Schäfer 2013, s. 7 ja Chiu 2018, s. 386. Luxemburgin tavoin myös Irlanti on kansainvälisen rahastokeskuksen asemassa ja sinne rekisteröityjä rahastoja markkinoidaan laajasti ympäri maailman. Ks. esim. Browne 2015, s. 23.

10 Harju 2020, s. 68–69.

11 Ks. SOU 2016:45, s. 237–238, jossa Ruotsin vuoden 2014 sijoitusrahastaselvitys (2014 års fondutredning) näki alarahastorakenteen erityisen ongelmalliseksi. Alarahastorakenne saman oikeushenkilön sisällä nähtiin problemaattiseksi erityisesti Ruotsin lainsäädännön näkökulmasta, ja kysymyksen ratkaisemisen todettiin vaativan laajaa tutkimustyötä ja huomattavia muutoksia lainsäädännössä laajemminkin. Lähestymistapa ikään kuin jatkaa siitä, mitä SOU 2002:56, s. 514 lausui aikanaan samasta kysymyksestä: ”Dessa konflikter går att lösa i en lagstiftning, men då måste man frågå den sedvanliga aktiebolagsrättsliga eller föreningsrättsliga lagstiftningen.”

12 Ks. esim. VM 5/2018, s. 12, 19 ja 53–54 ja HE 243/2018 vp, s. 1 ja 54–55.

Alarahastorakennetta on tarkasteltu jonkin verran eri valtioiden virallisjulkaisuissa lähinnä praktisen oikeusvertailun näkökulmasta¹³, mutta vähemmän akateemisessa tutkimuksessa. Alarahastoihin liittyvät oikeudelliset erityiskysymykset on toisinaan nähty ylitsepääsemättömiksi ratkaista (muun muassa edellä mainituissa Ruotsin selvityksissä) siitäkin huolimatta, että samanaikaisesti alarahastoja koskevaa toimivaa sääntelyä esiintyy muissa valtioissa. Tässä artikkelissa tarkastellaan lähemmin sijoitusyhtiön alarahastorakennetta ja siihen liittyviä erityiskysymyksiä, sekä esitetään niihin oikeusvertailevia näkökulmia ja tulkintakannanottoja. Tutkimusmetodi on pääosin oikeusvertaileva¹⁴, mutta osin myös oikeusdogmaattinen¹⁵. Rahastojen on todettu olevan hyvin kiintoisa tutkimuskohde vertailevassa oikeustieteessä.¹⁶ Rahastotoiminnan kansainvälisyyden takia ja tarkoituksenmukaisen tutkimusotannon varmistamiseksi vertailu ulottuu kotimaisen lainsäädäntötyön perinteisiä oikeusvertailun kohteita – pohjoismaita ja manner-Euroopan EU-valtioita – laajemmalle myös brittiläisen imperiumin entisiin ja nykyisiin lainkäyttöalueisiin, joissa on kehittyntä rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ja joiden lainvalmistelussa on lähiaikoina pohdittu tämän artikkelin tutkimusteemaan liittyviä kysymyksiä.¹⁷ Oikeusvertailevalle ja lainopillisille tutkimukselle ominaisella tavalla artikkelin tavoitteena on tuottaa uutta tietoa oikeudesta tavalla, joka voi hyödyttää sekä lainvalmistelua että tutkimusyhteisöä. Tätä tavoitetta korostaen johtopäätöksissä esitetään myös lainvalmisteluun konkreettisia *de lege ferenda* -suosituksia.

13 Suomessa varhaisen kuvauksen alarahastorakenteesta on esittänyt 1990:VM 21, s. 15, jossa selostetaan muutamalla lauseella Luxemburgin alarahastorakennetta kansainvälisen sääntelykatsauksen yhteydessä. Ks. myös Peltonen 1995, s. 8, jossa sateenvarjorahaston konseptia selostetaan, vaikkakin terminologian osalta epätarkasti.

14 Oikeusvertailussa on kyse erilaisten oikeusjärjestysten asettamisesta rinnakkain tiedonhankkimistarkoituksessa. Oikeusvertailussa rajaudutaan vieraiden valtioiden oikeusjärjestysten niihin osiin, jotka ovat tutkimuksen ongelmanasettelun kannalta tärkeitä. Tässä artikkelissa oikeusvertailun osalta hyödynnetään pääasiassa *praktista* tutkimusotetta, jonka tarkoituksena on palvella oikeuspolitiikkaa ja lainvalmistelua. Ks. oikeusvertailun praktisuudesta ja teoreettisuudesta tarkemmin Husa 2013, s. 77–84.

15 Lainopilla eli oikeusdogmatiikalla on perinteisesti katsottu olevan kaksi tehtävää: tulkinta ja systematisointi. Näiden tehtävien nojalla se esittää voimassa olevista oikeusnormeista normikannanottoja ja tulkintakannanottoja. Ks. yleisemmin lainopillisesta metodista esim. Aarnio 1989, s. 48; Siltala 2001, s. 22–23; Siltala 2003, s. 384–386 ja Hirvonen 2011, s. 21–22.

16 Ks. Hanharan – Ramsay 2018, s. 415. Tämä johtuu siitä, että vaikka eri oikeusjärjestelmissä rahastoilla on yhtäläiset taloudelliset ja toiminnalliset ominaisuudet, poikkeavat niiden oikeudelliset muodot merkittävästi toisistaan.

17 Vertailukohteita ei voida pitää irrallisina eurooppalaisesta sääntelykehityksestä, koska niiden lainvalmistelussa on nimenomaisesti otettu mallia eurooppalaisesta rahastosääntelystä.

Vaikka UCITS-direktiivi mahdollistaa yhteissijoitusyritysten perustamisen kolmessa eri oikeudellisessa muodossa¹⁸, rajataan alarahastorakenteen tarkastelu koskemaan vain pääsääntöisesti sijoitusyhtiömuotoa, koska kyseessä on merkittävä säänneltävä erityiskysymys, jos sijoitusyhtiöstä päätetään Suomessa säätää.¹⁹ Vaikka vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä ei ole Suomessa säädetty, on niitä koskevaa oikeuskäytäntöä Suomessa, mutta se koskee tällaisten ulkomaisten oikeudellisten rakenteiden vero-oikeudellista rinnastamista tuloverolain (1535/1992) säännöksiin sopimusperusteisen sijoitusrahaston verovapaudesta. Sopimusperusteisten sijoitusrahastojen alarahastorakenteesta on Suomessa jo säädetty, kun taas *trust*-muotoisten yhteissijoitusyritysten eli osuustrustien alarahastorakenteen tarkastelu ei ole Suomen oikeuden näkökulmasta relevanttia, koska Suomen oikeusjärjestelmä ei tunne *trust*-instituutiota.²⁰ Toisaalta on tärkeää tiedostaa, että alarahastorakenteen perusongelmat ovat samanlaisia riippumatta sateenvarjorahaston juridisesta muodosta: ainoastaan keinot ongelmien ratkaisemiseksi vaihtelevat oikeudellisen muodon mukaan.²¹ Tämän vuoksi artikkelissa esitetään myös tiettyjä *de lege ferenda* -suosituksia sijoitusrahastojen alarahastorakennetta koskevaan sääntelyyn siltä osin kuin tarkasteltavat kysymykset eivät ole spesifejä ainoastaan sijoitusyhtiömuotoisille rahastoille. EU-tasoisien UCITS- ja AIFMD-kehikon näkökulmasta tarkastelu rajautuu lähtökohtaisesti yhteissijoitusyrityksiin, mutta tarkastelu soveltuu monilta osin myös sateenvarjomuotoisiin sijoitusyhtiöihin, jotka ovat AIFM-direktiivissä tarkoitettuja vaihtoehtorahastoja²². Ellei erikseen mainita tai asiayhteydestä muuta

18 UCITS-direktiivin 1 artiklan 3 kohdan mukaan yhteissijoitusyritys voidaan perustaa sopimusperusteisena sijoitusrahastona, osuustrustina tai sijoitusyhtiönä.

19 Kysymys on myös ajankohtainen, koska SRL-työryhmä ei kyennyt valmistelemaan esitystä vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä ja niiden alarahastoja koskevaksi sääntelyksi, vaan sen osalta tyydyttiin toteamaan: ”Työryhmä päätyi esittämään vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön sääntelyn siirtämistä jatkovalmisteluun, sillä kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta.” ja toisaalta ”Esityksessä ehdotetaan kuitenkin toistaiseksi pitäytymistä vielä sopimusmallisen sijoitusrahaston rakenteesta, sillä vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osalta kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta, joka edellyttää vielä huolellista lisäselvitystä suhteessa nykyiseen yhtiösääntelyyn.” Ks. VM 5/2018, s. 14 ja 52 ja HE 243/2018 vp, s. 53.

20 Vepsä 2021, s. 17 ja vastaavasti osuustrustin huonosta soveltuvuudesta Luxemburgin oikeusjärjestelmään toteaa myös Hooghiemstra 2019, s. 144 (alaviite 108). Laajemmin kyse on *trust*-rakenteen vieraudesta mannereurooppalaisessa oikeudessa ylipäätään; ks. Howard 2006, s. 356 ja Warburton 2008, s. 766.

21 Ks. alarahastorakenteesta lyhyesti osuustrustien ja sopimusperusteisten sijoitusrahastojen yhteydessä Vepsä 2021, s. 16 ja 24–26.

22 AIFM-direktiivillä (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) vahvistettiin standardoidut säännöt, jotka koskevat sellaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien (AIF-hoitaja) toimilupa, toimintaa ja avoimuutta, jotka hoitavat ja/tai markkinoivat vaihtoehtorahastoja Euroopan talousalueen (ETA) valtioissa. Direktiivissä tarkoitettu vaihtoehtorahasto eli AIF-rahasto on yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava yritys, joka hankkii pääomaa useammalta kuin yhdeltä sijoittajalta

ilmene, koskee tarkastelu sateenvarjomuotoisia sijoitusyhtiöitä yleisesti (sisältäen yhteissijoitusrytykset ja vaihtoehtorahastot).²³ Myös AIFM-direktiivi tuntee alarahaston käsitteen, vaikka termi onkin mainittu direktiivissä vain kerran.²⁴

Perinteisen yhtiöoikeuden näkökulmasta alarahastorakenne on monin tavoin epätavallinen oikeudellinen ilmiö, johon liittyy lukuisia oikeudellisia erityiskysymyksiä ja oikeuskäytännössä toistaiseksi ratkaisemattomia ongelmia. Miten sijoitusyhtiö voi koostua useasta alarahastosta? Kysymyksen voi esittää myös laiveammin: miten oikeushenkilö voi koostua toisistaan erillisistä osista? Mitä alarahastot juridisessa mielessä ovat? Millaisia ongelmia alarahastorakenteeseen liittyy? Mitä alarahastoja koskevassa sääntelyssä tulee ottaa huomioon? Muun muassa näihin kysymyksiin pyritään vastaamaan tässä artikkelissa. Aluksi tarkastellaan alarahastorakenteen yleisiä lähtökohtia, käyttötarkoituksia ja sen tuomia hyötyjä. Tästä edetään alarahastorakenteen varojen erillisyyttä koskeviin erityiskysymyksiin, jotka pohjautuvat viime kädessä alarahastojen varojen ja velvoitteiden sekoittumisen riskiin. Lopuksi esitetään johtopäätöksiä ja *de lege ferenda* -suosituksia.

sijoittaakseen pääoman erikseen definoitujen sijoituspolitiikan puitteissa sijoittajien eduksi ja jolta ei vaadita UCITS-direktiivin 5 artiklan mukaista toimilupaa.

- 23 UCITS-direktiivin ja AIFM-direktiivin välimaastoon sijoittuvat myös EU-tasoiset tuotesäännökset erityisistä rahastotyypeistä, joita ovat rahamarkkinarahastot, ELTIF-rahastot, EuSEF-rahastot ja EuVeCa-rahastot. Rahamarkkinarahastoasetus (EU) 2017/1131 nojautuu UCITS- ja AIFM-direktiivien rahastoyhtiöitä koskevaan sääntelyyn, keskittyy tuotesäännöksiin ja asettaa rahastoyhtiölle lisävelvoitteita varojen arvostukseen, likviditeetin hallintaan, stressitestaukseen ja KYC-prosesseihin. ELTIF-asetus (EU) 2015/760 rakentuu AIFM-direktiivin varaan ja se sisältää lisäsääntelyä säilytykseen ja markkinointiin liittyen – ja ennen kaikkea sen sisältämä tuotesääntely mahdollistaa asetuksen edellytykset täyttävien vaihtoehtorahastojen rajojen yli myynnin vähittäisasiakkaille. Sitä vastoin EuVeCa-asetus (EU) 345/2013 ja EuSEF-asetus (EU) 346/2013 sisältävät väljää rahastoyhtiöitä koskevaa sääntelyä ja tietyistä tuotesääntelyä; markkinointi- ja säilytysyhteisöluottuvuutta ei ole niissä käsitelty. Sateenvarjomuotoinen yhteissijoitusrytys tai vaihtoehtorahasto voi myös olla jokin edellä mainituista erityisistä rahastotyypeistä ja käyttää kyseistä nimitystä markkinoinnissaan, jos se täyttää rahastotyypin koskevan sääntelyn edellytykset.
- 24 AIFM-direktiivin 4 artiklan 1 kohdan a alakohdan mukaan vaihtoehtoisen sijoitusrahaston määritelmä pitää sisällään myös niiden alarahastot. Ks. myös Zetzsche – Preiner 2020, s. 138, jossa todetaan direktiivin soveltuvan aina myös alarahastoihin, koska alarahastot sisältyvät vaihtoehtorahaston määritelmään.

2. ALARAHASTORAKENNE

2.1. Soluyhtiöistä yleisesti

Olisi virheellistä väittää, että alarahastorakenne olisi uniikki rahastoihin rajautuva oikeudellinen ilmiö. Ennen kuin siirrytään tarkastelemaan sijoitusyhtiöiden alarahastorakennetta, on tarpeen hahmottaa, millaisesta oikeudellisesta instituutiosta on kyse yleisemmällä tasolla. ”Soluyhtiöitä”²⁵ koskevaa sääntelyä on esiintynyt kansainvälisesti erilaisissa muodoissa jo useita vuosikymmeniä. Soluyhtiöitä koskevaa sääntelyä esiintyy muun muassa seuraavissa valtioissa ja erillisalueilla: Gibraltar, Guernsey, Mansaari, Malta, Jersey, Anguilla, Cayman-saaret, Barbados, Bermuda, Brittiläiset Neitsytsaaret, Yhdysvallat (useita osavaltioita²⁶) ja Dubai.²⁷ Tämän jakson tavoitteena ei ole kattavan kansainvälisen sääntelykatsauksen esittäminen, vaan tarkoituksena on luoda yleiskatsaus siihen, mitä ominaisuuksia voidaan pitää universaaleina soluyhtiöille tarkasteltavasta kansallisesta sääntelystä riippumatta.

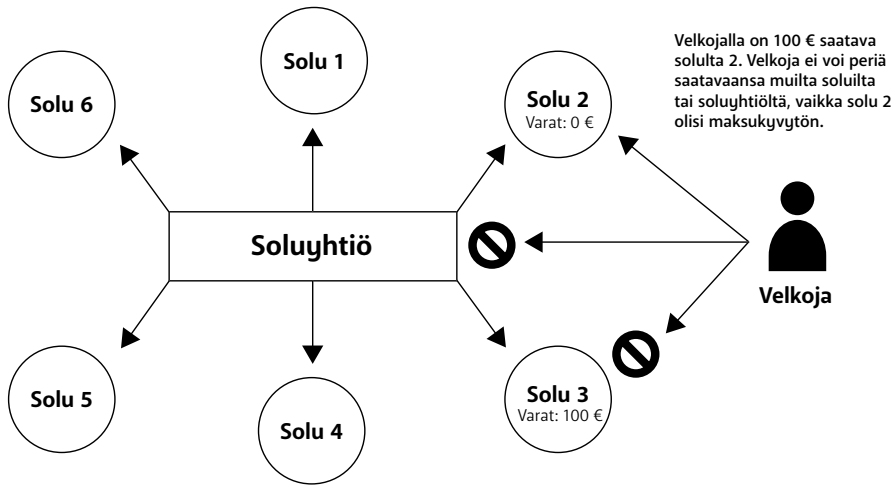
Soluyhtiöitä koskevan sääntelyn tarkoituksena on jakaa yhtiö (usein osakeyhtiö) kahteen tai useampaan osaan, joiden varat ja velvoitteet ovat toisistaan erillisiä. Tavanomaisessa tapauksessa kyseessä on paikallisen yhtiölainsäädännön mukaisesti perustettu yhtiö, joka on oikeushenkilö. Soluyhtiön solut eivät puolestaan ole pääsääntöisesti oikeushenkilöitä. Eriytetyn rakenteen takia soluyhtiön omistajilla, tai toisinaan myös ”jäsenillä”, on omistusoikeus ainoastaan osakkeisiin, jotka kuuluvat tiettyyn soluun. Tyypillisesti soluyhtiöitä koskeva sääntely edellyttää, että soluyhtiön toiminta on organisoitava siten, että solujen varat ja velvoitteet tulee fyysisesti erottaa toisistaan. Lakisääteisen varojen ja velvoitteiden eriyttämisen tarkoituksena on varmistaa, etteivät tietyn solun velkojat voi kohdistaa vaatimuksiaan toisia soluja ja niiden varallisuutta kohtaan riippumatta siitä, missä varat tai velkojat sijaitsevat.²⁸

25 Suomalainen oikeustiede ei tunne soluyhtiön käsitettä, koska ne eivät ole Suomessa juurikaan olleet tutkimuksen kohteena. Myöhemmän tarkastelun perusteella havaitaan, että soluyhtiöitä koskeva käsitteistö poikkeaa hieman eri valtioiden välillä, mutta käsitteiden kuvaama oikeudellinen rakenne pysyy samana.

26 Ks. McElhinney 2019, s. 160, jonka mukaan soluyhtiöitä koskevaa sääntelyä oli 15 eri osavaltiossa vuonna 2017.

27 Feetham – Jones 2010, s. 4.

28 CLRG First Report 2001, s. 334 ja Feetham – Jones 2010, s. 29–31.



KUVA 1. Soluyhtiön perusrakenne.

Soluyhtiöiden konsepti on ollut olemassa kauan ennen kuin niitä koskevaa sääntelyä on kehittynyt. Tavanomaisesti lainsäädäntö jää jälkeen markkinoiden kehittämistä innovaatioista. Ennen kuin soluyhtiöitä koskevaa spesifiä sääntelyä on annettu, ovat ne olleet sopimukseen perustuvia. Tällöin oikeushenkilön eri osien varojen ja velvoitteiden erillisyyden järjestetty eri osapuolten välisiin sopimuksiin, joissa rajoitetaan solujen välistä vastuuta ja oikeuksia esittää vaatimuksia muita soluja kohtaan. Tällaisia yhtiöitä kutsutaan sopimusperusteisiksi soluyhtiöiksi. Lakisääteiset soluyhtiöt eivät ole korvanneet sopimusperusteisiä soluyhtiöitä, vaan niitä esiintyy usein rinnakkain, taikka lakisääteisten soluyhtiöiden solujen erillisyydestä voidaan myös sopia varmuuden vuoksi. Useimmat oikeusjärjestelmät myös tunnustavat sopimusvapauden periaatteen jossakin muodossaan, mikä lisää sopimusten täytäntöönpanokelpoisuutta.²⁹ Lakisääteisten soluyhtiöiden voidaan katsoa turvaavan solujen erillisyyttä vieläkin tehokkaammin kuin sopimusperusteisten soluyhtiöiden, etenkin, jos lainsoveltamistilanteeseen ei liity kansainvälisiä ulottuvuuksia.

Sopimusperusteisten soluyhtiöiden ja lakisääteisten soluyhtiöiden – joiden solut eivät ole erillisiä oikeushenkilöitä – lisäksi soluyhtiöistä esiintyy muunnelma, jossa soluyhtiön solut ovat erillisiä oikeushenkilöitä (*Incorporated Cell Company, ICC*). Tällaisen soluyhtiön voi perustaa

²⁹ Feetham – Jones 2010, s. 5 ja 9. Ks. myös IOSCO 1994, s. 18, jonka mukaan joillakin lainkäyttöalueilla sopiminen on nimenomainen edellytys, jotta alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyden olisi pätevää velkojia kohtaan.

esimerkiksi Guernseyllä ja Jerseyllä.³⁰ Eittämättä ICC-yhtiöllä on sama tehtävä kuin soluyhtiöllä, mutta sen tavoitteena on vähentää oikeudellista epävarmuutta siitä, tunnustaako ulkomainen lainkäyttöalue, jolla ei ole soluyhtiöitä koskevaa sääntelyä, solurakennetta. Argumentaatio rakentuu sen varaan, että oikeushenkilömuotoisia soluja olisi kohdeltava vastaavasti kuin muitakin itsenäisiä oikeushenkilöitä, kuten osakeyhtiöitä. Asia ei kuitenkaan ole niin suoraviivainen, vaan ICC-yhtiöihin liittyy oma potentiaalinen erityisongelmansa, joka on mahdollinen vastuun samastaminen oikeushenkilömuotoisten solujen välillä.³¹

Soluyhtiöiden käyttö on lisääntynyt merkittävästi viime vuosikymmenten aikana. Perinteisesti soluyhtiöitä on käytetty *captive*-vakuutusyhtiöissä³², mutta sittemmin niistä on tullut laajalti hyväksytyjä kansainvälisissä strukturoidun rahoituksen transaktioissa sekä yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavissa rahastoissa. Niitä voidaan käyttää myös eläkejärjestelyissä, kansainvälisten suuryritysten yritysraakenteissa sekä varakkaiden yksityishenkilöiden varainhoitorakenteissa. Markkinat löytävät soluyhtiöille jatkuvasti innovatiivisia käyttötarkoituksia.³³ Soluyhtiön tyypistä ja käyttötarkoituksesta riippumatta niillä kaikilla on sama tavoite: varojen ja velvoitteiden tehokas erottaminen³⁴ saman yhtiörakenteen sisällä.

Suomen osakeyhtiöoikeudessa ei tunneta soluyhtiön käsitettä edellä tarkastellussa muodossaan. Periaatteessa osakeyhtiössäkin voidaan perustaa toisistaan poikkeavia velvoitteita osakkeenomistajien kesken erilaisilla osakkeilla. Osakkeiden lunastushintaa koskevan ennakkopäätöksen KKO:2020:99 mukaan osakeyhtiössä voi olla osakeyhtiölain (OYL, 624/2006) 3:1:n mukaisesti erilaisia osakkeita, jotka eroavat toisistaan niiden tuottamien oikeuksien tai niihin liittyvien velvollisuuksien kannalta. Osakkeiden kuuluminen eri lajeihin voi perustua myös siihen, että velvollisuus suorittaa erityisiä maksuja koskee vain tiettyjä osakkeita. Käytännössä usein on kyse erilaisista vastikkeista, joiden maksuvelvollisuus ei koske kaikkia osakelajeja. Tällöin maksuvelvoitteiden erillisuus toteutuu, kun yhtiö on toiminnassa ja osakkeenomistajat maksukykyisiä, mutta jos tietyn osakelajin osakkeenomistajat eivät suoriudu velvoitteistaan ja yhtiö ei

30 Kyseessä on Guernseyn yhtiölain (The Companies (Guernsey) Law, 2008) ja Jersey'n yhtiölain (Companies (Jersey) Law 1991) tuntema yhtiömuoto.

31 Richards 2007, s. 36 ja Feetham – Jones 2010, s. 129–130.

32 *Captive*-yhtiöt ovat yritysten, erityisesti suuryritysten perustamia vakuutusyhtiöitä, joiden toiminta kohdistuu pääasiassa omistajayrityksen riskien vakuuttamiseen.

33 Richards 2007, s. 36 ja Feetham – Jones 2010, s. 105.

34 Soluyhtiöissä ja alarahastorakenteissa varojen ja velvoitteiden erillisyydestä käytetään termiä ”*ring-fencing*”.

tämän johdosta kykene suoriutumaan velvoitteistaan kolmatta osapuolta kohtaan, mahdollisessa konkurssitilanteessa velkojat pääsevät käsiksi yhtiön varallisuuteen kokonaisuudessaan.

Suomen oikeudessa etäisesti soluyhtiörakenteeseen verrannollisena voidaan pitää myös niin sanottuja yhdistysten rahastoja. Aatteellisilla yhdistyksillä ja muilla oikeussubjekteilla voi olla rahastoja. Ne voivat ensiksikin olla niiden itsensä perustamia, jolloin ne kuuluvat perustajansa omaan varallisuuspiiriin. Toinen yhdistyksen rahaston tyyppi on epäitsestävä säätiö. Siinä jokin taho on luovuttanut toiselle omaisuutta käytettäväksi määräämäänsä tarkoitukseen ja hoidettavaksi erillään saajan muista varoista. Jälkimmäisen tilanteen voidaan katsoa muistuttavan soluyhtiötä: esimerkiksi Helsingin yliopistolla (oikeushenkilö) on lukuisia rahastoja (ei-oikeushenkilö)³⁵, joiden varoja tulee käyttää määrätarkoitukseensa ja ne on pidettävä erillään Helsingin yliopiston muusta varallisuudesta.³⁶ Yhdistysten rahastot eivät kuitenkaan ole relevantteja yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamisen kannalta, joten ne jäävät artikkelissa tämän maininnan varaan, joka ilmentää, että soluyhtiörakenne ei ole täysin poikkeuksellinen Suomenkaan oikeuden näkökulmasta ja yhdenmukaisuuksia on löydettävissä nykyisistä oikeudellisista rakenteista, jos niiden käyttötarkoitus jätetään rinnastamisessa huomioimatta.

Soluyhtiöihin liittyvä keskeinen sääntelykysymys on, mahdollistaanko niiden käyttö kaikessa liiketoiminnassa vai ainoastaan tietyillä erityisaloilla, kuten rahastoliiketoiminnassa. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että soluyhtiökonseptin laajentaminen koskemaan kaikkea liiketoimintaa on kiistanalaista, jonka takia lainsäätäjät ovat vältäneet konseptin laajempaa implementointia.³⁷ Soluyhtiö on tällöin sidottu tekniseksi *lex specialis* -instituutioksi tiettyjä liiketoiminnallisia tarkoituksia varten. Mikäli soluyhtiön hyödyntäminen sallittaisiin rajoittamattomasti, voitaisiin helposti rikkoa oikeusjärjestelmän keskeisiä periaatteita esimerkiksi yhtiö- ja insolvenssioikeuden alueella.³⁸

35 Helsingin yliopiston verkkosivujen mukaan rahastoja on yli 300. Lähde: <https://www.helsinki.fi/fi/yhteistyolaajoittajille/vuosikirjat>. Viitattu 6.7.2021.

36 Toisena esimerkkinä voidaan mainita Suomen Kulttuurirahaston rahastot. Ks. aihepiiristä esim. Halila 2010, s. 12–13 ja laajemmin Halila 2015, s. 8–52. Ks. myös Harju 2020, s. 25–34, jossa yhdistysten rahastojen ja epäitsenäisten säätiöiden valikoituja ominaisuuksia on verrattu sijoitusrahastojen vastaaviin.

37 Feetham – Jones 2010, s. 51–52.

38 Ks. Mikkola 2003, s. 281, jossa on vastaavaa pohdintaa trust-instituution siirtämisestä oikeusjärjestelmään, joka ei rakennetta tunne.

2.2. Alarahastorakenne sijoitusyhtiöissä

Yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavat rahastot ovat omaksuneet soluyhtiön konseptin käyttöönsä jo varhain³⁹. Rahastosektorilla ei tunneta soluyhtiön käsitettä, vaan ”solumuotoinen” rahasto tunnetaan sateenvarjorahastona, jonka ”solut” ovat alarahastoja. Alarahastorakenne on mahdollinen kaikille UCITS-direktiivin mahdollistamille yhteissijoitusyritysten oikeudellisille muodoille, jos jäsenvaltion kansallinen lainsäädäntö mahdollistaa alarahastojen perustamisen. Alarahastorakennetta voidaan kuitenkin pitää jossakin määrin illusorisena osuustrustien ja sopimusperusteisten sijoitusrahastojen kohdalla, koska ne eivät ole pääsääntöisesti oikeushenkilöitä. Tällä tarkoitetaan sitä, että osuustrustien ”alarahastot” ovat teknisesti erillisiä osuustrusteja⁴⁰ ja sijoitusrahastojen alarahastot on mahdollista rinnastaa suoraan erillisiin sijoitusrahastoihin.⁴¹ Näin ollen sijoitusrahaston, joka ei ole sateenvarjomuotoinen, oikeudellinen olemus on jossakin määrin vastaava kuin sijoitusrahaston alarahastolla, kun taas sijoitusyhtiön ja sijoitusyhtiöön kuuluvan alarahaston oikeudelliset luonteet poikkeavat merkittävästi toisistaan, kuten myöhemmin tullaan havaitsemaan.

Vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille on ominaista, että ne voivat koostua useasta alarahastosta.⁴² Esimerkiksi Irlannin ICAV-sijoitusyhtiössä (*Irish Collective Asset Management Vehicle*) voi olla lukuisia alarahastoja, joiden sijoituspolitiikat poikkeavat toisistaan. Alarahastot ovat toisistaan erillisiä ja varoiltaan itsenäisiä yksiköjä. ICAV-laissa⁴³ on nimenomainen säännös siitä, ettei tietty alarahasto vastaa toisen alarahaston velvoitteista.⁴⁴ Samoin kohdellaan myös Companies Act 2014:n mukaisten

39 Ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 59, jonka mukaan Luxemburgissa sateenvarjomuotoisia sijoitusyhtiöitä esiintyi laajalti jo 1980-luvulla, vaikka markkinoiden omaksuma sääntelyyn perustumaton käytäntö hyväksyttiin virallisesti vasta vuonna 1988, jolloin tuli voimaan Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif. Vaikka tämän artikkelin tarkastelu nojautuu EU-sääntelyyn, on hyvä tiedostaa, että alarahastorakenteeseen verrannollinen rakenne on myös mahdollinen Yhdysvalloissa omine erityispiirteineen. Ks. esim. Morley 2014, s. 1243; Roiter 2016, s. 58 ja Krug 2018, s. 195.

40 Sin 1997, s. 262 ja Vepsä 2021, s. 16. Vrt. Warburton 2008, s. 766–767, jossa on vielä jyrkemmin esitetty, ettei osuustrusti voi jakaantua alarahastoihin – ehkä juuri rakenteen keinotekoisuuden vuoksi. Kirjoittaja ei tarkemmin erittele perusteita näkemykselleen.

41 Harju 2020, s. 76 ja Vepsä 2021, s. 26.

42 Alarahastorakenne on tavanomaisin nimenomaan vaihtuvapääomaisilla sijoitusyhtiöillä verrattuna muihin yhteissijoitusyritysten oikeudellisiin muotoihin. UCITS-direktiivissä ei kuitenkaan nimenomaisesti säädetä, että alarahastojen varat tulisi pitää toisistaan erillään. Ks. kuitenkin ESMA 2016, s. 6 ja ESMA 2017, s. 1, jossa ESMA on tosiasiallisesti päättänyt tähän tulkintaan: “ESMA is of the view that the UCITS Directive should be interpreted in such a way that it requires the segregation of assets between compartments.”

43 Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015, jäljempänä “ICAV Act 2015”.

44 Ks. ICAV Act 2015, section 35: “Despite any enactment or rule of law to the contrary—
(a) any liability incurred on behalf of or attributable to any sub-fund of an umbrella fund shall be

VCC-sijoitusyhtiöiden⁴⁵ alarahastoja. Myös Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöllä voi olla lukuisia alarahastoja, joiden sijoituspolitiikat ja kohdeasiakasryhmät poikkeavat toisistaan. Tämä on mahdollista, koska SICAV-sijoitusyhtiö voi laskea liikkeeseen erilaisia osakkeita, jolloin tietty osakelaji kuuluu tiettyyn alarahastoon.⁴⁶ Alarahastot katsotaan toisistaan erillisiksi yksiköiksi.⁴⁷ Alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisuus on suoraan säädetty laissa, jolloin päinvastainen kohtelu vaatii erillisen yhtiöjärjestysmääräyksen. Alarahastoja koskevalla sääntelyllä poiketaan suoraan osakeyhtiöitä koskevasta sääntelystä. Circulaire 91/75 -kiertokirjeen mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä myös alarahastokohtaisista yhtiökokouksista.⁴⁸

Sijoitusyhtiön alarahastojen varojen erillisyyttä pidetään alarahastorakenteen ominaispiirteenä.⁴⁹ Näin ei ole kuitenkaan aina ollut. Esimerkiksi Euroopan merkittävimmissä rahastovaltiossa Luxemburgissa alarahastojen varojen ja velvoitteiden lakisääteinen eriyttäminen tapahtui verrattain myöhään vasta vuonna 2000,⁵⁰ kun taas Irlanti seurasi perässä vuonna 2005⁵¹. Merkittävänä rahastovaltiona ja pitkään EU-jäsenvaltiona olleessa Isossa-Britanniassa vastaava lakimuutos tuli voimaan vieläkin

discharged solely out of the assets of that sub-fund, and

(b) no umbrella fund or any director, receiver, liquidator, provisional liquidator or other person shall apply, or be obliged to apply, the assets of any such sub-fund in satisfaction of any liability incurred on behalf of or attributable to any other sub-fund of the same umbrella fund.”

45 Vuoteen 2015 asti irlantilaisiin osakeyhtiömuotoisiin VCC-sijoitusyhtiöihin (*Variable Capital Company*) sovellettiin käytännössä samoja sääntöjä kuin tavallisiin osakeyhtiöihin, jolloin sovellettiin Irlannin silloista yhtiölakia (Companies Act 1990). Laissa oli lukuisia poikkeuksia sijoitusyhtiöitä varten. Vuonna 2014 Irlannin yhtiölaki uudistettiin, jolloin tuli voimaan Companies Act 2014. Muutokset liittyivät pääasiassa tavallisia osakeyhtiöitä koskevan sääntelyn modernisoimiseen, mutta samalla päätettiin myös säätää täysin oma lakinsa (ICAV Act 2015) yhtiömuotoisille yhteissijoitusyrityksille. Vanhan Companies Act 1990:n mukaisesti perustetut VCC-sijoitusyhtiöt voivat jatkaa toimintaansa kuten ennenkin, ja myös uusia VCC-sijoitusyhtiöitä pystyy perustamaan uuden yhtiölain nojalla.

46 Alarahastot voivat jakaantua edelleen eri osakelajeihin. Ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 245.

47 Article 181(5), Loi de 2010 ja vastaavasti Article 71(5), Loi de 2007: “*Les droits des investisseurs et des créanciers relatifs à un compartiment ou nés à l’occasion de la constitution, du fonctionnement ou de la liquidation d’un compartiment sont limités aux actifs de ce compartiment, sauf clause contraire des documents constitutifs.*

Les actifs d’un compartiment répendent exclusivement des droits des investisseurs relatifs à ce compartiment et ceux des créanciers dont la créance est née à l’occasion de la constitution, du fonctionnement ou de la liquidation de ce compartiment, sauf clause contraire des documents constitutifs.

Dans les relations entre investisseurs, chaque compartiment est traité comme une entité à part, sauf clause contraire des documents constitutifs.”

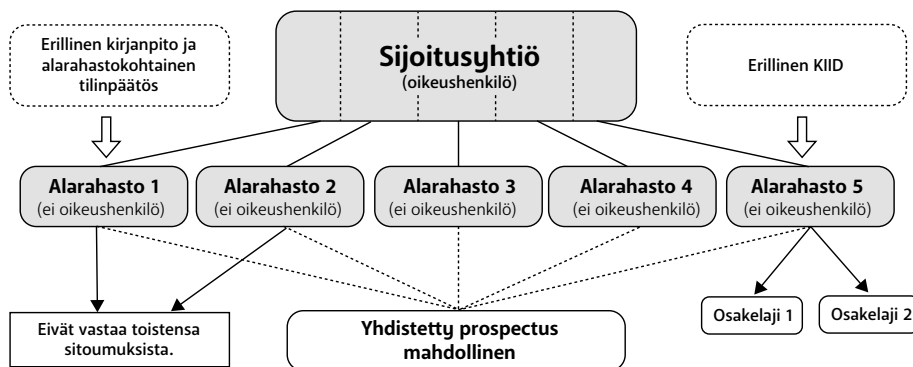
48 Chapitre J, III, 1, Circulaire 91/75.

49 Ks. esim. ESMA 2014, s. 4, jonka mukaan ”*Usually, assets of compartments are legally segregated so a liability arising in one compartment cannot be offset by the assets of other compartments.*”

50 Ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 10 ja 59. Tällöin säädettiin Loi du 17 juillet 2000 portant modification de certaines dispositions de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif, jolla muutettiin silloista rahastolakia eli Loi de 1988:aa.

51 Tällöin säädettiin The Investment Funds, Companies and Miscellaneous Provisions Act 2005, jolla säädettiin alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyydestä VCC-sijoitusyhtiöissä.

myöhemmin, vuonna 2011.⁵² Lainsäädäntömuutoksia perusteltiin kansallisen rahastosäätelyn kilpailukyvyyn parantamisella.⁵³ Kun markkinat ovat olleet valmiita käyttämään alarahastorakennetta, jossa varojen ja velvoitteiden eriyttäminen ei ole ollut lakisääteistä, kuvastaa tämä omalta osaltaan sitä, että markkinat ovat tulkinneet alarahastojen varojen ja velvoitteiden sekoittumisriskin alhaiseksi.



KUVA 2. Alarahastorakenne sijoitusyhtiössä.

Sijoitusyhtiön alarahastorakenteen pääpiirteitä on havainnollistettu yllä olevassa kuviossa. Sateenvarjomuotoinen sijoitusyhtiö on oikeushenkilö, mutta alarahastot eivät ole erillisiä oikeushenkilöitä.⁵⁴ Teknisesti alarahastot ovat sijoitusyhtiön eri osia, joiden varat on erotettu muiden alarahastojen eli sijoitusyhtiön muiden osien varoista. Vaikka alarahastot eivät ole sateenvarjorahastoon nähden erillisiä oikeushenkilöitä, on niillä rajoitettu vastuu sateenvarjorahastoon ja toisiinsa nähden. Alarahastolla ei ole oikeustoimikelpoisuutta sitoutua sopimukseen, jolloin sateenvarjorahasto on sopimusten osapuoli ja avaa esimerkiksi tarvittavat tilit alarahastojen osalta. Alarahasto ei voi tehdä sopimuksia, nostaa kanteita tai vastata kanteisiin eikä se voi hankkia, omistaa tai luovuttaa varoja omista nimissään. Alarahastolla ei ole omia hallituksen jäseniä eikä sen tarvitse hakea erillistä toimilupaa sateenvarjorahastoon nähden, jonka osa se on.⁵⁵

52 Vuonna 2011 tuli voimaan The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2011 (SI 2011 No. 3049), jossa turvattiin alarahastojen varojen ja velvoitteiden erottaminen toisten alarahastojen varoista ja velvoitteista. Ks. lakimuutoksen taustoista OEIC (Amendment) Regulations 2011 Explanatory Memorandum, s. 1–3.

53 Ks. esim. Farrell 2006, s. 1 ja 4 ja HM Treasury 2009, s. 3 ja 13.

54 Ks. esim. HM Treasury 2009, s. 9; General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 46; ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 6 ja MAS 2017, s. 9.

55 General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 46–49; Treasury (Australia) 2017, s. 39 ja MAS 2018,

2.3. Miksi tarvitaan alarahastorakenne?

Suuret rahastopromootorit⁵⁶ hallinnoivat tavanomaisesti yhtä tai useampaa sateenvarjorahastoa, jotka jakautuvat lukuisiin eri alarahastoihin. Tämä mahdollistaa suurten rahastovalikoimien tehokkaan hoitamisen. Sateenvarjorakenteen sallimisen nähdään myös parantavan kyseisen valtion yhteissijoitusyritysten kansainvälistä kilpailukykyä. Sateenvarjorakenne on mahdollinen useilla lainkäyttöalueilla ja siitä on tullut sijoitusyhtiömuodossa perustetun rahaston oletusarvoinen, lähes itsestään selvä, ominaispiirre.⁵⁷

Mittakaavaetujen saavuttamiseksi rahastopromootorit hallinnoivat yhteissijoitusvälineitä alarahastomuodossa, jolloin kaikilla alarahastoilla on yhteinen hallitus ja samat palveluntarjoajat. Hallinnolliset toiminnot, kuten yhtiökokoukset, on mahdollista pitää sateenvarjorahastolle kokonaisuudessaan yksittäisten alarahastojen sijasta. Sama koskee myös lakisäätteisten dokumenttien valmistamista, kuten tarjousesitteen tuottamista. Rahastonhoitajat tarjoavat sijoittajille yleensä valikoiman erilaisia alarahastoja, joilla on erilaiset sijoitusstrategiat. Tämä antaa sijoittajille valinnanvaraa sen suhteen, millaisiin omaisuusluokkiin he haluavat sijoittaa, taikka vaihtoehtoja riski-tuotto-profiilien osalta, joille sijoittajat ovat valmiita altistumaan.⁵⁸

s. 11. Alarahastojen oikeudellista luonnetta ei ole arvioitu oikeuskäytännössä. Alarahastoon rinnastettavissa olevaa soluyhtiön suojatun solun oikeudellista luonnetta on kuitenkin arvioitu yhdysvaltalaisessa tuomioistuintratkaisussa. United States District Court, D. Montana, Billings Division totesi tuomiossa PAC RE 5-AT v. AMTRUST NORTH AMERICA, INC. (No. CV-14-131-BLG-CSO, May 13, 2015.), että soluyhtiön suojattu solu ei ollut erillinen oikeushenkilö soluyhtiöön nähden eikä sillä ollut kapasiteettia nostaa kannetta tai vastata kanteeseen omissa nimissään, minkä takia soluyhtiön – ei siis yksittäisen solun – katsottiin olevan osapuolena sopimusriidassa. Tuomiossa viitattiin tässäkin artikkelissa viitattuun *Nigel Feethamin* ja *Grant Jonesin* teokseen ”Protected Cell Companies: A Guide to Their Implementation and Use”, mikä ilmentää teoksessa esitettyjen näkökulmien laajempaa hyväksyntää.

- 56 Promootorina (*fund promoter*) tarkoitetaan kansainvälisessä kirjallisuudessa yleensä isoa finanssialan toimijaa, joka perustaa rahaston. Ks. esimerkiksi Cullen – Brennan 2017, s. 1869, jossa on mainittu esimerkkinä Goldman Sachs, Federated ja Fidelity. Promootorit tuottavat useita rahastoja, järjestävät niiden hoitamisen ja huolehtivat niiden markkinoinnista hyödyntäen omaa mainettaan. Hazenberg 2012, s. 34 toteaa puolestaan, että sijoittajat ymmärtävät tavanomaisesti isot varainhoitokonsernit yhtenä toimijana, vaikka konsernien yritysraakenteet vaihtelevat. Esimerkkeinä mainitaan BlackRock, DWS and Franklin Templeton. Euroopassa käytetään pääsääntöisesti ”*promoter*”-termiä, kun taas Yhdysvalloissa samasta asiasta käytetään termiä ”*sponsor*”. Ks. myös The Irish Funds Industry Association 2011, s. 4 ja Wegman 2016, s. 41.
- 57 HM Treasury 2007, s. 9; HM Treasury 2009, s. 5 ja 13 ja OEIC (Amendment) Regulations 2011 Explanatory Memorandum, s. 1.
- 58 Wegman 2016, s. 81; MAS 2017, s. 8 ja Treasury (Australia) 2017, s. 33. Yhteisen hallituksen toimintamalli (ns. *unitary board*) on omaksuttu myös Yhdysvalloissa rahastoissa, jotka eivät ole sateenvarjomuotoisia. Tällöin samat hallituksen jäsenet toimivat kaikkien saman rahastoperheen rahastojen hallituksen jäseninä, jolloin hallinnon osalta replikoidaan sateenvarjorahaston konseptia ja saavutetaan mittakaavaetuja, vaikka rahastot ovatkin toisistaan erillisiä oikeushenkilöitä. Ks. tältä osin esim. Kong – Tang 2008, s. 193; Roiter 2016, s. 24 ja Krug 2018, s. 194–196.

ESMA:n lausunnosta⁵⁹ johtuen saman yhteissijoitusyhtiön sisällä voidaan tarjota merkittävästi toisistaan poikkeavia sijoitusstrategioita poikkeavine riskiprofiileineen ainoastaan alarahastorakenteen avulla. Näin ollen vastaavat poikkeamat yhteissijoitusyhtiön yhtenevästä sijoituspolitiikasta ja riskiprofiilista eivät olisi mahdollisia eri osake- tai osuuslajeilla, jolloin alarahastorakenteen salliminen on tärkeää toiminnan tarkoituksenmukaisen organisoinnin järjestämiseksi.⁶⁰ ESMA:n käyttämä terminologia voi aiheuttaa sekaannuksia, koska monien valtioiden lainsäädännön mukaan myös alarahastoissa on kyse eri osakelajeista (share class), ja ne voivat edelleen jakaantua eri (ala)osakelajeihin, mutta tällöin alimpien (alarahaston sisäisten) osakesarjojen väliset ominaisuudet voisivat poiketa toisistaan enää rajatusti ja niiden varat ja velvoitteet eivät olisi toisistaan erillisiä. Lisäksi lausunnon suora soveltumattomuus vaihtoehtorahastoihin jättää niiden alarahastojen ja edelleen alarahastojen sisäisten osakelajien välisen suhteen jossakin määrin tulkinnanvaraiseksi.⁶¹ ESMA:n lausunto johti alarahastorakenteen käyttöönottoon myös suomalaisissa sijoitusrahastoissa⁶², vaikkakin rakenteen tosiasiallinen hyödyntäminen on jäänyt vähäiseksi. Tämä johtuu siitä, että sääntelyn näkökulmasta alarahastoja käsitellään pikemminkin sijoitusrahastoina kuin niiden osina, jolloin sijoitusrahastotoiminnan harjoittaminen alarahastorakenteen kautta ei tuo selviä etuja toisistaan erillisten sijoitusrahastojen perustamiseen verrattuna.⁶³

Alarahastorakenne tarjoaa sijoitusyhtiöille mahdollisuuden tarjota useita sijoitusstrategioita yhden yhtiörakenteen sisällä. Tämä on ratkaiseva ominaisuus alarahastorakenteessa, joka tuo mittakaavaetuja ja siten kustannussäästöjä rahastonhoitajille verrattuna siihen, että jokaista uutta

59 ESMA, Share classes of UCITS. Opinion. 30 January 2017.

60 Ks. ESMA 2017, s. 4, jossa todetaan: ”The Authority is of the opinion that hedging arrangements at share class level are not compatible with the requirement for a fund to have a common investment objective. ESMA holds the view that UCITS which aim at protecting the investor from certain types of risk should be set up as separate funds or sub-funds.” Jäljempänä kannanotossa todetaan poikkeuksena, että erilainen valuuttasuojaus saman yhteissijoitusyhtiön (tai alarahaston sisäisten) osuus- tai osakelajien välillä on kuitenkin sallittua.

61 AIFM-sääntely sallii tiettyjen sijoittajien erityiskohtelun, mutta komission delegoidun asetuksen (EU 231/2013) 23 artiklan 2 kohdan mukaan vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan yhdelle tai useammalle sijoittajalle mahdollisesti myöntämä erityiskohtelu ei saa asettaa muita sijoittajia yleisesti ottaen olennaisesti epäedulliseen asemaan. Vaikka erityiskohtelu olisikin annettu sijoittajille tiedoksi AIFM-direktiivin 23 artiklan 1 kohdan j alakohdan mukaisesti, voinee alarahastojen sisäisten osakelajien merkittävä poikkeaminen yhteisestä sijoituspolitiikasta muodostua sääntelyn vastaiseksi epäedulliseksi erityiskohteluksi. Esimerkkinä voidaan mainita tilanne, jossa tietty sijoittajaryhmä joutuisi tosiasiallisesti kantamaan suhteellisesti suuremman osuuden yhteisen sijoitustoiminnan tappioista kuin toinen sijoittajaryhmä.

62 Ks. esim. VM 5/2018, s. 12, 19 ja 53–54 ja HE 243/2018 vp, s. 1 ja 54–55.

63 Vepsä 2021, s. 25.

sijoitusstrategiaa varten täytyisi perustaa uusi sijoitusyhtiö. Alarahastorakenteen tarkoituksena on mahdollistaa rahastonhoitajille edellytykset tarjota erilaisia sijoitusvaihtoehtoja useiden alarahastojen kautta yhden sateenvarjorahaston alla ja suojata muiden alarahaston sijoittajia toisten alarahastojen riskeiltä pitämällä alarahastojen varat erillään muiden alarahastojen varoista. Tämä saavutetaan erottamalla tiettyyn alarahastoon kohdennetut varat ja velvoitteet muiden alarahastojen varoista ja velvoitteista.⁶⁴

Päivittäisen toiminnan lisäksi kustannussäästöt ulottuvat myös perustamis- ja purkamisvaiheeseen. Esimerkiksi Irlannissa alarahasto voidaan perustaa Central Bank UCITS Regulations 2019⁶⁵ sections 46(1)(a)–(b) mukaan siten, että Irlannin markkinavalvojalta CBI:lta (*Central Bank of Ireland*) haetaan lupaa alarahaston perustamiseen. Tämä tapahtuu käytännössä toimittamalla CBI:lle ehdotus muutetusta tarjousesitteestä, jossa on tarvittavat tiedot uudesta alarahastosta (edellyttäen, että ICAV-sijoitusyhtiön yhtiöjärjestys eli IOI⁶⁶ mahdollistaa alarahastorakenteen). Myös Luxemburgissa SICAV-sijoitusyhtiön alarahasto voidaan perustaa hakemalla siihen lupaa Luxemburgin markkinavalvojalta CSSF:ltä (*Commission de Surveillance du Secteur Financier*). Perustaminen etenee suoraviivaisesti toimittamalla CSSF:lle alarahaston perustamista koskeva lomake⁶⁷ ja muutettu tarjousesite. Olennaista alarahastojen perustamisen kannalta on, että yhtiöjärjestyksen muuttamista ei edellytetä, jolloin perustamisprosessin katsotaan olevan kevyempi yhtiöjärjestyksen muuttamiseen tai kokonaan uuden sijoitusyhtiön perustamiseen verrattuna. Vertailun vuoksi Suomen nykysääntelyssä sijoitusrahaston alarahaston perustaminen on verrannollinen uuden sijoitusrahaston perustamiseen, joka voi olla osasy siihen, miksi alarahastorakenteen alkutaival on ollut Suomessa vaatimaton.⁶⁸

64 Warburton 2008, s. 767; HM Treasury 2012, s. 13; ESMA 2016, s. 6–7 ja Treasury (Australia) 2017, s. 33.

65 S.I. No. 230/2019 - Central Bank (Supervision and Enforcement) Act 2013 (Section 48(1)) (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2019.

66 *Instrument of incorporation*.

67 Ks. CSSF, Questionnaire for the approval of a new sub-fund. v1.1-2021.03.12. Saatavilla osoitteesta <https://www.cssf.lu/en/Document/questionnaire-for-the-approval-of-a-new-sub-fund/>.

68 Sijoitusrahastolain (SRL, 213/2019) 1:6.1:n yleissäännöksen mukaan se, mitä sijoitusrahastosta on säädetty, soveltuu vastaavasti alarahastoon. Lisäksi SRL 10:3.1:n mukaan sijoitusrahaston säännöissä on määrättävä alarahastokohtaisesti noudatettavasta sijoituspolitiikasta. Lainvalmistelumateriaalin mukaan säännöt voitaisiin rakentaa sateenvarjorahaston yhteisten sääntöjen ja alarahastokohtaisten sääntöjen yhdistelmänä (VM 5/2018, s. 54 ja HE 243/2018 vp, s. 55). Edellä mainitusta seuraa, että SRL 1:6.1:n yleissäännöksen nojalla uuden alarahaston lisäämisestä olemassa olevaan sijoitusrahastoon täytyisi päättää rahastoyhtiön hallituksessa vastaavasti kuin sijoitusrahaston perustamisesta tai vaikka ei täytyisikään, olisi sijoitusrahaston sääntöjä vähintään muutettava, joka vaatii myös rahastoyhtiön hallituksen päätöksen ja tavanomaisen sääntöjen hyväksyntäprosessin Finanssivalvonnalta.

Luxemburgissa SICAV-sijoitusyhtiön alarahastojen vapaaehtoisesta purkamisesta määrätään yhtiöjärjestyksessä. Alarahaston purkamisesta voivat päättää sijoitusyhtiön kaikki osakkeenomistajat, kyseisen alarahaston osakkeenomistajat tai sijoitusyhtiön hallitus.⁶⁹ Markkinakäytäntönä on kuitenkin, etteivät osakkeenomistajat voi päättää alarahaston purkamisesta.⁷⁰ Käytännössä alarahastojen purkamisen toimeenpanevat hallitus ja rahastoyhtiö. Myös Irlannissa ICAV-sijoitusyhtiöiden yhtiöjärjestyksessä määrätään alarahastojen vapaaehtoisista purkuperusteista.⁷¹ Alarahastojen purkamisen osalta on huomioitava, että kyseessä ei ole koko sijoitusyhtiön purkaminen, vaan ainoastaan sijoitusyhtiön tietyn osan purkaminen. Tämän takia menettelytavat ovat joustavampia, eivätkä yhtiöiden purkamiseen liittyvät muodollisuudet, kuten erityisen selvitysmiehen nimittämistä koskevat vaatimukset, sovellu.

Viime kädessä mittakaavaedut ja kustannussäästöt tuovat taloudellista hyötyä rahastosijoittajille, koska rahastoyhtiöiden operatiiviset kustannukset pienenevät. Jotta rahastoyhtiön toiminta olisi kannattavaa pitkällä aikavälillä, on sen perimien hallinnointipalkkioiden katettava vähintään toiminnasta aiheutuvat kustannukset. Kilpaillulla markkinalla alhaisempien kustannusten pitäisi johtaa alhaisempien palkkioiden perimiseen. Toisaalta alarahastojen oikeudellisen rakenteen on oltava sellainen, että sijoittaja on valmis kantamaan siihen liittyvän oikeudellisen riskin,⁷² jolloin kyseessä on tärkeä sijoittajansuojaan liittyvä kysymys.⁷³ Mitä varmempi alarahastojen varojen ja velvoitteiden juridinen erillisyyys on, sitä paremmin sijoittajien oikeudellisen riskin voidaan katsoa olevan hallitun ja sitä todennäköisemmin sijoittaja on valmis kantamaan alarahastosijoitukseen liittyvän oikeudellisen riskin.⁷⁴

69 Kremer – Lebbe 2014, s. 562–563.

70 ALFI 2016, s. 4.

71 Ks. esim. CBI, Application for Withdrawal of Approval of a Sub-Fund. July 2019, s. 2.

72 Sijoittaja tavanomaisesti hyväksyy valitsemaansa sijoituskohteeseen liittyvän markkinariskin, mutta ei voi hyväksyä oikeudellisia riskejä esimerkiksi sen suhteen, että hänen valitsemaansa rahaston varoja käytettäisiin muiden rahastojen velvoitteiden maksamiseen.

73 IOSCO 1994, s. 18. Ks. myös OEIC (Amendment) Regulations 2011 Explanatory Memorandum, s. 3, jossa mainitaan alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyden parantavan kuluttajansuojaa: *“Introduction of the regime will therefore increase consumer protection for investors in UK-domiciled funds, and the competitiveness of the UK as a domicile.”*

74 Piensijoittaja tulee harvoin tietoisesti kiinnittäneeksi huomiota oikeudelliseen riskienhallintaan. Piensijoittajan osalta oikeudellista riskienhallintaa voi olla esimerkiksi se, että sijoittaja päättää olla sijoittamatta sellaiseen rahastorakenteeseen, jonka rakennetta on kritisoitu julkisuudessa. Toisaalta suuremmilla kansainvälisillä instituutiosijoittajilla saattaa olla hyvin yksityiskohtaisia prosesseja oikeudelliseen riskienhallintaan esimerkiksi private equity- ja hedge-rahastosijoituksien yhteydessä. Ks. esim. Hudson 2019, s. 164, joka kuvaa oikeudellista riskienhallintaa seuraavasti:

“Legal due diligence (LDD) involves reviewing all legal documentation provided by the fund including side letter requests, subscription agreements and relevant supplier contracts. This process ensures that the investor’s terms are equitable and that the appropriate robust protections are in

2.4. Sateenvarjorahaston ja alarahastojen välinen suhde

Aiemmin jaksossa 2.2 on todettu, että sateenvarjomuotoinen sijoitusyhtiö jakaantuu toisistaan erillisiin alarahastoihin vastaavasti kuin soluyhtiö jakaantuu toisistaan erillisiin soluihin. Solujen lisäksi sijoitusyhtiöllä on so- luista erillinen ”ydin”⁷⁵. Ytimen eli sateenvarjorahaston mahdolliset varat on erotettava alarahastojen varoista vastaavasti kuin alarahastojen varat on erotettava toisistaan. Sateenvarjorahasto tulee oikeustoimen osapuoleksi, jos oikeustoimessa ei ole eritelty, minkä alarahaston osalta se tehdään. Esimerkiksi UCITS-direktiivin 50 artiklan 3 kohdan mukaan sijoitusyhtiömuotoinen yhteissijoitusyritys saa hankkia irtainta tai kiinteätä omaisuutta, joka on välittömästi tarpeen sen liiketoiminnan harjoittamisessa, jolloin kyse on sateenvarjorahaston omista varoista.

UCITS-direktiivin 29 artiklan mukaan sisäisesti hoidetulla sijoitusyhtiöllä⁷⁶ on oltava vähintään 300 000 euron alkupääoma. Sisäisesti hoidettuihin sijoitusyhtiöihin soveltuvat käytännössä rahastoyhtiön toimilupaa koskevat vaatimukset, koska niissä rahasto ja rahastoyhtiö ikään kuin samastuvat.⁷⁷ Ulkoisesti hoidetuille sijoitusyhtiöille ei puolestaan ole asetettu alkupääomaa koskevia vaatimuksia, koska ne koskevat ulkoisesti hoidettua sijoitusyhtiötä hoitavaa rahastoyhtiötä. Kun markkinoilla ei käytännössä esiinny sisäisesti hoidettuja sijoitusyhtiöitä⁷⁸, ei sateenvarjorahastoilla todennäköisesti ole kovin suurta omaa varallisuutta, mikä vähentää alarahastojen ulkopuolisten varojen mahdollisuuden tutkimisen

place. This due diligence can involve advice on key commercial and legal issues, as well as tax.”

75 Soluyhtiöiden osalta oikeuskirjallisuudessa käytetään termejä *core* tai *hub*, kun taas rahastojen osalta puhutaan sateenvarjorahastosta (*“umbrella fund”*).

76 Tällä tarkoitetaan sijoitusyhtiötä, joka ei ole nimittänyt UCITS-direktiivissä tarkoitettua rahastoyhtiötä.

77 Kremer – Lebbe 2014, s. 26.

78 Sisäisesti hoidettuja sijoitusyhtiöitä esiintyy Euroopan rahastomarkkinoilla todella niukasti. Käytännössä esimerkiksi jokin passiivisesti hoidettu indeksirahasto voisi toimia sisäisesti hoidettuna sijoitusyhtiönä, jolloin salkunhoito ei vaadi jatkuvaa huomiota. Ks. tältä osin SOU 2002:56, s. 513. Laajempaa tilastotietoa aiheesta ei kuitenkaan ole saatavilla. Esimerkkinä mainittakoon, että Espanjan osalta IOSCO 2006, s. 21 on todennut, että Espanjan silloisesta 3000 sijoitusyhtiöstä ainoastaan 10 olivat sisäisesti hoidettuja. Sisäisesti hoidetun sijoitusyhtiön konsepti saattaakin olla EU-tasolla muinaisjäännös: kansainvälisesti tuoreemmissa sijoitusyhtiölaeissa sisäisesti hoidetun sijoitusyhtiön konseptista on luovuttu (ks. esim. FSTB 2014, s. iii ja 16). Esimerkiksi Irlannissa CBI antoi vuonna 2016 rahastoyhtiöitä ja sisäisesti hoidettuja sijoitusyhtiöitä koskevan ohjeistuksen, joka tosiasiassa nosti erikseen määriteltäviä johtotoimintoja varten nimettyjen henkilöiden (ns. *“Designated Person”*) substanssi- ja ajankäyttövelvoitteita. Ks. tarkemmin CBI, Fund Management Companies – Guidance. December 2016. CBI toteutti myöhemmin ohjeistuksen noudattamista koskevan teemaarvion, jossa todettiin muun muassa, että *“The review found many instances where FMCs authorised before the Guidance was introduced did not have appropriate levels of resources in place to ensure effective implementation of the framework. A FMC must be able to clearly demonstrate ongoing and effective management of all activities, including high quality and effective oversight of those activities performed by delegates.”* (ks. CBI 2020, s. 2). Toimialan keskuudessa on jopa ennustettu, ettei sisäisesti hoidetuilla sijoitusyhtiöillä olisi enää kunnollisia toimintaedellytyksiä.

käytännön merkitystä. Lisäksi edellä mainittu UCITS-direktiivin säännös sijoitusyhtiön omista varoista, kuten kiinteästä omaisuudesta, juontaa juurensa alkuperäiseen UCITS-direktiiviin (85/611/ETY) ja on kirjoitettu eissateenvarjomuotoisten itsenäisten sijoitusyhtiöiden lähtökohdista käsin.⁷⁹ Tietyissä valtioissa onkin säädetty, ettei sateenvarjomuotoisella sijoitusyhtiöllä voisi olla alarahastojen ulkopuolisia varoja.

Kunkin alarahaston velat voidaan kattaa vain kyseisen alarahaston varoilla, kun taas sateenvarjorahaston sellaiset varat ja velat, jotka liittyvät alarahastojen toimintaan mutta joita ei voida kohdistaa mihinkään tiettyyn alarahastoon, on jaettava alarahastojen kesken. Vaikka suurin osa mak-suista, kuten hallinnointipalkkiot, veloitetaan suoraan yksittäisistä alarahastoista, on myös sellaisia maksuja, jotka saatetaan veloittaa sateenvarjorahastolta. Tällaiset alarahastojen toiminnalle välttämättömät kulut eivät saa jäädä kohdistamatta, vaan ne on jaettava alarahastojen kesken. Sama koskee myös varoja, joita ei ole allokoitu alarahastojen kesken. Allokoinnin täytyy olla oikeudenmukainen ja kohtuullinen alarahastojen osakkeenomistajia kohtaan ja sen on perustuttava objektiiviseen näkemykseen siitä, miltä osin kunkin alarahaston toiminnan voidaan katsoa liittyvän allokoitaviin varoihin tai velvoitteisiin.⁸⁰ Tämä periaate on ominainen monissa oikeusjärjestelmissä, jotka tuntevat alarahastorakenteen.⁸¹

Rahastotoiminnassa on perusteltua, että kaikki sijoitusyhtiön varat ja veloitteet on kohdistettava alarahastoille.⁸² Tämä tarkoittaa sitä, ettei alarahastojen ulkopuolisia kohdistamattomia varoja tai veloitteita voi pysyvästi olla.⁸³ Useimmissa tapauksissa kohdistaminen ei tuota epäselvyyksiä. Oletussääntö sellaisten varojen ja veloitteiden kohdentamiseksi, joita ei automaattisesti voida kohdentaa alarahastoon, on se, että tiettyyn alarahastoon kohdennettavan osuuden on oltava tapauksen olosuhteissa

79 Vandamme 1988, s. 47.

80 Alarahastot eivät ole vastuussa omasta ja toistensa puolesta eli ns. solidaarisessa vastuussa. Vastuu ei myöskään pääsääntöisesti ole jaettava eli ositettua vastuuta, jolloin jokainen alarahasto olisi vastuussa suorituksesta pääluvun mukaan. Pääsäännön mukaan alarahastojen vastuu allokoimattomista velvoitteista on määräosaista, eli vastuuta ei jaeta pääluvun mukaan vaan muun perusteen nojalla. Ks. velallisen oikeusasemasta yleisesti Hoppu – Hoppu – Hoppu 2020, s. 217–218.

81 Investment Funds, Companies and Miscellaneous Provisions Bill 2005. Explanatory and financial memorandum, s. 6; HM Treasury 2009, s. 10; OEIC (Amendment) Regulations 2011 Explanatory Memorandum, s. 1; FSTB 2014, s. 36; Kremer – Lebbe 2014, s. 546; FSTB 2016, s. 29 ja SFC 2018, s. 18. Ks. myös. The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2011 (SI 2011 No. 3049), section 11A. (4): ”An umbrella company may allocate any assets or liabilities which – (a) it receives or incurs on behalf of its sub-funds or in order to enable the operation of the sub-funds; and (b) are not attributable to any particular sub-fund, between its sub-funds in a manner which it considers is fair to shareholders.”

82 Tällainen sääntelyratkaisu vähentää epäselviä tilanteita ja mahdollisuutta käyttää sijoitusyhtiömuotoa muihin tarkoituksiin kuin yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen.

83 Treasury (Australia) 2017, s. 42–45.

oikeudenmukainen ja kohtuullinen. Ajankohta, jossa allokointi määritetään, on silloin, kun sijoitusyhtiö hankkii omaisuuserän tai kun velvoite syntyy.⁸⁴ Jos rahastoyhtiön allokointipäätös on sellainen, jonka huolellinen rahastoyhtiö vastaavissa olosuhteissa tekisi, voidaan päätöstä pitää oikeudenmukaisena ja kohtuullisena.⁸⁵ Epäselviä allokointitilanteita ohjaavan sääntelyn ohella allokointipäätösten tulisi olla säilytysyhteisövalvonnan piirissä.

Sijoitusyhtiön osake edustaa osuutta yhteissijoitusryityksessä, joka on sijoitusyhtiö tai sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön tapauksessa alarahasto (lukuun ottamatta mahdollista perustamisosaketta, jonka perustaja on mahdollistanut yhtiöjärjestyksessä sijoitusyhtiön perustamista varten). Näin ollen sateenvarjomuotoinen sijoitusyhtiö ei voi laskea liikkeeseen omia osakkeita (jotka eivät ole minkään alarahaston osakkeita). Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön liiketoimintaa ei voida harjoittaa, jos sitä ei harjoiteta alarahaston kautta. Jos sijoitusyhtiöllä on vain yksi alarahasto, sijoitusyhtiö voi harjoittaa liiketoimintaansa ainoastaan kyseisen alarahaston kautta. Jos sijoitusyhtiöllä on useita alarahastoja, sijoitusyhtiöllä on oltava alarahasto kutakin eroteltavissa olevaa liiketoiminnan osaa varten, ja kunkin alarahaston harjoittamista liiketoiminnan osista muodostuu yhdessä sijoitusyhtiön koko liiketoiminta. Jokaisen alarahaston on liityttävä ainoastaan tiettyyn osaan sijoitusyhtiön liiketoiminnasta.⁸⁶

Esimerkki:

Sijoitusyhtiön käyttämä ulkopuolinen salkunhoitoyhteisö, joka hoitaa sijoitusyhtiön kaikkien kolmen alarahaston salkkua, toimii huolimattomasti ja syyllistyy lukuisiin operatiivisiin virheisiin kaikkien alarahastojen salkunhoidossa. Sijoitusyhtiö nostaa kanteen salkunhoitajaa vastaan, ja asiassa päädytään 120 000 € sovintokorvaukseen.

84 Vaikka tätä oletussääntöä sovelletaan itsenäisesti suhteessa rahastoyhtiön toimiin tai laiminlyönteihin, on rahastoyhtiön vastuulla määrittää kirjallisesti kullekin alarahastolle kohdennettava osuus. Rahastoyhtiön on määritettävä käsillä olevissa olosuhteissa oikeudenmukainen ja kohtuullinen osuus mahdollisimman pian sen jälkeen, kun omaisuus on hankittu tai velvoite on syntynyt. Oikeudenmukainen ja kohtuullinen allokointi alarahastolle voi käsillä olevissa olosuhteissa olla myös nolla-allokaatio.

85 Treasury (Australia) 2018, s. 34–38. Jos kohdennettava omaisuus ei ole sellaisenaan jaettavissa, rahastoyhtiön on muunnettava omaisuus joko rahaksi tai muuksi jakokelpoiseksi yksilöimättömäksi omaisuudeksi voidakseen jakaa oikeudenmukaisen ja kohtuullisen osuuden alkuperäisestä jakokelvottomasta omaisuudesta kullekin alarahastolle. Muuntamisen jälkeen rahat tai muu jakokelpoinen omaisuus jaetaan samassa suhteessa kuin alkuperäisestä omaisuudesta oli allokoitu kullekin alarahastolle. Huolimatta siitä, onko rahaksi muuttamista ehditty tehdä tai voidaanko sitä käsillä olevissa olosuhteissa tehdä, katsotaan alarahaston varoihin kuuluvan rahastoyhtiön allokointipäätöksen mukainen osuus jakokelvottomasta omaisuudesta.

86 Treasury (Australia) 2017, s. 38 ja MAS 2018, s. 11.

Sovintokorvaus on allokoimaton omaisuuserä, koska se ei liity suoraan minkään alarahaston liiketoimintaan. Rahastoyhtiön on allokoitava oikeudenmukainen ja kohtuullinen osuus korvaussummasta kullekin alarahastolle. Rahastoyhtiö arvioi, että ulkopuolisen salkunhoitajan tarjoamat omaisuudenhoitopalvelut (ja niihin liittyvä huolimattomuus) liittyivät yhtäläisesti kaikkiin alarahastoihin eivätkä alarahastojen nettoarvot poikkea merkittävästi toisistaan. Näin ollen rahastoyhtiö päättää jakaa varat samassa suhteessa kaikille alarahastoille. Kunkin alarahaston varat sisältävät siten 40 000 € sovintokorvauksesta.

3. VAROJEN JA VELVOITTEIDEN ERILLISYYS

3.1. Alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyys maksukyvyttömyystilanteissa

Alarahastoja koskeva sääntely pyrkii turvaamaan juridisesti alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyden. Kansainvälisesti monissa oikeusjärjestelmissä insolvenssioikeudellinen sääntely rakentuu velkojien yhdenvertaisuusperiaatteen eli *pari passu* -periaatteen pohjalle. Velkojien yhdenvertaisuuden periaate tarkoittaa sekä aineellista että muodollista yhdenvertaisuutta. Aineellisessa suhteessa se alun perin merkitsi, että kaikille velkojille kuuluu heidän saataviensa suhteellisen määrän mukaan laskettava osuus velallisen varoista.⁸⁷ Kun sateenvarjomuotoinen sijoitusyhtiö on yksi oikeushenkilö ja samalla velallinen, poiketaan alarahastorakennetta koskevalla sääntelyllä suoraan yhdenvertaisuusperiaatteesta siinä mielessä, että velkojan oikeudet rajoittuvat tiettyyn osaan sijoitusyhtiön (velallisen) varoista eli tiettyyn alarahastoon.

Esimerkiksi jos sijoitusyhtiö koostuu kahdesta alarahastosta, joista toinen on konservatiivista sijoituspolitiikkaa noudattava korkorahasto ja toinen korkeariskinen Kaukoidän osakemarkkinoille sijoittava osakerahasto ja Kaukoidän osakerahasto romahtaisi sen velkojen ylittäessä sen varat, olisiko romahtaneen osakerahaston velkojilla oikeutta vaatia saataviaan toiselta maksukykyiseltä alarahastolta? Ilman alarahastojen varojen erillisyyttä koskevaa sääntelyä ja pari passu -periaatteen nojalla asia olisi lähtökohtaisesti näin. Käytännössä tämä tarkoittaisi, että varovaista sijoitus-

⁸⁷ Koulu – Lindfors – Niemi 2021, >II KONKURSSIOIKEUS>2. Konkurssin tavoitteet ja periaatteet>Konkurssin arvoperiaatteet>Yhdenvertaisuuden periaate>Aineellinen yhdenvertaisuus.

politiikkaa noudattavien alarahastojen sijoittajat ottaisivat osan korkeam-
piriskisten alarahastojen riskeistä kannettavakseen.⁸⁸

On aiheellista esittää, että yhteissijoitusyrityksen alarahaston jou-
tumisen maksukyvyttömäksi ei ole kovin todennäköistä. Tämän takaavat
muun muassa UCITS-sääntelyn edellyttämät sijoituskohteiden rajoituk-
set, hajautusvaatimukset, johdannaisten käyttöä koskevat rajoitukset, ris-
kienhallintavaatimukset, viranomaisvalvonta, varojen säilytysvaatimuk-
set (sijoittajien varojen suojeleminen rahastoyhtiön tai säilytisyhteisön
konkurssissa) ja raportointivaatimukset.⁸⁹ Mainittu skenaario ei kuiten-
kaan ole täysin poissuljettu⁹⁰, kuten viimeaikaiset esimerkit markkinoilla
ovat osoittaneet.⁹¹ Tätä voivat edesauttaa myös vaihtoehtoisten yhteissi-
joitusyritysten (*Alternative UCITS*)⁹² esiintyminen. Toisaalta maksukyvyt-
tömyystilanteiden tarkastelu saa enemmän relevanssia, kun skenaariota
pohditaan esimerkiksi voimakkaasti vivutetun AIF-muotoisen sijoitusyh-
tiön osalta.

Tarkastelun lähtökohtana on tehtävä erittely niiden tilanteiden vä-
lillä, arvioidaanko alarahastoja koskevaa lainsäädäntöä paikallisessa (sa-
teenvarjorahaston rekisteröintivaltion) tuomioistuimessa, vai arvioidaan-
ko alarahastorakennetta kansainvälisen yksityisoikeuden sääntöjen poh-
jalta vieraan valtion tuomioistuimessa, jossa sateenvarjorahasto on oike-
usprosessin osapuolena. Jos lakia tulkitaan rekisteröintivaltion tuomiois-
tuimessa, ei ole epäilyksiä siitä, etteikö alarahastojen varojen erillisyyttä
tunnustettaisi: tällaisen tuomioistuimen tulee pääsääntöisesti soveltaa
paikallista lakia. Varsinainen huolenaihe liittyy tilanteeseen, jossa alara-
hastojen varojen erillisyyttä ei välttämättä tunnusteta vieraassa valtiossa,
jossa sateenvarjorahasto joutuu maksukyvyttömyysmenettelyn kohteeksi
ja jossa alarahastojen varoja sijaitsee.⁹³

88 HM Treasury 2007, s. 9; HM Treasury 2009, s. 5 ja FSTB 2014, s. 36.

89 Ks. HE 202/1998 vp, s. 19 ja Turtiainen 2004, s. 46, jossa todetaan sijoitusrahaston konkurssin ole-
van harvinainen nimenomaan riskejä alentavan sääntelyn takia. Ks. vastaavasti myös CLRG First
Report 2001, s. 334.

90 Ks. HM Treasury 2007, s. 9 ja HM Treasury 2009, s. 5, joissa todetaan, että ”*In practice, the
probability of an OEIC collapse is small — but not zero.*” Näin myös Turtiainen 2004, s. 46 ja
49, jonka mukaan maksukyvyttömyystilanne on mahdollinen ja pienikin lainanotto voimakkaan
kurssilaskun yhteydessä yhdistettynä voimakkaisiin lunastusvaatimuksiin voi johtaa maksukyvyt-
tömyyteen.

91 Korkean profiilin viimeaikainen esimerkki UCITS-alarahaston maksukyvyttömyydestä on
Woodford Equity Income Fund. Kyseessä oli Ison-Britannian vaihtuvapääomaisen UCITS-muotoi-
sen OEIC-sijoitusyrityksen alarahasto, jossa institutionaalisten sijoittajien lunastukset paljastivat sal-
kun epälikviditeetin, mikä johti likvidien positioiden nopeaan realisointiin ja lopulta lunastusten
keskeyttämiseen ja selvitysmiehen nimittämiseen. Arvioiden mukaan sijoittajat tulevat saamaan ta-
kaisin hyvin pienen osan alkuperäisestä sijoituksestaan.

92 Vaihtoehtoisilla UCITS-rahastoilla tarkoitetaan pääasiassa rahastoja, jotka voivat käyttää johdan-
naisia osana sijoituspolitiikkaansa toteuttaakseen hedge-rahastoille tyypillisiä sijoitusstrategioita.

93 Edwards – Home Office (Great Britain) 1998, s. 85. Ks. myös Featham – Jones 2010, s. 31–32.

Euroopan unionin maksukyvyttömyysasetus (EU) 2015/848 (MKA) on merkityksellinen insolvenssioikeuden alaan lukeutuva EU-säädös. Asetuksella on kumottu edellinen, samanniminen asetus (EY) 1346/2000. Maksukyvyttömyysasetuksella on fundamentaalinen asema EU:n sisämarkkinoiden toimivuuden kannalta. Ensiarvoinen käsite on MKA 3 artiklassa tarkoitettu pääintressien keskus, *Centre of Main Interests* (COMI). Sen mukaan ratkeaa, missä konkurssi voi alkaa. Tämän pohjalta puolestaan määräytyy, mitä lakia menettelyssä sovelletaan – universaaliperiaatteen⁹⁴ mukaisesti – koko unionin alueella kyseiseen konkurssipesään lukeutuvaan varallisuuteen (*lex fori concursus*). Muutoin konkurssimenettely saattaisi lohkoutua monilukuisiin toisiinsa nähden koordinoimattomiin alueellisiin menettelyihin. Velkojat joutuisivat kontrolloimaan etujaan monessa eri jäsenvaltiossa. Maksukyvyttömyysasetuksessa on kuitenkin toteutettu universaaliperiaatteen kokoavaan vaikutukseen kompromissi sikäli, että velallisen toimipaikan valtiossa oikeutetaan tietyin edellytyksin myös alueellisen menettelyn aloittaminen MKA 3 artiklan 2 kohdan mukaan. Jos päämenettely myöhemmin alkaa, alueellinen menettely saa sekundäärimenettelyn aseman. Sovellettavaksi tulevat silloin maksukyvyttömyysasetuksen säännökset päämenettelyn ja sekundäärimenettelyn yhteensovittamisesta.⁹⁵

Maksukyvyttömyysasetuksen 45 artiklan 1 kohdan mukaan velkoja voi ilmoittaa saatavansa päämenettelyssä ja sekundäärimenettelyssä. Samaa saatavaa koskevat vaatimukset voidaan kaikissa menettelyissä ilmoittaa täysimääräisesti. MKA 23 artiklan 2 kohdassa on säännös, jolla pyritään turvaamaan velkojien yhdenvertainen maksunsaantioikeus samanaikaisissa menettelyissä unionin tasolla ("*Hotchpot*"⁹⁶-sääntö"). Kyseisen säännöksen mukaan velkojalle, joka on jossakin maksukyvyttömyysmenettelyssä saanut jako-osuutta saatavalleen, maksetaan toisessa menettelyssä jako-osuutta vain, jos muut samassa etuoikeusasemassa

94 Maksukyvyttömyysasetuksen peruseriaate, universaaliperiaate (aloitusvaltion lain ulottuminen velallisen muissa valtioissa olevaan omaisuuteen), on välttämätön EU:n sisämarkkinoiden kannalta.

95 Könkkölä – Linna 2020, s. 23–27.

96 Hotchpot on prosessi, jonka tarkoituksena on estää tiettyä velkojaa saamasta suurempaa jako-osaa konkurssipesästä käyttämällä hyväksi kansainvälisiä rinnakkaisia maksukyvyttömyysprosesseja. Velkojalla saattaa olla mahdollisuus valvoa saataviaan useissa kansainvälisissä rinnakkaisissa maksukyvyttömyysprosesseissa. Tämä asettaa kyseisen velkojan parempaan asemaan kuin sellaisen velkojan, joka ei pysty valvomaan saataviaan vastaavasti. Monet rinnakkaisprosessit johtuvat yleensä siitä, että maksukyvyttömyysprosessin kohteena olevalla yrityksellä on useita eri valtioissa sijaitsevia paikallisia varallisuuskeskittymiä, joita kohtaan käynnistetään toisistaan erillisiä prosesseja. Hotchpot-periaatteen mukaan velkojan ulkomaisista rinnakkaisista prosesseista mahdollisesti saamat jako-osuudet on otettava huomioon, jotta velkoja ei saisi enempää, kuin hänelle yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla suhteellisesti kuuluisi. Ks. Feetham – Jones 2010, s. 134.

olevat velkojat ovat siinä saaneet vastaavan jako-osuuden. Selvää on, että velkoja voi saada saatavalleen enintään 100 prosentin suorituksen.⁹⁷

Maksukyvyttömyysasetuksen 1 artiklan 2 kohdan 4 alakohdan mukaan sitä ei kuitenkaan sovelleta yhteissijoitusyrityksiin ja vaihtoehtorahastoihin, joten MKA:n sääntelyllä voi ainoastaan olla etäisiä tulkintaa ohjaavia vaikutuksia sijoitusyhtiöihin.⁹⁸ Sääntelyn rajausta on perusteltu yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten erityisellä luonteella ja sillä, että valvontaviranomaisilla on laajat toimivaltuudet ja yhteistyövelvoitteet.⁹⁹ Soveltamisalan rajausta voidaan pitää sääntelyn heikkoutena, koska se mahdollistaa alarahastojen kohdalla erilaiset tulkinnat rajat ylittävissä maksukyvyttömyystilanteissa myös unionin alueella, koska maksukyvyttömyystilanteet eivät sisälly UCITS- ja AIF-sääntelyyn. Kuitenkin valvontayhteistyötä ja riitojen ratkaisua koskevista yhteistyövelvoitteista johtuen alueelliset maksukyvyttömyysmenettelyt ja toimivaltakonfliktit eivät liene yhtä todennäköisiä kuin unionin ulkopuolisissa kolmansissa valtioissa.¹⁰⁰

Suurempi riski alarahastorakenteen juridiselle varmuudelle liittyy tilanteisiin, joissa alarahaston varoja sijaitsee kolmansissa valtioissa ja alarahasto joutuu maksukyvyttömyysmenettelyn kohteeksi kyseisessä valtiossa. Rahastotoiminnan kansainvälisyyden takia kyseessä ei ole täysin poissuljettu skenaario. Tällainen tilanne voisi olla käsillä esimerkiksi silloin, kun monta alarahastoa olisi sijoittanut varojaan ulkomaille vähemmän kehittyneille markkinoille, esimerkiksi Etelä-Amerikkaan. Ulkomaisia arvopapereita saatetaan säilyttää ulkomaisen alisäilyttäjän hallussa tileillä, joihin sovelletaan paikallista lainsäädäntöä. Maksukyvyttömyystilanteissa riskiksi voisi esimerkiksi muodostua, että maksukyvyttömän alarahaston velkoja kuitattaisiin realisoimalla paikallisen alisäilyttäjän hallussa olevia toiseen maksukykyiseen alarahastoon kuuluvia arvopapereita.¹⁰¹ Kolmansien maiden sääntelyyn liittyvä oikeudellinen riski ei ole missään

97 Könkkölä – Linna 2020, s. 402.

98 Ks. myös Yates – Montagu 2013, s. 81–82, jossa MKA:n edeltäjän vastaavia säännöksiä tarkastellaan lähinnä säilytysyhteisöjen näkökulmasta, mutta toisaalta todetaan, että asetus ei sovellu finanssilaitoksiin, jollaisia säilytysyhteisötkin ovat.

99 MKA:n johdanto-osan 19 kohdan mukaan: ”Maksukyvyttömyysmenettelyt, jotka koskevat Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2001/24/EY soveltamisalaan kuuluvia vakuutusyrityksiä, luottolaitoksia, sijoituspalveluyrityksiä ja muita yrityksiä tai laitoksia, samoin kuin yhteissijoitusyrityksiä koskevat maksukyvyttömyysmenettelyt olisi jätettävä tämän asetuksen soveltamisalan ulkopuolelle, koska niihin kaikkiin sovelletaan erityisjärjestelyjä ja kansallisilla valvontaviranomaisilla on laajat valtuudet puuttua niiden asioihin.” Ks. toisaalta Sandvik 2018, s. 14, jossa soveltamisalan rajausta perustellaan erityisillä yleisillä eduilla. Reinhard 2017, s. 255 puolestaan perustelee soveltamisalan rajausta sillä, että finanssilaitoksille on erityissääntelyä. Maksukyvyttömyystilanteiden osalta yhteissijoitusyrityksille ja vaihtoehtorahastoille ei kuitenkaan ole EU-tasoisista sääntelyä.

100 Valvontayhteistyöstä säädetään UCITS-direktiivin 101 artiklassa ja AIFM-direktiivin 54 artiklassa.

101 Ks. Vepsä 2021, s. 34.

nimessä uusi, vaan se esiintyy säännöllisesti alarahastorakennetta koskevissa lainvalmistelupohdinnoissa.¹⁰² Pohdinta on kuitenkin toistaiseksi jäänyt teorian tasolle, koska oikeuskäytäntöä tällaisesta tilanteesta ei ole.

Epävarmuuteen suhteessa kolmansiin maihin ei saada selvyyttä Suomenkaan konkurssisääntelystä. Konkurssilain (KonkL, 120/2004) 7:1.1:n mukaan suomalaisen tuomioistuimen toimivallasta konkurssiin asettamista koskevassa asiassa silloin, kun velallisen COMI on Suomessa tai muussa sellaisessa Euroopan unionin jäsenvaltiossa, johon sovelletaan MKA:ta, säädetään MKA:ssa. Jos suomalainen konkurssi on MKA:ssa tarkoitettu päämenettely, kuuluu velallisen omaisuus, sijaitseva se missä maassa tahansa, konkurssipesään.¹⁰³ Sovellettavana lakina toimii myös MKA 7 artiklan 1 kohdan mukaan menettelyn aloittamisvaltion laki. Suomalainen tai EU-lainsäätävä ei voi kuitenkaan määrätä, miten kolmas valtio suhtautuu suomalaiseen konkurssiin. Se jää sikäläisen lainsäätäjän ja useimmiten paikallisten lainkäyttöelinten päätettäväksi.¹⁰⁴ EU:n ulkopuolella sijaitsevan omaisuuden saaminen suomalaisen päämenettelyn piiriin on riippuvainen siitä, onko velallinen halukas ja kykenevä myötävaikuttamaan omaisuuden kotiuttamiseen tai tunnustaako omaisuuden sijaintivaltio suomalaisen päämenettelyn ja ryhtyykö se myös toimiin omaisuuden saamiseksi sen piiriin.¹⁰⁵ Lukumääräisesti useimmat valtiot ovat lähteneet autonomisessa konkurssioikeudessaan täyskielteisestä linjasta. Ryhmään kuuluvat pääsääntöisesti Etelä-Amerikan, Afrikan ja Aasian valtiot. Myös talouden suurvalta Japani on täyskielteisellä kannalla. Näissä valtioissa ulkomaista konkurssia ei tunnusteta.¹⁰⁶

Tällaisessa tilanteessa edellä tarkasteltu Hotchpot-sääntö ei välttämättä toteudu ja tietyn velkojan asema voi olla joissakin suhteissa parempi kuin yhtenäistetyssä konkurssioikeudessa. Lisäksi menettelyyn saatetaan muutoin soveltaa paikallista lakia, joka voi vaikuttaa alarahastorakenteen sivuuttamiseen. Suoritusten tasaamisen periaatetta ei sovelleta, joten velkojan kannattaa valvoa saatavansa kaikissa mahdollisissa rinnakkaiskonkursseissa. Oikeus maksuun on konkurssikohtainen. Velkojan

102 Ks. esim. SOU 2002:56, s. 513–514; HM Treasury 2009, s. 9; FSTB 2014, s. 37 ja SOU 2016:45, s. 233 ja 238.

103 Könkkölä – Linna 2020, s. 817.

104 Koulu – Lindfors – Niemi 2021, >VI KANSAINVÄLINEN INSOLVENSSIOIKEUS>3. Kansainvälinen konkurssi>Muut kansainväliset konkurssit>Autonominen konkurssi.

105 Könkkölä – Linna 2020, s. 817–818.

106 Koulu – Lindfors – Niemi 2021, >VI KANSAINVÄLINEN INSOLVENSSIOIKEUS>3. Kansainvälinen konkurssi>Muut kansainväliset konkurssit>Autonominen konkurssi.

oikeus saada jako-osuus ei riipu siitä, ovatko muut velkojat saaneet kokonaisuudessaan vastaavan suorituksen.¹⁰⁷ Jos sijoitusyhtiön COMI:n katsotaan olevan Suomessa, mutta suuri osa alarahastojen varoista sijaitsee kolmannessa valtiossa, jonka lakien mukaisesti aloitetaan päämenettelystä erillinen maksukyvyttömyysprosessi, voi lopputuloksena olla, että alarahastorakennetta ei tunnusteta ja kyseisessä kolmannessa valtiossa sijaitsevat velkojat ovat maksunsaantijärjestyksessä etusijalla.

Yhteenvetona on mahdollista todeta, että riski alarahastojen varojen sekoittumisesta on olemassa, jos alarahastojen varoja sijaitsee valtiossa, jossa ei ole alarahastoja tai soluyhtiöitä koskevaa sääntelyä. Alarahastojen tapauksessa riskiä voidaan pienentää käyttämällä paikallista säilytysyhteisöä.¹⁰⁸ Varojen katsotaan tällöin sijaitsevan sateenvarjorahaston kotipaikassa, jolloin ei pitäisi olla epäilyksiä siitä, etteikö alarahastorakennetta tunnustettaisi mahdollisessa maksukyvyttömyysmenettelyssä. Olosuhteiden pakosta useimmiten joudutaan kuitenkin turvautumaan ulkomaisiin alisäilyttäjiin. Esimerkiksi yhteissijoitusyritykset sijoittavat kehittyville markkinoille yhä enemmän ja monilla näistä lainkäyttöalueista arvopapereiden on oltava paikallisen säilytysyhteisön säilytettävänä.¹⁰⁹ Jos alarahastojen varoja menetetään varojen sekoittumisen seurauksena, alisäilyttäjän nimennyt säilytysyhteisö saattaa joutua vastuuseen UCITS-direktiivin 24 artiklan 1 kohdan mukaisesti, mutta toisaalta se ei ole vastuussa, jos se pystyy osoittamaan, että menetys on seurausta ulkopuolisesta tapahtumasta, johon se ei ole kohtuudella voinut vaikuttaa ja jonka seuraukset eivät olisi olleet vältettävissä kaikista kohtuullisiksi katsottavista toimista huolimatta.

Epäselviltä rajat ylittäviltä maksukyvyttömyystilanteilta ei välttämättä täysin välttyä EU:ssakaan MKA:n soveltumattomuuden vuoksi. Jos MKA:n sääntely soveltuisi, olisi hyvin todennäköistä, ettei EU:n alueelle rajoittuvissa sateenvarjomuotoisten sijoitusyhtiöiden maksukyvyttömyystilanteissa ilmenisi merkittäviä haasteita: COMI-sääntelyn mukaan pääintressien keskuksen oletettaisiin olevan sijoitusyhtiön sääntömääräinen kotipaikka, jollei muuta näytetä. Tällöin menettelyssä sovellettaisiin sijoitusyhtiön rekisteröintivaltion lakia, jolloin alarahastorakennetta koskevaa sääntelyä ei voitaisi sivuuttaa ja MKA:n hotchpot-sääntö turvaisi

107 Koulu – Lindfors – Niemi 2021, >VI KANSAINVÄLINEN INSOLVENSIOIKEUS>3. Kansainvälinen konkurssi>Muut kansainväliset konkurssit>Autonominen konkurssi>Saatavien ilmoittaminen ja selvittäminen>Suoritusten tasaamisen periaate.

108 Feetham – Jones 2010, s. 38.

109 CESR 2009, s. 3.

velkojien yhdenvertaisuuden mahdollisissa rinnakkaisissa menettelyissä unionin alueella. Yhteissijoitusyritykset ja vaihtoehtorahastot ovatkin nykyään ainoita finanssilaitoksia, joiden maksukyvyttömyystilanteista ei ole säädetty EU-tasolla. EU-tasolla tulisi vähintään säätää, että maksukyvyttömyysmenettely voisi ainoastaan alkaa pääsääntöisesti yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavan yrityksen kotivaltiossa kyseisen valtion lakien mukaisesti ja menettely ulottuisi koko unionin alueella sijaitsevaan varallisuuteen.¹¹⁰

3.2. Velkojien informointi

Sijoitusyhtiö kokonaisuudessaan (sisältäen sen kaikki alarahastot) on oikeushenkilö, mutta yksittäiset alarahastot eivät ole. Alarahasto ei voi tehdä oikeustoimia, kuten sitoutua sopimuksiin, mutta sijoitusyhtiö voi sitoutua sopimukseen tietyn alarahaston osalta. Juridisesti sopimukseen sitoutuu tällöin erikseen määritelty osa sijoitusyhtiöstä, joka on oikeushenkilö. Voiko sijoitusyhtiön velkoja perustellusti vaatia sopimuksen mukaista suoritusta sijoitusyhtiöltä kollektiivisesti eli sen kaikilta alarahastoilta? Mitä jos velkoja ei tiennyt tai sen ei olisi pitänytkaan tietää sijoitusyhtiön alarahastorakenteesta ja onko tällä seikalla vaikutusta alarahastojen insolvenssi oikeudelliseen asemaan?

Velkojien informointi ei vaikuta alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyteen, jos alarahastorakenne on lakisääteinen eikä kyseessä ole alarahastojen sijaintivaltion rajat ylittävä tilanne,¹¹¹ koska kansainvälisesti alarahastorakennetta koskevissa sääntelymalleissa velkojien oikeus vaatia saataviaan rajoittuu suoraan lain nojalla siihen alarahastoon, jonka osalta sijoitusyhtiö on toiminut suhteessa asianomaiseen velkojaan riippumatta velkojan tietoisuudesta tai vapaaehtoisuudesta¹¹². Tiedonantovelvollisuus perustuu käytännön syihin ja epäselvien tilanteiden välttämiseen. Useiden maiden sääntelyssä on otettu lähtökohdaksi, että soluyhtiön hallitus tai määräysvaltaa käyttävä taho joutuu henkilökohtaiseen velkavastuuseen tai vahingonkorvausvastuuseen sellaista velkojaa kohtaan, joka ei tiennyt alarahastorakenteesta ja kärsi sen takia

110 Ks. myös Arons 2014, s. 71, joka toteaa, että asiasta tulisi säätää UCITS-direktiivissä. Tämä ei yksinään kuitenkaan riitä, vaan soveltuminen vaihtoehtorahastoihin tulisi myös varmistaa.

111 Tilanne olisi toinen jaksossa 2.1 esiteltyn sopimusperusteisten soluyhtiöiden osalta, joissa solujen varojen ja velvoitteiden erillisyyden perustuu sopimukseen. Tällöin sopijapuolten informointi ja sopiminen on keino oikeuttaa vastuiden erillisyyden.

112 Vapaaehtoisia ja ei-vapaaehtoisia velkoja tarkastellaan syvemmin jäljempänä.

vahinkoa. Tällöin johdon seuraamukset toimivat tapana, jolla tiedonantovelvollisuudesta pyritään huolehtimaan ja minimoimaan vastuiden erillisyydestä aiheutuvia potentiaalisia haittoja. Erillinen kysymys on, miten yksityiskohtainen tiedonantovelvollisuuden tulisi olla. Tietynlaista johtoa voidaan hakea tavanomaisten yhtiörakenteiden historiasta, kuten osakeyhtiöistä. Niissä tiedonantovelvollisuus on perinteisesti täytetty pelkällä viittauksella rajoitettuun vastuuseen¹¹³ (oy-lyhenteen perusteella velkoja on voinut olettaa olevansa tekemisissä osakeyhtiön kanssa, jolla on rajoitettu vastuu). Sijoitusyhtiöiden osalta tiedonantovelvollisuuden tulisi olla laajempi, koska pelkästä lyhenteestä velkoja ei saa vielä selville, minkä alarahaston tai alarahastojen osalta sijoitusyhtiö on tekemässä oikeustoimen.

Edellä on tarkasteltu velkojen informoinnin merkitystä rajoitettujen alarahaston sijaintivaltion velkoihin. Erityistilanteena ulkomaisten sopimusvelkojen osalta tiedonantovelvollisuudella voi olla todellista vaikutusta alarahastojen vastuiden erillisyyden kannalta. Riippuen siitä, minkä valtion lakien nojalla alarahastojen vastuiden erillisyyttä arvioidaan, voivat sopimus ja vieraan valtion sopimusvelkojan tietoisuus vaikuttaa vastuiden erillisyyteen, vaikka kyseisessä valtiossa ei olisikaan alarahastoihin verrannollista sääntelyä, koska useimmat oikeusjärjestelmät tunnustavat sopimusvapauden periaatteen jossakin laajuudessa.¹¹⁴ Sopiminen alarahastojen vastuiden erillisyydestä ei kuitenkaan tällaisissa tilanteissa aukottomasti takaa alarahastojen vastuiden erillisyyttä, jos sopimus esimerkiksi arvioidaan vieraan valtion prosessissa pätemättömäksi tai jos mahdollisille lainvalintalausekkeille ei anneta painoarvoa.

Käytännössä sijoitusyhtiöiden perustamisasiakirjoissa on mainittava sateenvarjorakenteesta ja alarahastojen varojen erillisyydestä. Tämän katsotaan tuovan alarahastorakenteen erityispiirteet velkojen tietoon.¹¹⁵ Esimerkiksi Irlannissa vaatimukset ovat yksityiskohtaisia. Jokaisen sateenvarjomuotoisen ICAV:n on sisällytettävä maininta ”*An umbrella fund with segregated liability between sub-funds*” kirjelomakkeisiinsa ja kolmansien

113 Ks. Feetham – Jones 2010, s. 235.

114 Yksinkertainen vastuunrajoituslauseke alarahastojen välillä voisi näyttää esimerkiksi seuraavalta: ”*The [contracting party] acknowledges that, notwithstanding any other provisions hereof or of anything to the contrary in any agreement, document or notice of the [umbrella investment company], all payments to be made by the [umbrella investment company] pursuant to this agreement will be payable only from, and to the extent of, the sums paid to, or net proceeds recovered by or on behalf of, the [umbrella investment company] in respect of [Sub-Fund A] and the liability of the [umbrella investment company] shall therefore be limited to the assets attributable to [Sub-Fund A] and there shall be no liability on the part of any other assets of the [umbrella investment company] or any other Sub-Fund of the [umbrella investment company]*”.

115 Investment Funds, Companies and Miscellaneous Provisions Bill 2005. Explanatory and financial memorandum, s. 6 ja HM Treasury 2009, s. 13.

osapuolten kanssa tehtäviin sopimuksiin, sekä tuotava asia muutoin ilmi kolmansien osapuolten kanssa tehtävissä suullisissa sopimuksissa. Irlannin sääntelyssä nimenomaisesti kielletään velkojia vaatimasta suoritusta muilta alarahastoilta. Jos joku sijoitusyhtiön velkoja onnistuu jollakin keinolla saamaan suorituksen sellaiselta alarahastolta, jonka osalta transaktioon ei ole osallistuttu, on velkoja velvollinen palauttamaan näin saamansa summan sateenvarjorahastolle.¹¹⁶ Palautusvelvollisuutta tehostetaan säännöksellä, jonka mukaan saatujen varojen katsotaan muodostavan trustin sateenvarjorahaston hyväksi. Näiden vaatimusten katsotaan lisäävän sijoittajansuojaa.¹¹⁷

Alarahastojen lakisäateistä varojen erillisyyttä suhteessa velkoihin on mahdollista tehostaa sääntelyllä, jonka mukaan kaikki ehdot ja määräykset (esimerkiksi sijoitusyhtiön perustamisasiakirjoissa tai sen tekemisessä sopimuksissa), jotka poikkeavat alarahastojen varojen erillisyydestä, ovat automaattisesti mitättömiä. Toisin sanoen vastuiden erillisyyttä ei ole dispositiivista millään tasolla. Alarahaston nimen ja varojen erillisyyttä koskevan tiedoksiannon lisäksi velkojalle tulee ilmoittaa alarahaston tunnistenumero¹¹⁸, joka omalta osaltaan vahvistaa käsitystä siitä, että vastuu rajoittuu vain kyseiseen alarahastoon koko sijoitusyhtiön sijasta.¹¹⁹ Alarahaston tunnistetietojen tulisi olla kaikissa julkisissa asiakirjoissa ja neuvoteltavissa olevissa instrumenteissa.¹²⁰

Tiedonantovelvoitteiden takia on epätodennäköistä, että velkoja ei olisi tiennyt alarahastorakenteesta ja siihen liittyvästä vastuiden erillisyydestä. Kyseeseen tulevat lähinnä tahalliset sääntelyn rikkomistilanteet tai laiminlyönnit. Tällöin vahingonkorvausvelvollisia — tai sovellettavasta sääntelystä riippuen vastuuvollisia velasta — olisivat viime kädessä rahastoyhtiö ja sijoitusyhtiön hallitus, eivätkä toiset alarahastot joutuisi velkavastuuseen. Jos informointia koskevia huolellisuusvelvoitteita on noudatettu ja kaikki vaaditut tiedot on asianmukaisesti saatettu velkojan tietoon, ei tämä voi perustellusti väittää, etteikö se tiennyt alarahasto-

116 Vastaava palautusvelvollisuus tunnetaan myös soluyhtiöillä. Ks. Feetham – Jones 2010, s. 272.

117 General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 47–48 ja ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 5. Ks. myös ICAV Act 2015, section 36. Tiedonantovelvollisuus on tyypillistä myös jaksossa 2.1 tarkastelluille soluyhtiöille. Ks. tästä tarkemmin Feetham – Jones 2010, s. 233–237.

118 Eri valtioiden sääntelyssä esiintyy vaihtelevuutta sen suhteen, myönnetäänkö alarahastoille erityisiä tunnistenumeroita tai merkitäänkö niitä viranomaisten rekistereihin tai luetteloihin. Ks. esim. Kremer – Lebbe 2014, s. 620, jonka mukaan Luxemburgissa rahastot ja niiden alarahastot merkitään CSSF:n luetteloon. Perustettaessa uusia alarahastoja olemassa olevaan sijoitusyhtiön rekisterimerkinnöillä tai tunnistenumeroiden myöntämisellä ei pitäisi olla konstitutiivista vaikutusta, koska sijoitusyhtiö on jo laillisesti perustettu ja rekisteröity. Näin esim. MAS 2020, s. 7.

119 Ks. MAS 2017, s. 9.

120 Treasury (Australia) 2018, s. 38.

rakenteesta ja siihen liittyvästä varojen erillisyydestä. Mahdolliset vahingot jäisivät tällöin huolimattoman velkojan kannettavaksi, eikä se voisi vaatia vahingonkorvausta tai suoritusta muilta alarahastoilta.

3.3. Sopimuksen ulkopuolisten velkojen asema erityiskysymyksenä

Sijoitusyhtiön alarahastorakenne voi aiheuttaa haasteita ei-vapaaehtoisien eli sopimuksen ulkopuolisten velkojen kohdalla. Vapaaehtoisia velkojia ovat ne, jotka ovat tietoisesti ryhtyneet yrityksen velkojiksi. Niitä voidaan kutsua myös sopimusvelkojiksi. Ei-vapaaehtoiset velkojat ovat niitä, joilla ei ole ollut muuta vaihtoehtoa kuin tulla yrityksen velkojiksi; ne eivät tietoisesti ole solmineet suhdetta yritykseen, mutta ovat joutuneet kanssakäymiseen yrityksen kanssa ilman mahdollisuutta toimia toisin.¹²¹ Vahingonkorvausvelkojat tai verovelkojat ovat esimerkkejä tällaisesta velkojasta. Sopimuksen ulkopuolinen velkoja ei kaikissa tapauksissa voi vaikuttaa siihen, minkä alarahaston kanssa se on vuorovaikutuksessa. Joskus tätä ei välttämättä pystytä edes erittelemään, jolloin ei-vapaaehtoinen velkoja joutuu kohdistamaan vaatimuksensa sijoitusyhtiöön kollektiivisesti. Alarahastojen sijaintivaltiossa velkojan vapaaehtoisuudella ei pitäisi olla vaikutusta alarahastojen vastuiden erillisyyteen, mutta miten asia näyttäytyy kansainvälisissä tilanteissa?

Esimerkkinä voidaan mainita sateenvarjomuotoinen sijoitusyhtiö, joka sijoittaa reaaliomaisuuteen, kuten kiinteistöihin, maa-alueisiin ja metsään lukuisten alarahastojen kautta vieraassa valtiossa. Kaikki alarahastot saattavat sijoittaa samaan sijoituskohteeseen. Jos sijoitusyhtiö rikkoo paikallista lainsäädäntöä esimerkiksi aiheuttamalla ympäristövahinkoja, rikkomalla kaavoitussäätelyä taikka aiheuttamalla muuta vahinkoa kolmansille osapuolille, ei ole takeita siitä, että paikallisessa tuomioistuinprosessissa (esimerkiksi suurehkoa sakkoa tuomittaessa) tuomioistuin kunnioittaisi sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön rekisteröintivaltion lainsäädäntöä. Tuomioistuin todennäköisesti määräisi seuraamuksen oikeushenkilölle eli sijoitusyhtiölle kollektiivisesti.¹²² Vastaava tilanne ei ole täysin poissuljettu yhteissijoitusyrityksille, vaikka ne eivät voikaan sijoittaa reaaliomaisuuteen. Sellainen saattaa esimerkiksi osallistua terrorismin

¹²¹ Mähönen – Villa 2015, s. 303 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018, s. 19–21.

¹²² Ks. samansuuntaisesti Feetham – Jones 2010, s. 39.

rahoittamiseen taikka muutoin rikkoa rahoitusmarkkinoita koskevaa sääntelyä kolmannessa valtiossa lukuisten alarahastojensa kautta. Kuten edellä on todettu, lopputulos voisi olla erilainen vieraassa valtiossa, jos vastapuolena on sopimusvelkoja ja alarahastojen vastuiden erillisyydestä olisi kattavasti sovittu.¹²³ Alarahastorakennetta koskevien tiedonantovelvollisuuksien vuoksi sopimusvelkojat lähtökohtaisesti tietävät paremmin, minkä alarahaston osalta sijoitusyhtiö on toiminut. He suostuvat tällöin siihen, että heillä on oikeus vaatia saataviaan ainoastaan siitä osasta sijoitusyhtiön varoista, jotka allokoidaan asianomaiseen alarahastoon tai jos eivät suostu, jättävät he sopimuksen tekemättä. Sopimusvelkojat voivat säännönmukaisesti arvioida sijoitusyhtiön ja alarahastorakenteen asemaa ja sen oikeudellisia vaikutuksia.¹²⁴

Osakeyhtiöoikeudessa sopimuksen ulkopuolisten velkojien uskotaan yleensä olevan enemmän oikeutettuja vastuun samastuksella¹²⁵ saatuttaviin oikeushyviin vapaaehtoiisiin velkoihin verrattuna.¹²⁶ Vastuun samastaminen osakeyhtiössä ja muiden alarahastojen joutuminen vastuuseen toisen alarahaston velvoitteista eivät ole kuitenkaan suoraan toisiinsa verrannollisia tilanteita. Ensiksi mainitussa samastus kohdistuu tavanomaisesti osakeyhtiön osakkeenomistajaan, mutta jälkimmäisessä vastuuseen joutuisivat välillisesti muiden alarahastojen osakkeenomistajat, jolloin maksukyvyttömän (ja mahdolliseen väärinkäyttöön osallisen) alarahaston osakkeenomistajat jäisivät vaille seuraamuksia. Sijoitusyhtiöiden poikkeavan hallintomallin¹²⁷ ja sen seikan takia, että ne eivät ole osakeyhtiöitä vaan erityisiä yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettuja yhtiörakenteita, ei osakeyhtiöoikeudelliseen samastusoppiin voida ongelmitta tukeutua alarahastojen välisissä relaatioissa. Osakkeenomistajiin kohdistuvaa samastusta sinänsä ei kuitenkaan voida pitää täysin poissuljettuna, jos tapauskohtaisesti pystytään osoittamaan, että osakkeenomistajat tosiasiaassa käyttävät määräysvaltaa sijoitusyhtiössä ja samastuksen

123 Useimmat oikeusjärjestelmät tunnustavat sopimusvapauden periaatteen jossakin laajuudessa, jolloin alarahastojen vastuiden erillisyyttä voidaan arvioida sopimuksenvaraisena asiana vieraassa valtiossa riippumatta siitä, onko kyseisessä valtiossa alarahastoja koskevaa sääntelyä.

124 Ks. sopimusvelkojista vastaavasti osakeyhtiöiden kontekstissa Savela 2015, s. 414–415 ja Kärki 2020, s. 227.

125 Vastuun samastamisella (*piercing* tai *lifting the corporate veil*) tarkoitetaan, että osakeyhtiön osakkeenomistaja, yleensä emoyhtiö, tai mahdollisesti yhtiössä määräysvaltaa käyttävä luonnollinen henkilö, voi tietyissä tilanteissa joutua vastuuseen osakeyhtiön velkojille yhtiön velvoitteesta.

126 Kärki 2020, s. 223 ja 232. Ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 303 ja Airaksinen – Pulkinen – Rasinaho 2018, s. 19–21.

127 Sijoittajat eivät useinkaan käytä määräysvaltaa, toisin kuin osakkeenomistajat osakeyhtiössä. Ks. tarkemmin alaviite 136.

edellytykset muutoinkin täyttyvät ja samastus kohdistuu määräysvaltaa käyttäviin osakkeenomistajiin.¹²⁸ Samastus ei saisi kuitenkaan johtaa siihen, että määräysvallan käyttöön nähden ulkopuoliset piensijoittajat joutuisivat vastuuseen sijoitusyhtiön velvoitteista.

Johtopäätöksenä voidaan todeta, että ei-vapaaehtoisten velkojien asema alarahastojen vastuiden erillisyyden suhteen ei ole automaattisesti parempi kuin sopimusvelkojien *per se*, mutta se voi muodostua paremmaksi tapauskohtaisesti. Edellä mainittuihin teoreettisiin esimerkkitalanteisiin, joissa on usein kyse sääntelyn rikkomisesta, liittyy lähtökohtaisesti suuri julkinen intressi. Tällöin sopimuksen ulkopuolisen velkojan, esimerkiksi vieraan valtion intressissä voi olla saatavan periminen käytettävissä olevin keinoin, mikä voi tarkoittaa sitä, että oman valtion julkinen intressi katsotaan suuremmaksi kuin oikeusvaikutusten antaminen vieraan valtion alarahastorakennetta koskevalle sääntelylle. Tätä voidaan pitää perusteltuna vieraan valtion näkökulmasta¹²⁹, joten varsinainen sijoittajien suojaaminen jää alarahastomuotoisen sijoitusyhtiön kotivaltion lainsäätäjän tehtäväksi. Sijoitusyhtiön sijaintivaltiossa paikallinen sopimuksen ulkopuolinen velkoja voi puolestaan joissakin tapauksissa vaatia saatavaansa sijoitusyhtiöltä kollektiivisesti, mutta tällöinkään velkojalla ei ole oikeutta saada suoritusta miltä tahansa alarahastolta, vaan velvoite allokoidaan alarahastojen kesken jaksossa 2.4 esitetyn mukaisesti.

3.4. Sijoitusyhtiön hallituksen ja rahastoyhtiön vahingonkorvausvelvollisuus alarahastoille

Sijoitusyhtiön hallituksen jäsenille ja rahastoyhtiölle tulisi asettaa kohtuullisia toimimisvelvoitteita alarahastojen varojen sekoittumisen estämiseksi. Erityiset toimimisvelvoitteet koskisivat tilanteita, joissa sijoitus-

128 Vastuun samastuksesta osakeyhtiössä on annettu merkittävä ratkaisu KKO 2015:17. Villa 2015, s. 541–542 analysoi, että samastaminen ei vaadi mainitusta korkeimman oikeuden ratkaisusta ilmevin perustein eikä myöskään oikeuskirjallisuuden mukaan nimenomaista lainsäädännöstä. Vastuun samastaminen ja osakeyhtiön erillisyyperiaatteen sekä osakkeenomistajan rajoitetun vastuun periaatteen sivuuttaminen edellyttävät, että osakeyhtiömuotoa ja erityisesti sen tarjoamaa osakkeenomistajan rajoitettua vastuuta on käytetty selvästi hyväksi eli yhtiömuotoa on väärinkäytetty ja osakkeenomistaja on käyttänyt määräysvaltaansa moitittavasti suhteessa yhtiön velkoihin. Punninta edellyttää korostuneen tapauskohtaista harkintaa. Ks. myös Ruohonen 2015, s. 3–4, joka toteaa vastaavasti, että vastuun samastamisen osalta on aina tehtävä kattava kokonaisharkinta, mutta samastaminen olisi kuitenkin mahdollista, kun yhtiöoikeudellisen sääntelyn avulla pyritään saamaan aikaan suojaverho tosiasiallisesti moitittavalle toiminnalle.

129 Tämän artikkelin tarkoituksena ei ole arvioida, mikä on viime kädessä universaalisti oikeudenmukaista vaan tyydytään tiedostamaan, että ylikansallisten oikeussääntöjen puuttuessa suvereenit valtiot voivat oikeusjärjestelmissään ja lainkäyttöelimissään suhtautua alarahastorakenteeseen eri tavoin.

yhtiö sitoutuu sopimukseen, johon sovelletaan vieraan valtion lakia (erityisesti sijoitettaessa vieraassa valtiossa sijaitseviin varoihin). Kohtuullisina pidettävät toimenpiteet riippuvat kunkin tapauksen tosiseikoista ja olosuhteista. Esimerkiksi rahastoyhtiö voi pyytää oikeudellista lausuntoa¹³⁰ riskistä, voiko kyseisen valtion tuomioistuimien kieltäytyä tunnustamasta alarahastojen varojen ja velkojen eriyttämistä alarahastojen välillä suoraan tai epäsuorasti tai kieltäytymällä ottamasta sopimukseen ulkomaisia lainvalintalausekkeitä. Sovellettavaksi laiksi voidaan valita myös sellaisen valtion laki, joka tuntee alarahastorakenteen, tai sopimusvastapuolille voidaan asettaa sopimuksellinen kieltö esittää vaatimuksia muita alarahastoja kohtaan. Jos rahastoyhtiö ja hallitus ovat toimineet huolellisesti, ei niitä kohtaan voida esittää vahingonkorvausvaatimuksia alarahastojen varojen sekoittumisen takia.¹³¹

Erityisesti piensijoittajat sijoittavat alarahastoihin¹³², jonka vuoksi sijoittajansuojaa tulisi pitää johtavana periaatteena. Kuten jaksoissa 3.1 ja 3.2 on aiemmin todettu, on alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyden ehdoton kansallisissa tilanteissa.¹³³ Jos toinen alarahasto on joutunut vastuuseen toisen alarahaston velvoitteista vieraassa valtiossa, on alarahaston sijaintivaltion sääntelyssä mahdollista varautua tilanteen korjaamiseen jälkikäteen sijoitusyhtiön hallituksen ja rahastoyhtiön vahingonkorvausvelvollisuuden muodossa.¹³⁴ Tällöin vahingonkorvaukseen olisivat

130 Ns. *legal opinion*, joka on yleensä kohdemaan asianajotoimiston lausunto, joka pyydetään rajat ylittävissä kaupallisissa liiketoimissa ja jolla on tarkoitus todistaa liiketoimien täytäntöönpantavuus ja juridinen varmuus sovellettavan ulkomaisen lain mukaan.

131 HM Treasury 2009, s. 15 ja MAS 2018, s. 10. Ks. myös Ison-Britannian COLL (Collective Investment Scheme Sourcebook) 6.6.5A R, joka kuuluu seuraavasti: “*Where reasonable grounds exist for an ACD of an ICVC or an authorized contractual scheme manager of a co-ownership scheme which is an umbrella to consider that a foreign law contract entered into by the ICVC or authorised contractual scheme manager on behalf of the co-ownership scheme may have become inconsistent with the principle of limited recourse stated in the instrument constituting the fund of the ICVC or co-ownership scheme (see COLL 3.2.6 R (22A) (ICVCs: Umbrella schemes - principle of limited recourse) and COLL 3.2.6 R(22B) (Co-ownership schemes: Umbrella schemes - principle of limited recourse)) the ACD or authorised contractual scheme manager of the co-ownership scheme must: (1) promptly investigate whether there is an inconsistency; and (2) if the inconsistency still appears to exist, take appropriate steps to remedy that inconsistency.*”

132 Alarahastorakenne on tavanomainen yhteissijoitusyhtymä ja ne ovat lähtökohtaisesti vähittäisasiakkaille suunnattuja, vaikka niihin voivatkin sijoittaa kaikenlaiset sijoittajat. Vaihtoehtorahastojen oikeudellisten muotojen monimuotoisuuden takia alarahastorakenne ei ole niissä yhtä tavanomainen ja toisaalta myös vähittäissijoittajien osuus niiden sijoittajakunnasta on pienempi.

133 Kyseessä on kansainvälisesti vakiintunut sääntelykäytäntö alarahastojen ja soluyhtiöiden osalta. Sijoittajansuojaa pidetään tärkeimpänä oikeushyvinä ja sen katsotaan ylittävän myös ei-vapaaehtoisten velkojen teoreettisen suojan tarpeen. Ei-vapaaehtoisten velkojen suojan tarve alarahastomuotoisen sijoitusyhtiön kotivaltiossa on teoreettinen sen takia, että alarahastorakennetta koskevan sääntelyn lähtökohta on se, että tällaisen sääntelyn valtiossa ei pitäisi voida olla sellaisia tilanteita, joissa paikallisilla velkojilla tulisi olla perusteltu oikeus vaatia saataviaan toisista alarahastoista. Edes rikoksilla aiheutuneet tilanteet eivät olisi tällaisia, vaan tällöin velkojille antaisivat suojaa rikosoikeudelliset ja vahingonkorvausoikeudelliset seuraamukset.

134 Ks. Turtiainen 2004, s. 166, jonka mukaan rahastoyhtiön vahingonkorvausvastuulla on kolme päätehtävää. Ensinnäkin korvausvastuun tulisi kannustaa siihen, että rahastoyhtiö, sen johto ja toimi-

oikeutettuja ne alarahastot, joiden varojen arvo on laskenut sen takia, että kyseisten alarahastojen varoja on käytetty ulkopuolisen alarahaston velvoitteiden täyttämiseen.

Tahallisen tai huolimattoman toiminnan osalta on perusteltua SRL:n vahingonkorvaussäätelyä seuraten, että riskiä siirretään rahastonhoitajan¹³⁵ suuntaan, koska sijoitusyhtiön alarahaston sijoittajat eivät osallistu sijoitusyhtiön päätöksentekoon.¹³⁶ Poikkeuksettomaa vastuuseen¹³⁷ rahastoyhtiötä ei tulisi kuitenkaan asettaa, koska tämä voisi perusteettomasti haitata taloudellista toimintaa ja investointien tekemistä ulkomaille sekä lisätä rahastosijoittajien kustannuksia.¹³⁸ On toisaalta huomioitava, että esimerkiksi ulkomaisen lainsäädännön rikkomistilanteissa – ottaen huomioon tässä jaksossa edellä tarkasteltu erityinen huolellisuusvelvoite

henkilöt noudattaisivat sääntelyä, sijoitusrahaston sääntöjä, muita lakeja ja määräyksiä sekä rahastoyhtiön sopimusvelvoitteita. Toiseksi korvausvastuun tulisi kannustaa rahastoyhtiötä toimimaan huolellisesti rahasto-osuudenomistajien etujen mukaisesti. Kolmanneksi korvausvastuun tarkoituksena on korvata vahingonkärsijöille virheellisestä päätöksestä tai täytäntöön panosta aiheutunut vahinko. Ks. myös Norros 2009, s. 338–342, jossa on tarkasteltu rahastotoimintaan soveltuvia vahingonkorvausnormeja.

- 135 Tässä kohdassa taustaoletuksena on, että kyseessä on ulkoisesti hoidettu sijoitusyhtiö, koska sisäisesti hoidettuja sijoitusyhtiöitä ei käytännössä juurikaan esiinny ja eikä tosiasiallista tarvetta niiden mahdollistamiselle välttämättä ole. Ks. myös alaviite 78.
- 136 Osakkeenomistajat eivät käytä määräysvaltaa yleisölle markkinoitavissa sijoitusyhtiöissä, vaan määräysvaltaa käyttävät yhdessä hallitus ja rahastoyhtiö. Valtaosa hallituksen jäsenistä on tavanomaisesti promoottorin työntekijöitä, ja rahastoyhtiö kuuluu tavallisesti promoottorina toimivaan finanssikonserniin, joka ohjaa vahvasti myös asianomaisen rahastoperheen toimintaa. Ks. esim. Cullen – Brennan 2017, s. 1876, jonka mukaan *“Fund promoters make the key strategic decisions relating to funds consistent with fund promoters’ overall corporate strategy. These decisions are brought to fund boards solely for ratification purposes.”* Vastuun ulottuminen rahastoyhtiön ohi edelleen promoottoriin on oma erityiskysymyksensä, jolloin kyse on vastuun samastuksesta konsernin sisällä. Ks. aihepiiristä tarkemmin ja laajemmin finanssipalveluiden osalta Krug 2013, s. 2108, jonka mukaan tutkijoiden ja viranomaisten olisi keksittävä uusia lähestymistapoja finanssimarkkinoiden sääntelyyn tiedostaen, että lait ja säännöt ovat vahingollisen yhtiökeskeisiä monin tavoin. Jotkut niistä eivät tunnista tosiasiaa, että finanssipalveluiden tarjoajat käyttävät yhtiöitä ainoastaan välineinä tarjotessaan palvelujaan muuttamalla palvelun toimittamistapaa, mutta ei itse palvelua. Toisaalta lait epäonnistuvat tiedostamaan, että finanssipalveluita tarjoavan ”yhtiön” ei tarvitse olla yksi yhteisö, vaan se voi koostua kahdesta, kolmesta tai sadasta yhteisöstä, jotka tarjoavat finanssipalveluita yhdessä toimimalla yhtenä yksikkönä, jota lopulta kontrolloi samojen päättäjien joukko. Rahastojen osalta Krug 2013, s. 2106 toteaa, että rahastoyhtiöllä tulisi olla ensisijaiset sääntelystä johtuvat vastuut, ja sijoittajien tulisi olla vastuuden pääasiallisia edunsaajia. Ks. myös Kremer – Lebbe 2014, s. 207–209, jossa todetaan, että Luxemburgin markkinavalvojalla CSSF:llä oli pitkään erityisiä vaatimuksia promoottoreille rahastoja ja rahastoyhtiöitä koskevan sääntelyn lisäksi. Rahaston toimintaa ei ollut lupa aloittaa, jos promoottori ei täyttänyt kyseisiä vaatimuksia. Vaatimuksista on sittemmin luovuttu, koska ne eivät perustuneet EU-sääntelyyn. CSSF:n (lakiin perustuttomana) näkemyksenä kuitenkin on, että promoottorin voidaan katsoa olevan viime kädessä vastuussa rahaston hoitamisesta aiheutuneiden vahinkojen korvaamisesta.
- 137 Ks. Hemmo 2005, s. 307, jonka mukaan poikkeuksettomassa vastuussa vahingonaiheuttajalla ei ole lähtökohtaisesti käytettävissään mitään vapautumisperusteita.
- 138 Jos rahastoyhtiöt joutuisivat tekemään kohtuuttomia ponnisteluja varmistaa, että alarahastorakenne on turvallinen kaikissa mahdollisissa tilanteissa ja skenaarioissa, nousisivat selvittelykustannukset ottaen huomioon rahastoyhtiöiden toimintakustannukset nousisivat, ja ne olisivat pakotettuja perimään korkeampia hallinnointipalkkioita hoitamiltaan rahastoilta. Vahingonkorvausoikeudessa ei voida lähteä siitä, että vahingonkorvausvastuu olisi poikkeuksetonta. Liian tiukasta vahingonkorvausvastuusta seuraisi liiallisen huolellisuuden ohella myös toiminnan redusoitumista, mikä johtaisi yhteiskunnan voimavarojen kannalta liiallisen varovaiseen toimintaan. Vahingonkorvausoikeudessa ei yleensä ole rationaalista tavoitella vahinkojen poistamista kokonaan vaan niiden säättämistä yhteiskunnallisesti optimaaliselle tasolle. Ks. esim. Shavell 2009, s. 7–9.

alarahastojen varojen sekoittumisen estämiseksi – rahastoyhtiön vapautuminen vastuusta ei liene mahdollista kevyin perustein.¹³⁹

4. LOPUKSI

4.1. Johtopäätöksiä

Tässä artikkelissa on tarkasteltu sateenvarjomuotoiseen sijoitusyhtiöön liittyviä oikeudellisia erityiskysymyksiä. Sateenvarjomuotoinen sijoitusyhtiö jakaantuu yhteen tai useampaan alarahastoon, joiden varat ja veloitteet ovat toisistaan erillisiä. Sijoitusyhtiö kaikkine alarahastoineen on kokonaisuudessaan oikeushenkilö, mutta yksittäiset alarahastot eivät ole. Alarahasto ei voi tehdä sopimuksia, nostaa kanteita tai vastata kanteisiin eikä se voi hankkia, omistaa tai luovuttaa varoja omissa nimissään. Sijoitusyhtiö on sopimusten osapuoli ja sen on ilmoitettava oikeustoimia tehdessään, minkä alarahaston osalta (toisin sanoen minkä sijoitusyhtiön erottavissa olevan liiketoiminnan osaston osalta) oikeustoimi tehdään. Jokainen alarahasto liittyy ainoastaan tiettyyn osaan sijoitusyhtiön liiketoiminnasta ja kunkin alarahaston harjoittamista liiketoiminnan osista muodostuu yhdessä sijoitusyhtiön koko liiketoiminta. Perinteinen yhtiöoikeus ei mahdollista yhtiön jakamista useisiin toisistaan erillisiin yksiköihin, jolloin erilaisia liiketoimintoja varten, jotka halutaan erottaa muusta liiketoiminnasta, täytyy pääsääntöisesti perustaa toinen yhtiö. Alarahastorakenteessa tämä ei ole tarpeen, vaan sijoitusyhtiön sisälle voidaan perustaa uusia alarahastoja joustavasti ilman uuden sijoitusyhtiön perustamisen tarvetta. Alarahastorakenne tarjoaa sijoitusyhtiölle mahdollisuuden tarjota useita sijoitusstrategioita yhden yhteissijoitusyhtiön sisällä, mikä tuo mittakaavaetuja ja kustannussäästöjä rahastonhoitajille.

Alarahasto ei ole oikeushenkilö *de jure*, mutta sillä on tosiasiaassa paljon oikeushenkilön ominaisuuksia *de facto*. Monin paikoin alarahastoja koskevassa sääntelyssä todetaan nimenomaisesti, että tietyissä tilanteissa

¹³⁹ Lähtökohtana voidaan pitää sitä, että huolellinen toimija tuntee lainsäädännön. Norros 2009, s. 342 mukaan rahastoyhtiön vastuu osuudenomistajaa tai muuta henkilöä kohtaan on lähtökohtaisesti tuottamusperusteista, mutta useimmissa rahastosijoittamisen vahinkotilanteissa on vahvoja sopimusoikeudellisia piirteitä, mikä puoltaa sopimusoikeudellisen vastuunormiston käyttämistä vertailukohtana. Vastuunormiston hahmottamisessa on kiinnitettävä erityistä huomiota reaaliin näkökohtiin ja vältettävä sopimus- ja osakeyhtiöoikeudellisten periaatteiden kaavamaisista soveltamista. Ruotsissa rahastoyhtiön vastuun todetaan olevan tuottamuksesta riippumatonta, jos yhtiö rikkoo lakia tai rahaston sääntöjä.

alarahastoja tulee kohdella ikään kuin ne olisivat itsenäisiä oikeushenkilöitä. Näin on esimerkiksi Luxemburgissa¹⁴⁰, Irlannissa¹⁴¹, Isossa-Britanniassa¹⁴² ja EU-sääntelystä vahvasti vaikuttaneissa Hongkongissa¹⁴³ ja Singaporessa¹⁴⁴. Sama periaate esiintyy myös soluyhtiöiden suojattuja soluja koskevassa sääntelyssä.¹⁴⁵ Sijoitusyhtiön alarahastojen oikeudellinen muoto ei myöskään ole verrannollinen sijoitusrahastoihin tai niiden alarahastoihin: sijoitusrahasto on erityissääntelyn konstruoima sopimusverkon varaan rakentuva yhteisomistussuhde, jonka puolesta rahastoyhtiö toimii, kun taas sijoitusyhtiö on oikeushenkilö, joka toimii itse tietyn liiketoiminnan osansa (alarahaston) osalta.¹⁴⁶ Näin ollen on kiinnitettävä erityistä huomiota myös siihen, miten asia ilmaistaan oikealla tavalla esimerkiksi sopimusdokumenteissa.¹⁴⁷

Tässä artikkelissa on arvioitu, että kansallisissa ja EU-jäsenvaltioiden alueelle rajoittuvissa maksukyvyttömyystilanteissa alarahastorakenteen tunnustamisen suhteen ei pitäisi olla merkittäviä haasteita, vaikkakin EU-tasolla maksukyvyttömyysasetuksen soveltumattomuus voi aiheuttaa epäselviä tilanteita. Yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten maksukyvyttömyysmenettelyistä olisi luontevaa säätää EU-tasolla, kuten muidenkin finanssilaitosten osalta on tehty. Suurempi riski alarahastorakenteen sivuuttamisesta ja varojen sekoittumisesta piilee tilanteissa, joissa alarahaston varoja sijaitsee kolmansissa valtioissa ja alarahasto joutuu maksukyvyttömyysmenettelyn osapuoleksi kyseisessä valtiossa. Riski on korostunut sopimuksen ulkopuolisten velkojien kohdalla. Sopimuksen ulkopuolinen velkoja ei kaikissa tapauksissa voi vaikuttaa siihen, minkä

140 Article 181, Loi de 2010.

141 ICAV Act 2015, section 37.

142 OEIC (Amendment) Regulations 2011 (SI 2011 No. 3049), section 11A. (5).

143 Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) section 112S. (6).

144 Variable Capital Companies Act 2018 (No. 44 of 2018) section 32.–(1–2).

145 Ks. esim. Companies (Jersey) Law 1991, Article 127YP ja Protected Cell Companies (Gibraltar) Act 2001, section 20A.(1).

146 Mielenkiintoinen kysymys on, voidaanko sijoitusyhtiön alarahastoa pitää oikeussubjektina. Sijoitusrahastoa ei ole perinteisesti pidetty oikeussubjektina. Harju 2020, s. 76 esittää vallitsevasta oikeushenkilöopista poiketen, että sijoitusrahasto on passiivisesti oikeuskelpoinen, vaikka se ei ole prosessuaalisesti asianosaiskelpoinen, oikeustoimikelpoinen eikä myöskään oikeushenkilö. Sijoitusrahaston passiivisella oikeuskelpoisuudella tarkoitetaan, että se olisi oikeussubjekti, joka voisi saada oikeuksia ja tulla velvoitetuksi. Teoria passiivisesta oikeuskelpoisuudesta on sijoitusrahastoja hankalemmin sovellettavissa sijoitusyhtiön alarahastoihin, koska alarahasto ei ole juridisesti sijoitusyhtiöstä erillinen omaisuusmassa, vaan se on sijoitusyhtiön osa. Oikeustoimia ei tee alarahasto, vaan niiden osapuolena on sijoitusyhtiö itse. Tällöin ei ole epäselvyyttä sen suhteen, mikä taho on oikeustoimen oikeussubjekti: se on aina sijoitusyhtiö itse.

147 Alarahastot eivät ole sijoitusyhtiöstä erillisiä omaisuusmassoja, kuten esimerkiksi sijoitusrahastot ovat suhteessa niitä edustavaan rahastoyhtiöön. Näin ollen sijoitusyhtiö ei edusta oikeustoimissa alarahastoja tai toimi niiden puolesta, vaan sijoitusyhtiö toimii itse rajoittaen toimintansa tiettyyn osaan liiketoiminnastaan. Ks. esimerkiksi Feetham – Jones 2010, s. 58, jossa todetaan, että soluyhtiön solua ei voida edustaa ”on behalf of”, mutta soluyhtiö voi toimia itse tietyn solunsa osalta ”in respect of”.

alarahaston kanssa se on vuorovaikutuksessa. Esimerkiksi lainsäädännön rikkomistilanteissa ulkomainen tuomioistuin ei luultavasti tunnusta alarahastorakennetta, jolloin mahdollisia seuraamuksia tai vahingonkorvauksia voidaan tuomita sijoitusyhtiölle kollektiivisesti. Sijoitusyhtiö saattaa pystyä allokoimaan seuraamukset alarahastojen kesken jälkikäteen, mutta aina tämäkään ei ole mahdollista, jolloin kyseeseen tulevat rahastoyhtiön ja sijoitusyhtiön hallituksen¹⁴⁸ vahingonkorvausvastuu vahinkoa kärsineitä alarahastoja kohtaan, jos ne eivät ole toimineet huolellisesti.

Alarahastorakenteeseen liittyviä riskejä ei voida täysin eliminoida, mutta niitä voidaan kuitenkin pienentää aktiivisilla toimenpiteillä. Ensinnäkin sateenvarjomuotoista sijoitusyhtiötä olisi suositeltavaa johtaa sellaisessa valtiossa, jossa on alarahastorakennetta tai soluyhtiöitä koskevaa sääntelyä (mieluiten perustamisvaltiossa), jotta sijoitusyhtiön COMI:n ei voida katsoa sijaitsevan sellaisessa valtiossa, joka ei tunne alarahastorakennetta. Sijoitusyhtiön tulisi myös välttää tarpeettomia transaktioita ja omaisuuden säilyttämistä niissä valtioissa, joissa alarahastorakenne on vieras konsepti.¹⁴⁹ Tällä toimenpiteellä vältetään myös ulkomaisten sopimuksen ulkopuolisten velkojien mahdollisia vaatimuksia. Tiedonantovelvollisuuksien osalta sijoitusyhtiön tulisi noudattaa niitä täydellisesti ja mieluiten myös toimia vieläkin varovaisemmin kuin mitä laki edellyttää, ja toisaalta potentiaalisten velkojien on oltava huolellisia ja tunnistettava, minkä alarahaston osalta sijoitusyhtiö on toimimassa.

Aktiivisten toimenpiteiden jälkeen alarahastorakennetta koskevaan sääntelyyn kytkeytyvät teoreettiset jäännösriskit¹⁵⁰ ovat alhaisia eikä niitä ole rationaalista poistaa kokonaan. Riskeistä varoitetaan sijoittajia usein sijoitusyhtiöiden perustamisasiakirjoissa.¹⁵¹ Riskit kasvavat sitä

148 Taustaotetuksena on, että kyseessä on ulkoisesti hoidettu sijoitusyhtiö, koska sisäisesti hoidettuja sijoitusyhtiöitä ei käytännössä juurikaan esiinny ja eikä tosiasiallista tarvetta niiden mahdollistamiselle välttämättä ole. Ks. myös alaviite 78. Jos kyseessä olisi sisäisesti hoidettu sijoitusyhtiö, joka on harvinaisuus, olisi vahingonkorvausvastuussa hallitus yksin, koska sisäisesti hoidetulla sijoitusyhtiöllä ei ole rahastoyhtiötä.

149 Tällä ei tarkoiteta, että tällaisia transaktioita ei tulisi tehdä ollenkaan. Joissakin tapauksissa esimerkiksi arvopaperit on mahdollista hankkia vastaavin kustannuksin turvallisemmilta markkinoilta, tai sekoitusriskin tunnistamisen jälkeen transaktiota varten voidaan perustaa erillisyhtiö eli ns. SPV (*Special Purpose Vehicle*). Ks. esimerkiksi BlackRock Strategic Funds Prospectus 10 March 2021, s. 33, jonka mukaan ulkomaisten sijoitusten riskienhallintaa varten ”*A Fund may also seek, at its own cost, to create its own investment entities under the laws of certain countries.*”

150 Jäännösriskillä yleisesti tarkoitetaan jäljelle jäävää riskiä, jota ei voida tai haluta poistaa.

151 Ks. esim. BlackRock Strategic Funds Prospectus 10 March 2021, s. 17, jossa todetaan seuraavasti: ”*As a matter of Luxembourg law, the assets of one Fund [=alarahasto] will not be available to meet the liabilities of another. However, the Company is a single legal entity that may operate or have assets held on its behalf or be subject to claims in other jurisdictions that may not necessarily recognise such segregation of liability.*” ja vastaavasti Pinnacle ICAV Prospectus 9 March 2021, s. 23: ”*While there are provisions which provide for segregated liability between Funds [=alarahasto], these provisions have yet to be tested in foreign courts, in particular, in satisfying local creditors’ claims.*”

mukaa, kun siirrytään UCITS-sijoitusyhtiöistä AIF-rahastoihin.¹⁵² Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiörakenteen suosio osoittaa, että markkinat sievät riskiä ja ovat sen valmiita kantamaan.¹⁵³ Kun alarahastorakenne oli markkinoilla laajalti käytetty jo silloin, kun sääntelyä varojen erillisyydestä ei ollut¹⁵⁴, voidaan aiheellisesti esittää, ettei nimenomainen *ring-fencing*-sääntely ainakaan suurena alarahastojen varojen ja velvoitteiden sekoittumisen riskiä.¹⁵⁵ Markkinoiden käyttäytyminen saattaa olla ilmentymä siitä, että alarahastorakenteeseen liittyvä oikeudellinen riski on asettunut lähelle yhteiskunnallisesti optimaalista tasoa.¹⁵⁶

4.2. De lege ferenda

Artikkelin tarkastelun ja havaintojen perusteella esitetään lainsäädäntösuosituksia *de lege ferenda*. Suositukset painottuvat siihen, millaisia asioita tulisi huomioida erityisesti sijoitusyhtiöiden alarahastorakenteesta säädettyä, koska sijoitusyhtiöistä ei ole Suomessa säädetty ja alarahastorakenne on sijoitusyhtiömuotoon liittyvä oikeudellisesti monimutkainen ominaisuus, jota koskevaa sääntelyä on pidetty haasteellisena toteuttaa esimerkiksi Ruotsissa. Toisaalta esitetään myös kehityskohteita nykyiseen sijoitusrahastosääntelyyn.

Sijoitusrahastolain alarahastoja koskevaa sääntelyä ei ole suoraan mahdollista soveltaa sellaisenaan sijoitusyhtiöiden alarahastorakennetta koskevaan sääntelyyn sijoitusrahastojen oikeudellisen muodon takia, joka poikkeaa sijoitusyhtiöistä. Ensinnäkin sijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö ja toiseksi SRL:ssä alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyden on

Esimerkiksi Hongkongissa on nimenomaisesti säädetty, että alarahastojen varojen ja velvoitteiden sekoittumisriskeistä tulee varoittaa sijoittajia, koska erillisyyden konsepti katsotaan ”suhteellisen uudeksi”. Ks. Code on Open-Ended Fund Companies, section 4.2 (d) ja SFC 2017, s. 20.

152 Kaikkein riskipitoisempia rahastoja ei tavanomaisesti perusteta sijoitusyhtiön alarahastoina, koska niiden sijoitustoiminnassa tässä jaksossa tarkastellut skenaarit ei-vapaaehtoisten velkojien saamista vieraisissa valtioissa ovat todennäköisempiä kuin esimerkiksi maltillista sijoitustoimintaa harjoittavissa yhteissijoitusyrityksissä. Esimerkkeinä voidaan mainita kiinteistö- ja infrastruktuurirahastot.

153 Ks. CSSF, Global situation of undertakings for collective investment at the end of March 2021. Press release 21/09, jonka mukaan 31.3.2021 kaikista 3554 Luxemburgin yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavista yrityksistä (UCI) peräti 2347 oli perustettu sateenvarjomuodossa. Luxemburgin rahastopääomat ovat Euroopan suurimmat ja vastaavasti rajojen yli markkinointi on suurinta Euroopassa, joten tilastosta on mahdollista päätellä myös laajempia kansainvälisiä trendejä ja sijoittajayleisön preferenssejä.

154 Ks. tämän artikkelin jakso 2.2.

155 Oikeudellisen riskin teoreettisuutta ilmentää myös se, että vuosikymmenten ajalta oikeuskäytäntöä ei ole toistaiseksi muodostunut (niin soluyhtiöiden kuin alarahastojenkaan osalta).

156 Jos sijoitusyhtiöiden alarahastojen varojen ja velvoitteiden juridinen erillisyyden olisi epävarmaa, saattaisivat sijoittajat esimerkiksi ohjata varansa trust-muotoisiin rahastoihin. Trust-rakenteen erillisyyssuhteiden perustuu useiden vuosisatojen aikana kehittyneeseen trust-oikeuteen, jossa trust-varojen erillisyyden on oikeuskäytännössä hyvin vahvasti suojattu.

toteutettu siten, että alarahastojen voidaan jopa katsoa olevan erillisiä sijoitusrahastoja (jolloin ikään kuin nojaututaan valmiiseen sijoitusrahastojen varojen erillisyyttä koskevaan sääntelyyn). Sijoitusyhtiöiden osalta ei tulisi toimia näin, vaan alarahastojen täytyisi olla selvästi sijoitusyhtiön erillisiä osia, jotta tavoitellut hyödyt, kuten mittakaavaedut¹⁵⁷, on mahdollista saavuttaa. Myös nykyistä sijoitusrahastosääntelyä on mahdollista parantaa tältä osin, jotta markkinat kokisivat saavansa alarahastorakenteesta aitoa lisäarvoa sijoitusrahastotoiminnan järjestämiseen. Mahdollisia toimenpiteitä voisivat olla alarahaston perustamis- ja purkamismenettelyn joustavoittaminen ja pyrkimys käsitellä alarahastoa sääntelyssä sijoitusrahaston osana UCITS-sääntelyn sallimissa rajoissa.¹⁵⁸ Luxemburgin käytäntöä mukailien perustaminen voisi tapahtua markkinavalvojan tarjoaman standardikyselyn¹⁵⁹ kautta, johon merkittäisiin alarahaston tiedot ilman sääntömuutoksen tarvetta ja tiedot uudesta alarahastosta päivitetäisiin rahastoesitteeseen. Tällöin alarahaston perustaminen ei välttämättä edellyttäisi rahastoyhtiön hallituksen päätöstä.¹⁶⁰ Vähimmäispääoma-vaatimuksen tulisi kohdistua sijoitusrahastoon eikä yksittäiseen alarahastoon. Lisäksi alarahastojen perustaminen ”varastoon” voitaisiin sallia nykyistä laajemmin. Luxemburgissa alarahastolla on 18 kuukautta aikaa aloittaa toimintansa, kun Suomessa vastaava aika on käytännössä 12 kuukautta.¹⁶¹

Erityiset säännökset sijoitusyhtiön alarahastojen varojen erillisyydestä muodostavat sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn kulmakiven. Toisaalta on tärkeää säätää myös alarahastojen juridisesta luonteesta oikeushenkilön osina, jotka eivät ole erillisiä oikeushenkilöitä. Jaksossa 2.1 lyhyesti esitelty soluyhtiön muunnelmä, jonka solut ovat oikeushenkilöitä,

157 Esimerkiksi alarahaston perustamisen tulisi olla joustavampaa kuin kokonaan uuden sijoitusyhtiön perustamisen.

158 Esimerkiksi Luxemburgissa omaksuttuja ratkaisuja olisi mahdollista hyödyntää. Ks. vastaavasti Vepsä 2021, s. 26.

159 CSSF, Questionnaire for the approval of a new sub-fund. v1.1-2021.03.12. Saatavilla osoitteesta <https://www.cssf.lu/en/Document/questionnaire-for-the-approval-of-a-new-sub-fund/>.

160 HE 202/1998 vp, s. 47 mukaan: ”Sijoitusrahaston perustamisen katsotaan ehdotuksen mukaan tapahtuvan rahastoyhtiön hallituksen päätöksellä, jollei rahastoyhtiön yhtiöjärjestyksestä muuta ilmene.” Näin ollen yhtiöjärjestyksessä voitaisiin esimerkiksi määrätä, että sijoitusrahaston tai alarahaston perustamisesta voidaan tarvittaessa päättää muussa elimessä kuin hallituksessa. Lisäksi jos alarahaston perustamiseen ei tarvittaisi sääntömuutosta, ei tällöin tarvittaisi hallituksen päätöstä SRL 8:1.2:n mukaisesti.

161 Ks. tältä osin Chapitre 2, Circulaire 12/540, jonka mukaan alarahaston hyväksymisen jälkeen sillä on 18 kuukautta aikaa aloittaa toimintansa, minä aikana perustettu alarahasto voidaan pitää epäaktiivisena. Suomessa SRL 8:8.1:n mukaan sijoitusrahaston vähimmäispääoman määrä sekä rahastosuudenomistajien vähimmäismäärä on saavutettava vuoden kuluessa sijoitusrahaston toiminnan aloittamisesta ja 1:6.1:n yleissäännöksen mukaan se, mitä sijoitusrahastosta on säädetty, soveltuu vastaavasti alarahastoon.

ei ole markkinoilla yleisesti tunnettu rakenne eikä sillä olisi mahdollista saavuttaa mittakaavaetuja siinä määrin kuin standardimuotoisella alarahastorakenteella.¹⁶² Esimerkiksi Ruotsin vuoden 2016 ehdotusta, jossa kaikki yhteisen johdon alaiset sijoitusyhtiöt olisivat erillisiä oikeushenkilöitä, voidaan pitää esimerkkinä ICC-mallista.¹⁶³ Skaalaetujen mahdollisen vähenemisen lisäksi riskinä Ruotsissa ehdotetussa rakenteessa on, että se saattaisi näyttäytyä vieraana tai vaikeasti ymmärrettävänä niin kansallisilla kuin kansainvälisillä markkinoilla.¹⁶⁴

Tässä artikkelissa on tunnistettu tärkeäksi, että alarahastorakennetta koskevan tiedonantovelvollisuuden on oltava korkealla tasolla. Tiedonantovelvollisuus lisää velkojen suojaa, vaikka sillä ei olekaan vaikutusta alarahastojen insolvenssioikeudelliseen asemaan. Pakottavan sääntelyn nojalla maininnat alarahastorakenteesta tulee sisällyttää sijoitusyhtiön perustamisasiakirjoihin ja kaikkiin sopimuksiin. Sopimuksista ja julkisista asiakirjoista tulisi käydä ilmi alarahaston tunnistetiedot. Kaikki sellaiset ehdot, joilla pyritään poikkeamaan alarahastojen varojen erillisyydestä, olisivat mitättömiä. Näiden lisäksi sijoitusyhtiön hallituksen jäsenille ja rahastoyhtiölle tulisi asettaa kohtuullisia toimimisvelvoitteita alarahastojen varojen sekoittumisen estämiseksi ulkomaisissa transaktioissa. Jos sijoitusyhtiötä ei ole hoidettu sääntelyn vastaisesti, kantaa huolimaton velkoja seuraukset siitä, jos se ei tiennyt alarahastorakenteesta ja tietämättömyys aiheuttaa sille vahinkoa.

Sijoitusrahastolaissa, jossa säädetään sopimusperusteisten sijoitusrahastojen alarahastoista, on huomioitu alarahastojen varojen erillisyyssyys.¹⁶⁵ Lainvalmistelumateriaalissa kysymystä on kuitenkin vain lyhyesti sivuttu ilman syvempää insolvenssioikeudellista pohdintaa.¹⁶⁶ Tämän lisäksi lain esityöt vaikenevat tyystin tässä artikkelissa tarkastelluista tiedonantovelvollisuuksista.¹⁶⁷ Nykyistä sopimusperusteisten sijoitusrahastojen

162 Ks. esim. CLRG First Report 2001, s. 334, jossa tällainen ICC-rakenne todetaan hallinnollisesti ras-
kaaksi.

163 SOU 2016:45, s. 238.

164 Kansallisen sääntelyn poikkeaminen valtavirrasta nähdään lähes poikkeuksetta negatiivisena asi-
ana. Esimerkiksi Alankomaissa pidätyttiin ottamasta kansalliseen rahastosääntelyyn säännöstä,
jossa olisi säädetty erityisestä riippumattomasta hallintoneuvostosta rahastoyhtiötasolla, koska tä-
män nähtiin poikkeavan liiaksi eurooppalaisesta käytännöstä ja olisi heikentänyt Alankomaiden
asemaa rahastojen sijaintipaikkana. Ks. tältä osin Hazenberg 2012, s. 84.

165 SRL 9:1.3 kuuluu seuraavasti: Jos sijoitusrahastoon on perustettu 10 luvun 3 §:n 1 momentissa tar-
koitettu alarahasto tai alarahastoja, myös nämä varat on pidettävä erillään 2 momentin mukaisesti.
Alarahaston varoja ei saa ulosmitata sijoitusrahaston tai toisen alarahaston taikka rahastoyhtiön
velasta.

166 VM 5/2018, s. 76 ja HE 243/2018 vp, s. 91–92.

167 Asiaan ei ole joko haluttu puuttua tai sitä ei ole ehkä tunnistettukaan.

alarahastosääntelyä on mahdollista tehostaa säätämällä pakolliseksi alarahastorakenteen kuvauksen sisällyttäminen kaikkiin alarahastojen puolesta tehtäviin sopimuksiin, sekä toisaalta säätämällä alarahastojen varojen erillisyydestä poikkeavat ehdot mitättömiksi. Lisäksi rahastoyhtiöille tulisi asettaa kohtuullisia toimimisvelvoitteita alarahastojen varojen sekoittumisen estämiseksi ulkomaisissa transaktioissa.¹⁶⁸

Tässä artikkelissa on lausuttu, että sijoitusyhtiöiden varojen ja velvoitteiden suoraviivaisemmaksi allokoimiseksi alarahastojen kesken on perusteltua säätää, ettei sateenvarjomuotoisissa sijoitusyhtiöissä voisi olla alarahastojen ulkopuolisia varoja. Tämä tarkoittaa sitä, että sateenvarjomuotoisella sijoitusyhtiöllä täytyisi olla aina vähintään yksi alarahasto (joka tällöin samastuisi sijoitusyhtiöön). Sijoitusyhtiö ei voisi harjoittaa alarahastojen ulkopuolista liiketoimintaa. Tämä johtaa vastaavasti siihen, ettei alarahastojen ulkopuolisia osakkeita voitaisi laskea liikkeeseen. Kun alarahastojen ulkopuolisia varoja ei voi olla, tulee sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön allokoida kaikki varat ja velvoitteet alarahastojen kesken — myös sellaiset, joita ei voida automaattisesti kohdistaa tiettyyn alarahastoon. Oletussääntö niiden varojen ja velvoitteiden kohdistamiseksi, joita ei automaattisesti voida kohdentaa alarahastoon, olisi se, että tiettyyn alarahastoon kohdennettavan osuuden on oltava tapauksen olosuhteissa oikeudenmukainen ja kohtuullinen. Epäselvissä tilanteissa allokointipäätökset täytyisi dokumentoida.

Edellä tarkastellut alarahastojen ulkopuolisten varojen kieltoa ja alarahastojen varojen ja velvoitteiden allokointia koskevat *de lege ferenda* -suositukset soveltuvat myös nykyiseen sääntely-ympäristöön. Sijoitusrahastojen alarahastojen ulkopuolisten varojen olemassaoloa ei ole nimenomaisesti kielletty lainsäädännön tasolla, vaikka tämän voidaan olettaa olleen lainsäätäjän tarkoitus.¹⁶⁹ Jos alarahastojen ulkopuolisia varoja voisi

¹⁶⁸ Sopimusperusteiseen alarahastorakenteeseen liittyvät riskit alarahastojen varojen sekoittumisesta ulkomaisissa transaktioissa voidaan katsoa jopa korkeammiksi kuin sijoitusyhtiöihin liittyvät vastaavat riskit, koska sopimusperusteinen rakenne on sijoitusyhtiömuotoon verrattuna vähemmän tunnettu kansainvälisesti ja toisaalta verrattuna UCITS-direktiivin mahdollistamaan kolmanteen oikeudelliseen muotoon eli osuustrusteihin, ei sopimusperusteisiin rahastoihin liity laajalti tunnettua kalta-rakenteen tuomaa voimakasta erillisvarallisuussuhdetta. SRL 1:2.1:n 3 kohdan mukaan alarahasto on sijoitusrahaston osa. Kun sijoitusrahasto on erityinen *lex specialis* -yhteisomistussuhde, on alarahasto tällaisen yhteisomistussuhteen osa. Käytännössä ei-oikeushenkilö jakaantuu tällöin edelleen lukuisiin ei-oikeushenkilöihin. Sijoitusrahaston alarahaston on esitetty olevan sijoitusrahaston kaltainen (Harju 2020, s. 76) tai jopa sijoitusrahasto (Vepsä 2021, s. 26). Sateenvarjorahaston käsite ikään kuin menettää merkityksensä, koska rahastoyhtiö voi toimia suoraan alarahastojen puolesta sateenvarjorahaston ”ohi”. Sijoitusyhtiöiden osalta oikeustoimiin sitoutuu puolestaan aina sijoitusyhtiö (sateenvarjorahasto) erikseen mainittujen alarahastojen osalta ja tämän lisäksi sijoitusyhtiön tasolla toimii hallitus, jolloin sateenvarjosijoitusyhtiöllä — toisin kuin sateenvarjosijoitusrahastolla — on todellista relevanssia.

¹⁶⁹ Asia mainitaan lain esitöissä yksityiskohtaisten perustelujen ulkopuolella taloudellisten vaikutusten

olla, voisi tästä aiheutua epäselviä vastuukysymyksiä sateenvarjorahaston ja alarahastojen välillä. Esimerkiksi käsillä voisi olla tilanne, jossa sateenvarjorahasto on hankkinut omia varoja ja joutuu maksukyvyttömäksi, jolloin arvioitavaksi voisi tulla tilanne, voiko sateenvarjorahasto käyttää alarahastojen varoja omien velvoitteidensa hoitamiseen. Toisaalta tilanne voisi olla päinvastainen, jossa alarahasto joutuu maksukyvyttömäksi eivätkä velkojat voisi sääntelyn perusteella esittää vaatimuksia muita alarahastoja kohtaan, jolloin velkojat saattaisivat vaatia, että velat kuitattaisiin sateenvarjorahaston eli alarahastojen ulkopuolisilla varoilla. Oikeustilaa selkeyttäisi, jos alarahastojen ulkopuolisten varojen kiellosta olisi nimenomaisesti säädetty.

Sijoitusrahastolain uudistuksessa ei kiinnitetty tarkempaa huomiota tilanteisiin, joissa varojen ja velvoitteiden allokoiminen alarahastojen välillä ei onnistu automaattisesti. Kun sateenvarjorahastolla ei voi olla alarahastoista erillisiä varoja, tulisi rahastoyhtiön allokoida haltuunsa saamat sateenvarjorahastolle kollektiivisesti osoitetut varat oikeudenmukaisella ja kohtuullisella tavalla alarahastojen kesken ja dokumentoida allokointia koskeva päätös. Mahdollisia skenaarioita ei tulisi säännellä tarkasti, mutta tulisi edellyttää, että allokointiperusteista määrätään perustamisasiakirjoissa tai rahastoesitteessä.¹⁷⁰ Hyväksyttävänä allokointiperusteina¹⁷¹ voitaisiin pitää määräraoista allokointia, jossa varat ja velvoitteet allokoidaan niille alarahastoille, joihin ne lähimmin liittyvät tai joihin niiden voidaan katsoa liittyvän, taikka jos tämä ei ole mahdollista, voitaisiin allokointi määrittää viime kädessä alarahastojen nettoarvojen suhteessa *pro rata*.

Suomessa sijoitusrahastojen alarahastoja koskeva sääntely on vielä nuorta ja summittaista, eikä sitä koskevaa markkinakäytäntöä tai Finanssivalvonnan tulkintakäytäntöä ole muodostunut. Tässä artikkelissa tarkasteltuja sijoitusyhtiöiden alarahastoihin liittyviä kysymyksiä ei ole päästy koettelemaan käytännössä myöskään Suomen sopimusperusteisiin alarahastoihin, koska toistaiseksi alarahastoja ei ole Suomessa perustettu. Sääntelyinnovaatioiden hitaat omaksujat voivat kuitenkin hyötyä muualla tapahtuneesta sääntelyn kehitystyöstä. Kansainvälinen sääntelykehitys ilmentää, että ei ole välttämätöntä keksiä sääntelyä tyhjästä, jos toimivaksi

pohdintaa koskevassa alajaksossa. Ks. VM 5/2018, s. 64 ja HE 243/2018 vp, s. 69.

170 Ks. esimerkiksi BlackRock Strategic Funds Prospectus 10 March 2021, s. 50, jonka mukaan ”Any commitment fees arising from borrowings or any professional services costs relating to withholding tax reclaims will be allocated between the relevant Funds on a fair and equitable basis.”

171 Allokointi voitaisiin tilanteesta riippuen tehdä määräraoaisesti, jossa allokoitavat osuudet olisivat erisuuruisia tai pääluvun mukaan, mutta solidaarinen allokointi ei tulisi kyseeseen.

todettuja malleja esiintyy valmiiksi muualla.¹⁷² Oikeusvertailevan tutkimuksen yhtenä tarkoituksena on viime kädessä tuottaa ulkomaisista sääntelymalleista systemaattisesti käsiteltyä tietoa kansallisen oikeuden kehittämistä varten. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn osalta voidaan jopa pitää irrationaalisenä, jos saatavilla olevaa tietoa ei pyrittäisi hyödyntämään.¹⁷³

172 Wang 1994, s. 1044; Feetham – Jones 2010, s. 69; FSTB 2014, s. 1, 4 ja 13 ja MAS 2017, s. 5–6.

173 Ks. esim. Friedman 1998, s. 1087.

LYHENTEET

ACD	Authorized Corporate Director
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFMD	The Alternative Investment Fund Managers Directive
ALFI	The Association of the Luxembourg Fund Industry
CBI	Central Bank of Ireland
CESR	Committee of European Securities Regulators
CLRG	Company Law Review Group (Ireland)
COLL	The Collective Investment Schemes sourcebook
COMI	Centre of Main Interests
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
ELTIF	European long-term investment funds
ESMA	The European Securities and Markets Authority
ETY	Euroopan talousyhteisö
EU	Euroopan unioni
EuSEF	European social entrepreneurship funds
EuVeCa	European venture capital funds
EY	Euroopan yhteisö
FMC	Fund Management Company
FSTB	Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong)
HE	Hallituksen esitys
HM Treasury	Her Majesty's Treasury
ICAV	Irish Collective Asset Management Vehicle
ICC	Incorporated Cell Company
ICVC	Investment Company with Variable Capital
IOI	Instrument of Incorporation
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
KIID	Key Investor Information Document
KonkL	Konkurssilaki (120/2004)
KYC	Know Your Customer
MAS	Monetary Authority of Singapore
MKA	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2015/848, annettu 20 päivänä toukokuuta 2015, maksukyvyttömyysmenettelyistä
OEIC	Open-Ended Investment Company
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
SFC	The Securities and Futures Commission of Hong Kong

SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SOU	Statens offentliga utredningar
SPV	Special Purpose Vehicle
SRL	Sijoitusrahastolaki (213/2019)
UCI	Undertaking for Collective Investment
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
VCC	Variable Capital Company
VM	Valtiovarainministeriö

LÄHTEET

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis, Laintulkinnan teoria. Yleisen oikeustieteen oppikirja. Werner Söderström Osakeyhtiö 1989.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki. I. 3., uudistettu painos. Alma Talent Oy 2018.

ALFI, Response to IOSCO consultation Report on Good Practices for the Termination of Investment Funds. October 2016.

Arons, Tomas, Recognition of Debt Restructuring and Resolution Measures under the European Union Regulatory Framework. International Insolvency Review 23(1) 2014, s. 57–72.

Bork, Reinhard, The European Insolvency Regulation and the UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency. International Insolvency Review, 26(3) 2017, s. 246–269.

Browne, Mark, ICAV - the New Irish Collective Asset-Management Vehicle. The investment lawyer 22(6) 2015, s. 23–28.

Chiu, Iris H-Y, Regulating collective retail investment funds in the United Kingdom, teoksessa Birdthistle, William A. – Morley, John (toim.) Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.

Cullen, Margaret M. – Brennan, Niamh M., Differentiating control, monitoring and oversight: Influence of power relations on boards of directors – insights from investment fund boards. Accounting, Auditing & Accountability Journal 30(8) 2017, s. 1867–1894.

Cumming, Douglas – Imad'Eddine, Gael – Schwienbacher, Armin, Harmonized regulatory standards, international distribution of investment funds and the recent financial crisis. The European Journal of Finance 18(3–4) 2012, s. 261–292.

Delfrayssi, Carine, Assessing the potential impact of the AIFMD on the UCITS industry: Threat or opportunity? *Journal of Securities Operations & Custody* 6(2) 2013, s. 113–121.

Farrell, Paul, Recent Legal and Regulatory Developments in the Irish Investment Funds Industry. *Irish Business Law Quarterly* 1(2) 2006, s. 1–4.

Feetham, Nigel – Jones, Grant, *Protected Cell Companies: A Guide to Their Implementation and Use*. Spiramus Press Ltd 2010.

Friedman, Lawrence M., Some Thoughts on the Rule of Law, Legal Culture, and Modernity in Comparative Perspective, teoksessa *Institute of Comparative Law in Japan (toim.) Toward comparative law in the 21st century: the 50th anniversary of the Institute of Comparative Law in Japan*. Chuo University Press 1998, s. 1075–1090.

Hanharan, Pamela – Ramsay, Ian, Regulation of mutual funds in Australia, teoksessa *Birdthistle, William A. – Morley, John (toim.) Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.

Harju, Ilkka, Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto. Oikeushenkilöopillinen vertailu. *Oikeustiede – Jurisprudentia* LIII:2020, s. 5–102.

Halila, Heikki, Säätiöyliopisto ja yliopistosäätiö. *Oikeustiede – Jurisprudentia* XLIII, s. 1–76.

Halila, Heikki, *Yhdistysten rahastot*. Liikejuridiikka 2015, s. 8–52.

Hazenberg, Jan, *Investment Fund Governance: An empirical investigation of Luxembourg UCITS*. Doctoral thesis, University of Luxembourg 2012.

Hemmo, Mika, *Vahingonkorvausoikeus*. WSOYpro 2005.

Hirvonen, Ari, *Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan*. Yleisen oikeustieteen julkaisuja. Helsingin yliopisto 2011.

Hooghiemstra, Sebastiaan, Towards Modernization of the Luxembourg Legal Form 'Toolbox' for Funds. *JurisNews – Investment Management* 8(3–4) 2019, s. 135–144.

Hoppu, Esko – Hoppu, Kari – Hoppu, Katja, Kauppa- ja varallisuus-oikeuden pääpiirteet. 17., uudistettu painos. Alma Talent Oy 2020.

Howard, Carly, Trust Funds in Common Law and Civil Law Systems: A Comparative Analysis. *University of Miami International & Comparative Law Review* 13(2) 2006, s. 343–366.

Hudson, Matthew, *Fund Managers: The Complete Guide*. John Wiley & Sons, Incorporated 2019.

Husa, Jaakko, *Oikeusvertailu. Teoria ja metodologia*. Lakimiesliiton kustannus 2013.

IOSCO, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes. Part I. Final Report*. June 2006.

IOSCO, *Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum*. October 1994.

Kong, Sophie Xiaofei – Tang, Dragon Yongjun, Unitary Boards and Mutual Fund Governance. *The Journal of financial research* 31(3) 2008, s. 193–224.

Koulu, Risto – Lindfors, Heidi – Niemi, Johanna, *Insolvenssioikeus*. Alma Talent Fokus 2021.

Kremer, Claude – Lebbe, Isabelle, *Collective Investment Schemes in Luxembourg. Law and Practice*. Second edition. Oxford University Press 2014.

Krug, Anita K, *Toward better mutual fund governance, teoksessa Birdthistle, William A. – Morley, John (toim.) Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.

Krug, Anita K., Escaping entity-centrism in financial services regulation. *Columbia law review* 113(8) 2013, s. 2039–2115.

Kurcz, Bartłomiej, Harmonisation by means of Directives. *European Business Law Review* 12 (11/12) 2001, s. 287–307.

Kärki, Anssi, Piercing the Corporate Veil in Finland. A Multijurisdictional Study Aimed at Developing the Finnish Piercing Doctrine. Lapin yliopisto 2020.

Könkkölä, Mikko – Linna, Tuula, Konkurssoikeus. 2., uudistettu painos. Alma Talent Oy 2020.

Lang, Gunnar – Schäfer, Henry, What is the wind behind the sails to go abroad? : Empirical evidence from the mutual fund industry. Discussion Paper No. 13-022. The Centre for European Economic Research 2013.

McElhinney, Thomas J., A Bankruptcy Litigation Framework for Series LLC Eligibility, Property of the Estate and Substantive Consolidation. *Bankruptcy developments journal* 35(1) 2019, s. 151–190.

Mikkola, Tuulikki, Trust. Oikeusvertaileva tutkimus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 2003.

Morley, John, The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation. *The Yale law journal* 123(5) 2014, s. 1228–1287.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö I, Yleiset opit. 3., uudistettu painos. Talentum Media Oy 2015.

Norros, Olli, Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. WSOYpro 2009.

Peltonen, Anu, Eurooppalaisen sijoitusrahastolainsäädännön vertailua. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1995:20. Valtiovarainministeriö, rahoitusmarkkinayksikkö 1995.

Richards, Daniel, Cell Technology - An Innovative Type of Cell Company in Jersey is Set to Create Structured Finance and Umbrella Fund Opportunities. *International Financial Law Review* 26(3) 2007, s. 36–37.

Roiter, Eric D., Disentangling mutual fund governance from corporate governance. *Harvard Business Law Review* 6(1) 2016, s. 1–82.

Ruohonen, Janne, KKO samasti yhtiön ja tytäryhtiön eli poikkesi osakeyhtiön erillisyyden pääperiaatteesta - poikkeuksellisesti osakeyhtiö velvoitettiin yhteisvastuullisesti suorittamaan omistamansa ulkomaisen rajavastuuyhtiön maksamatta jääneet lakisääteiset hyvitysmaksut (KKO 2015:17). Oikeustapauskommentti. Edilex 21.5.2015.

Sandvik, Siv, Norwegian Reform on Cross-Border Insolvency. *Insolvency and Restructuring International* 12(1) 2018, s. 13–16.

Savela, Ari, Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. 3., uudistettu painos. Talentum Media Oy 2015.

Shavell, Steven, *Economic Analysis of Accident Law*. Cambridge, MA: Harvard University Press 2009.

Siltala, Raimo, Johdatus oikeusteoriaan. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut 2001.

Siltala, Raimo, *Oikeustieteen tieteenteoria*. Suomalainen lakimiesyhdistys 2003.

Sin, Kam Fan, *The Legal Nature of the Unit Trust*. Clarendon Press 1997.

The Irish Funds Industry Association, *Corporate Governance Code for Collective Investment Schemes and Management Companies*. December 2011.

Thompson, John K. – Choi, Sang-Mok, *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. OECD Financial Affairs Division, Occasional Paper, No. 1. 2001.

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

Vandamme, Roger, *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. Luxembourg, Office for Official Publications of the European Communities 1988.

Vepsä, Antti, Yhteissijoitusyriytysten oikeudelliset muodot.
Edilex-sarja 2021/18.

Villa, Seppo, Samastaminen: KKO 2015:17. Lakimies 2015, s. 533–542.

Wang, Wallace Wen Yeu, Corporate Versus Contractual Mutual Funds: an Evaluation of Structure and Governance. *Washington Law Review* 69(4) 1994, s. 926–1048.

Warburton, A. Joseph, Should Mutual Funds Be Corporations - A Legal &(and) Econometric Analysis. *Journal of Corporation Law* 33(3) 2008, s. 745–776.

Wegman, Hanneke, Investor protection : towards additional EU regulation of investment funds? *Doctoral thesis, Leiden University* 2016.

Yates, Madeleine – Gerald, Montagu, *The Law of Global Custody: Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral*. Fourth edition. Bloomsbury Professional 2013.

Zetzsche, Dirk – Preiner, Christina D., *Scope of the AIFMD*, teoksessa Zetzsche, Dirk (toim.) *Alternative Investment Fund Managers Directive*. Third Edition. Kluwer Academic 2020.

Virallisaineisto

Suomi

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolakityöryhmän muistio.
Työryhmämuistio, 1990:VM 21.

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 202/1998 vp).

Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus: työryhmämuistio. Valtiovarainministeriön julkaisu 5/2018.

Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 243/2018 vp).

Ulkomaat

CSSF, Circulaire IML 91/75 telle que modifiée par les circulaires CSSF 05/177 et CSSF 18/697.

Edwards, Andrew – Home Office (Great Britain), Review of Financial Regulation in the Crown Dependencies. November 1998.

Company Law Review Group (Ireland), First Report (2000–2001).

Investeringsfonder förslag till ny lag. SOU 2002:56.

Investment Funds, Companies and Miscellaneous Provisions Bill 2005. Explanatory and financial memorandum.

HM Treasury, Consultation on better regulation measures for the asset management sector. May 2007.

HM Treasury, Consultation on introducing a protected cell regime for OEICs. July 2009.

CESR, CESR's response to the European Commission's consultation on the UCITS depositary function. 16 September 2009.

HM Treasury, Explanatory Memorandum to the Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2011.

HM Treasury, Consultation on contractual schemes for collective investment. January 2012.

CSSF, Circulaire CSSF 12/540 du 9 juillet 2012 concernant les compartiments non-lancés, compartiments en attente de réactivation et compartiments en liquidation.

General Scheme of the Irish Collective Asset-management Vehicle Bill 2014.

Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Open-ended Fund Companies consultation paper. March 2014.

ESMA, Discussion paper. Share classes of UCITS. 23 December 2014.

Irish Collective Asset-Management Vehicles Bill 2014. Explanatory Memorandum. January 2015.

Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Open-ended Fund Companies. Consultation conclusions. January 2016.

ESMA, Discussion paper. UCITS share classes. 06 April 2016.

En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad. Slutbetänkande av 2014 års fondutredning. SOU 2016:45.

CBI, Fund Management Companies – Guidance. December 2016.

ESMA, Share classes of UCITS. Opinion. 30 January 2017.

Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Singapore Variable Capital Companies. March 2017.

The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Paper on the Securities and Futures (Open-ended Fund Companies) Rules and Code on Open-ended Fund Companies. June 2017.

Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2017. Exposure draft explanatory materials.

The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Conclusions on Securities and Futures (Open-ended Fund Companies) Rules and Code on Open-ended Fund Companies. May 2018.

Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2018. Exposure draft explanatory materials.

Monetary Authority of Singapore, Response to feedback received on the proposed framework for Singapore Variable Capital Companies. September 2018.

CBI, Application for Withdrawal of Approval of a Sub-Fund. July 2019.

Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Variable Capital Companies. Part 2. Response to Feedback Received. January 2020.

CBI, Thematic review of fund management companies' governance, management and effectiveness. 20 October 2020.

CSSF, Questionnaire for the approval of a new sub-fund. v1.1–2021.03.12.

Ulkomainen lainsäädäntö

Gibraltar

Protected Cell Companies (Gibraltar) Act 2001.

Guernsey

The Companies (Guernsey) Law, 2008.

Hongkong

Securities and Futures Ordinance (Cap. 571).

Code on Open-Ended Fund Companies. September 2020.

Irlanti

The Investment Funds, Companies and Miscellaneous Provisions Act, 2005.

Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015.

S.I. No. 230/2019 - Central Bank (Supervision and Enforcement) Act 2013 (Section 48(1)) (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2019.

Iso-Britannia

The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).

The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005 (SI 2005 No. 923).

The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2011 (SI 2011 No. 3049).

Financial Conduct Authority, Collective Investment Scheme Sourcebook. Release 53, August 2020.

Jersey

Companies (Jersey) Law 1991.

Luxemburg

Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales
(en vigueur au 1er janvier 2020).
(Loi de 1915)

Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif.

Loi du 17 juillet 2000 portant modification de certaines dispositions de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif.

Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et portant

- modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif,
- modification de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée. (Mém. A 2007, N° 13) (Loi de 2007)

Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et

- portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte) ;

- portant modification :
- de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif ;
- de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés ;
- de l'article 156 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu
(Mém. A 2010, N° 239)
(Loi de 2010)

Singapore

Variable Capital Companies Act 2018 (No. 44 of 2018)

Oikeustapakset

Jersey

Barclays Wealth Trustees (Jersey) Limited & Another v Equity Trust (Jersey) Limited and Another [2014] JRC102D

Yhdysvallat (Montana)

United States District Court, D. Montana, Billings Division:
PAC RE 5-AT v. AMTRUST NORTH AMERICA, INC.
(No. CV-14-131-BLG-CSO.) May 13, 2015.

Tilastot ja internet-lähteet

BlackRock Strategic Funds Prospectus 10 March 2021.

Saatavilla osoitteessa: <https://www.blackrock.com/es/profesionales/literature/prospectus/blackrock-strategic-funds-prospectus-emea-en.pdf>. Viitattu 15.4.2021.

Helsingin yliopisto, Vuosikirjat: Helsingin yliopiston rahastot ja lahjoittajat

Saatavilla osoitteessa: <https://www.helsinki.fi/fi/yhteistyö/lahjoittajille/vuosikirjat>. Viitattu 6.7.2021.

CSSF, Global situation of undertakings for collective investment at the end of March 2021. Press release 21/09.

Saatavilla osoitteessa: <https://www.cssf.lu/en/2021/04/global-situation-of-undertakings-for-collective-investment-at-the-end-of-march-2021/> Viitattu 1.7.2021.

Pinnacle ICAV Prospectus 9 March 2021.

Saatavilla osoitteessa: <https://antipodespartners.com/wp-content/uploads/2019/07/UCITS-Prospectus.pdf>. Viitattu 10.4.2021.

