

TAMPEREEN YLIOPISTO
Johtamiskorkeakoulu

VAIHTUVAPÄÄOMAISEN SJOITUSYHTIÖN SÄÄNTE- LYN TOTEUTTAMINEN SUOMESSA

KATYVS99
Yritysjuridiikka
Pro gradu -tutkielma
21.12.2018

Antti Vepsä

TAMPEREEN YLIOPISTO

Johtamiskorkeakoulu

VEPSÄ, ANTTI: Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön sääntelyn toteuttaminen Suomessa

Pro gradu -tutkielma, XI + 83 s.

Yrittäjyysjuridiikka

Joulukuu 2018

Tässä tutkimuksessa analysoidaan pääosin de lege ferenda -näkökulmasta vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn toteuttamista Suomessa. Sääntelyn sisällön täsmentämisessä tukeudutaan kansainväliseen sääntelyvertailuun. Työn ensisijaisena tavoitteena on tarjota virikkeitä lainvalmistelutyön tueksi. Tutkimus selvittää, miksi mainittua sääntelyä tarvitaan, mitä sen tulisi sisältää ja kuinka sääntely asemoidaan nykyiseen sääntelykehikkoon.

Euroopan unionin oikeuden nojalla yhteissijoitusyrityksiä voidaan perustaa kolmessa eri juriidisessa muodossa, joita ovat sopimusmalliset rahastot, sijoitusyhtiöt ja trustit. Suomen kansallinen lainsäädäntö mahdollistaa ainoastaan sopimusmallisten sijoitusrahastojen perustamisen. Jotta suomalainen rahastoliiketoiminta säilyisi kilpailukykyisenä ja toimintaympäristön kansainvälisessä kehityksessä mukana, on kansallista sijoitusrahastolainsäädäntöä uudistettava. Keskeiseksi rahastosektorin kansainvälistä kilpailukykyä edistäväksi tekijäksi on tunnustettu sijoitusyhtiöiden perustamisen mahdollistaminen kansallisessa lainsäädännössä.

Sijoitusyhtiöistä säädettäisiin erillisessä sijoitusyhtiölaissa. Sijoitusyhtiö olisi erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu yhtiömuoto. Toisin kuin sijoitusrahastot, sijoitusyhtiö olisi oikeushenkilö. Toiminnallisuudeltaan sijoitusyhtiö olisi kuitenkin hyvin pitkälti sijoitusrahaston kaltainen: sijoitusyhtiötä voisi luonnehtia sijoitusrahastoksi, jolla on osakeyhtiön kuori. Rahastoyhtiöiden hallinnoimien sijoitusyhtiöiden ohella sijoitusyhtiö voitaisiin perustaa myös itsenäiseksi sijoitusyhtiöksi. Itsenäisiä sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely poikkeaisi monin paikoin rahastoyhtiöiden hallinnoimia sijoitusyhtiöitä koskevasta sääntelystä. Sijoitusyhtiöiden toiminnan ainoana tarkoituksena olisi harjoittaa yhteistä sijoitustoimintaa osakkeenomistajien hyväksi.

Sijoitusyhtiöstä tulisi oikeustoimikelpoinen, kun se olisi rekisteröity ja sille olisi myönnetty toimilupa. Ylintä päätösvaltaa sijoitusyhtiössä käyttäisi yhtiökokous. Varsinainen yhtiökokous voitaisiin hallituksen aloitteesta jättää pitämättä. Vähemmistöosakkeenomistajilla olisi kuitenkin oikeus kutsua ylimääräinen yhtiökokous koolle. Sijoitusyhtiöllä olisi vaihtuva osakepääoma, joka kasvaisi tai vähenisi tehdyistä merkinnöistä ja lunastuksista riippuen. Sijoitusyhtiön osakkeen arvo laskettaisiin jakamalla sijoitusyhtiön netto-omaisuuden arvo kaikkien liikkeessä olevien osakkeiden lukumäärällä. Sijoitusyhtiö voisi koostua useista alarahastoista, joiden varat olisi pidettävä toisistaan erillään. Itsenäisillä sijoitusyhtiöillä olisi kaksiosainen osakepääoma, josta toinen osa koostuisi alkupääomasta ja lisävaroista, ja toinen vaihtuvasta osakepääomasta. Sääntelyuudistuksen jälkeen yhteissijoitusyrityksiä voitaisiin perustaa Suomessa sekä sijoitusrahasto- että sijoitusyhtiömuodossa.

Asiasanat: sijoitusyhtiö, sijoitusrahasto, yhteissijoitusyritys, ucits, vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö, alarahasto, sicav, icav, oeic

SISÄLLYS

SISÄLLYS	III
LÄHTEET	V
LYHENTEET	XI
1 JOHDANTO	1
1.1 Johdatus aiheeseen ja tutkimusongelma	1
1.2 Rajaukset ja käytettävä lähdeaineisto	3
1.3 Tutkimusmenetelmät ja tutkielman rakenne	5
2 SIIJOITUSRAHASTOTOIMINTA JA SEN SÄÄNTELY	8
2.1 Yleistä.....	8
2.2 Säätelyn kehitys ja nykytila.....	9
2.2.1 EU-lainsäädäntö	9
2.2.2 Säätely Suomessa	11
2.3 Sijoitusrahastosektori Suomessa	12
2.3.1 Sijoitusrahastoihin sijoittaminen Suomessa	12
2.3.2 Suomen sijoitusrahastosektori EU:n ja maailman mittakaavassa.....	15
3 SIIJOITUSRAHASTOJEN JURIDINEN MUOTO	17
3.1 Nykytila.....	17
3.2 Miksi Suomessa otettiin käyttöön sopimusmalli?	18
3.3 Miksi tarvitaan vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiömuoto?	20
4 KANSAINVÄLINEN VERTAILU	25
4.1 Iso-Britannia.....	25
4.1.1 OEIC-säätely	25
4.1.2 Perustaminen	26
4.1.3 Yhtiöorganit ja päätöksenteko	26
4.1.4 Vaihtuva osakepääoma.....	27
4.1.5 Alarahastot.....	27
4.2 Irlanti	27
4.2.1 ICAV-säätely.....	27
4.2.2 Perustaminen	29
4.2.3 Yhtiöorganit ja päätöksenteko	29
4.2.4 Vaihtuva osakepääoma.....	30
4.2.5 Alarahastot.....	30
4.3 Luxemburg	31
4.3.1 SICAV-säätely.....	31
4.3.2 Perustaminen	32
4.3.3 Yhtiöorganit ja päätöksenteko	33

4.3.4	Vaihtuva osakepääoma.....	33
4.3.5	Alarahastot.....	34
5	VAIHTUVAPÄÄOMAINEN SJOITUSYHTIÖ SUOMESSA — SUUNTAVIIVAT SÄÄNTELYLLE.....	35
5.1	Yleistä.....	35
5.1.1	Lähtökohdat.....	35
5.1.2	Lainsäädäntötekniikka ja suhde vaihtoehtorahastolakiin	38
5.2	Toimintaedellytykset ja toiminnan aloittaminen	42
5.2.1	Sijoitusyhtiön perustaminen ja toimilupa	42
5.2.2	Alkupääoma.....	46
5.2.3	Yhtiöjärjestys.....	49
5.3	Juridinen muoto, hallinto ja osakkeet	51
5.3.1	Corporate governance.....	51
5.3.2	Vaihtuva osakepääoma	55
5.3.3	Eri osakelajit ja alarahastot.....	59
5.4	Sijoitusyhtiön toiminnan harjoittamiseen liittyvät säännökset	63
5.4.1	Sijoittajien suojaan liittyvät säännökset	63
5.4.2	Rajat ylittävä toiminta ja syöttörahorakenne.....	66
5.5	Yritysjärjestelyt, toiminnan luovuttaminen ja lakkaaminen	67
5.5.1	Sulautuminen ja jakautuminen	67
5.5.2	Purkaminen ja konkurssi	68
5.6	Erinäiset säännökset ja suhde muuhun lainsäädäntöön	73
5.6.1	Vahingonkorvausvelvollisuus, valvonta ja sanktiot	73
5.6.2	Suhde muuhun lainsäädäntöön	75
5.6.3	Lähtökohtia verokohtelun jatkotutkimukselle	76
6	LOPUKSI.....	79

LÄHTEET

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria. Yleisen oikeustieteen oppikirja. Werner Söderström Osakeyhtiö. Porvoo — Helsinki — Juva 1989. (*Aarnio* 1989)

Airaksinen, Manne — Pulkkinen, Pekka — Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I. Alma Talent Oy. Helsinki 2018. (*Airaksinen — Pulkkinen — Rasinaho I* 2018)

Airaksinen, Manne — Pulkkinen, Pekka — Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki II. Alma Talent Oy. Helsinki 2018. (*Airaksinen — Pulkkinen — Rasinaho II* 2018)

CEMS — Stockholm School of Economics — FIM (authors L. Boire, J. Kiswanto, M. Wiklund, J. Liu and sponsors J. Wahlman, S. Högnabba): Exploring Corporate Structure for Funds in Sweden. CEMS Business Project 2016. (*CEMS — Stockholm School of Economics — FIM: Impact Assessment Report* 2016)

Clarkson David — Jaecklin Stefan — Kaczmarek Kamil: Domiciles of Alternative Investment Funds. Oliver Wyman 2014. (*Clarkson — Jaecklin — Kaczmarek* 2014)

Cumming, Douglas — Dai, Na: Capital Flows and Hedge Fund Regulation. *Journal of Empirical Legal Studies* 2009, Vol. 6 Issue 4 s. 848-873. (*Cumming — Dai* 2009)

Delfrayssi, Carine: Assessing the potential impact of the AIFMD on the UCITS industry: Threat or opportunity?. *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol. 6 Issue 2 s. 113-121. (*Delfrayssi* 2013)

Ervasti, Kaijus: Oikeussosiologia ja oikeuspoliittinen tutkimus osana oikeustiedettä. Oikeustiede: Suomalaisen lakimiesyhdistyksen vuosikirja s. 61—132. Helsinki 2011. (*Ervasti* 2011)

Harju, Ilkka — Syyrilä, Jarkko: Sijoitusrahastolainsäädäntö. WSOY Lakitieto. Helsinki 2001. (*Harju — Syyrilä* 2001)

Hirvonen, Ari: Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja. Helsinki 2011. (*Hirvonen* 2011)

Husa, Jaakko: Oikeusvertailu. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 2013. (*Husa* 2013)

Häyhä, Juha: Sopimus, laki ja vakuutustoiminta. Suomalainen lakimiesyhdistys. Helsinki 1996. (*Häyhä* 1996)

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. (*Lang — Schäfer* 2013)

Lindström, Kim: Puoli vuosisataa pörssin sisäpiirissä. Talentum Media Oy. Helsinki 2013. (*Lindström* 2013)

Mähönen, Jukka — Villa, Seppo: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. Alma Talent Oy. Helsinki 2012. (*Mähönen — Villa* 2012)

Mähönen, Jukka — Villa, Seppo: Osakeyhtiö III. Corporate Governance. Alma Talent Oy. Helsinki 2010. (*Mähönen — Villa* 2010)

Määttä, Tapio: 1. Näkökulmia oikeuteen ja oikeustieteisiin. Teoksessa: Määttä, Tapio (toimitanut): Oikeudellisen ajattelun perusteita. Oikeustieteiden pääsykoekirja 2012. University of Eastern Finland, Oikeustieteiden laitos. Joensuu 2012. (*Määttä* 2012)

Puttonen, Vesa — Repo, Eljas: Miten sijoitan rahastoihin. WSOY. Helsinki 2011. (*Puttonen — Repo* 2011)

Raitio, Juha: Eurooppaoikeus ja sisämarkkinat. Alma Talent Oy. Helsinki 2013. (*Raitio* 2013)

Syyrilä, Jarkko: Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomessa ja EU:ssa tuotekehityksen näkökulmasta. DL 2002 s. 259—270. (*Syyrilä* 2002)

Siltala, Raimo: Johdatus oikeusteoriaan. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut. Helsinki 2001. (*Siltala* 2001)

Siltala, Raimo: Oikeustieteen tieteenteoria. Suomalainen lakimiesyhdistys. Helsinki 2003. (*Siltala* 2003)

Thompson, John K. — Choi, Sang-Mok: Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries. OECD Financial Affairs Division, Occasional Paper, No. 1. 2001. (*Thompson — Choi* 2001)

Turtiainen, Matti: Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita Publishing Oy. Helsinki 2004. (*Turtiainen* 2004)

Warburton, A. Joseph: Should Mutual Funds Be Corporations - A Legal &(and) Econometric Analysis, 33 J. Corp. L. 745 (2008) (*Warburton* 2008)

Virallisaineisto

Suomi

Talousneuvosto: Rakenne- ja rahoituspolitiikasta Suomessa 1970-luvulla. (*KM 1971: A 19*)

Suomen Pankki: Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö. Helsinki 1971. (*Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö* 1971)

HE 22/1977. 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. (*HE 22/1977*)

Kauppa- ja teollisuusministeriö: Selvitys sijoitusyhtiöistä teollisuuspolitiikan välineenä. Helsinki 1982. (*Selvitys sijoitusyhtiöistä teollisuuspolitiikan välineenä* 1982)

Valtiovarainministeriö: Sijoitusrahastotyöryhmän mietintö. (VM 1984:24)

HE 238/1986. Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 238/1986)

Valtiovarainministeriö: Sijoitusrahastolakityöryhmän muistio. (VM 1990:21)

HE 309/1992. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 309/1992)

Valtiovarainministeriö: Eurooppalaisen sijoitusrahastolainsäädännön vertailua. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1995:20. (VM 1995:20)

HE 59/1996. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 59/1996)

HE 202/1998. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 202/1998)

HE 26/2003. Hallituksen esitys Eduskunnalle konkurssilainsäädännön uudistamiseksi. (HE 26/2003)

HE 43/2007. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi. (HE 43/2007)

HE 94/2013. Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi. (HE 94/2013)

VM111:00/2016: Arviomuistio sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisesta. (VM111:00/2016 Arviomuistio)

Valtiovarainministeriön julkaisu – 5/2018. Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus. Työryhmämuistio. (VM 5/2018)

Valtiovarainministeriön julkaisu – 14/2018. Eri sijoitusmuotojen verokohtelu. Työryhmäraportti. (VM 14/2018)

Lausuntoyhteenveto VM111:00/2016: Lausuntoyhteenveto sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta. 31.5.2018. (VM111:00/2016 Lausuntoyhteenveto)

HE 238/2018. Hallituksen esitys eduskunnalle yksityisen osakeyhtiön vähimmäispääomavaatimuksen poistamista koskevaksi lainsäädännöksi. (HE 238/2018)

HE 243/2018. Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi. (HE 243/2018)

HE 304/2018. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi tuloverolain ja rajoitetusti verovelvollisen tulon verottamisesta annetun lain 3 §:n muuttamisesta. (HE 304/2018)

Ulkomaat

Statens offentliga utredningar 2002:56: Investeringsfonder förslag till ny lag. (SOU 2002:56)

HM Treasury: EXPLANATORY MEMORANDUM TO THE OPEN-ENDED INVESTMENT COMPANIES (AMENDMENT) REGULATIONS 2005. (OEIC (Amendment) Regulations 2005 Explanatory Memorandum)

HM Treasury: Consultation on better regulation measures for the asset management sector. May 2007. (HM Treasury 2007)

Department of Taoiseach: Strategy for the International Financial Services Industry in Ireland 2011–2016. (IFSC Strategy 2011)

Statens offentliga utredningar 2016:45: En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad. Slutbetänkande av 2014 års fondutredning. (SOU 2016:45)

ESMA: OPINION. Share classes of UCITS. 30 January 2017. (ESMA34-43-296)

COM(2018) 110 final. 2018/0045 (COD). Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on facilitating cross-border distribution of collective investment funds and amending Regulations (EU) No 345/2013 and (EU) No 346/2013. Brussels 12.3.2018. (COM(2018)110/F1)

Vieras lainsäädäntö

Iso-Britannia

The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001. (*OEIC Regulations 2001*)

Saatavilla osoitteesta:

<https://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/1228/made>

Luettu 25.7.2018.

The Open-Ended Investment Companies (Amendment) Regulations 2005. (*OEIC Amendment Regulations 2005*)

Saatavilla osoitteesta:

http://www.legislation.gov.uk/uksi/2005/923/pdfs/uksi_20050923_en.pdf

Luettu 16.8.2018.

Irlanti

S.I. No. 352/2011 - European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2011. (*UCITS Regulations*)

Saatavilla osoitteesta: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2011/si/352/made/en/print>

Luettu 15.7.2018.

S.I. No. 257/2013 - European Union (Alternative Investment Fund Managers) Regulations 2013. (*AIFM Regulations*)

Saatavilla osoitteesta: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2013/si/257/made/en/print>

Luettu 15.7.2018.

S.I. No. 420/2015 - Central Bank (Supervision and Enforcement) Act 2013 (Section 48(1)) (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2015. (*Central Bank UCITS Regulations 2015*)

Saatavilla osoitteesta: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2015/si/420/made/en/print>
Luettu 5.10.2018.

Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015. (*ICAV Act 2015*)

Saatavilla osoitteesta: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2015/act/2/enacted/en/html>
Luettu 30.7.2018.

Luxemburg

Loi du 19 août 1915 concernant les sociétés commerciales: Législation relative aux sociétés commerciales. En vigueur au 4 juin 2018. Elvinger Hoss Prussen. (*Loi du 19 août 1915*)

Saatavilla osoitteesta: <https://www.elvingerhoss.lu/sites/default/files/documents/publications/EHP-Loi-du-10-ao%C3%BBt-1915-concernant-les-soci%C3%A9t%C3%A9s-commerciales.pdf>

Luettu 29.9.2018.

Law of 17 December 2010 relating to undertakings for collective investment:

- transposing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (recast);

- amending:

- the Law of 20 December 2002 relating to undertakings for collective investment, as amended;

- the Law of 13 February 2007 relating to specialised investment funds, as amended;

- Article 156 of the Law of 4 December 1967 on income tax. (Mém. A 2010, No 239)

(*Law of 17 December 2010*)

Saatavilla osoitteesta: <http://www.cssf.lu/en/documentation/regulations/laws-regulations-and-other-texts/info/article/2550/>

Luettu 1.8.2018.

Tilastot ja internet-lähteet

IFIA: Corporate Governance Code for Collective Investment Schemes and Management Companies. Irish Funds Industry Association 2012.

(*IFIA Corporate Governance Code 2012*)

Saatavilla osoitteesta: <https://files.irishfunds.ie/1432820468-corporate-governance-code-for-collective-investment-schemes-and-management-companies.pdf>

Luettu 5.10.2018.

EFAMA: International Statistical Release. Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows. Trends in the First Quarter of 2018.

(*EFAMA*)

Saatavilla osoitteesta: <http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20International/International%20Statistical%20Release%20Q1%202018.pdf>

Luettu 21.9.2018.

Suomen Pankki: Suomen pankin sijoitusrahastotilasto. Sijoitusrahastojen rahasto-osuusvelan jakautuminen omistajasektoreille. Syyskuu 2018.

(*Suomen pankin sijoitusrahastotilasto*)

Saatavilla osoitteesta: https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/sirakuviot-testi/sira-kuviot-fi/sij_rah_osuusvelka_omistajasektoreille_chrt_fi/

Luettu 31.10.2018.

Suomen Sijoitustutkimus Oy & Finanssiala ry: Rahastoraportti, syyskuu 2018 ja Markkinakatsaus, syyskuu 2018.

(*Suomen Sijoitustutkimus Oy & Finanssiala ry*)

Saatavilla osoitteesta: http://www.finanssiala.fi/uutismajakka/Sivut/rahastoraportti_syyskuu2018.aspx

Luettu 31.10.2018.

LYHENTEET

ACD	Authorized Corporate Director
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
CBI	Central Bank of Ireland
CRO	Companies Registration Office
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
ESMA	The European Securities and Markets Authority
ETA	Euroopan talousalue
ETF	Exchange-Traded-Fund
ETY	Euroopan talousyhteisö
EU	Euroopan unioni
FCA	The Financial Conduct Authority
FCP	Fonds Commun de Placement
HE	Hallituksen esitys
ICAV	Irish Collective Asset Management Vehicle
IOI	Instrument of incorporation
KIID	Key Investor Information Document
KM	Komiteanmietintö
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
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OEIC	Open-Ended Investment Company
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
PRH	Patentti- ja rekisterihallitus
PRIIPs	Packaged retail investment and insurance products
SA	Société Anonyme
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SOU	Statens offentliga utredningar
SRL	Sijoitusrahastolaki (48/1999)
TVL	Tuloverolaki (1535/1992)
UCITS Regulations	S.I. No. 352 of 2011 — European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2011
UCITS V	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
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
VCC	Variable Capital Company
VM	Valtiovarainministeriö
Vuoden 1978 OYL	Osakeyhtiölaki (734/1978)
Vuoden 1987 SRL	Sijoitusrahastolaki (480/1987)

1 JOHDANTO

1.1 Johdatus aiheeseen ja tutkimusongelma

Kiinnostus rahastosäästämiseen on lisääntynyt Suomessa voimakkaasti viime vuosien aikana. Rahastopääoma suomalaisissa sijoitusrahastoissa oli syyskuussa 2018 noin 121 miljardia euroa, josta noin 78 prosenttia oli suomalaisten sijoittamaa varallisuutta.¹ Sijoitusrahastot muodostavatkin nykyään merkittävän osan rahoitusmarkkinoista. Rahastot tarjoavat mahdollisuuden sijoittaa ilman, että asiakkaan tarvitsee tehdä yksittäisiä sijoituskohteita koskevia sijoituspäätöksiä ja seurata aktiivisesti yhtiöiden ja markkinoiden tapahtumia. Sijoitusrahaston kautta pääsee myös sijoittamaan kohteisiin, joihin piensijoittajien ei olisi muutoin mahdollista sijoittaa suoraan.

Vaikka sijoitusrahastojen rahastopääoma on kasvanut Suomessa runsaasti viime vuosina, on Suomen sijoitusrahastosektorin yhteenlaskettu sijoitusvarallisuus vaatimaton verrattuna Euroopan dominoiviin rahastomaihin. Euroopan johtavissa rahastovaltioissa rahastosektorin koko lasketaan tuhansissa miljardeissa euroissa, kun taas Suomessa liikutaan reilussa sadassa miljardissa eurossa.² Sijoitusrahastosektorin kokoon vaikuttaa merkittävästi tarkasteltavan maan väkiluku, mutta toisaalta myös toimialan kansainvälisyys kyseisessä maassa.³ Toimialan kotimaisen ja kansainvälisen kilpailukyvyyn turvaaminen on nostanut tarpeen kansallisen sijoitusrahastosääntelyn kokonaistarkastelulle. Valtiovarainministeriö asetti 21 päivänä joulukuuta 2016 *SRL-työryhmän*, jonka tehtävänä oli valmistella ehdotukset tarvittaviksi lakien ja asetusten muutoksiksi sijoitusrahastolain (SRL, 48/1999) uudistamiseksi. SRL-työryhmä antoi mietintönsä keväällä 2018.⁴ Mietinnön pohjalta valtiovarainministeriössä valmisteltu hallituksen esitys sijoitusrahastolaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (*HE 243/2018*) annettiin eduskunnalle 22.11.2018.

Mainittu sääntelyhanke on kulkenut alusta alkaen nimellä ”sijoitusrahastolain kokonaisuudistus”. Työryhmän rajallisesta toimikaudesta johtuen on mahdollista esittää, että uudistus olisi jäämässä pikemminkin osittaisuudistuksen tasolle jatkumoksi useille aikaisemmille SRL:iin tehdyille osittaisuudistuksille.⁵ Toisaalta edes nykyisen SRL:n säätämistä ennen vuosituhannen vaihdetta ei ole pidetty kokonaisuudistuksena.⁶ SRL-työryhmän oli jätettävä muutamia merkittäviä ja laajakantoisia kysymyksiä uudistushankkeen ulkopuolelle jatkovalmisteluun. Yksi näistä oli toimialan keskuu-

¹ Suomen pankin sijoitusrahastotilasto, syyskuu 2018.

² VM 5/2018 s. 37.

³ Esimerkiksi Luxemburgissa ja Irlannissa, jotka ovat Euroopan suurimmat rahastomaat, rahastopääomien korkea volyyymi johtuu rahastotoimialan kansainvälisyydestä. Kummassakin maassa väkiluku on pienempi kuin Suomessa, mutta rahastopääomat ovat moninkertaisia Suomeen nähden.

⁴ VM 5/2018 s. 5.

⁵ Ks. VM 5/2018 s. 25–26, jossa eritellään sijoitusrahastosääntelyyn viimeisten vuosikymmenten aikana tehtyjä osittaisuudistuksia johtuen etenkin EU:n sijoitusrahastosääntelyn muutoksista. Ks. myös VM111:00/2016 *Lausuntoyhteenveto* s. 7, jossa todetaan ehdotettujen uudistusten olevan kokonaisuutena tarkasteltuna vaatimattomia.

⁶ Ks. *Harju — Syyrilä* 2001 s. 2, jonka mukaan nykyisen SRL:n säätäminen ei ollut varsinaisesti sisällöllinen kokonaisuudistus.

nessa kauan kaivattu ratkaisuvaihtoehto *vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä* koskevaksi sääntelyksi.⁷ Muut kysymykset, jotka jätettiin jatkovalmisteluun, olivat muun muassa osuusrekisteriä koskevan sääntelyn valmisteleminen, esitys valtiovarainministeriön asetukseksi rahastoyhtiön palkitsemispolitiikasta sekä nykyisten asetusten yhteensovittaminen sijoitusrahastosääntelyyn esitettäviiin muutoksiin nähden. Lisäksi työryhmän ehdotusta on vielä tarpeen tietyiltä osin sovittaa yhteen muun sääntelyn kanssa.⁸

Vaihtuvapääomaisella sijoitusyhtiöllä tarkoitetaan *yhtiömuotoista* rahastoa, jossa on vaihtuva osakepääoma. Yhtiömuotoisessa rahastossa rahaston hallinnoiman varallisuuden omistaa erityinen *yhteiseen sijoitustoimintaan*⁹ tarkoitettu osakeyhtiö, jonka osakkeet rahastosijoittajat omistavat. Kun sijoittajat merkitsevät ja lunastavat osakkeita, yhtiön osakepääoma muuttuu, minkä takia puhutaan ”vaihtuvasta osakepääomasta”. Nykyiset suomalaiset ”sopimusmalliset” sijoitusrahastot ovat myös vaihtuvapääomaisia, mutta ne eivät laske liikkeelle osakkeita eivätkä ne omista varojaan itse. Sopimusmuotoinen rahasto perustetaan tavallisimmin osakeyhtiömuotoisen toimijan alaisuuteen siten, että rahasto itsessään ei ole oikeushenkilö¹⁰. Sijoittajat eivät ole rahastoyhtiön osakkeenomistajia, vaan omistussuhde rahasto-omaisuuteen on toteutettu välillisesti. Rahastoyhtiö ei omista hoitamiaan sijoitusrahastoja, vaan rahaston varat omistavat siinä sijoittajina olevat luonnolliset henkilöt ja institutionaaliset sijoittajat.¹¹

Sijoitusrahastolain uudistusta valmistelleessa työryhmässä keskusteltiin ratkaisuvaihtoehtoista vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskevaksi sääntelyksi. Tasapainoilu osakeyhtiölain ja sijoitusrahastolain välillä ei kuitenkaan työryhmän toimikauden aikana tuottanut hedelmää. Työryhmä päätyi ehdottamaan vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön sääntelyn valmistelun lykkäämistä, sillä kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta. Kysymyksen todettiin edellyttävän huolellista lisäselvitystä suhteessa nykyiseen yhtiösääntelyyn. Pikainen jatkovalmistelu on tarpeen erityisesti suomalaisten sijoitusrahastojen kilpailullisen aseman parantamiseksi kansainvälisillä markkinoilla.¹²

Tämä tutkielma jatkaa sääntelyvaihtoehtojen pohdintaa vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiömuodon toteuttamiseksi Suomessa. Tutkielman tavoitteena on pitää vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiömuotoa koskevaa julkista keskustelua yllä ja ensisijaisesti tarjota virikkeitä lainvalmistelutyön tueksi. Tutkielman tutkimuskysymykset ovat:

⁷ Ks. esim. *VM111:00/2016 Lausuntoyhteen veto* s. 8—9, jossa lausunnonantajat pitävät kysymystä tärkeänä ja toivovat sen osalta pikaista jatkovalmistelua.

⁸ *VM 5/2018* s. 14.

⁹ Laajasti ymmärrettyinä yhteisellä sijoitustoiminnalla tarkoitetaan sijoittajayleisöltä kerättyjen varojen sijoittamista kollektiivisesti sijoittajien eduksi etukäteen määritellyn sijoituspolitiikan mukaisesti. Sijoitusrahastotoiminta on yksi mahdollinen tapa toteuttaa yhteistä sijoitustoimintaa.

¹⁰ *VM 1990:21* s. 2 ja 39 ja *Harju — Syyrilä* 2001 s. 15.

¹¹ Ks. *Turtiainen* 2004 s. 22—23.

¹² *VM 5/2018* s. 14 ja 51—52 ja *HE 243/2018* s. 52—53.

- 1) Miksi vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn toteuttamista pidetään tarpeellisena ja tavoiteltavana Suomessa?
- 2) Kuinka vastaavaa sääntelyä on toteutettu vertailumaissa?
- 3) Mitä sääntelyn tulisi sisältää minimissään?
- 4) Miten sääntely tulisi asemoida nykyiseen sääntelykehikkoon?

1.2 Rajaukset ja käytettävä lähdeaineisto

Tutkielman kannalta on välttämätöntä, että käytettäville käsitteille omaksutaan tietty merkityssisältö, jotta niitä voidaan käyttää myöhemmin johdonmukaisella tavalla. Tutkielmassa esiintyviä keskeisiä käsitteitä ovat muun muassa yhteinen sijoitustoiminta, yhteissijoitusyritys, sijoitusrahasto, erikoissijoitusrahasto ja sijoitusyhtiö. Joidenkin käsitteiden sisällöstä ei vallitse oikeustieteessä täyttä yksimielisyyttä. Käsitteitä koskeva syvällisempi problematiikka jää tämän tutkielman ulkopuolelle. Käsitteiden määrittäminen tieteellisessä järjestelmässä ei aina ole yksiselitteistä ja suoraviivaista. Jonkinlainen lähtökohta käsitteiden osalta on kuitenkin otettava jo systemaattisistakin syistä.¹³ Käsitteet ymmärretään lähtökohtaisesti niiden vakiintuneen merkityssisällön mukaisesti: mikäli tästä poiketaan, ilmaistaan poikkeaminen nimenomaisesti.

Sijoitusrahastotoimintaan liittyy lukuisia yleisiä ja erityisiä kysymyksiä. Tämän tutkielman tarkoituksena ei ole olla yleisesitys sijoitusrahastosääntelystä, sen toimivuudesta taikka toimimattomuudesta. Tutkielma rajoittuu tarkastelemaan nimenomaan vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiösääntelyn toteuttamista Suomen nykyiseen sääntely-ympäristöön. Näin ollen tarkastelun kohteeksi ei oteta muita sijoitusrahastotoimintaan ja sijoitusrahastosääntelyyn liittyviä osa-alueita. Mainittu raja ei tarkoita, että kirjoittaja pitäisi sijoitusrahastosääntelyä täydellisenä ja toimivana. Tutkielmassa onkin hiljaisena taustaoletuksena, että sijoitusrahastosääntely pysyy muilta osin ennallaan lukuun ottamatta tiettyjä välttämättömiä muutoksia, joita voidaan pitää edellytyksinä vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevalle sääntelylle. Tutkielman rajallisesta pituudesta johtuen tarkastelu jää liitännäisten erityiskysymysten osalta yleiselle tasolle. Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden verokohdelun tutkiminen rajataan nimenomaisesti tutkimuksen ulkopuolelle, koska sitä ei ole mahdollista arvioida riittävän monipuolisesti tutkielman rajallisesta pituudesta johtuen.

Tutkielman teema edellyttää osakeyhtiösääntelyn (osakeyhtiölaki 624/2006, OYL) ja rahastosääntelyn (SRL ja laki vaihtoehtorahastojen hoitajista eli vaihtoehtorahastolaki, 162/2014) rinnakkaista tarkastelua. Mainitut lait sisältävät valmiita säännöksiä, joita tutkielmassa myöhemmin ilmenevällä

¹³ Aarnio 1989 s. 34 ymmärtää käsitteet työkaluina, joiden avulla ihminen jäsentää maailmaansa. Käsitteiden avulla on mahdollista yhdistää havaintoja ja järjestää niitä edelleen. Ks. myös Häyhä 1996 s. 68, jonka mukaan käsitteet auttavat oikeuden systematisointipyrkimyksissä: niiden avulla pyritään rajaamaan tarkastelukulmaa ja piirtämään ilmiöille tarkat lakitekniset rajat.

tavalla lainattaisiin uuteen vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevaan lakiin. Tutkielman rajallisesta pituudesta johtuen siinä ei voida tarkastella jokaisen OYL:n, SRL:n ja vaihtoehtorahastolain säännöksen soveltuvuutta vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille, eikä tällainen tarkastelu olisi tarpeenkaan. Pohjana uudelle laille pidettäisiin SRL:ia, ja tarkastelu kohdistetaan sellaisiin erityiskysymyksiin, joiden osalta on poikettava SRL:n sääntelystä. Tämä tarkoittaa sitä, että sellaista SRL:n ja vaihtoehtorahastolain sääntelyä, joka soveltuisi myös muuttamattomana tai pienin teknisin muutoksin vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille, ei ole tarkoitus selostaa läpi. OYL:n osalta tarkastellaan ainoastaan niitä säännöksiä, joiden adaptoimista uuteen lakiin pidetään tarkoituksenmukaisena, tai joiden tarkastelu tietyssä asiayhteydessä muutoin koetaan objektiivisesti välttämättömäksi. Muilta osin OYL:n säännösten tarkastelu on rajattu tämän tutkielman ulkopuolelle, mikä tarkoittaa samalla sitä, ettei niitä ole katsottu tarkoituksenmukaiseksi sisällyttää vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevaan lakiin.

Kansainvälisen sääntelyvertailun osalta tutkielmassa on valittu tarkasteltaviksi valtioiksi Iso-Britannia, Irlanti ja Luxemburg. Kyseiset maat löytyvätkin Euroopan viiden suurimman rahastovaltion joukosta, kuten jäljempänä todetaan. Luxemburgin ja Irlannin suuret rahastopääomat johtuvat pääosin menestyksekkäistä rajojen yli markkinoinnista, kun taas Iso-Britannian rahastopääomien määrään vaikuttaa myös maan suuri väkiluku. Iso-Britannian sijaan tarkasteltavaksi olisi voitu aivan yhtä hyvin valita esimerkiksi Ranska tai Saksa. Etenkin Luxemburgin, ja viime aikoina myös Irlannin, sääntelyä on käytetty mallilainsäädäntönä monien muiden maiden rahastosääntelyä uudistettaessa. Voidaankin todeta, että lainsäädäntöä ei kannata luoda tyhjästä, jos toimivia malleja on valmiiksi olemassa. Analyysin kohteeksi otetaan nimenomaisesti valittujen maiden yhtiömuotoisia yhteissijoitusyrityksiä koskeva lainsäädäntö, jolloin muunlaisessa juridisessä muodossa toimivien yhteissijoitusyritysten sääntelyä ei tarkastella.

Tutkielmassa ei rajoituta pelkästään kotimaisen oikeuden tarkasteluun. Näin ollen lähdeaineisto koostuu niin kotimaisista kuin ulkomaisistakin lähteistä. Monin paikoin tämä on myös välttämätöntä: tutkielman teemasta ei juurikaan ole aiemmin tehty kotimaista tutkimusta.¹⁴ Pääasiallisina kotimaisina lähteinä tukeudutaan virallislähteisiin, kuten säädöksiin, lain esitöihin ja työryhämietintöihin. Tämän lisäksi hyödynnetään oikeuskirjallisuutta, artikkeleita ja asiantuntijalausuntoja. Ulkomaisina lähteinä toimivat tieteelliset artikkelit ja vieraiden valtioiden lainsäädäntö. Tutkielman teema mahdollistaa ja vaatiikin hieman vanhempaan aineistoon tutustumista:¹⁵ näin ollen lähdeaineisto ei rajoitu pelkästään aivan tuoreimpiin esityksiin.

¹⁴ Suomessa aiemmat kirjoitukset vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiömuodosta rajoittuvat yleisen tason mainintoihin ja toteamuksiin.

¹⁵ Nykytilan ymmärtäminen vaatii myös sääntelyhistorian tuntemusta. Tutkielman kohteena olevaa sijoitusyhtiösääntelyä on kaavailtu Suomeen aikakausista riippuen aktiivisesti ja vähemmän aktiivisesti aina 1970-luvulta lähtien. Vaikka sääntely-ympäristö on merkittävästi muuttunut, on perusajatus sääntelyn taustalla pysynyt samana. Myös syyt sille, miksi sijoitusyhtiöitä koskevaa sääntelyä ei ole saatu Suomeen lukuisista yrityksistä huolimatta, vaativat tarkastelua.

Kotimaisen tutkimuksen puuttumisen vuoksi tärkeitä lähteitä ovat Ruotsissa tehdyt työryhämietinnöt, joista merkittävimpänä voidaan pitää viimeisintä Ruotsin rahastosääntelyn uudistamiseen tähtäävää mietintöä ”*En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad*” (SOU 2016:45), joka valmistui vuonna 2016. Ruotsissa on perinteisesti ollut suuremmat resurssit lainsäädäntöhankkeiden valmisteluun, ja suomalaisessa lainvalmistelussa onkin monesti tukeuduttu Ruotsissa omaksuttuihin ratkaisuihin muun muassa yhtiö- ja rahastosääntelyssä. Ruotsin rahasto- ja osakeyhtiösääntely on siinä määrin lähellä Suomen lainsäädäntöä, että työryhmän päätelmät soveltuvat tietyiltä osin myös Suomen sääntely-ympäristöön. Ruotsin mietintö SOU 2016:45 tarjoaakin esityön tämän tutkielman kansainvälistä vertailua koskevaan osioon, minkä lisäksi se sisältää hyödyllisiä säädettävää lakia koskevia pohdintoja. Toisaalta tässä tutkielmassa myös kyseenalaistetaan ja haastetaan tiettyjä Ruotsin mietinnössä esiintyviä kannanottoja.

1.3 Tutkimusmenetelmät ja tutkielman rakenne

Tutkielmassa on valittu useita tutkimusmenetelmiä yhdistävä lähestymistapa, mikä on tarkoituksenmukaista toimivan tutkimusotteen saavuttamiseksi. Oikeustieteen perinteisiä kohdeauditorioita ovat lainsoveltajat eli tuomioistuimet ja viranomaiset sekä niiden kanssa asioivat. *Lainopilla* eli *oikeusdogmatiikalla* on perinteisesti katsottu olevan kaksi tehtävää: tulkinta ja systematisointi. Näiden tehtävien nojalla se esittää voimassaolevista oikeusnormeista normikannanottoja ja tulkintakannanottoja. Normikannanotot ovat väittämiä siitä, mitkä oikeusnormit sisältyvät voimassaolevaan oikeuteen. Tulkintakannanotot etenevät pidemmälle: niissä väitetään jotain konkreettista tietyn oikeusnormin sisällöstä.¹⁶

Tämä tutkielma ei hyödynnä yksinomaan perinteistä lainopin metodologiaa. Tutkielman kohdeyleisönä eivät ole lainkäyttäjät, eikä se tutki pelkästään voimassaolevan oikeuden sisältöä. Sen sijaan tutkielman kohdeyleisönä on lainsäätäjät ja siinä tutkitaan sellaista oikeutta, jota Suomessa ei vielä ole. Pääasiallisesti harjoitetaan *de lege ferenda* -tutkimusta, jota voidaan pitää yhtenä oikeuspoliittisen tutkimuksen alalajina.¹⁷ Näin ollen tutkimus pyrkii avustamaan lainsäätäjää arvioimalla ja tuottamalla erilaisia ratkaisumalleja, joihin oikeudellinen sääntely voisi tulevaisuudessa perustua.¹⁸ *De lege ferenda* -tutkimus pohjautuu kuitenkin lainopilliselle tutkimukselle, koska se edellyttää voimassaolevan oikeuden sisällön selvittämistä. Siltä osin kuin tutkielma selvittää voimassaolevan oikeuden sisältöä, hyödynnetään oikeusdogmaattista eli lainopillista metodologiaa. Voimassaolevan oikeuden tulkinnassa käytettävä menetelmä on osin myös *oikeushistoriallinen*, sillä paikoitellen lainsäätäjän tarkoituksen selvittäminen on tutkielmassa tarpeellinen lähtökohta. Oikeushistoria tutkii oikeuden transformaatiota osana poliittisyhteiskunnallista ja kulttuurista kehitystä. Kiinnostuksen kohteena voi olla jonkin sääntelyalueen kehitys ja tuohon kehitykseen vaikuttaneet tekijät.¹⁹

¹⁶ Ks. esim. Aarnio 1989 s. 48, Siltala 2001 s. 22–23, Siltala 2003 s. 384–386 ja Hirvonen 2011 s. 21–22.

¹⁷ Ervasti 2011 s. 87.

¹⁸ Siltala 2001 s. 12 ja Siltala 2003 s. 131–132.

¹⁹ Ks. esim. Siltala 2001 s. 16–17, Siltala 2003 s. 113–115, Hirvonen 2011 s. 28 ja Määttä 2012 s. 22.

De lege ferenda -tutkimuksessa sekä yhteiskunnalliset päämäärät että keinot niihin pääsemiseksi voivat olla tutkijan itsensä määriteltävissä. Kyse on ikään kuin tavoite—keino -analyysistä, 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.²⁰ Tämän tutkimuksen yhteiskunnallinen päämäärä on rahastosääntelyn kansainvälisen kilpailukyvyyn parantaminen, ja tutkimus pyrkii esittämään, millä tavoin lainsäädäntöä tulisi uudistaa — EU-sääntelyn sallimissa rajoissa — kyseisen tavoitteen saavuttamiseksi.

Tutkimustuloksina esitetyt lainsäädäntösuositukset perustuvat oikeusvertailevaan aineistoon ja kirjoittajan omiin päätelmiin. Nykytilan kehityskohteille tarjottavien ratkaisujen voimakkaina esikuvina pidetään muualla Euroopassa omaksuttuja sääntelyratkaisuja. Tältä osin *oikeusvertailu* nousee hallitsevaksi apumetodiksi *de lege ferenda* -tutkimuksen taustalle. Yleisellä tasolla oikeusvertailussa on kyse erilaisten oikeusjärjestysten asettamisesta rinnakkain tiedonhankkimistarkoituksessa. Tarkemmin sanottuna rajaudutaan vieraiden valtioiden oikeusjärjestysten niihin osiin, jotka ovat tutkimuksen ongelmanasettelun kannalta tärkeitä.²¹ Tässä tutkielmassa oikeusvertailun osalta hyödynnetään *praktista* tutkimusotetta, jonka tarkoituksena on 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 pintaan. Puolestaan *teoreettisessa* oikeusvertailevassa tutkimusotteessa vertailtavien säännösten erojen ja yhtäläisyyksien paikantamisen lisäksi tulisi pyrkiä selittämään syytä niihin.²²

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 oppinäytetyön puitteissa ole kuitenkaan ryhdytty, vaan tältä osin on tyydytty kirjoittajan toimialalla työskentelyn johdosta kertyneisiin omiin havaintoihin ja keskusteluihin muiden asiantuntijoiden kanssa. Näiden havaintojen ja keskustelujen tuloksena tehdyt huomiot tukevat argumentaatiota, mutta eivät ole metodologisesti suuressa roolissa.

²⁰ Siltala 2001 s. 12 ja Siltala 2003 s. 131—132.

²¹ Husa 2013 s. 30. Tässä tutkielmassa rajaudutaan hankkimaan tietoa vertailumaiden vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevasta sääntelystä.

²² 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. Samat syyt vaikuttavat myös tämän tutkimuksen taustalla: tutkielman rajallisuudesta johtuen oikeusvertailussa ei ole mahdollista edetä pintatasoa syvemmälle. Metodologisesta rajallisuudestaan huolimatta valittu tutkimusote tyydyttää tiedonintressiä, koska tässä tutkielmassa oikeusvertailun tarkoituksena on selvittää EU-direktiivin asettaman harmonisointivelvoitteen toteuttamista muissa jäsenvaltioissa. Pyrkimyksenä on löytää hyviä esimerkkejä muualla omaksutuista sääntelyratkaisuista, joita voitaisiin omaksua myös omaan oikeuteemme.

Tutkielma koostuu johdantoluvun ohella neljästä pääluvusta sekä yhteenvetoluvusta. Aluksi luvussa 2 taustoitetaan tutkimusongelmaa luomalla katsaus sijoitusrahastotoiminnan sääntelyn kehittymiseen niin Suomessa kuin Euroopan tasolla 1980-luvulta nykypäiviin asti. Mukana on *oikeushistoriallinen* tarkastelukulma. Lisäksi tarkastellaan rahastosektorin kehityskulkua ja määrittämään eräitä keskeisiä tutkielmassa esiintyviä käsitteitä. Luku 3 analysoi sijoitusrahastojen juridista muotoa, minkä pohjalta vastataan kysymykseen, miksi vaihtuvapääomaiselle sijoitusyhtiömuodolle on olemassa todellinen tilaus. Nykytilan ymmärtämisessä hyödynnetään *lainopillista* näkökulmaa. Luvussa 4 tarkastellaan yhtiömuotoisten yhteissijoitusyritysten sääntelyä tietyissä EU:n merkittävässä rahastovaltioissa, jolloin tarkastelukulma on *oikeusvertaileva*. Tästä edetään lukuun 5, jossa esitetään yksityiskohtaisia *de lege ferenda* -suosituksia vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn toteuttamiseksi Suomessa. Suositukset pohjautuvat osiltaan edellisessä luvussa tarkasteltuihin eurooppalaisiin sääntelyesikuviin. Analyysi pyrkii luomaan suuntaviivat sääntelylle lähtien liikkeelle sijoitusyhtiötoiminnan aloittamisen perusedellytyksistä edeten toiminnan harjoittamista koskevien säännösten kautta aina toiminnan lakkaamista koskeviin säännöksiin. Tutkielman yhteenvetona toimiva luku 6 esittää kootusti keskeisimmät tutkimustulokset tiiviissä muodossa, joka mahdollistaa ehdotettavan sääntelyn peruseriaatteiden ymmärtämisen tutustumatta tarkempaan yksityiskohtiin.

2 SIJOITUSRAHASTOTOIMINTA JA SEN SÄÄNTELY

2.1 Yleistä

*Sijoitusrahastotoiminnaksi*²³ ymmärretään toiminta, jossa sijoitusrahastoa hallinnoiva rahastoyhtiö kerää yksityishenkilöiden ja yhteisöjen varoja yhteen ja sijoittaa ne edelleen eri arvopapereihin, jotka muodostavat sijoitusrahaston. Näin ollen termi ”*sijoitusrahasto*” on sidottu edellä mainittuun sijoitusrahastotoiminnan käsitteeseen: kun tässä tutkielmassa puhutaan sijoitusrahastoista, tarkoitetaan sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja sekä Suomessa vahvistettujen sääntöjen ja SRL:n mukaan sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita.²⁴ Jäljempänä käytetään termiä *yhteinen sijoitustoiminta*, kun tarkoituksena on viitata yhteiseen sijoittamiseen ilman nimenomaista sijoitusrahastotoimintaan kohdistuvaa rajausta.²⁵ Vastaavasti kun puhutaan *rahastoista*, tarkoitetaan yleisesti niin sijoitusrahastoja kuin erikoissijoitusrahastojakin.²⁶

Rahastoon sijoittaneet henkilöt eli rahasto-osuudenomistajat omistavat rahaston. Rahasto koostuu keskenään yhtä suurista rahasto-osuuksista, jotka tuottavat yhtäläiset oikeudet rahastossa sijoitettuna olevaan varallisuuteen. Erillinen säilytysyhteisö²⁷ huolehtii rahaston varoista. Sijoittajalle rahasto tarjoaa lukuisia hyötyjä²⁸. Sijoittamalla rahastoon sijoittaja voi hajauttaa sijoitussalkkunsa edullisesti ja vaivattomasti. Toinen ratkaiseva etu on rahastosijoituksen (pääasiallinen)²⁹ likviditeetti: rahasto-osuudet voi lunastaa eli muuttaa vaivattomasti käteiseksi. Rahastot avaavat myös yksityissijoittajille ja yhteisöille mahdollisuuden hyödyntää skaalaetuja ja ammattisijoittajan asiantuntemusta.³⁰

²³ SRL 2.1 §:n eksaktin määritelmän mukaan sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin tai kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin tai muihin sijoituskohteisiin sekä sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston hallintoa ja rahasto-osuuksien markkinointia. HE 243/2018 s. 138 mukaan ehdotuksessa uudeksi SRL:ksi sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan puolestaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin sekä sijoitusrahaston hallintoa ja rahasto-osuuksien markkinointia sijoitusrahastodirektiivissä ja SRL:ssa säännellyllä tavalla. Tässä tutkielmassa sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan nimenomaisesti jälkimmäistä määritelmää, eli erikoissijoitusrahastot on rajattu määritelmän ulkopuolelle. Ks. vastaavasti VM 5/2018 s. 111.

²⁴ Ks. HE 243/2018 s. 138, jonka mukaan ehdotetun SRL 1:2.1 §:n 2 kohdan mukaan sijoitusrahastolla tarkoitetaan sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja sekä Suomessa vahvistettujen sääntöjen ja ehdotetun SRL 13 luvun mukaan sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita.

²⁵ Tällöin merkitystä ei ole sillä, harjoitetaanko yhteistä sijoitustoimintaa sijoitusrahaston vai erikoissijoitusrahaston muodossa. Erikoissijoitusrahastoihin palataan jäljempänä.

²⁶ Rahasto on ylätasen termi, jota käytetään silloin, kun puhutaan kollektiivisesti sekä sijoitusrahastoista, että erikoissijoitusrahastoista. Tällöin konteksti soveltuu molempiin rahastotyyppisiin. Muunlaiset rahastot on rajattu määritelmän ulkopuolelle.

²⁷ Nykyisen SRL:n edeltäjässä, vuoden 1987 SRL:ssa (480/1987), säilytysyhteisö tunnettiin nimellä säilytyspankki. Säilytysyhteisö-termi otettiin käyttöön UCITS-direktiivin implementoimisen yhteydessä vuonna 1994, ks. HE 309/1992 s. 12. Vuonna 1990 ehdotettiin korvaavaksi termiksi käsitettä ”omaisuudenhoitaja” (VM 1990:21 s. 28), mutta kyseistä termiä ei kuitenkaan otettu käyttöön, koska se olisi virheellisesti saattanut luoda oletettaman, että säilytysyhteisön tehtäviin kuuluisi huolehtia omaisuuden arvon säilymisestä.

²⁸ Ks. sijoitusrahaston hyödyistä ja haitoista tarkemmin esim. Puttonen — Repo 2011 s. 36—38. Ks. myös *Selvitys sijoitusyhtiöistä teollisuuspolitiikan välineenä* 1982 s. 11—12.

²⁹ Pääasiallisuudella viitataan siihen, että suurimmassa osassa kuluttuja-asiakkaille myytävissä rahastoissa ei ole merkittäviä lunastusrajoituksia.

³⁰ Turtiainen 2004 s. 1.

Rahastoja voidaan luokitella lukuisilla eri tavoilla. Yksi vakiintunut tapa on tehdä se rahaston sijoitustyylin mukaan. Korkorahastoina pidetään lyhyen koron, keskipitkän koron ja pitkän koron rahastoja. Korkorahastojen varat sijoitetaan korkoa tuottaviin joukkolainoihin. Osakerahastot sijoittavat varansa pääasiallisesti osakkeisiin. Osakerahastot on mahdollista jaotella monin tavoin, esimerkiksi sijoituskohteiden geografisen sijainnin, yhtiöiden toimialan tai yhtiöiden kokoluokan perusteella. Yhdistelmärahastot sijoittavat sekä osakkeisiin että korkoa tuottaviin sijoituskohteisiin, jolloin sijoitusten painopistettä voidaan tarvittaessa muuttaa markkinatilanteen mukaan. Tämän lisäksi tavataan muun muassa toisiin rahastoihin varojaan sijoittavia rahastoja eli rahasto-osuusrahastoja, aktiivisesti johdannaisia käyttäviä vipurahastoja ja positiiviseen tuottoon kaikissa markkinaolosuhteissa pyrkiviä *hedge*³¹-rahastoja.³²

Rahastot voidaan jaotella myös avoimiin (*open-end*) ja suljettuihin (*closed-end*) rahastoihin. Avoimella rahastolla tarkoitetaan rahastoa, jonka pääoma on vaihtuva, eikä sen omistajapiiriä ole rajoitettu. Osuudenomistajilla on oikeus jatkuvasti merkitä uusia rahasto-osuuksia ja vastaavasti lunastaa vanhoja rahasto-osuuksia. Rahasto-osuuden arvo on sekä uudelle rahasto-osuudenomistajalle että osuutensa lunastavalle aina sama eli sijoitusrahaston sijoituskohteiden markkina-arvo jaettuna liikkeellä olevien rahasto-osuuksien lukumäärällä.³³ Puolestaan suljetulla rahastolla tarkoitetaan rahastoa, jonka osuudet ovat kaupankäynnin kohteena jälkimarkkinoilla. Suljettu rahasto ei ota vastaan uusia sijoituksia eikä se liioin lunasta vanhoja rahasto-osuuksia takaisin.³⁴

2.2 Sääntelyn kehitys ja nykytila

2.2.1 EU-lainsäädäntö

Direktiivi 2009/65/EY (jäljempänä UCITS-direktiivi³⁵ tai sijoitusrahastodirektiivi) annettiin 13 päivänä heinäkuuta 2009. UCITS-direktiivillä kumottiin *yhteissijoitusyhtiöitä*³⁶ koskevien lakien,

³¹ Syyrilä 2002 s. 265—266 mukaan *hedge*-termi tarkoittaa suojaamista, mutta näille rahastoille on yleensä ominaista tavallisia sijoitusrahastoja vähäisempi riskinhajautus, pitempi rahasto-osuuksien merkintä- ja lunastusfrekvenssi, arvopapereiden lyhyeksi myynti ja arvopapereiden lainaksiotto. Hedge-rahaston varoille tavoitellaan usein yleisestä markkinakehityksestä riippumattomaa absoluuttista tuottoa eikä rahastolla ole vertailuindeksiä.

³² Ks. *Puttonen — Repo* 2011 s. 64—73. Todettakoon kuitenkin, että rahastojen luokitteluun ei ole mitään absoluuttista oikeaa tapaa.

³³ On huomioitava, että maksettavaan hintaan voivat vaikuttaa perittävät palkkiot. Lisäksi joissakin maissa rahasto-osuuksien merkintähinta poikkeaa niiden lunastushinnasta. Hintojen välinen erotus tunnetaan termillä *bid—offer spread*.

³⁴ *Harju — Syyrilä* 2001 s. 21—22, *Turtainen* 2004 s. 1—2 ja *VM 5/2018* s. 29. Sijoitusrahastot ovat lähtökohtaisesti luonteeltaan avoimia, jolloin jokaisella on oikeus sijoittaa niihin jatkuvasti. Nykyään SRL 45 §:ssä (ehdotetun SRL:n 10:1 §, ks. *HE 243/2018* s. 163—164) säädetään kuitenkin poikkeuksista rahaston aukioloon. Muun muassa sijoitusrahaston säännöissä voidaan sijoitustoiminnan luonteesta johtuvasta tai muusta erityisestä syystä määrätä, että osuuksia on laskettava liikkeeseen vain rahaston säännöissä tarkemmin määriteltynä ajankohtina. Finanssivalvonta voi myös arvopaperimarkkinoita tai kiinteistömarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen varmistamiseksi, rahasto-osuudenomistajien edun turvaamiseksi tai muusta erityisen painavasta syystä määrätä rahasto-osuuksien liikkeeseenlaskun keskeytetäväksi.

³⁵ *Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)*.

³⁶ UCITS-direktiivin 1(1) artiklan mukaan yhteissijoitusyhtiöllä tarkoitetaan siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä, joka on sijoittautunut jäsenvaltion alueelle. Kansallisessa sääntelyssä SRL 2.1 §:n 10 kohdassa yhteissijoitusyhtiöiden käsite on varattu koskemaan ainoastaan muussa ETA-valtiossa

asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta vuonna 1985 annettu neuvoston direktiivi (85/611/ETY), jäljempänä vanha sijoitusrahastodirektiivi, siihen sittemmin toteutettuine muutoksineen. Sijoitusrahastodirektiivi on pantu täytäntöön SRL:ssa ja Finanssivalvonnasta annetussa laissa (878/2008). UCITS-direktiiviin kodifioitiin vanha sijoitusrahastodirektiivi sekä siihen myöhemmin tehdyt muutokset. Samalla tulivat voimaan uudet säännökset yhteissijoitusyrityksen perustamisesta muuhun jäsenvaltioon kuin rahastoyhtiön kotijäsenvaltioon, sijoitusrahaston kansallisesta ja rajat ylittävästä sulautumisesta, sijoittajille annettavista avaintiedoista, rahasto-osuuksien markkinointia muussa jäsenvaltiossa kuin yhteissijoitusyrityksen kotijäsenvaltiossa koskevasta ilmoitusmenettelystä, syöttöraho—kohderahasto -rakenteesta ja toimivaltaisten viranomaisten valvontayhteistyön tehostamisesta.³⁷

Sijoitusrahastodirektiiviä sovelletaan yhteissijoitusyrityksiin, jotka ovat asettuneet EU-jäsenvaltioiden alueelle. UCITS-direktiivin päämääränä on ollut jäsenvaltioiden yhteissijoitusyrityksiä koskevien kansallisten lakien harmonisoiminen tavoitteena yhdenmukaistaa yhteissijoitusyritysten kilpailuedellytyksiä EU:n tasolla ja varmistaa samalla tehokkaampi ja yhdenmukaisempi suoja osuudenomistajille. Yhteensovittamisen tavoitteena on ollut poistaa rajoituksia, jotka häiritsevät yhteissijoitusyritysten osuuksien esteetöntä liikkuvuutta jäsenvaltioiden rajojen yli. UCITS-direktiiviä uudistettiin 23 päivänä heinäkuuta 2014, jolloin annettiin UCITS V.³⁸ Uudistuksen tavoitteena oli ottaa huomioon markkinoiden evoluutio ja markkinatoimijoiden ja valvontaviranomaisten senhetkiset kokemukset sekä puuttua jäsenvaltioiden kansallisten säännösten eroavaisuuksiin, joita ilmeni säilytysyhteisöjen toimenkuissa ja vastuussa sekä palkka- ja palkkiopolitiikassa ja seuraamuk- sissa.³⁹

Yleisesti ottaen UCITS-sääntely on edistänyt eurooppalaisia rahastomarkkinoita monella tavalla. Sen vartenotettavina etuina pidetään sääntelyn täsmällisyyden tuomaa ennustettavuutta, jolloin erot jäsenmaiden kansallisten lakien välillä vähentyvät. Onkin nähtävissä, että UCITS-rahastoista on kehittynyt tunnistettu rahastobrändi globaalisti.⁴⁰ Kun UCITS-rahastot nähdään turvallisina ja hyvin säänneltyinä, sijoitetaan niihin Euroopan ohella maailmanlaajuisesti. Toisaalta UCITS-sääntelyn varjopuolena on sen joustamaton rakenne, jonka myötä sääntelyä on uudistettava säännöllisesti.

kuin Suomessa toimiluvan saanutta yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä, joka kotivaltionsa lainsäädännön perusteella täyttää sijoitusrahastodirektiivin edellytykset (ehdotetun SRL:n 1:2.1 §:n 17 kohta, ks. HE 243/2018 s. 139). Tässä tutkielmassa yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan UCITS-direktiivin mukaisessa merkityksessä jäsenvaltion alueelle sijoittautunutta yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä. Näin ollen määritelmän mukaan esimerkiksi suomalainen sijoitusrahasto on UCITS-direktiivissä tarkoitettu yhteissijoitusyritys.

³⁷ VM 5/2018 s. 31—32 ja HE 243/2018 s. 15.

³⁸ 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.

³⁹ VM 5/2018 s. 32 ja HE 243/2018 s. 15.

⁴⁰ Ks. esim. Syyrilä 2002 s. 263 ja Delfrayssi 2013 s. 114. Mainittu koskee eritoten luxemburgilaisia UCITS-rahastoja, ks. VM111:00/2016 Arviomuistio s. 16.

sesti. Aiemmin sääntelyn harmonisointia viivyttyä jäsenvaltioiden protektionismia on onnistuttu supistamaan, mutta siitä huolimatta UCITS-rahastojen yhteismarkkinoiden toimivuudessa on parantamisen varaa. Komissio onkin hiljattain antanut ehdotuksen asetukseksi rahastojen rajat ylittävän markkinoinnin helpottamisesta.⁴¹

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi eli AIFM-direktiivi (Alternative Investment Fund Managers Directive, 2011/61/EU) 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. Direktiivin soveltamisalana ovat ETA-alueelle sijoittautuneet vaihtoehtorahastojen hoitajat sekä sellaiset ETA-alueen ulkopuolelle sijoittautuneet vaihtoehtorahastojen hoitajat, jotka hoitavat ETA-valtioon asettunutta vaihtoehtorahastoa tai markkinoivat vaihtoehtorahastoa ETA-valtiossa. Direktiivillä ei puolestaan säännellä vaihtoehtorahastoa itsessään. *Vaihtoehtorahasto* eli AIF-rahasto on yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava yritys, joka hankkii pääomaa useammalta kuin yhdeltä sijoittajalta sijoittaakseen pääoman erikseen definoidun sijoituspolitiikan puitteissa sijoittajien eduksi ja jolta ei vaadita sijoitusrahastodirektiivin 5 artiklan mukaista toimilupaa.⁴² Kiinteistörahastot, hedge-rahastot ja pääomarahastot ovat esimerkkejä vaihtoehtorahastoista. Pääsääntöisesti vaihtoehtorahastoja myydään vain ammattimaisille asiakkaille. Toisin kuin UCITS-rahastoilla, ei AIF-rahastojen sijoituskohteita ole rajoitettu.

2.2.2 Sääntely Suomessa

Suomen sijoitusrahastolainsäädäntö on kansainvälisesti verraten nuorta. Suomessa ensimmäinen sijoitusrahastolaki (480/1987, jäljempänä vuoden 1987 SRL) säädettiin vasta 1980-luvun loppupuolella, minkä jälkeen ensimmäiset sijoitusrahastot näkivät päivänvalon. Puolestaan Yhdysvalloissa vastaava yhteistä sijoitustoimintaa koskeva lainsäädäntö säädettiin 1930- ja 1940-luvuilla⁴³. Vastaavasti esimerkiksi EU-maissa sijoitusrahastolakia vastaava laki säädettiin Iso-Britanniassa vuonna 1931, Saksassa vuonna 1949, Ranskassa vuonna 1964 ja Ruotsissa vuonna 1970. Vuoden 1987 SRL:n säätämisen jälkeen sijoitusrahastolainsäädäntöä uudistettiin lukuisia kertoja 1990-luvulla. Keskeisimmät muutokset liittyivät vanhan sijoitusrahastodirektiivin kansalliseen implementointiin ETA-sopimuksen tullessa voimaan Suomessa vuonna 1994.⁴⁴

⁴¹ Ks. *COM(2018)110/F1* s. 2, jossa ehdotusta taustoitetaan seuraavasti: ”Rules for EU investment funds allow managers of investment funds to distribute, and with some exceptions, also to manage their funds across the EU. While EU investment funds have seen rapid growth, with a total of EUR 14 310 billion in assets under management in June 2017, the EU investment fund market is still predominantly organised as a national market: 70 % of all assets under management are held by investment funds authorised or registered for distribution only in their domestic market. Only 37 % of UCITS and about 3 % of AIFs are registered for distribution in more than three Member States.” Ehdotus liittyy EU:n aloitteen ns. pääomamarkkinaunionin luomiseksi, jonka tavoitteena on syventää ja yhtenäistää EU-maiden pääomamarkkinoita.

⁴² *VM 5/2018* s. 32 ja *HE 243/2018* s. 16.

⁴³ *Securities Act*, joka koskee sijoitusrahastojen ja muiden arvopaperien markkinointia, säädettiin 1933, ja *Investment Company Act* sekä *Investment Advisers Act*, jotka koskevat sijoitusrahastoa hallinnoivaa yhtiötä ja sijoitusneuvoja, säädettiin vuonna 1940.

⁴⁴ *Turtiainen* 2004 s. 2—3.

Nykyinen SRL on annettu 29 päivänä tammikuuta 1999 ja se on tullut voimaan 1 päivänä helmikuuta 1999. Sillä kumottiin vuoden 1987 SRL. SRL:iin on tehty yli 30 muutosta ja osittaisuudistusta sen voimaantulon jälkeen, minkä lisäksi sen rinnalle on kehittynyt yksittäisiä erillislakeja. Viimeisimmät keskeiset muutokset SRL:iin johtuvat uuden EU-sääntelyn kansallisesta implementoinnista. Sijoitusrahastodirektiivi on täytäntöön pantu sijoitusrahastolain muuttamisesta annetulla lailla (1490/2011). Tuore UCITS V -direktiivi pantiin puolestaan täytäntöön sijoitusrahastolain muuttamisesta annetulla lailla (175/2016).⁴⁵

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi pantiin täytäntöön säätämällä laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 7 päivänä maaliskuuta 2014 (vaihtoehtorahastolaki, 162/2014). Vaihtoehtorahastolailla laajennettiin rahoitusmarkkinasääntely koskemaan myös siihen asti elinkeinovapauden nojalla harjoitettua omaisuudenhoitoon rinnastettua kommandiittiyhtiömuotoista pääomasijoittamista ja kiinteistö-sijoittamista. Vaihtoehtorahastolakia sovelletaan oikeushenkilöihin, joiden säännöllistä liiketoimintaa on vaihtoehtorahastojen hoitaminen, vaihtoehtorahaston osuuk-sien tarjoaminen asiakkaille sekä vaihtoehtorahaston säilytysyhteisötoiminta. AIFM-direktiivin voimaansaattamisen jälkeen erikoissijoitusrahasto on nykyään yksi vaihtoehtorahaston oikeudelli-sista muodoista (niin sanottu sopimusmallilla toimiva vaihtoehtorahasto).⁴⁶ Ennen AIFM-direktiivin implementointia erikoissijoitusrahastoista säädettiin pelkästään SRL:ssa, jolloin oli luontevaa sisällyttää sijoitusrahastotoiminnan määritelmään sekä sijoitusrahastot että erikoissijoitusrahastot.⁴⁷ Nykyään sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen rinnakkaissääntely SRL:ssa ei ole enää luon-tevaa, koska erikoissijoitusrahastoista säädetään SRL:n ohella vaihtoehtorahastolaissa.

2.3 Sijoitusrahastosektori Suomessa

2.3.1 Sijoitusrahastoihin sijoittaminen Suomessa

Rahastopääoma suomalaisissa sijoitusrahastoissa oli syyskuun lopussa 2018 noin 121 miljardia euroa, josta suomalaisten tekemiä sijoituksia oli noin 78 prosenttia.⁴⁸ Suomesta sijoitetaan myös rahastoihin, joiden kotipaikka on ulkomailla. Suomalaisten saamisten kokonaissumma ulkomaisista rahastoista oli noin 110 miljardia euroa kesäkuussa 2017. Toisaalta arviolta tästä 110 miljardista vähintään 50 miljardia on suomalaisten työeläkelaitosten sijoituksia. Lisäksi suuri osa suomalaisista sijoitusrahastoista sijoittaa ulkomaisiin rahastoihin. Näin ollen todellisuudessa melko vaatimaton osuus ulkomaille sijoitetun 110 miljardin sijoitusvarallisuudesta on yksityishenkilöiden tekemiä

⁴⁵ Ks. *Turtiainen* 2004 s. 3, *VM 5/2018* s. 25–26 ja *HE 243/2018* s. 8–9.

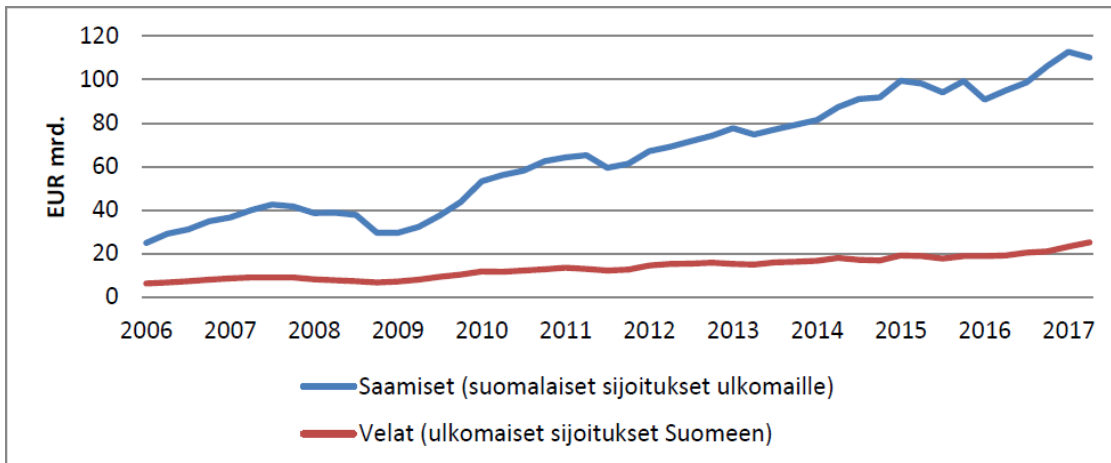
⁴⁶ *VM 5/2018* s. 27 ja 30 ja *HE 243/2018* s. 10 ja 13.

⁴⁷ Erikoissijoitusrahastojen perustaminen tuli mahdolliseksi vuonna 1996 voimaan tulleella vuoden 1987 SRL:n muutoksella. Alun perin puhuttiin erikoisrahastoista. Rahoitusmarkkinoiden nopea kehitys ja toisaalta pienten ja keski suurten yritysten rahoitustarve ja työllistämisenäkökohdat sekä kiinteistömarkkinoiden elvyttäminen loivat paineita sijoitusrahastojen rinnalla toimiville vaihtoehtoisille erikoisrahastoille. Ks. *HE 59/1996* s. 21.

⁴⁸ *Suomen pankin sijoitusrahastotilasto*, syyskuu 2018.

suoria sijoituksia. Vastaavasti ulkomaisten sijoittajien sijoittama varallisuus suomalaisissa sijoitusrahastoissa oli 25 miljardia euroa.⁴⁹

Ilman luonnollisten henkilöiden ja institutionaalisten sijoittajien välillä tehtävää rajausta voitaneen todeta, että suomalaiset sijoittavat ulkomaisiin rahastoihin enemmän kuin kotimaisiin sijoitusrahastoihin, koska pelkästään noin 78 prosenttia eli hieman yli 90 miljardia euroa suomalaisten sijoitusrahastojen rahastopääomasta on suomalaista sijoittamista. Ulkomaisissa rahastoissa tämä luku on puolestaan 110 miljardia euroa (*Kuvio 1*).⁵⁰

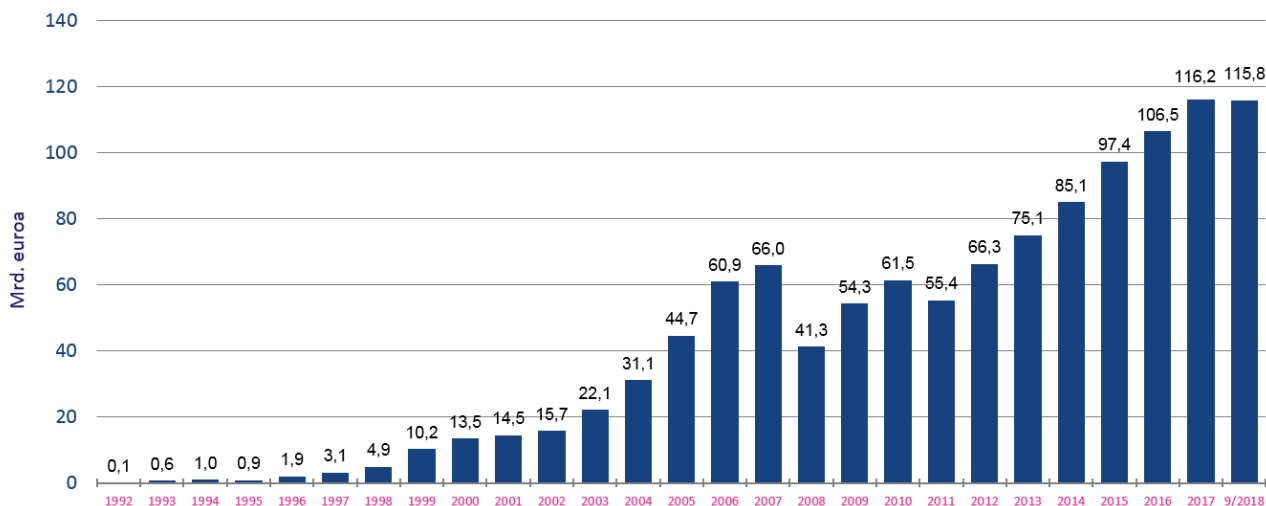


Kuvio 1. Rahastosaamiset ja -velat maksutasetilastossa. Lähde: *Tilastokeskus*.

⁴⁹ VM 5/2018 s. 35—39 ja HE 243/2018 s. 28—33. Aineisto perustuu Tilastokeskuksen maksutasetilastoihin.

⁵⁰ Tilastokeskus, VM 5/2018 s. 39 ja HE 243/2018 s. 33.

Sijoitusrahastosektorin koko on moninkertaistunut 1990-luvun alusta lähtien.⁵¹ Viimeisimmän kuuden vuoden ajanjaksona sijoitusrahastosektorin koko on lähes tuplaantunut (*Kuvio 2*).⁵² Sijoitusrahastosektorin kehitykseen vaikuttavat niin rahaston sijoituskohteiden arvonmuutos kuin rahastoihin toteutetut uudet sijoitukset.



Kuvio 2. Rahastopääoma suomalaisissa sijoitusrahastoissa syyskuussa 2018. Lähde: Suomen Sijoitustutkimus Oy & Finanssiala ry.

Viimeisimmän viiden vuoden ajanjaksona nettomerkinnot sijoitusrahastoihin ovat olleet pääasiallisesti positiivisia. Myös sijoituskohteiden arvonnousu on paisuttanut sijoitusrahastosektorin kokoa. Syyskuun lopussa 2018 Suomessa oli 25 rahastoyhtiötä, jotka hallinnoivat yhteensä 480 sijoitusrahastoa.⁵³

Tämä tutkielma liittyy vahvasti suomalaisen rahastosektorin kansainvälisen kilpailukyvyn parantamiseen. Kuten edellä on todettu, tehdään Suomesta enemmän sijoituksia ulkomaisiin kuin kotimaisiin rahastoihin. Kilpailukyvyn kasvattamiseen liittyvänä ensisijaisena tavoitteena tulisi pitää sitä, että Suomesta sijoitettaisiin enemmän kotimaisiin rahastoihin, kuin ulkomaisiin rahastoihin. Toisaalta pidemmän tähtäimen tavoitteena tulisi nähdä tilanne, jossa suomalaisiin rahastoihin kanavoituvat ulkomaiset sijoitukset ylittäisivät Suomesta ulkomaisiin rahastoihin tehtävät sijoitukset. Tällöin rahastovelat ylittäisivät rahastosaamiset.

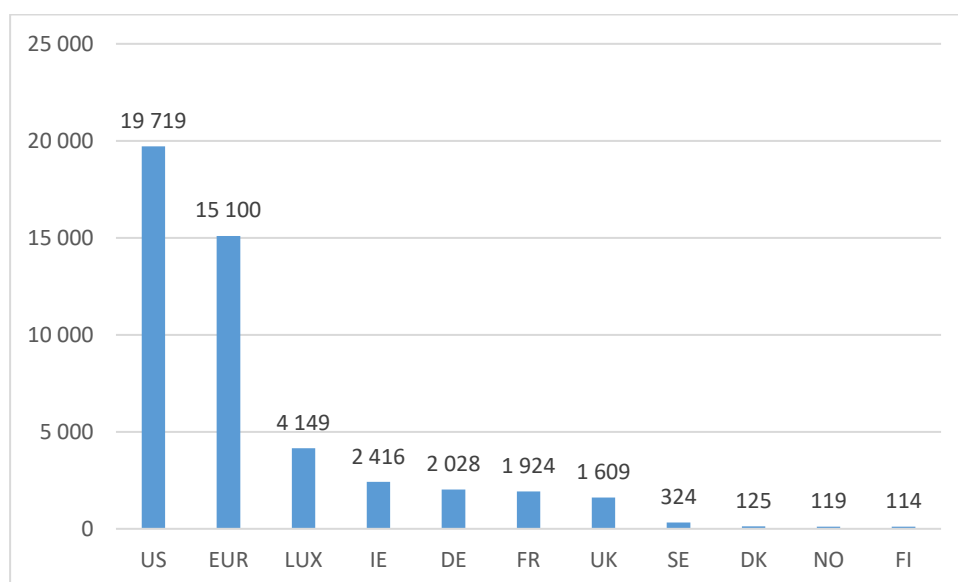
⁵¹ Vuosina 1995—2000 UCITS-rahastojen kasvuvauhti oli Suomessa jopa Euroopan kärkitasoa. Kasvu ei kuitenkaan ole johtunut lainsäädännön kansainvälisestä kilpailukyvyistä, vaan rahastosijoittamisen aiemmasta jälkeensä jääneisyydestä Suomessa. Ks. *Harju — Syyrilä* 2001 s. 40—41.

⁵² Aiemmin todettiin, että rahastopääoma suomalaisissa sijoitusrahastoissa oli vuoden 2018 syyskuun lopussa noin 121 miljardia euroa. Tämä on noin 5 miljardia euroa enemmän kuin *Kuvio 2*:ssa esiintyvä luku. Eroavaisuus johtuu Suomen Pankin laatimien tilastojen poikkeavuudesta Suomen Sijoitustutkimus Oy & Finanssiala ry:n laatimiin tilastoihin nähden.

⁵³ *VM111:00/2016 Arviomuistio* s. 4—5, *VM 5/2018* s. 36, *HE 243/2018* s. 29 ja Suomen Sijoitustutkimus Oy & Finanssiala ry, syyskuu 2018.

2.3.2 Suomen sijoitusrahastosektori EU:n ja maailman mittakaavassa

Suomalaisten sijoitusrahastojen sijoitusvarallisuus on moneen muuhun EU:n jäsenvaltioon verrattuna melko pieni. Tästä huolimatta Suomen rahastosektori on melko samankokoinen kuin muissa Pohjoismaissa, lukuun ottamatta Ruotsia, jonka rahastosektori on melkein kolminkertainen verrattuna muihin Pohjoismaihin. Ruotsin eläkejärjestelmä edistää kansalaisten rahastosijoittamista, mikä on omalta osaltaan tukenut Ruotsin rahastosektorin kasvua. Toisaalta rahastosektorit Euroopan valtioissa ovat kooltaan vain murto-osia Yhdysvaltojen lähes 20 000 miljardin euron rahastosektorista.⁵⁴ Yhteenlaskettunakin Euroopan rahastosektori kalpenee Yhdysvaltojen rahastosektorin rinnalla (Kuvio 3.). 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.



Kuvio 3: Avoimien rahastojen (open-end) sijoitusvarallisuus valituissa maissa maaliskuussa 2018 (miljardia euroa). Kuvio sisältää Yhdysvaltojen ja Euroopan lisäksi Euroopan viisi suurinta rahastomaata ja Pohjoismaat. Lähde: EFAMA.

Jos vertailussa olevien valtioiden rahastosektorin sijoitusvarallisuus jaetaan maiden väkiluvulla, niin Suomen rahastosektoria voidaan pitää melko keskikokoisena EU:n mittakaavassa. Tällaisessa vertailussa Suomi osoittautuu myös melko kilpailukykyiseksi muiden Pohjoismaiden kanssa. Irlannin ja Luxemburgin kaltaisten rahastomaiden ominaisuudet korostuvat, kun sijoitusvarallisuus jaetaan väkiluvulla. Keskimäärin rahoitusmarkkinoiltaan kehittyneissä EU:n jäsenvaltioissa sijoitusvarallisuus jaettuna väkiluvulla on 20 000—50 000 euroa (Suomessa 20 746 euroa), kun taas Luxemburgissa se oli peräti melkein seitsemän miljoonaa euroa ja Irlannissa vajaa 0,5 miljoonaa euroa.⁵⁵ Näissä maissa rahastotoimialan kansainvälisyys korostuu. Kun kasvua ei ole mahdollista hakea enää kotimarkkinoilta, pyritään sitä hakemaan markkinoimalla yhteissijoitusyritysten osuuksia

⁵⁴ VM 5/2018 s. 37 ja HE 243/2018 s. 30—31. Ks. myös VM111:00/2016 Arviomuistio s. 4.

⁵⁵ VM 5/2018 s. 38 ja HE 243/2018 s. 31—32.

ulkomaille. Luxemburgissa ja Irlannissa valtaosa rahastopääomista onkin peräisin ulkomailta. Luxemburgin johtava markkina-asema selittyy maan strategisella valinnalla toimia kotivaltiona, kun yhteissijoitusyritysten osuuksia ja osakkeita markkinoidaan rajan yli toisiin valtioihin. Tästä johtuen myös ulkomaiset rahastoyhtiöt käyttävät Luxemburgia juridisena rekisteröintipaikkana.⁵⁶ Myös Irlannin rahastotoimialan kasvua ovat nyttemmin vauhdittaneet samat syyt.

⁵⁶ Ks. *Harju — Syyrilä* 2001 s. 40.

3 SIJOITUSRAHASTOJEN JURIDINEN MUOTO

3.1 Nykytila

Yhteisen sijoitustoiminnan järjestämiselle on lukuisia vaihtoehtoisia keinoja. OECD-maissa yhteisen 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*⁵⁷). UCITS-direktiivi sallii yhteissijoitusyritysten perustamisen ainoastaan näissä kolmessa organisoitumismuodossa. Niissä OECD-maissa, joissa Suomen sijoitusrahastotoimintaan verrannollinen yhteinen sijoitustoiminta on ollut erityisen suosittua, kuten Irlannissa, Luxemburgissa, Ranskassa ja Yhdysvalloissa, rahastoja on mahdollista organisoida useissa vaihtoehtoisissa yhteisömuodoissa. Jotkin maat sallivat kuitenkin vain yhden organisoitumismuodon. Näin on esimerkiksi Suomessa, jossa yhteistä sijoitustoimintaa on mahdollista harjoittaa ainoastaan sopimusmallisella rahastojärjestelmällä.⁵⁸

Sopimusmalliin perustuvassa 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 rahaston varoihin on siihen sijoittaneilla henkilöillä, yhteisöillä ja säätiöillä. Rahasto jakautuu keskenään yhtäläisiin osiin eli rahasto-osuuksiin, jotka tuottavat tasavertaiset oikeudet rahastossa olevaan pääomaan. Osuudet jaetaan edelleen murto-osiiin⁵⁹. Sopimusmallissa rahasto-osuudenomistajilla ei kuitenkaan ole hallintaoikeutta sijoitusrahastossa olevaan varallisuuteen, vaan kontrollioikeus kuuluu rahastoyhtiölle.⁶⁰

Sopimusmallia onkin osuvaa kuvata siten, että siinä rahasto ei ole keskiössä, vaan keskeisessä roolissa on rahastoyhtiö. Sijoitusrahasto on sopimuksellinen järjestely, joka ei ole itsenäinen suhteessa rahastoyhtiöön.⁶¹ Tätä suhdetta kuvastaa osuvasti SRL 25.3 §: ”Rahastoyhtiö edustaa omissa ni-

⁵⁷ Tässä tutkielmassa ei tarkastella trustimuotoisia rahastoja. Niitä esiintyy yleensä maissa, joissa vallitsee *common law* -järjestelmään pohjautuva oikeusjärjestelmä, kuten Australiassa, Hong Kongissa, Kanadassa, Irlannissa, Iso-Britanniassa, Singaporessa ja Uudessa-Seelannissa. Trustijärjestelmä on mannereurooppalaiseen oikeustraditioon pohjautuvaan Suomen oikeusjärjestelmään nähden jokseenkin vieras.

⁵⁸ Ks. *Thompson — Choi* 2001 s. 4, 14 ja *Turtiainen* 2004 s. 21.

⁵⁹ *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.

⁶⁰ *Harju — Syyrilä* 2001 s. 16—17 ja *Turtiainen* 2004 s. 23.

⁶¹ *Warburton* 2008 s. 759.

missään sijoitusrahastoa. Sijoitusrahastoa koskevissa oikeustoimissa on mainittava, minkä sijoitusrahaston puolesta rahastoyhtiö toimii.” Sijoitusrahasto ei ole erillinen oikeushenkilö.⁶² Sijoitusrahasto ei voi esimerkiksi itsenäisesti solmia sopimuksia, vaan sopimuksen solmii rahastoyhtiö edustaen kyseistä sijoitusrahastoa. Sopimusmallisessa rahastorakenteessa kontrollioikeutta käyttävät rahastoyhtiön osakkeenomistajat eivätkä rahasto-osuudenomistajat. Sopimusmalliin perustuvassa sijoitusrahastossa rahasto-osuudenomistajilla ei ole valtaa vaihtaa sijoitusrahastoa hallinnoivaa rahastoyhtiötä tai tehdä muutoksia rahaston sijoituspolitiikkaan. Ensisijainen keino, jolla rahasto-osuudenomistaja voi vaikuttaa rahastoyhtiön päätöksentekoon, on rahasto-osuuksien lunastusmahdollisuus, eli hän voi tarvittaessa käyttää *exit-oikeutta*.⁶³ Tavallisen osuudenomistajan asema vaikutusmahdollisuuksien osalta onkin käytännössä verrannollinen piensijoittajan vaikutusmahdollisuuksiin suuressa pörssiyhtiössä. Vaikka edellä on puhuttu sijoitusrahastoista, ei SRL tai vaihtoehtorahastolaki salli myöskään erikoissijoitusrahastojen perustamista muutoin kuin sopimusmallisena, joten edellä tarkastellut sopimusmallisen organisoitumismuodon ominaisuudet koskevat asiallisesti myös erikoissijoitusrahastoja.

3.2 Miksi Suomessa otettiin käyttöön sopimusmalli?

Yhteistä sijoitustoimintaa koskevan sääntelyvalmistelun historia juontaa juurensa Suomessa 1970-luvun alkuun. Erityisesti on huomioitava, että alun perin Suomessa yhteistä sijoitustoimintaa ei kaavailtu organisoitavaksi sopimusmallilla, vaan sijoitusyhtiömuodossa. Sijoitusyhtiöt mainittiin useassa yhteydessä, kun 1970-luvulla pohdittiin ratkaisuja Suomen kansantalouden rakenteellisten heikkouksien korjaamiseksi.⁶⁴ Samoihin aikoihin Suomen Pankki asetti toukokuussa 1970 toimikunnan, jolle annettiin tehtäväksi laatia ehdotus sijoitusyhtiöitä koskevaksi lainsäädännöksi. Mietintö valmistui vuonna 1971. Mietinnön pohjalta hallitus antoi eduskunnalle esityksen sijoitusyhtiöitä koskevaksi lainsäädännöksi (HE 22/1977). Esitys raukesi kuitenkin poliittisten erimielisyyksien johdosta.⁶⁵ Valmistelua jatkettiin 1980-luvulla, ja lopulta Suomen ensimmäinen sijoitusrahas-

⁶² VM 1990:21 s. 2 ja 39 ja Harju — Syyrilä 2001 s. 15. Vanhastaan sijoitusrahastoa on kuvattu myös siviilioikeudelliseksi yhtymäksi; ks. VM 1984:24 s. 10. Ks. toisaalta VM 1990:21 s. 83, jonka mukaan sijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö, vaan eräänlainen yhteisomistuksen muoto. Puolestaan Harju — Syyrilä 2001 s. 74 mukaan sijoitusrahaston varat muodostavat erityisen yhteisomistussuhteen.

⁶³ Turtiainen 2004 s. 24.

⁶⁴ 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.

⁶⁵ Sijoitusyhtiölakia koskevaan hallituksen esitykseen liittyvä eduskunnan pankkivaliokunnan mietintö ei koskaan valmistunut, ja esitys raukesi vuoden 1979 eduskuntavaalien johdosta. Vasemmistopuolueet vastustivat lakiesitystä jyrkästi jo lähetekeskustelussa.

tolaki, vuoden 1987 SRL, astui voimaan syyskuussa 1987. Tässä laissa rahastotoiminta organisoi-
tiin kuitenkin sopimusmallisella rahastorakenteella — aivan kuten vielä nykyäänkin — toisin kuin
vuoden 1977 rauenneessa esityksessä.⁶⁶

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 erityisky-
symyksiä ajatellen sekä vuoden 1978 OYL:ia että muutakin yhteisöainsäädäntöä pidettiin kuiten-
kin monessa suhteessa puutteellisena. Esimerkiksi verokohtelu vuoden 1978 OYL:n mukaan perus-
tetuissa sijoitusyhtiöissä oli epäedullista verrattuna sijoitusrahastoihin. Lisäksi tällaisissa sijoitus-
yhtiöissä sijoittaja kantoi riskin sijoitusyhtiön liiketoiminnan kariutumisesta, koska sijoittajien pää-
oma kuului sijoitusyhtiön osakepääomaan.⁶⁷

Vuoden 1987 SRL:ia valmisteltaessa päädyttiin siihen, että sopimusmalli on tarkoituksenmukaisin
muoto organisoida sijoitusrahastotoimintaa. Valintaa perusteltiin lähinnä vertailulla senhetkiseen
sääntelytrendiin muissa maissa. Todettiin, että sopimusmalliin pohjautuva rahastoratkaisu on ylei-
nen muissa Euroopan maissa, ja OECD:n vuonna 1972 hyväksymissä sijoitusrahastotoimintaa kos-
kevissa standardisäännöissä suositellaan sijoitustoiminnan harjoittamista nimenomaan rahastomu-
toisena. Myös Euroopan Neuvosto hyväksyi samana vuonna vastaavanlaiset standardisäännöt. Val-
misteltavaan lakiin otettiin mallia Ruotsin, Norjan ja Tanskan rahastosääntelystä, joissa oli otettu
huomioon edellä mainitut standardisäännöt. Erityisesti painotettiin myös sopimusmallin turvalli-
suutta osakeyhtiömuotoiseen rahastoon nähden: ”Tämä seikka erottaa sijoitusrahastot sellaisista si-
joitusyhtiöistä, joissa yleisö merkitsee sijoitusyhtiön osakkeita rahasto-osuuksien asemesta. Tällai-
sissa sijoitusyhtiöissä yleisön sijoittamat varat kuuluvat sijoitusyhtiön omaisuuteen eli sijoitusyh-
tiön osakepääomaan. Sijoitusyhtiön mennessä konkurssiin yleisön sijoittamat varat eivät näin ollen
ole turvassa. Tässä suhteessa rahastojärjestelmä on sijoittajan kannalta turvallisempi.”⁶⁸

On huomioitava, että vuoden 1987 SRL ei estänyt ennen kyseisen lain voimaantuloa perustettujen
osakeyhtiömuotoisten sijoitusyhtiöiden toimintaa. Laissa nimenomaan sallittiin tällaisille yhtiöille

⁶⁶ Ks. etenkin *HE 22/1977* s. 1. Esityksen mukaan sijoitusyhtiöt olisivat julkisen valvonnan alaisia ja hankkisivat ylei-
söltä varoja, jotka yhtiö edelleen sijoittaisi taloudellista asiantuntemustaan hyödyntäen useisiin eri kohteisiin. Sijoitus-
kohteina olisivat erilaiset arvopaperit, joiden tuotto ja arvonnousu tulisivat sijoittajien hyväksi. Hankkiessaan sijoitus-
yhtiön osakkeita säästäjästä tulisi samalla sijoitusyhtiön äänivaltainen osakas osakkeenomistajalle kuuluvine oikeuksi-
neen. 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 ha-
luaa. Ks. myös *HE 238/1986* s. 8, *Harju — Syyrilä 2001* s. 2 ja *Lindström 2013* s. 112.

⁶⁷ *HE 238/1986* s. 8, *Turtiainen 2004* s. 37 ja *Lindström 2013* s. 112—113. Ennen vuoden 1987 SRL:n säätämistä maas-
samme toimi kolme osakeyhtiömuotoista sijoitusyhtiötä: Medical Investment Trust Oy, SYP-Invest Oy ja OP-Sijoitus
Oy. Vuoden 1978 OYL soveltui sellaisenaan kuitenkin huonosti 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.

⁶⁸ Ks. *HE 238/1986* s. 5—6.

mahdollisuus osallistua yhteisiin arvopaperisijoituksiin lain mahdollistaman uuden sijoitusrahasto-toiminnan ohella.⁶⁹ Lakitekhninen 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 kahteen vaihtoehtoiseen tapaan.⁷⁰ Toimintamuotoja koskeva rajausta poistettiin kuitenkin nykyisen SRL:n säätämisen yhteydessä. Rajausta ei nähty enää tarpeelliseksi, koska vuoden 1987 SRL:n mukainen sijoitusrahastomuoto oli vakiinnuttanut asemansa markkinoilla eikä vastaavaa sijoitustoimintaa käytännössä ollut kannattavaa harjoittaa osakeyhtiömuotoisena.⁷¹

3.3 Miksi tarvitaan vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiömuoto?

Aluksi kysymystä on luontevaa lähestyä EU-sääntelyn näkökulmasta. 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.*

Puolestaan AIFM-direktiivin 2(2) artiklan mukaan:

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, trusteja koskevien säännösten tai yhtiöjärjestyksen nojalla vai onko sillä jokin muu oikeudellinen muoto;*
- c) vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan oikeudellisella muodolla.*

EU-sääntelystä havaitaan, että UCITS-rahastoja on mahdollista perustaa kolmella eri tavalla, kun taas AIF-rahastojen juridista muotoa ei ole rajoitettu. Suomessa puolestaan UCITS-rahastojen ja AIF-rahastojen (jotka ovat erikoissijoitusrahastoja) juridinen muoto määräytyy SRL:n mukaan.⁷² Sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen juridisen muodon rajausta pelkkään sopimusmalliin on Suomen lainsäätäjän valitsema kansallinen poikkeus. Direktiiveissä annetaan yleensä vain suunta- viivoja jonkin päämäärän implementoimiseksi kansallisella tasolla, jolloin kansallisella tasolla voidaan asettaa ankarampiakin säännöksiä, kunhan direktiivin edellyttämä minimisääntely vähintään saavutetaan.⁷³

⁶⁹ 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."

⁷⁰ Ks. HE 238/1986 s. 11, jonka mukaan kollektiivisen arvopaperisijoittamisen harjoittaminen esimerkiksi avoimena yhtiönä tai kommandiittiyhtiönä nähtiin riskialttiiksi vaihtoehtoksi ei-ammattimaisille sijoittajille.

⁷¹ Ks. HE 202/1998 s. 21, jonka mukaan toimintamuodon rajauksen poistamisen ei katsottu myöskään aiheuttavan riskiä siitä, että piensijoittajat alkaisivat sijoittaa varojaan kommandiittiyhtiömuotoisiin *venture capital* -rahastoihin.

⁷² Sopimusmallisen sijoitusrahaston juridista muotoa koskeva ydinsäännös on SRL 25 §, jossa säädetään sijoitusrahaston varojen kuulumisesta osuudenomistajille. Puolestaan SRL 3 a.1 §:ssä säädetään, että erikoissijoitusrahastoihin sovelletaan muun muassa edellä mainittua sijoitusrahastojen juridisen muodon kannalta olennaista SRL 25 §:ää.

⁷³ Ks. direktiivien ulottuvuudesta esim. *Raitio* 2013 s. 231—232.

Jo vuonna 1990 eli kolme vuotta vuoden 1987 SRL:n voimaantulon jälkeen vuoden 1990 *sijoitusrahastolakityöryhmä* tiedosti sopimusmallisen rahastojärjestelmän vaikeuttavan suomalaisten sijoitusrahastojen kilpailukykyä. Osakeyhtiömuotoisen 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 kyseistä rakennetta tuntenut.⁷⁴ Työryhmämuistiossa ei otettu kantaa siihen, voitaisiinko vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä säätää mahdollisesti kokonaan osakeyhtiölaista erillisessä laissa. Myös vielä vuosituhannen alussa herätettiin toivoa, että vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden toimintaedellytyksiä selvitettäisiin osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä.⁷⁵ Näin ei kuitenkaan koskaan tapahtunut.

Yhteiskunnallinen kehitys on muuttunut merkittävästi siitä, kun vuoden 1987 SRL säädettiin. Ratkaisevana perusteena sopimusmallisen rahastomuodon valinnalle oli osakeyhtiömuotoisen sijoitusyhtiön potentiaalinen konkurssiriski. Muuttuneessa sääntely-ympäristössä alkuperäiset argumentit käytettävissä olevien organisoitumismuotojen rajoittamiselle eivät ole enää relevantteja. Vuoden 1987 SRL:n säätämisen aikoihin Suomi ei ollut ETA:n eikä EU:n jäsen eikä UCITS-sääntely siten ollut voimassa. ETA-sopimuksen voimaantulon yhteydessä vuoden 1994 alussa toteutetuilla SRL:n muutoksilla pantiin kuitenkin täytäntöön UCITS-direktiivin säännökset. Tämän lisäksi 2000-luvulla UCITS-sääntelyyn tehdyt lukuiset muutokset ovat parantaneet sijoittajansuojaa entisestään.

Sijoitusrahaston konkurssi on äärimmäisen epätodennäköinen UCITS-sääntelystä johtuen (käytännössä melkein mahdoton).⁷⁶ Tämän takaavat muun muassa UCITS-sääntelyn edellyttämät sijoituskohteiden rajoitukset, hajautusvaatimukset, johdannaisten käyttöä koskevat rajoitukset, riskienhallintavaatimukset, viranomaisvalvonta, varojen säilytysvaatimukset (sijoittajien varojen suojeleminen rahastoyhtiön tai säilytysyhteisön konkurssissa) ja raportointivaatimukset.⁷⁷ Vaatimukset koskevat kaikkia UCITS-yhteissijoitusyrityksiä niiden organisoitumismuodosta riippumatta (sopimal-

⁷⁴ VM 1990:21 s. 26 ja 29. Samansuuntaisesti lausui HE 309/1992 s. 27, jossa todettiin, että vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden toimintaedellytysten selvittäminen tapahtunee osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä. Epäiltiin myös, että äänioikeudettomien osakkeiden mahdollistaminen vuoden 1978 OYL:ssä lisäisi sijoitusyhtiöiden perustamismahdollisuuksia. Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden 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.

⁷⁵ Harju — Syyrilä 2001 s. 58.

⁷⁶ Ks. esim. HM Treasury 2007 s. 9, jossa todetaan UCITS-muotoisen OEIC-sijoitusyhtiön konkurssiriskistä seuraavaa: "In practice, the probability of an OEIC collapse is small."

⁷⁷ Ks. HE 202/1998 s. 19. Ks. myös Turtainen 2004 s. 46, jossa todetaan sijoitusrahaston konkurssin olevan harvinainen nimenomaan riskejä alentavan sääntelyn johdosta.

liset rahastot, yhtiömuotoiset rahastot ja trustit). Näin ollen nykyisessä sääntely-ympäristössä yhtiömuotoisen yhteissijoitusyrityksen konkurssi ei ole yhtään sen todennäköisempi kuin sopimusmallisen yhteissijoitusyrityksen.⁷⁸

Vaihtuvapääomaisen yhtiömuotoisen rahaston eduiksi on tunnistettu muun muassa tunnettisuus kansainvälisillä markkinoilla, kustannustehokkuus ja joustavuus.⁷⁹ Ruotsissa perustettiin vuonna 2014 työryhmä pohtimaan, miten ruotsalaisen rahastotoimialan kilpailukykyä voitaisiin parantaa modernisoimalla rahastolainsäädäntöä. Työryhmän selvitys (SOU 2016:45) julkaistiin kesäkuussa 2016, ja siinä suositeltiin muun muassa, että kilpailukyvyn parantamiseksi tulisi Ruotsissa sallia yhtiömuotoiset rahastot (*associationsrättsliga fonder*). Selvityksessä todetaan, että jäykästä sääntelystä johtuen monia rahastoja on jo muuttanut Ruotsista ulkomaille, minkä seurauksena menetetään verotuloja ja työpaikkoja.⁸⁰ Myös Suomen SRL:n kokonaisuudistusta valmistelleen työryhmän mietinnössä ja sen pohjalta valmistellussa hallituksen esityksessä todetaan, että vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön muodossa toimivan UCITS-yhteissijoitusyrityksen mahdollistaminen saattaisi edistää suomalaisten sijoitusrahastojen kilpailullista asemaa kansainvälisillä markkinoilla.⁸¹

Euroopassa onkin havaittavissa rahastotoiminnan vahvaa keskittymistä juuri niihin valtioihin, joissa on panostettu monipuolisiin yhteisen sijoitustoiminnan järjestämismahdollisuuksiin. Monipuoliset toiminnan järjestämismahdollisuudet näkyvät muun muassa siten, että mahdollistetaan eri yhteisömuotojen valikoima ja mahdollisimman joustava kansallinen sääntely direktiivin ulkopuolelle jäävien osa-alueiden kohdalla, unohtamatta kuitenkin tarkoituksenmukaisia ja houkuttelevia verotusratkaisuja.⁸² Vielä 20 vuotta sitten tilanne Euroopassa rahastojen sijoitusvarallisuuden suhteen

⁷⁸ Kuvitteellisesti voidaan ajatella, että nykyisessä sääntely-ympäristössä vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön omistaisivat osakkeenomistajat, sitä hallinnoisi rahastoyhtiö, jota puolestaan valvoisi sijoitusyhtiön säilytysyhteisö ja Finanssivalvonta. Jos rahastoyhtiö menisi konkurssiin tai sen toimilupa evättäisiin, säilytysyhteisön tulisi etsiä sijoitusyhtiölle uusi rahastoyhtiö. Sijoitusyhtiössä oleville sijoituskohteille tai niiden markkina-arvolle ei tällöin tapahtuisi mitään. Sijoitusyhtiössä olevan omaisuuden arvo toki vaihtelisi sijoituskohteiden markkina-arvon mukaan, ja osakerahaston kohdalla arvosta voisi kurssiromahduksen seurauksena hävitä esimerkiksi puolet, mutta sijoitusyhtiö itsessään ei menisi konkurssiin. Sijoitusyhtiön osakkeiden arvo vain pienenesi. Useimpien pörssiromahdusten jälkeen markkinat ja rahastojen arvot kuitenkin palautuvat romahdusta edeltäville tasoille muutamassa vuodessa. Tämän lisäksi sijoitusyhtiön säilytysyhteisö säilyttäisi sijoitusyhtiön omaisuutta. Säilytysyhteisönä toimisi todennäköisesti jokin pankki. Mikäli säilytysyhteisö menisi konkurssiin, sijoitusyhtiön varat eivät tulisi osaksi pankin konkurssipesää, koska omaisuutta säilytettäisiin erillään säilytysyhteisön varoista.

Ks. myös *SOU 2016:45* s. 225, jossa todetaan UCITS-muotoisen Iso-Britanniassa toimivan OEIC-sijoitusyhtiön (vaihtuvapääomainen yhtiömuotoinen rahasto) konkurssin todennäköisyyden olevan hyvin pieni silloin, kun UCITS-direktiivin sijoitusrajoituksia noudatetaan.

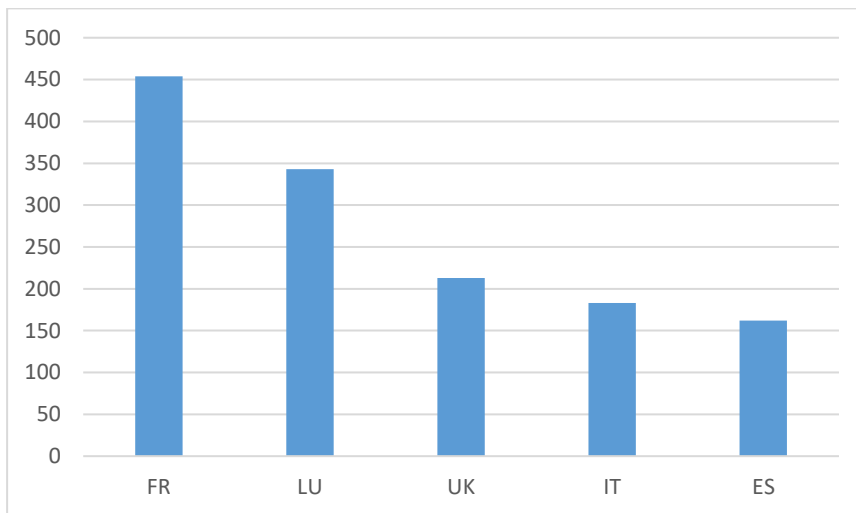
⁷⁹ *CEMS — Stockholm School of Economics — FIM: Impact Assessment Report 2016* s. 15. Kyseessä oli Ruotsin sijoitusrahastotoimialan edustajille suunnattu pienimuotoinen haastattelututkimus, jonka tarkoituksena oli hahmottaa, millä tavoin yhtiömuotoisten rahastojen lanseeraus Ruotsissa parantaisi toimialan kilpailukykyä.

⁸⁰ 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.”

⁸¹ *VM 5/2018* s. 51 ja *HE 243/2018* s. 52. Ks. myös *VM111:00/2016 Arviomuistio* s. 13, jonka mukaan kehitys on jo osoittanut, että Suomesta siirtyy rahastotoimintaa keskeisempiin Euroopan rahastovaltioihin, kuten Luxemburgiin. Markkina-alueen kilpailukykyä voitaisiin parantaa EU-sääntelyn tarjoamia keinoja täysimääräisesti hyödyntämällä. Mainittuihin keinoihin lukeutuu muun muassa monipuolisten organisoitumismuotojen mahdollistaminen kansallisessa sääntelyssä.

⁸² Ks. *VM111:00/2016 Arviomuistio* s. 2.

näytti sängen erilaiselta nykypäivään verrattuna (*Kuvio 4*).⁸³ Ranska oli pitkään 1990-luvulla maailman toiseksi suurin rahastovaltio Yhdysvaltojen jälkeen.⁸⁴



Kuvio 4: Euroopan viisi suurinta rahastomaata sijoitusvarallisuuden mukaan laskettuna (miljardia euroa) vuoden 1997 lopussa.

Kun lukuja verrataan aiemmin esitettyyn *kuvioon 3*, huomataan, että reilussa 20 vuodessa Luxemburg on vakiinnuttanut paikkansa suvereenisti Euroopan suurimpana rahastovaltiona. Kuten kuvio 4 havaitaan, ei Irlanti edes ollut vuonna 1997 Euroopan viiden suurimman rahastovaltion joukossa (tarkalleen ottaen Irlanti löytyi sijalta 8 ja rahastojen yhteenlaskettu sijoitusvarallisuuden arvo oli 43 miljardia euroa⁸⁵). Tämä on reaali maailman esimerkki siitä, kuinka sääntelyratkaisuilla voidaan vaikuttaa rahastojen sijoittautumispäätöksiin niinkin lyhyessä ajassa kuin muutamassa vuosikymmenessä. Luxemburg ja Irlanti ovat onnistuneet rakentamaan sääntelyn, jonka puitteissa yhteissijoitusyritysten osuuksien markkinointi ulkomaille on tehokasta, jolloin toisaalta 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.

Eri rahastomuotojen kustannustehokkuudesta ei ole tehty laajamittaisia tutkimuksia.⁸⁶ Sijoittajien intressissä olisi luonnollisesti, että rahastot toimisivat mahdollisimman tehokkaasti ilman ylimääräisiä kustannuksia. A. Joseph Warburton on tutkinut, kumpi Iso-Britannian rahastomuodoista, OEIC (*open-ended investment company*, yhtiömuotoinen rahasto) vai trustimuotoinen rahasto (*unit trust*), toteuttaa sijoittajan intressejä paremmin. Brittiläisistä rahastoista kerätyn poikkileikkausaineiston perusteella vaikuttaa siltä, että vaihtuvapääomaiset yhtiömuotoiset rahastot (OEIC) veloittavat huomattavasti alhaisempia merkintäpalkkioita kuin trustimuotoiset rahastot. Sama pätee myös

⁸³ Ks. HE 202/1998 s. 8.

⁸⁴ VM 1995:20 s. 50. 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 selittyi maan väkiluvulla (63,23 miljoonaa ihmistä vuonna 2018), minkä johdosta Ranskassa on merkittävät kotimarkkinat.

⁸⁵ HE 202/1998 s. 8.

⁸⁶ Warburton 2008 s. 768.

vuosittaisiin hallinnointipalkkioihin. Tutkimuksessa ei kuitenkaan tunnistettu, että organisoitumis-
muodolla olisi ollut vaikutusta rahastojen suoriutumiseen sijoitustoiminnasta saatujen tuottojen
osalta. Joka tapauksessa empiirinen analyysi tuki hypoteesia siitä, että yhtiömuotoinen rahasto edis-
täisi paremmin sijoittajien intressejä alhaisempien kokonaiskustannusten muodossa.⁸⁷

Kun otetaan huomioon edellä tarkastellut kilpailukyky- ja tehokkuusedut sekä EU-sääntelyn tarjoa-
mat mahdollisuudet erilaisille organisoitumismuodoille, ei ole perusteltua rajoittaa toiminnan har-
joittamista siten, kuin SRL:ssa tällä hetkellä tehdään. Jo vuosituhannen alun oikeuskirjallisuudessa
on esitetty kannanottoja sijoitusyhtiörakenteen mahdollistamisen puolesta.⁸⁸ Euroopan johtavissa
rahastovaltioissa sääntelytrendinä on useiden vaihtoehtoisten organisoitumismuotojen tarjoaminen.
Markkinatoimija voi näin ollen valita vaihtoehtoista muotoa sen, joka sopii parhaiten kulloi-
seenkin liiketoimintaan.⁸⁹ Esimerkiksi Luxemburgissa on pyritty ylläpitämään ja kehittämään jous-
tavaa vaihtoehtoisia organisoitumismuotoja mahdollistavaa sääntelyä jo vuosikymmenten ajan.⁹⁰

Huomionarvoisena seikkana nykyisestä markkinakehityksestä voidaan mainita myös, että yhtiö-
muotoiset rahastot (muun muassa Irlannin ICAV ja Luxemburgin SICAV) ovat Euroopan suosi-
tuimpia rahastotyyppisiä. Vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiömuotoa koskevaa sääntelyä löytyy myös
muun muassa Sveitsistä, Ranskasta, Saksasta ja Espanjasta. Vaikka UCITS-direktiivi on pyritty
konstruoimaan neutraalisti siten, ettei rahaston organisoitumismuodolla olisi vaikutusta, on kuiten-
kin väistämätöntä, että Euroopan yhteissääntelyn tuleva kehitys suosii enemmistöä. Lieneekin to-
dennäköistä, että UCITS-sääntelyn tulevat muutokset soveltuvat paremmin yhtiömuodossa toimi-
viin rahastoihin, joiden juridista rakennetta käytettäneen ensisijaisena ”pohjana” sääntelymuutoksia
valmisteltaessa. Lisäksi suurten yhtiömuotoisten yhteissijoitusyritysten edustajilla on käytettäväs-
sään suurimmat edunvalvontakoneistot, joilla pystytään vaikuttamaan tulevan sääntelyn sisältöön.
Näin ollen tulevat sääntelymuutokset saattavat olla vaikeammin adaptoitavissa epätavanomaisiin ja
valtavirran heikommin tuntemiin rahastomuotoihin.

⁸⁷ Ks. *Warburton* 2008 s. 747–748 ja 773–774. Tulosten luotettavuuden parantamiseksi tutkimus haluttiin tehdä ni-
menomaan Iso-Britanniassa, jossa yhtiömuotoisia ja ei-yhtiömuotoisia rahastoja kilpailee samoilla markkinoilla. Vaikka
trustimuotoiset rahastot eivät olekaan suoraan verrannollisia Suomessa käytössä olevaan sopimusmalliin, ollaan kuiten-
kin käytännössä lähellä sitä (trustimuotoisissa rahastoissa sijoittajilla on jopa enemmän kontrollioikeuksia kuin sopi-
musmallisissa rahastoissa). Kummassakin organisoitumismuodossa kontrollioikeus on kuitenkin rajoitetumpi kuin vaihtu-
vapääomaisessa sijoitusyhtiömuodossa. Tutkimuksen tekemisen aikoihin Iso-Britanniassa ei ollut vielä suoraan Suo-
men sijoitusrahastomallin verrannollista rahastomuotoa. Tällainen organisoitumismuoto, *Authorized Contractual
Scheme* (ACS), lanseerattiin Iso-Britanniassa vuonna 2013.

⁸⁸ Ks. esim. *Harju — Syyrilä* 2001 s. 4 ja *Turtiainen* 2004 s. 202.

⁸⁹ *SOU 2016:45* s. 234.

⁹⁰ Esimerkiksi vuonna 1995 Luxemburgin silloista sääntelyä on kuvattu seuraavasti: ”Luxemburgin kaupallisia yhtiöitä
koskeva laki sallii yhteissijoitustoiminnan ulkoiselle muodolle useita eri mahdollisuuksia. Sen perusteella sijoitustoim-
innan harjoittaja voi valita toiminnalleen sellaisen oikeudellisen rakenteen, joka vastaa parhaiten sijoitustoiminnalle
kussakin tapauksessa asetettuja tavoitteita.” Ks. *VM 1995:20* s. 4.

4 KANSAINVÄLINEN VERTAILU

4.1 Iso-Britannia

4.1.1 OEIC-sääntely

Brittiläinen yhtiöoikeus asettaa tarkat vaatimukset osakeyhtiön osakepääomalle sekä sille, missä laajuudessa sitä voidaan jakaa osakkeenomistajille. Tällainen järjestelmä ei toimi yhteisessä sijoitustoiminnassa, jossa rahaston täytyy jatkuvasti ottaa vastaan merkintöjä ja lunastuksia, jolloin osakepääoman määrän on vaihduttava merkintöjen ja lunastusten mukana. Tämän mahdollistamiseksi brittiläinen yhtiösääntely — *Companies Act* — olisi tarvinnut merkittäviä muutoksia. Ongelma ratkaistiin siten, että vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä päätettiin säätää erillisessä laissa. Vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskeva OEIC-sääntely, “*The Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996*”, astui voimaan alkuvuodesta 1997.⁹¹ Uuden lain mahdollistama organisoitumismuoto soveltui paremmin yhteisen sijoitustoiminnan tarpeisiin, ja vielä nykyäänkin yhteissijoitusyrityksiä perustetaan Iso-Britanniassa eniten OEIC-muodossa.⁹²

Sääntelyn tarkoituksena oli mahdollistaa UCITS-direktiivin sallima *investment company* -organisoitumismuoto. Ennen mainittua sääntelyuudistusta Iso-Britanniassa oli mahdollista perustaa UCITS-direktiivissä tarkoitettuja yhteissijoitusyrityksiä ainoastaan *unit trust* -muodossa⁹³. Vaikka kyseessä on teknisesti oma lakinsa, viitataan laissa kuitenkin säännöllisesti yhtiölakiin (*Companies Act 2006*) ja konkurssilakiin (*Insolvency Act 1986*).⁹⁴ Tämän lisäksi viitataan finanssipalveluita koskevaan lakiin (*Financial Services and Markets Act 2000*), minkä johdosta brittiläisen markkinavalvojan FCA:n (*The Financial Conduct Authority*) sääntely eli *FCA Handbook* soveltuu OEIC-muotoiseen rahastotoimintaan. Käytännössä tämä tarkoittaa, että OEIC-laissa säädetään perustavanlaatuisista asioista, kuten esimerkiksi OEIC:n perustamisesta, osakepääomasta, yhtiön edustamisesta ja purkamisesta, kun taas puolestaan muun muassa sijoitusrajoituksia, sijoittajansuojaa, kuluja ja raportointia koskevaa sääntelyä löytyy *FCA Handbook*:sta.⁹⁵

⁹¹ Laki korvattiin vuonna 2001, jolloin astui voimaan *The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001*, jäljempänä *OEIC Regulations 2001*.

⁹² *SOU 2016:45* s. 222—223.

⁹³ Ks. *VM 1995:20* s. 31. Kyseisestä organisoitumismuodosta on Suomessa myös käytetty nimitystä ”osuustrusti”. *Unit trust* rakentuu anglosaksiselle kaksoisomistusoikeuteen perustuvalla trusti-käsitteelle. Se perustetaan rahaston hallinnoijan ja omaisuudenhoitajan — esimerkiksi pankki — välisellä trustisopimuksella (*trust deed*). Sääntely määrää sopimuksen vähimmäissisällön. Trustille ominaisesta kaksoisomistusoikeudesta johtuu, että omaisuudenhoitajaa pidetään rahaston omistajana, joka on vastuussa sen hallinnosta. Osuudenomistajan omistusoikeus sitä vastoin perustuu rahaston varallisuuden muodostamiin etuuksiin (ns. *beneficial ownership*). Rahaston hallinnoija puolestaan on vastuussa sijoitustoiminnasta ja merkintöjen sekä lunastusten toteuttamisesta.

⁹⁴ Esimerkiksi yhtiön rekisteröimisen osalta viitataan yhtiölakiin ja insolvenssimenettelyiden osalta konkurssilakiin.

⁹⁵ *SOU 2016:45* s. 224. Ks. esim. *OEIC Regulations 2001* s 6(1), jossa delegoidaan markkinavalvojalle eli FCA:lle norminantovaltaa: “The Authority’s powers to make rules under section 247 (trust scheme rules) and section 248 (scheme particulars rules) of the Act [tällä viitataan aiempaan mainittuun finanssipalveluita koskevaan lakiin eli *Financial Services and Markets Act 2000*] in relation to authorised unit trust schemes are, subject to the provisions of these Regulations, exercisable in relation to open-ended investment companies—

4.1.2 Perustaminen

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 sääntelyn mukaisesti. Yhtiön kotipaikkana on oltava Iso-Britannia, ja johtohenkilöiden tulee olla soveltuvia tehtävänsä. Ennen kuin kukaan voi sijoittaa yhtiöön, täytyy sillä olla *prospectus* (Suomessa vastaavana dokumenttina voidaan pitää SRL 92 §:ssä tarkoitettua rahastoesitettä, jossa on oltava olennaiset tiedot sijoitusrahaston sijoitustoiminnan tavoitteista ja sen muista ominaisuuksista, sijoitusrahastoa hallinnoivasta rahastoyhtiöstä, sekä sijoitusrahaston käyttämästä säilytysyhteisöstä).⁹⁶

4.1.3 Yhtiöorganit ja päätöksenteko

OEIC-sijoitusyhtiön osakkeenomistajilla on samat mahdollisuudet johtaa yhtiötä kuin osakkeenomistajilla tavallisessa osakeyhtiössä. Varsinainen yhtiökokous pidetään vuosittain, ja osakkeenomistajat voivat valita yhtiön johdon. Kuitenkin vuonna 2007 lakia muutettiin niin, että johto voidaan valita ilman varsinaista yhtiökokousta.⁹⁷ Samalla mahdollistettiin yhtiökokouksen jättäminen tarvittaessa väliin.⁹⁸ 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:ssa tarkoitettujen 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. Lisäksi OEIC-sijoitusyhtiön varat on pidettävä erillisessä säilytysyhteisössä, jonka rooli ja velvollisuudet ovat vastaavanlaiset kuin SRL 2.1 §:n 5 kohdassa tarkoitettujen säilytysyhteisön. Säilytysyhteisön tehtäviin kuuluvat pääasiassa OEIC-sijoitusyhtiön varojen säilyttäminen ja toiminnan valvominen.⁹⁹

(a) for like purposes; and

(b) subject to the same conditions.”

Sääntelyratkaisulla pyritään hyödyntämään laajasti jo olemassaolevaa sääntelyä, koska lakiviittauksen tarkoituksena on hyödyntää unit trusteja koskevaa sääntelyä soveltuvin osin myös OEIC-muotoisiin yhteissijoitusyrityksiin.

⁹⁶ *SOU 2016:45* s. 224.

⁹⁷ Ks. *OEIC Amendment Regulations 2005* s. 1, 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.

⁹⁸ Ks. *OEIC Amendment Regulations 2005* s. 1—2. Ks. myös *OEIC (Amendment) Regulations 2005 Explanatory Memorandum* s. 2, jonka mukaan pakollisen yhtiökokouksen todettiin aiheuttavan kustannuksia ilman, että se varsinaisesti lisää 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.”

⁹⁹ Ks. *SOU 2002:56* s. 512 ja *SOU 2016:45* s. 225.

4.1.4 Vaihtuva osakepääoma

Jotta osakeyhtiö voisi toimia UCITS-direktiivissä tarkoitettuna yhteissijoitusyrityksenä, on välttämätöntä, että sillä on vaihtuva osakepääoma, jolloin osakkeenomistajat pystyvät tarvittaessa merkitsemään tai lunastamaan osakkeita. OEIC-sijoitusyhtiön osakepääoma vastaa yhtiön varojen markkina-arvoa, joka lasketaan prospectuksesta ilmenevillä arvonmääritysmenetelmillä. Yhden osakkeen arvo saadaan jakamalla OEIC-sijoitusyhtiön varojen markkina-arvo kaikkien osakkeiden lukumäärällä. Uusi OEIC-sijoitusyhtiön osake voidaan laskea liikkeelle, kun sijoittaja sijoittaa yhtiön varoja. Arvonlaskennan jälkeen sijoitettu summa jaetaan yhden osakkeen arvolla, minkä perusteella määräytyy, kuinka monta osaketta sijoittaja saa. Toisaalta osakkeenomistaja voi lunastaa osakkeensa milloin tahansa, jolloin hän saa itselleen osakkeidensa arvoa vastaavan summan OEIC-sijoitusyhtiön osakepääomasta. ACD huolehtii merkintöjen ja lunastusten järjestämisestä, eikä yhtiökokouksen myötävaikutusta tarvita. Tavanomaiseen *Companies Act*:n mukaiseen osakeyhtiöön verrattuna OEIC-sijoitusyhtiön velkojien suojan voidaan katsoa olevan heikompi. Joka tapauksessa riski katsotaan hyväksyttäväksi, koska UCITS-direktiivistä johtuen yhteissijoitusyrityksen konkurssiriski on äärimmäisen pieni, kuten jo aiemmin todettiin.¹⁰⁰

4.1.5 Alarahastot

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 liikkeelle erilaisia osakkeita, jolloin eri osakkeet kuuluvat omiin alarahastoihinsa. Vuoteen 2007 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 alarahastojen osakkeenomistajien riskejä. Vaikka konkurssin riski on käytännössä mitätön, haluttiin kysymys kuitenkin korjata myös lainsäädännön tasolla. Vuonna 2007 lainsäädäntöä muutettiin siten, että alarahastoja kohdellaan ikään kuin ne olisivat toisistaan erillisiä juridisia henkilöitä.¹⁰¹

4.2 Irlanti

4.2.1 ICAV-sääntely

Myös Irlannissa — aivan kuten Iso-Britanniassa ja Luxemburgissa — yhteissijoitusyritykset voivat olla sopimusmuotoisia tai yhtiömuotoisia. Vuoteen 2015 asti irlantilaisiin osakeyhtiömuotoisiin rahastoihin sovellettiin käytännössä samoja sääntöjä kuin tavallisiin osakeyhtiöihin, jolloin sovellettiin Irlannin silloista yhtiölakia (*Companies Act 1990*). Laissa oli lukuisia poikkeuksia osakeyhtiömuotoisia rahastoja eli sijoitusyhtiöitä varten. Poikkeukset liittyivät muun muassa osakepääomaa

¹⁰⁰ *SOU 2016:45* s. 225.

¹⁰¹ *SOU 2016:45* s. 226.

koskeviin sääntöihin, osakkeiden liikkeeseenlaskuun ja lunastuksiin sekä muihin nimenomaan yhteissijoitusyrityksille välttämättömiin toimintoihin. Vuonna 2014 Irlannin yhtiölaki uudistettiin, jolloin astui voimaan *Companies Act 2014*. Muutokset liittyivät pääasiassa tavallisia osakeyhtiöitä koskevan sääntelyn modernisoimiseen, mutta samalla päätettiin myös säätää täysin oma lakinsa yhtiömuotoisille yhteissijoitusyrityksille. Vuonna 2015 astui voimaan ICAV Act (*Irish Collective Asset-Management Vehicles Act 2015*, jäljempänä ICAV-laki), jonka myötä lanseerattiin täysin uudentyyppinen rahastoinstrumentti, ICAV (*Irish Collective Asset Management Vehicle*, jäljempänä ICAV-rahasto).¹⁰² Uuden rahastomuodon lanseeraaminen liittyi Irlannin hallituksen vuosille 2011—2016 asettamaan kansainvälisen finanssipalvelusektorin kehittämistä koskevaan strategiaan.¹⁰³

Irlannin vanhan yhtiölain mukaisesti perustetut osakeyhtiömuotoiset sijoitusyhtiöt (*Variable Capital Company*, VCC) voivat jatkaa toimintaansa kuten ennenkin, ja myös uusia osakeyhtiömuotoisia sijoitusyhtiöitä pystyy perustamaan uuden yhtiölain nojalla. Tällaiset yhtiölain nojalla perustetut sijoitusyhtiöt voidaan myös tarvittaessa muuttaa ICAV-rahastoiksi ICAV-laissa olevan erityissäännöksen nojalla.¹⁰⁴ Lähtökohta ICAV-laille on edelleen Irlannin yhtiölaki, eli tällä hetkellä *Companies Act 2014*. Lainsäädäntötekniikka on kuitenkin erilainen kuin ennen. Sen sijaan, että todettaisiin yhtiölain soveltuvan, jos ICAV-laissa ei ole toisin säädetty, päätettiin ICAV-rahastoista säätää pelkästään ICAV-laissa. Lainvalmistelun aikana heräsi keskustelua siitä, tulisiko uuden ICAV-lain viitata yhtiölakiin silloin, kun samat säännöt soveltuvat, vai tulisiko kyseiset säännökset ottaa sellaisinaan ICAV-lakiin. Jälkimmäiseen ratkaisuun päätymiseen oli monia syitä. Sanottaessa, että ICAV-rahastoista säädetään ainoastaan ICAV-laissa, pitää paikkansa, mutta muutamilla varauksilla. ICAV-rahaston juridisesta muodosta, perustamisesta, hallinnosta ja oikeustoimikelpoisuudesta säädetään ICAV-laissa, mutta muut säännökset, jotka ovat spesifejä nimenomaan yhteissijoitusyritysten näkökulmasta — esimerkiksi hajautussäännöt — löytyvät muusta lainsäädännöstä. UCITS-direktiivin mukaisille ICAV-rahastoille täydentävänä lainsäädäntönä soveltuu *European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2011 (S.I. No. 352 of 2011, jäljempänä UCITS Regulations)*, ja muille vaihtoehtoisille ICAV-rahastoille soveltuu *European Union (Alternative Investment Fund Managers) Regulations 2013 (S.I. No. 257 of 2013, jäljempänä AIFM Regulations)*. Nämä ovat valtiovarainministerin antamaa alemmanta-

¹⁰² *SOU 2016:45* s. 230. Ks. myös *VM111:00/2016 Arviomuistio* s. 16.

¹⁰³ Ks. *IFSC Strategy 2011* s. 14, jossa korostetaan rahastosektorin merkittävyyttä 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.”

¹⁰⁴ Ks. *ICAV Act 2015*, ss 140—144. S 140(1) kuuluu seuraavasti: ”An investment company or an UCITS constituted as a company with fixed capital or variable capital in accordance with Regulation 4(6)(b) or (c) of the UCITS Regulations may apply to the Bank to be registered as an ICAV by way of continuation.”

soista sääntelyä — Irlannissa “*Statutory Instrument* eli *S.I.*” —, joilla on pantu kansallisesti täytäntöön UCITS- ja AIFM-direktiivien määräykset. Kyseiset säädökset sisältävät itsessään satoja sivuja lakitekstiä.¹⁰⁵

Vaikka osakeyhtiömuotoisia rahastoja voi vieläkin perustaa yhtiölain eli *Companies Act 2014*:n nojalla, on nykyään tavallista, että uuden rahaston organisoitumismuodoksi valitaan ICAV, jolloin perustaminen tapahtuu ICAV-lain nojalla. Verokohtelu on merkittävä syy sille, miksi organisoitumismuodoksi valitaan ennemmin ICAV yhtiölain mukaisen ”perinteisen” VCC-sijoitusyhtiön sijaan. Edullinen verokohtelu on tärkeää erityisesti ulkomaisille sijoittajille. ICAV itsessään on verovapaa subjekti, jolloin verotus tapahtuu osakkeenomistajien tasolla, joita verotetaan ICAV-rahastosta saaduista osingoista tai luovutusvoitoista. Yhtiölain mukaisen vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osake puolestaan katsotaan verotuksessa vastaavaksi kuin tavallisen osakeyhtiön osake. Näiden etujen lisäksi on syytä mainita, että toisin kuin VCC-sijoitusyhtiöissä, sateenvarjomallisen ICAV-rahaston alarahastot ovat täysin erillisiä yksiköitä kirjanpidon ja tilintarkastuksen näkökulmasta.¹⁰⁶

4.2.2 Perustaminen

ICAV-rahasto perustetaan kuten osakeyhtiöt. Perustamista koskevat määräykset ovat käytännössä vastaavat kuin *Companies Act 2014*:ssa, mutta ne sisältyvät täysin ICAV-lakiin.¹⁰⁷ Kaikkien ICAV-rahastojen osalta rekisteriviranomaisena toimii *Central Bank of Ireland* (CBI) riippumatta siitä, onko kyseessä UCITS-muotoinen ICAV-rahasto vai ei. UCITS-muotoiseen ICAV-rahastoon soveltuu edellä mainittu *UCITS Regulations*, jolla on kansallisesti implementoitu UCITS-direktiivin määräyksiä, kun taas AIF-muotoiseen ICAV-rahastoon soveltuu edellä mainittu *AIFM Regulations*, jolla on kansallisesti implementoitu AIFM-direktiivin määräyksiä.¹⁰⁸ ICAV-rahastolla on oltava yhtiöjärjestys, joka tunnetaan nimellä *Instrument of incorporation*¹⁰⁹ (IOI). ICAV-rahaston rekisteriviranomaisena toimii CBI, toisin kuin muilla osakeyhtiöillä, joilla rekisteriviranomaisena toimii *Companies Registration Office* eli CRO. Näin ollen sekä ICAV-rahastojen rekisteröinti että valvonta on sijoitettu saman viranomaisen eli CBI:n alaisuuteen, mikä nopeuttaa ja virtaviivaistaa yhtiön perustamista.¹¹⁰

4.2.3 Yhtiöorganit ja päätöksenteko

ICAV-rahaston osakkeenomistajilla on samat osallistumisoikeudet yhtiön päätöksentekoon kuin tavallisen osakeyhtiön osakkeenomistajilla. Varsinainen yhtiökokous pidetään vuosittain, jolloin osakkeenomistajat voivat valita hallituksen jäsenet. ICAV-rahastolla on aina oltava hallitus, jossa

¹⁰⁵ *SOU 2016:45* s. 230—231.

¹⁰⁶ *SOU 2016:45* s. 231.

¹⁰⁷ Ks. *ICAV Act 2015*, ss 5—28.

¹⁰⁸ *ICAV Act 2015*, s 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.”

¹⁰⁹ *ICAV Act 2015*, s 6.

¹¹⁰ Ks. *SOU 2016:45* s. 232 ja *VM111:00/2016 Arviomuistio* s. 16.

on vähintään kaksi jäsentä, joiden on oltava luonnollisia henkilöitä. Päätöksentekoa ja yhtiöor- gaaneja koskevat säännöt on laadittu samalla tavalla kuin tavanomaisissa irlantilaisissa osakeyhti- öissä. ICAV-rahasto voi myös nimetä toisen yhtiön hallinnointiyhtiöksi (*management company*)¹¹¹, joka on verrannollinen SRL:n rahastoyhtiöön. Hallinnointiyhtiöllä on oltava UCITS-sääntelyn tai AIFM-sääntelyn mukainen toimilupa hallinnoitavan ICAV-rahaston tyypistä riippuen.¹¹² Huomi- onarvoisena päätöksentekoa joustavana seikkana voidaan mainita, että ICAV-rahaston hallitus voi ehdottaa, ettei varsinaista yhtiökokousta pidetä.¹¹³ Kyseinen säännös on lainattu suoraan Iso-Bri- tannian OEIC-sääntelystä. *Companies Act*:n mukaan perustettujen VCC-sijoitusyhtiöiden on puo- lestaan aina pidettävä varsinainen yhtiökokous.

4.2.4 Vaihtuva osakepääoma

Samoin kuin brittiläisillä OEIC-sijoitusyhtiöillä, ICAV-rahaston osakepääoma vastaa ICAV-rahast- on varojen markkina-arvoa, joka lasketaan *prospectuksen* mukaisilla arvonmääritysmenetelmillä. Yhden osakkeen arvo saadaan jakamalla ICAV-rahaston osakepääoman markkina-arvo kaikkien osakkeiden lukumäärällä. Uusi ICAV-rahaston osake voidaan laskea liikkeelle, kun sijoittaja sijoit- taa rahastoon tietyn määrän varoja, minkä jälkeen arvonnaskennan vahvistuttua sijoittaja saa sijoit- tetta summaa vastaavan määrän osakkeita, joiden lukumäärä lasketaan jakamalla sijoitettu summa yhden osakkeen markkina-arvolla. Toisaalta osakkeenomistaja voi lunastaa osakkeensa milloin ta- hansa, jolloin hän saa itselleen osakkeidensa arvoa vastaavan osuuden ICAV-rahaston osakepää- omasta.¹¹⁴

4.2.5 Alarahastot

ICAV-rahastossa voi olla lukuisia alarahastoja, joiden sijoituspolitiikat poikkeavat toisistaan. Kon- kurssitilanteessa alarahastoja käsitellään toisistaan erillisinä yksikköinä. ICAV-laissa on nimen- omainen määräys siitä, ettei tietty alarahasto vastaa toisen alarahaston velvoitteista.¹¹⁵ Samoin koh- dellaan myös *Companies Act*:n mukaisten VCC-sijoitusyhtiöiden alarahastoja. Käytännössä sään- telyn toimivuutta ei kuitenkaan ole päästy testaamaan. On selvää, että Irlannin lakien mukaan tietyn

¹¹¹ Ks. määritelmä *ICAV Act 2015*, s 2: ” — — ‘management company’, in relation to an ICAV, means a company designated by the ICAV to undertake the management of the ICAV; — — ”.

¹¹² *SOU 2016:45* s. 232.

¹¹³ Ks. *ICAV Act 2015*, s 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.”

¹¹⁴ *SOU 2016:45* s. 232—233. Ks. myös *ICAV Act 2015*, s 6(3) ja s 38.

¹¹⁵ Ks. *ICAV Act 2015*, s 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.”

alarahaston konkurssi koskee vain kyseistä alarahastoa, mutta toisaalta on epävarmaa, tunnustavatko ulkomaiset oikeusjärjestelmät kyseistä näkökulmaa, koska teknisesti alarahastot kuitenkin ovat saman juridisen henkilön eri osia.¹¹⁶

4.3 Luxemburg

4.3.1 SICAV-sääntely

Yhteisellä sijoitustoiminnalla ja sen sääntelyllä on Luxemburgissa pitkä historia. Yhtiömuotoisia ja sopimusmallisia rahastoja koskevaa sääntelyä on ollut olemassa jo kauan ennen kuin yhteistä sijoitustoimintaa koskevan sääntelyn harmonisointi alkoi EU-tasolla 1980-luvulla. Luxemburg olikin ensimmäinen maa, joka sopeutti lainsäädäntönsä UCITS-direktiivin mukaiseksi.¹¹⁷ Luxemburg on profiloitunut kansainväliseksi rahastokeskukseksi, joka tunnetaan etenkin ETA-maissa, mutta myös Yhdysvalloissa ja Aasiassa. UCITS-rahasto voi toimia Luxemburgissa kahdessa eri muodossa. Rahasto voi toimia sopimusmallisena (*Fonds Commun de Placement*, FCP) kuten Suomessa, tai se voidaan perustaa vaihtuvapääomaiseksi sijoitusyhtiöksi (*Société d'Investissement à Capital Variable*, SICAV). Luxemburgilaista SICAV-rakennetta on käytetty mallina yhtiömuotoisia rahastoja koskevaa lainsäädäntöä valmisteltaessa muun muassa Irlannissa ja Iso-Britanniassa. Näiden lisäksi Luxemburgissa on myös muita rahastomuotoja¹¹⁸, jotka palvelevat ennemmin pääomasijoitustoimintaa.¹¹⁹

Yhteissijoitusyritys voidaan perustaa Luxemburgissa FCP-muotoon tai SICAV-muotoon. Nämä kaksi organisoitumismallia (sopimusmalli ja yhtiömalli) palvelevat avoimien UCITS-rahastojen tarpeita. SICAV-rakennetta käytetään etenkin silloin, kun osakkeita myydään ulkomaille. Pääasiallinen syy tähän on SICAV-rahastojen verokohtelu. Joidenkin maiden verosääntelyn mukaan sopimusmallisten rahastojen osuudenomistajia verotetaan suoraan rahaston saamista voitoista ja osingoista. Tällöin merkitystä ei ole sillä, että rahasto sijaitsee toisessa valtiossa kuin osuudenomistaja: rahasto tulkitaan näkymättömäksi verotuksessa, jolloin osuudenomistajaa voidaan verottaa kotimaassaan osuuksien arvonnoususta. Puolestaan SICAV-rahaston osake katsotaan monissa maissa vastaavaksi kuin osakeyhtiön osake, jolloin osakkeenomistajaa ei veroteta voitoista ja osingoista, joita SICAV-rahasto saa: SICAV-rahaston katsotaan omistavan arvopaperit, joista se saa tuottoa.

¹¹⁶ *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 kansainvälisyydestä johtuen kyseessä ei kuitenkaan ole täysin epärealistinen skenaario. Tällainen tilanne voisi olla käsillä 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.

¹¹⁷ *VM 1990:21* s. 13—15. SICAV oli jo vuonna 1990 voimakkaimmin kasvava yhteissijoitusyrityksen organisoitumismuoto Euroopassa.

¹¹⁸ Näistä voidaan mainita esimerkkeinä *société à responsabilité limitée* (SARL) ja *société à comma pair of actions* (SCA), jotka perustetaan usein AIF-muotoisina *venture capital* -rahastoina, joissa sijoittajilla on usein enemmän vaikutusvaltaa verrattuna avoimiin sijoitusyhtiöihin tai -rahastoihin.

¹¹⁹ *SOU 2016:45* s. 226—227.

Tällöin Luxemburgissa sijaitseva SICAV-rahasto on itse verosubjekti, jota verotetaan sijaintimaas-
saan Luxemburgissa (käytännössä SICAV:n tasolla ei tapahdu verotusta), eivätkä ulkomaiset osak-
keenomistajat joudu verotuksen kohteeksi, elleivät he saa osinkoja rahastosta tai myy osakkei-
taan.¹²⁰

SICAV-rahasto on kuin tavallinen osakeyhtiö, mutta sen osakepääoma on vaihtuva. UCITS-muo-
toisille yhteissijoitusyrityksille välttämättömät säännökset sisältyvät Luxemburgin yleiseen rahas-
tolakiin (jäljempänä vuoden 2010 rahastolaki).¹²¹ Laki perustuu lähtökohdalle, että SICAV-rahasto
on Luxemburgin yhtiölain mukainen yhtiö, ja *société anonyme* -muotoisia (SA) yhtiöitä¹²² koskevat
säännökset soveltuvat SICAV-rahastoihin, ellei vuoden 2010 rahastolaissa säädetä toisin. Tämä tar-
koittaa käytännössä sitä, että muun muassa perustavanlaatuiset yhtiön perustamista, edustamista ja
purkamista koskevat säännöt sisältyvät yhtiölakiin, kun taas esimerkiksi sijoitusrajoituksia, sijoit-
tajansuojaa, palkkioita ja raportointia koskevat säännökset sisältyvät vuoden 2010 rahastolakiin. On
otettava huomioon, että Luxemburgin yhtiölaki poikkeaa huomattavasti Suomen vastaavista. Sään-
tely on yleisluonteista ja ytimekästä, jolloin monista asioista ei säädetä erikseen lain tasolla, vaan
yksityiskohtaisempi sääntely tapahtuu yhtiöjärjestysten tasolla.¹²³ Juuri tämän vuoksi ja yhtiöjärjes-
tysten laajasta tulkinnasta¹²⁴ johtuen Luxemburgin yhtiölaki on todella joustava, mikä selittää sen,
miksi erilaiset yhtiömuodot mukautuvat melko vaivattomasti myös yhteiseen sijoitustoimintaan.¹²⁵

4.3.2 Perustaminen

SICAV-rahasto perustetaan samoin kuin tavallinen osakeyhtiö ja ainoastaan silloin, jos se haluaa
toimia UCITS-rahastona, tarvitaan lupa Luxemburgin markkinavalvojalta (*Commission de Surveil-
lance du Secteur Financier, CSSF*). Toimiluvan saamisen edellytykset ovat pääasiassa UCITS-di-

¹²⁰ *SOU 2016:45* s. 227.

¹²¹ Tutkimuksessa on tarkasteltu lain englanninkielistä käännöstä, jonka nimi on kokonaisuudessaan:

Law of 17 December 2010 relating to undertakings for collective investment:

– *transposing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (recast);*

– *amending:*

– *the Law of 20 December 2002 relating to undertakings for collective investment, as amended;*

– *the Law of 13 February 2007 relating to specialised investment funds, as amended;*

– *Article 156 of the Law of 4 December 1967 on income tax.*

(*Mém. A 2010, No 239*)

¹²² Kyseessä on yksi Luxemburgissa käytössä olevista yhtiömuodoista, joka vastaa julkista osakeyhtiötä. *Société anonyme* -yhtiöt voivat järjestää yleisölle suunnattuja julkisia osakeanteja.

¹²³ Vrt. *VM 1990:21* s. 83, jossa vastaavaa lähestymistapaa esitettiin myös silloiseen vuoden 1987 SRL:iin. Sijoitusra-
hastolaki ehdotettiin säädettäväksi väljäksi puitelaksi UCITS-direktiivin hengessä, jolloin kansallisista poikkeuksista
olisi luovuttu. Sääntelyn painopiste olisi siirtynyt lainsäädännöstä rahaston sääntöihin; aivan kuten Luxemburgissa yk-
sityiskohtaisempi sääntely tapahtuu yhtiöjärjestysten tasolla. Aika ei tällöin kuitenkaan ollut kypsä työryhmän esitysten
hyväksymiselle.

¹²⁴ Ks. *VM 1995:20* s. 7. Perinteisesti yhtiöjärjestysten määräyksiä on tulkittu Luxemburgissa laajasti siten, että mikä ei
ole kiellettyä, on sallittua.

¹²⁵ *SOU 2016:45* s. 227—228.

rektiivin minimisääntelyn mukaisia. Toimiluvan saamiseksi yhtiön tulee toimia vuoden 2010 rahastolain mukaisesti. Esimerkiksi yhtiön johdon tulee olla soveltuva tehtävänsä ja yhtiöllä tulee olla minimiosakepääoma, jos se ei ole nimittänyt ulkoista hallinnointiyhtiötä.¹²⁶

4.3.3 Yhtiöorganit ja päätöksenteko

SICAV-rahaston osakkeenomistajilla on yhtäläiset mahdollisuudet osallistua yhtiön päätöksentekoon kuin tavallistenkin osakeyhtiöiden osakkeenomistajilla. Varsinainen yhtiökokous pidetään vuosittain. Teoriassa osakkeenomistajalla on SICAV-rahastossa vaikutusvaltaa, koska osakkeenomistajat päättävät hallituksen jäsenten valinnasta. Tosiasiassa tätä vaikutusvaltaa ei juurikaan käytetä, joten verotukselliset tekijät ovat pääasiallinen syy SICAV-rahastojen suosioon sijoittajien keskuudessa FCP-rahastoihin verrattuna. Toisin kuin brittiläisellä OEIC-sijoitusyhtiöllä, SICAV-rahaston hallituksessa saa käytännössä olla vain luonnollisia henkilöitä. Kuitenkin SICAV-rahaston hallitus voi nimittää hallinnointiyhtiön (vastaava rooli kuin rahastoyhtiöillä Suomessa) hoitamaan rahaston päivittäistä hallintoa. Jos SICAV-rahasto nimittää hallinnointiyhtiön, koskevat hallinnoinnin delegointia koskevat säännökset myös hallinnointiyhtiötä, jos se delegoi toimintojaan vielä kolmansille osapuolille. Rahastolain mukaan hallinnointiyhtiön tulee toimia rehellisesti, puolueettomasti ja ammattimaisesti SICAV-rahaston etujen mukaisesti. Hallinnointiyhtiö hoitaa päivittäistä hallintoa, sijoituspäätöksiä sekä osakkeiden merkintöjen ja lunastusten toteuttamista. Käytännössä on todella harvinaista, että SICAV-rahasto ei olisi nimittänyt hallinnointiyhtiötä hoitamaan rahaston päivittäistä hallintoa. Tämän lisäksi SICAV-rahaston varat on säilytettävä säilytysyhteisössä, jonka rooli ja velvollisuudet (pääasiassa varojen säilytys ja valvontafunktio) vastaavat SRL:ssa tarkoitettujen säilytysyhteisöjen tehtäviä.¹²⁷

4.3.4 Vaihtuva osakepääoma

SICAV-rahaston osakepääoma vastaa aina rahastossa olevien sijoituskohteiden markkina-arvoa, joka lasketaan *prospectuksen* mukaisilla arvonmääritysmenetelmillä. SICAV-rahaston osake voidaan laskea liikkeelle, kun sijoittaja suorittaa rahastoon merkintämaksun. Sijoittaja saa arvonlaskennan jälkeen sijoitettua summaa vastaavan määrän osakkeita, joiden lukumäärä lasketaan jakamalla sijoitettu summa yhden osakkeen markkina-arvolla. Kuten yhteissijoitusyrityksissä yleensäkin, voidaan liikkeelle laskea myös osakkeiden murto-osia (*fractions of shares*). Osakkeenomistajalla on oikeus lunastaa osakkeensa milloin tahansa, jolloin hän saa osakkeidensa määrää vastaavan summan SICAV-rahaston osakepääomasta. Osakkeiden merkintöjen ja lunastusten toteuttamisesta vastaa hallinnointiyhtiö, tai jos sellaista ei ole nimitetty, SICAV-rahaston henkilökunta. Osakkeiden liikkeeseenlaskussa tai lunastuksissa ei tarvita yhtiökokouksen myötävaikutusta.¹²⁸

¹²⁶ *SOU 2016:45* s. 228.

¹²⁷ *SOU 2016:45* s. 228—229.

¹²⁸ *SOU 2016:45* s. 229.

4.3.5 Alarahastot

SICAV-rahastolla voi olla lukuisia alarahastoja, joiden sijoituspolitiikat ja kohdeasiakasryhmät poikkeavat toisistaan. Tämä on mahdollista, koska SICAV-rahasto voi laskea liikkeelle erilaisia osakkeita, jolloin tietty osakelaji on sidottu tiettyyn alarahastoon. Alarahastot katsotaan toisistaan erillisiksi yksiköiksi konkurssitilanteessa. Muodollisesti likvidointi tai konkurssi koskee koko yhtiötä, eli sateenvarjomallista SICAV-rahastoa alarahastoineen, mutta Luxemburgin insolvenssilaki on niin joustava, että selvitysmies tai pesänhoitaja voi soveltaa lakia tiettyyn alarahastoon ”koskematta” muiden alarahastojen varoihin.¹²⁹

¹²⁹ *SOU 2016:45* s. 229.

5 VAIHTUVAPÄÄOMAINEN SIJOITUSYHTIÖ SUOMESSA — SUUNTAVIIVAT SÄÄNTELYLLE

5.1 Yleistä

5.1.1 Lähtökohdat

Vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskevan sääntelyn valmistelu vaatii lukuisten kysymysten ja ongelmien tarkastelua sekä ratkaisemista. Kyseessä on osakeyhtiötä muistuttava juridinen konstruktiio — joka ei perinteisessä mielessä toimi kuten osakeyhtiö — vaan yhteissijoitusyritys halutaan perustaa yhtiömuodossa lähtökohtaisesti sen vuoksi, että rakenne vastaisi paremmin Euroopan UCITS-markkinoiden suosimia yhtiömuotoja. Tällöin rajojen yli markkinoinnin voidaan nähdä helpottuvan, koska sijoitusyhtiömuoto tunnetaan paremmin eurooppalaisten sijoittajien keskuudessa. Toissijaisesti vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiömuodon etuna olisi toiminnan harjoittajien näkökulmasta se, että kyseinen yhteissijoitusyritysmuoto katsotaan oikeushenkilöksi, jolloin kommunikointi helpottuu (lähinnä kansainvälisten) sopimusvastapuolten ja sijoittajien suuntaan.

Otettaessa sääntelyn lähtökohdaksi edellä tarkastellut Iso-Britannian, Irlannin ja Luxemburgin lait, on selvää, ettei OYL vastaavaa yhtiörakennetta tunne. Vaihtuvapääomaiselle sijoitusyhtiölle olennainen toiminto, jatkuva emissio, ei itsessään ole OYL:n mukaan mahdollinen.¹³⁰ Vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn toteuttamisen haasteet on nähty aiemmin käytännössä niin Ruotsissa kuin Suomessakin. Ruotsissa asiaa mielti vuosina 1999—2002 toiminut *Värdepappersfundsutredningen* ja Suomessa vuosina 2016—2018 tuore *SRL-työryhmä*. Molemmissa tapauksissa työpöydillä oli muiden uudistustarpeiden ohella kysymys yhtiömuotoisista, vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä. Kumpikin työryhmä joutui rajallisen toimikautensa puitteissa nöyrytymään tämän laajan erityiskysymyksen edessä.¹³¹

Jotta vastaavat esteet ylitettäisiin jatkovalmistelussa, tulisi tarkasteltavat kysymykset rajata miniiniin sääntelyn varhaisessa valmisteluvaiheessa. Valmiin esityksen aikaansaamiseksi ongelmalähtöisyydestä olisi luovuttava. Alkuvaiheessa ei olisi välttämätöntä, että sääntely muistuttaisi jokaiselta yksityiskohdaltaan Iso-Britannian, Luxemburgin ja Irlannin sääntelyä. Ulkomaillakin sääntely on hiljalleen rakentunut ja kehittynyt nykyiseen muotoonsa vuosien varrella. Sääntelyn rakentaminen ja parantaminen osittaisuudistusten kautta on mahdollista myös Suomessa. Uusi yhtiömuoto vaikuttaa luonnollisesti moniin olemassa oleviin lakeihin, eikä ole realistista, että kaikki vaikutukset ja seuraukset pystyttäisiin ottamaan huomioon varhaisessa valmisteluvaiheessa. Kuten muissakin maissa, tulisi sääntelyn toimivuutta arvioida säännöllisesti, minkä pohjalta sitä olisi mahdollista jalostaa edelleen. Tällä varmistetaan, että suomalaisesta sääntelystä muodostuu kilpailukykyinen kansainvälisillä rahastomarkkinoilla, jolloin Suomesta pystyttäisiin myymään sijoitusyhtiöiden

¹³⁰ Ks. VM111:00/2016 Arviomuistio s. 9.

¹³¹ Ks. SOU 2002:56 s. 522 ja VM 5/2018 s. 14 ja 52.

osakkeita ulkomaille, ja toisaalta tarjoamaan ulkomaisille rahastoyhtiöille¹³² uskottava vaihtoehto sijoittautumisena.¹³³

On otettava huomioon, että Iso-Britannian, Irlannin ja Luxemburginkaan rahastosääntely ei ole täydellistä. Joissakin yhteyksissä sääntelyä pidetään markkinatoimijoiden keskuudessa monimutkaisena ja byrokraattisena, koska se sisältää monia vaatimuksia eri toiminnoille ja yhtiöorgaaneille. Esimerkiksi yhtiöorgaaneihin on usein kuuluttava henkilöitä, joiden kotipaikka on kyseisissä valtioissa. Aluksi tulisi hyödyntää toimiviksi havaittuja sääntelyratkaisuja niin pitkälle kuin mahdollista, jolloin saavutettaisiin sääntelyn perustaso, jota hiljalleen kehittämällä voitaisiin päästä jopa parempiin lainsäädännöllisiin ratkaisuihin kuin muissa maissa. Pitkän tähtäimen tavoitteena tulisikin pitää sääntelyä, joka toimii paremmin kuin muissa maissa — niin yhteissijoitusyritysten kuin sijoittajien näkökulmasta.

Yksi keino vähentää potentiaalisia ongelmia on rajata sääntelyn valmistelusta sellaiset kysymykset pois, joiden tiedetään vaativan erityistä tarkastelua, mutta joilla ei ole välittömän kriittisiä vaikutuksia sääntelyn toimivuuden näkökulmasta. Tällä ei kuitenkaan tarkoiteta, että sääntely tulisi jättää tarkoituksellisesti vaillinaiseksi. Alkuvaiheessa on perusteltua tukeutua enemmän olemassa olevaan — niin kotimaiseen kuin ulkomaiseenkin — lainsäädäntöön, jotta olisi mahdollista saada lakiesitys valmiiksi valmisteluvaiheen aika- ja resurssirajoitteista huolimatta. Kun otetaan huomioon, että kansainvälisellä tasolla toimivia sääntelymalleja on jo olemassa, tulisi sääntely kuitenkin konstruoida niin valmiiksi ja koherentiksi kuin mahdollista. On selvää, että tähän vaikuttavat olennaisesti myös valmistelutyöhön allokoitut resurssit.

Eräs perustavanlaatuinen sääntelyn kompleksisuuteen vaikuttava kysymys on, millaiset rahastot voisivat toimia uudessa yhtiömuodossa. SICAV- ja OEIC-rahastot voivat olla sekä UCITS- että AIF-muotoisia. Tämä tarkoittaa, että yhtiömuoto itsessään ei sisällä UCITS-direktiivin mukaisia sijoitusrajoituksia. Rajaamalla vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiömuodon käyttämisen pelkkiin UCITS-muotoisiin rahastoihin olisi puolellaan se etu, että sijoitusyhtiö saisi omistaa vain melko vähäriskisiä likvidejä varoja ja sen mahdollisuudet lainata rahaa tai solmia johdannaissovimuksia olisivat tarkoin rajatut. Näistä rajoituksista johtuen konkurssiriski olisi todella pieni, jolloin insolvenssioikeudelliset kysymykset eivät olisi niin relevantteja. Tällöin siviili- ja rikosoikeudelliset kysymykset pystyttäisiin rajaamaan niihin omaisuusluokkiin, joita UCITS-rahasto voi omistaa — eli rahoitusvälineet ja likvidit varat — jolloin ei tarvitsisi tarkastella esimerkiksi sellaisia tilanteita, joissa rahasto omistaisi kiinteää omaisuutta, luonnonvaroja tai immateriaalioikeuksia. Kun otetaan lähtökohdaksi Suomen lainsäädäntö, on mahdollista käyttää SRL:n valmista regulaatiota, jolla on

¹³² Tällä viitataan siihen, että jos Suomen rahastosääntelystä saataisiin kilpailukykyisin esimerkiksi Pohjoismaiden näkökulmasta, voisi seurauksena olla, että ruotsalaisia rahastotoimijoita siirtyisi Suomeen, josta ne myisivät sijoitusyhtiöiden osakkeita takaisin kotimarkkinoille Ruotsiin. Samanlaista suuntausta on ollut havaittavissa Keski-Euroopassa, jossa suuria rahastoyhtiöitä on siirtynyt Luxemburgiin, josta käsin sijoitusyhtiöiden osakkeita on myyty takaisin rahastoyhtiön alkuperäiseen kotimaahan.

¹³³ Ks. vastaavasti *SOU 2016:45* s. 235—236.

implementoitu UCITS-direktiivin määräykset (esimerkiksi SRL 11 luvun sijoitustoimintaa koskevat rajoitukset). Kuitenkin yhden AIF-rahastotyyppin — erikoissijoitusrahaston — sääntely on toteutettu käyttäen mallina UCITS-rahaston toimintaa. Tästä huolimatta erikoissijoitusrahasto-käsitteen alle mahtuu lukuisia erilaisia rahastoja.¹³⁴ Erikoissijoitusrahastot voivat poiketa UCITS-direktiivin sijoitusrajoituksista ja niitä voidaan siitä huolimatta myydä ei-ammattimaisille asiakkaille. Avoimen vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön tulisikin pystyä toimimaan UCITS-direktiivin mukaisena sekä myös vastaavasti kuin SRL:n mukaiset erikoissijoitusrahastot tällä hetkellä.

Monien kysymysten osalta pystytään hyödyntämään valmista, olemassa olevaa lainsäädäntöä. Tällaisia kysymyksiä ovat esimerkiksi sulautuminen, jakautuminen ja toiminnan lopettaminen. Vaikka olisikin mahdollista visualisoida nykyiseen lainsäädäntöön nähden lisäyksiä tai parannuksia kehittyneemmän sääntelykehikon rakentamiseksi, muodostuu riskiksi lainvalmisteluresurssien liiallinen allokointi mahdollisesti epärelevanttien yksityiskohtien reflektointiin. Tällöin ei välttämättä kyetä arvioimaan merkityksellisiä syy—seuraus -suhteita niin huolellisesti, kuin pitäisi. Valmista lainsäädäntöä ja sen toimivuutta on puolestaan jo testattu käytännössä, mikä puoltaa sen uudelleenkäyttöä mahdollisimman laajamittaisesti. Yhteenvetona voidaan todeta, että lähtökohdat ovat seuraavat:

- 1) Sääntelyn pohjana käytettäisiin OYL:ia rajoitetusti.
- 2) Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden tulisi noudattaa UCITS-direktiivin määräyksiä, mutta yhtiömuodon tulisi olla mahdollinen myös erikoissijoitusrahastoille. Tältä osin hyödynnettäisiin erikoissijoitusrahastoja koskevaa SRL:n ja vaihtoehtorahastolain sääntelyä¹³⁵.
- 3) Alarahastorakenne tulisi sallia.
- 4) Muiltakin osin tulisi hyödyntää mahdollisimman paljon valmista kotimaista ja ulkomaista lainsäädäntöä.

Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden sääntelyä valmisteltaessa olennainen kysymys on, kuinka paljon osakkeenomistajille annetaan päätösvaltaa yhtiön asioihin. Kuten sopimusmallisissa rahastoissa, tulisi lähtökohdana olla, että osakkeenomistajat ”äänestävät jaloillaan” eli käyttävät *exit-oikeuttaan* silloin, kun he eivät ole tyytyväisiä harjoitettavan sijoitustoiminnan laatuun. Tällöin heidän oikeussuojakeinonsa rajoittuisivat käytännössä osakkeiden myymiseen tai lunastamiseen. Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden tarkoituksena ei ole, että osakkeenomistajat onnistuisivat

¹³⁴ Erikoissijoitusrahastot eivät ole homogeeninen joukko. Valtaosa erikoissijoitusrahastoista on pääpiirteiltään ”lähes UCITS-muotoisia”, jolloin UCITS-sääntelystä poiketaan vain tietyiltä osin, esimerkiksi sijoituskohteiden hajauttamisen suhteen. Muilta osin toiminta saattaa olla täysin UCITS-direktiivin mukaista. Toisaalta erikoissijoitusrahasto voi olla vaikkapa kiinteistörahasto, jolloin toiminta on jo melko etäällä UCITS-sääntelystä.

¹³⁵ Tulevaisuudessa erikoissijoitusrahastojen sääntely lienee ainoastaan vaihtoehtorahastolaissa. Ks. *VM 5/2018* s. 13 ja *HE 243/2018* s. 1.

järjestäytymään siten, että he pystyisivät osallistumaan aktiivisesti yhtiön päätöksentekoon¹³⁶. Lainsäädännön tarkoitus onkin rajatumpi ja teknisempi: *erityisesti tarkoituksena on, että ulkomaiset sijoittajat ymmärtäisivät yhteissijoitusyrityksen rakenteen olevan vastaava kuin OEIC, ICAV tai SICAV, ja toisaalta se, että yhteissijoitusyritys olisi oikeushenkilö* (toisin kuin nykyiset sijoitusrahastot), mikä helpottaisi sopimusten solmimista ja transaktioiden tekemistä ulkomaisten vastapuolten kanssa. Näin ollen vaikka sääntely perustuisi tietyiltä osin OYL:iin, tulisi poiketa sellaisista osakkeenomistajan vaikutusvaltaan liittyvistä keskeisistä periaatteista, jotka ovat perustavanlaatuisia juuri osakeyhtiöiden kannalta, mutta eivät yhteissijoitusyritysten osalta. Vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä ei tulisi nähdä normaalisti toimivana osakeyhtiönä, vaan ikään kuin yhteenliittymänä, jolla on osakeyhtiön kuori.

5.1.2 Lainsäädäntötekniikka ja suhde vaihtoehtorahastolakiin

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 ainakin osakeyhtiölainsäädäntöpohjaisen sääntelyn rinnalla sijoitusrahastolain pohjalta kirjoitettu erillislaki tai SRL:iin kirjoitettava lisäys vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä.¹³⁷

Aiemmin tarkastelluissa vertailumaissa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn pohjana on osakeyhtiölaki. Vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt poikkeavat kuitenkin siinä määrin sijoitusrahastoista ja osakeyhtiöistä, että erillislain kirjoittaminen olisi perusteltua.¹³⁸ Ruotsin tuore rahastotyöryhmä (*2014 års fondutredning*) on laatinut luonnoksen ehdotukseksi laiksi sijoitusyhtiöistä: ”*Förslag till lag (0000:0000) om investeringsbolag*”. Kyseessä olisi oma erillislakinsa, jossa käytettäisiin valmista lainsäädäntöä hyödyksi viittaamalla niihin säännöksiin, jotka soveltuisivat

¹³⁶ Ks. esim. *VM 1990:21* s. 34, jossa todetaan yleisesti rahastojen osalta kansainvälisenä vallitsevana periaatteena olevan, että rahastojen hoitaminen uskotaan asiantuntijoiden käsiin. Tällöin osuudenomistajien ei tulisi osallistua rahastoyhtiön hallintoon. Kyseinen periaate on aivan yhtä relevantti nykypäivänäkin. Ks. myös *VM 5/2018* s. 12 ja 55 ja *HE 243/2018* s. 1 ja 55, joissa sijoitusrahastojen osalta ehdotetaan luovuttavaksi vuotuisesta säännöllisestä rahasto-osuudenomistajien kokouksesta. Tällöin sijoitusrahastojen osuudenomistajat menettäisivät oikeutensa nimetä kolmanneksen rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä sekä oikeutensa nimetä vähintään yksi tilintarkastaja. Vaikka osuudenomistajilla ei aiemminkaan ole ollut tosiasiallisia mahdollisuuksia osallistua rahastojen osakkeeseen päätöksentekoon, ovat vaikutusmahdollisuudet SRL:n uudistamisen jälkeen entistäkin ohuempia. UCITS-direktiivin näkökulmasta vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt olisivat yhteissijoitusyrityksiä siinä missä sijoitusrahastotkin, jolloin ei olisi johdonmukaista, että samaan tarkoitukseen, eli yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen, perustetut juridiselta muodoltaan erilaiset yhteissijoitusyritykset poikkeaisivat merkittävästi toisistaan sijoittajajäsenien hallinnoimisoikeuksien osalta.

¹³⁷ *VM 5/2018* s. 52 ja *HE 243/2018* s. 52—53. 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.

¹³⁸ Jo 1980-luvun alussa tunnustettiin, että sijoitusyhtiöistä säädetään yleensä erityislainsäädännössä, jonka tavoitteena on osakkeenomistajien suojeleminen tavanomaisiin osakeyhtiöihin nähden. Ks. *Selvitys sijoitusyhtiöistä teollisuuspolitiikan välineenä* 1982 s. 3. Puolestaan tätä aikaisemmin 1970-luvulla sijoitusyhtiöajattelu oli enemmän sidoksissa osakeyhtiölakiin.

myös sijoitusyhtiöihin. Lakiehdotuksessa viitataan muun muassa Ruotsin osakeyhtiölakiin, sijoitusrahastolakiin ja AIF-lakiin.¹³⁹ Kyseessä on näennäisesti oma erillislakinsa, mutta lukuisat viittaukset muihin lakeihin tekevät siitä lainkäyttäjän näkökulmasta vaikeaselkoisen. Suomessa erillislakia puoltaisi tarve mahdollistaa uusi yhtiörakenne sekä sijoitusrahastoille että erikoissijoitusrahastoille. Oma erillislakia puoltaisi myös se näkökulma, että laki voisi kehittyä tulevaisuudessa itsenäisesti, eli tarvittaessa SRL:sta ja OYL:sta riippumattomasti. Tällöin jätetään optio sen varalle, että vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiömuotoa voitaisiin mahdollisesti käyttää tulevaisuudessa myös muunlaisissa rahastoissa (muut kuin sijoitusrahastot tai erikoissijoitusrahastot) laatimalla lakiin tarvittavia täydennyksiä. Aluksi lain pääkohderyhmänä tulisi kuitenkin pitää UCITS-muotoisia yhteissijoitusyhtiöitä.

Suomessa erikoissijoitusrahastoja koskeva sääntely tulee siirtymään¹⁴⁰ vaihtoehtorahastolakiin, jolloin jos vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely toteutettaisiin tekemällä pelkkä lisäys SRL:iin, jouduttaisiin tällöin viittaamaan sekä OYL:iin että vaihtoehtorahastolakiin, mikä voisi vaikeuttaa eri rahastotyyppisiä koskevan sääntelyn hahmottamista. Vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn lähtökohtana tulee olla UCITS-direktiivin mukaiset sijoitusrajoitukset, jolloin kyseiset säännökset lainataan SRL:sta. Vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille tulisi kuitenkin sallia vastaavat poikkeukset UCITS-direktiivin velvoitteista kuin erikoissijoitusrahastoille: tämä toteutettaisiin tekemällä tarvittavat viittaukset (tulevasta) vaihtoehtorahastolaista uuteen vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevaan lakiin¹⁴¹. Osakeyhtiön toimintaan liittyviä säännöksiä lainattaisiin soveltuvin osin OYL:sta. Tällöin pystyttäisiin hyödyntämään mahdollisimman paljon olemassa olevaa sääntelyä — kuten Ruotsin ehdotuksessa — jolloin tarkastelu kyetään rajaamaan erityiskysymyksiin.

Ruotsin ehdotuksesta poiketen valmista lainsäädäntöä tulisi hyödyntää viittaamistekniikan sijaan liittämällä relevantit säännökset sellaisinaan johdonmukaisesti osaksi uutta lakia, jolloin seurattaisiin enemmän ICAV-lain lainsäädäntötekniikkaa.¹⁴² Tällaista lähestymistapaa puoltaisi varsinkin sääntelyn kansainvälinen kilpailukyky: ulkomaisten toimijoiden ja sijoittajien näkökulmasta ”yhden lain periaate” on huomattavasti houkuttelevampi verrattuna siihen, että sääntelyn ymmärtäminen edellyttäisi perehtymistä lukuisiin vieraan valtion lakeihin. Tarkoituksena olisi myös, että yhtiömuodosta tulisi pääasiallinen UCITS-muotoisen yhteissijoitusyhtiön organisoitumismuoto

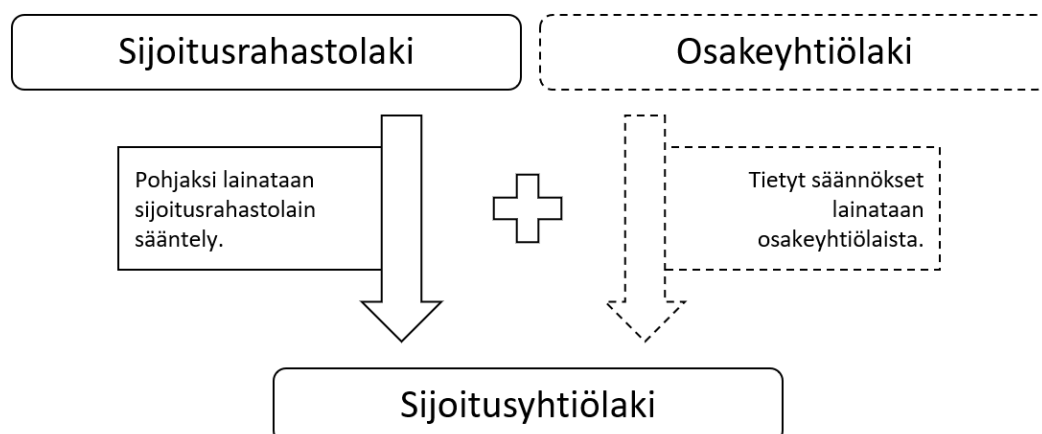
¹³⁹ Ks. *SOU 2016:45* s. 23—68.

¹⁴⁰ *VM 5/2018* s. 13 ja *HE 243/2018* s. 1.

¹⁴¹ Selvytyksen vuoksi olisi perusteltua pitää vaihtoehtorahastoja — joita myös erikoissijoitusrahastot ovat — koskeva sääntely samassa laissa, eli vaihtoehtorahastolaissa. Vaihtoehtorahastolaissa voitaisiin tällöin säätää, että erikoissijoitusrahasto voidaan perustaa joko erikoissijoitusrahastona tai uuden lain mukaisena ns. erikoissijoitusyhtiönä.

¹⁴² Irlannin ICAV-laissa viitataankin pääasiassa vain edellä Irlannin lainsäädäntöä tarkasteltaessa mainittuihin UCITS Regulations -ja AIFM Regulations -implementointisäännöksiin. Suomessa sääntelyrakenne olisi vieläkin suoraviivaisempi, jos uudessa laissa viitattaisiin ainoastaan vaihtoehtorahastojen osalta vaihtoehtorahastolakiin. Toisaalta laki mahdollistaisi Finanssivalvonnalle oikeuden antaa delegoituja säädöksiä, kuten SRL nykyisin.

Suomessa, kuten ICAV:n osalta on Irlannissa ajateltu. Lain nimeksi tulisi *sijoitusyhtiölaki*, ja sen mukaan perustettuja yhteisöjä kutsuttaisiin *sijoitusyhtiöiksi*¹⁴³.



Kuvio 5. Lähtökohdat sijoitusyhtiösäätelylle. OYL:n säännöksiä käytettäisiin rajoitetusti.

Sijoitusyhtiölain premissiksi otettaisiin, että sen mukaan perustetut yhtiöt ovat UCITS-muotoisia. Tämä koskee muun muassa toimilupaa ja operatiivista toimintaa koskevaa sääntelyä, joka tulisi toteuttaa UCITS-direktiivin mukaisesti. Sääntelyn tulisi olla myös siinä määrin joustavaa, että se mahdollistaa sekä *itsenäiset sijoitusyhtiöt*¹⁴⁴ (ei rahastoyhtiötä, joka hallinnoisi sijoitusyhtiötä) että *ulkoisesti hallinnoitua sijoitusyhtiötä* (sijoitusyhtiötä hoitaisi rahastoyhtiö, joka olisi erillinen oikeushenkilö sijoitusyhtiöön nähden). Sijoitusyhtiöillä olisi tarvittaessa mahdollisuus poiketa UCITS-direktiivin rajoituksista vastaavasti kuin erikoissijoitusrahastot voivat niistä nykyisin poiketa. Erikoissijoitusrahasto on kuitenkin vieras konsepti UCITS-direktiivin näkökulmasta. Sellainen sijoitusyhtiö, joka ei noudattaisi UCITS-direktiivin määräyksiä, katsottaisiin AIF-rahastoksi AIFM-direktiivin näkökulmasta. Tämä ei sinällään olisi problemaattinen kysymys ulkoisesti hallinnoitujen sijoitusyhtiöiden osalta: lain tulee tällöin vaatia, että rahastoyhtiöllä on toimilupa toimia myös AIF-hoitajana vaihtoehtorahastolain mukaisesti. Sellaiset sijoitusyhtiöt, jotka eivät olisi UCITS-muotoisia, olisivat AIF-rahastoja, ja niitä kutsuttaisiin *erikoissijoitusyhtiöiksi*.

Tilanne on toinen silloin, kun kyseessä olisi itsenäinen erikoissijoitusyhtiö, jota ei hallinnoisi ulkoinen rahastoyhtiö. Yhtiö olisi tällöin AIFM-direktiivin näkökulmasta sekä AIF-rahasto että AIF-hoitaja. Tällöin erikoissijoitusyhtiöön jouduttaisiin soveltamaan vaihtoehtorahastolakia, jolla AIFM-direktiivi on implementoitu Suomessa. Tämä olisi mahdollista estää siten, että vaihtoehtorahastolaissa vaadittaisiin, että kaikilla erikoissijoitusyhtiöillä tulisi olla ulkoinen hallinnointiyhtiö

¹⁴³ Termi ”sijoitusyhtiö” on tuttu vanhastaan. Ks. *Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö* 1971 s. 10. Samoin oli ajateltu toteutumattomaksi jääneessä sijoitusyhtiölakiesityksessä, ks. *HE 22/1977*.

¹⁴⁴ Oma kysymyksensä on, tarvitaanko itsenäisiä sijoitusyhtiöitä ylipäätään. Jos itsenäisten sijoitusyhtiöiden perustaminen rajattaisiin uuden lain ulkopuolelle, välttäisiin lukuisilta erityiskysymyksiltä. UCITS-direktiivin hengessä ei kuitenkaan liene olevan mahdollista sallia pelkästään ulkoisesti hallinnoitujen sijoitusyhtiöiden perustamista. Itsenäisiä sijoitusyhtiöitä esiintyy Euroopan rahastomarkkinoilla todella nuukasti. Käytännössä esimerkiksi jokin passiivisesti hoidettu indeksirahasto voisi toimia itsenäisenä sijoitusyhtiönä, jolloin salkunhoito ei vaadi jatkuvaa huomiota. Ks. tältä osin *SOU 2002:56* s. 513. Kun otetaan huomioon, että itsenäisten sijoitusyhtiöiden perustaminen on mahdollista keskeisissä verokkimaissa, tulisi tämä periaatteellinen mahdollisuus sallia myös Suomessa.

(AIF-hoitaja). Tämä rajausta kuitenkin asettaisi erikoissijoitusyhtiöt epätasavertaiseen asemaan sellaisten sijoitusyhtiöiden kanssa, jotka noudattavat UCITS-sääntelyä, jolloin sääntelystä tulisi vähemmän joustavaa, mitä ei voida pitää uuden lain tavoitteena. Näin ollen itsenäisiin erikoissijoitusyhtiöihin (jotka poikkeavat UCITS-direktiivin rajoituksista) tulisi soveltaa niitä vaihtoehtorahastolain säännöksiä, jotka soveltuvat sisäisesti hoidettuihin vaihtoehtorahastoihin. Tällaisella sijoitusyhtiöllä tulisi olla kaksoistoimilupa: vaihtoehtorahastolain mukainen toimilupa toimia sisäisesti hoidettuna vaihtoehtorahastona (huomioiden esimerkiksi vähimmäisosakepääomaa koskevat erityisvaatimukset)¹⁴⁵ sekä uuden sijoitusyhtiölain mukainen toimilupa toimia sijoitusyhtiönä.

Vain ammattimaisille asiakkaille tarkoitetun erikoissijoitusyhtiön sijoitustoimintaa koskisivat yhtäläiset poikkeukset kuin vastaavaa erikoissijoitusrahastoa. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, ettei sijoituksia tarvitsisi välttämättä hajauttaa. Jos erikoissijoitusyhtiön osakkeita voitaisiin tarjota ei-ammattimaisille asiakkaille, tulisi sijoituksia kuitenkin hajauttaa riskien pienentämiseksi.¹⁴⁶ Tiettyiltä osin UCITS-direktiivin hajautusvaatimuksista poikkeaminen olisi mahdollista myös ei-ammattimaisten asiakkaiden kohdalla, kuten erikoissijoitusrahastoilla nykyisin.¹⁴⁷ Joka tapauksessa myös erikoissijoitusyhtiöitä tulisi käyttää lähinnä yhteiseen sijoitustoimintaan. Tämä varmistettaisiin sääntelyllä, jossa osakkeenomistajien lukumäärä olisi pääasiassa vähintään 30.¹⁴⁸ Vain ammattimaisille asiakkaille tarjottaviin erikoissijoitusyhtiöihin soveltuisivat vastaavasti muutkin poikkeukset, jotka ovat sallittuja vain ammattimaisille asiakkaille markkinoitavissa erikoissijoitusrahastoissa. Näitä olisivat esimerkiksi tiedonantovelvoitteita koskevat huojennukset.

Edellä tarkastelluilla sääntelytoimenpiteillä varmistettaisiin tasavertainen yhteisen sijoitustoiminnan sääntely-ympäristö Suomessa. Sijoitusyhtiöihin soveltuisi pääasiassa vastaava regulaatio kuin sopimusmallisiin sijoitusrahastoihin lukuun ottamatta uudelle yhtiömuodolle ominaisia säännöksiä, jotka liittyvät etenkin osakkeisiin ja hallintoon. Sama koskisi myös erikoissijoitusyhtiöitä. Sääntely jakaisi sijoitusyhtiöt likimääräisesti kolmeen eri kategoriaan: 1) UCITS-muotoiset sijoitusyhtiöt, 2) ei-ammattimaisille asiakkaille markkinoitavat erikoissijoitusyhtiöt ja 3) vain ammattimaisille asi-

¹⁴⁵ Ks. vaihtoehtorahastolain 6:2.1 §, jonka mukaan ulkopuolisen vaihtoehtorahastojen hoitajan osakepääoman on oltava vähintään 125 000 euroa ja sisäisesti hoidetun vaihtoehtorahaston osakepääoman on oltava vähintään 300 000 euroa.

¹⁴⁶ Nykyisen SRL:n 87.1 §:ssä säädetään: ”Erikoissijoitusrahaston varat on sijoitettava ilman aiheutonta viivytystä. Jos erikoissijoitusrahaston osuuksia voidaan tarjota ei-ammattimaisille asiakkaille, rahastoyhtiön on hajautettava erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan erikoissijoitusrahaston varoja.” Ehdotetussa uudessa vaihtoehtorahastolaissa vastaava säännös olisi 16 a:6.1 §, eikä lainkohdassa enää puhuttaisi rahastoyhtiöstä, vaan AIF-hoitajasta. Ks. *VM 5/2018* s. 236 ja *HE 243/2018* s. 237.

¹⁴⁷ Nykyisen SRL:n 87.2 §:ssä säädetään: ”Jos erikoissijoitusrahaston osuuksia voidaan tarjota ei-ammattimaisille asiakkaille, sen säännöissä on mainittava, miltä osin erikoissijoitusrahaston varojen sijoittamisessa poiketaan siitä, mitä 11 luvussa säädetään.” Ehdotetussa uudessa vaihtoehtorahastolaissa kyseessä olisi lain 16 a:6.2 §, joka vastaisi sisällöltään nykyistä säännöstä. Ks. *VM 5/2018* s. 236—237 ja *HE 243/2018* s. 237.

¹⁴⁸ Ks. *VM 5/2018* s. 235—236 ja *HE 243/2018* s. 236—237. Erikoissijoitusyhtiön osalta olisi voimassa ehdotetun vaihtoehtorahastolain 16 a:4 §, jossa ehdotetaan säädettäväksi muun ohella, että silloin kun erikoissijoitusrahastossa on vähemmän kuin 30 rahasto-osuudenomistajaa, näiden on oltava ammattimaisia asiakkaita tai niihin rinnastettavia varakkaita yksityishenkilöitä. Nykyisessä SRL:ssä rahasto-osuudenomistajien vähimmäismäärä on vielä 50, ja vastaava poikkeussäännös osuudenomistajien vähimmäismäärästä poikkeamiseen on erikoissijoitusrahastojen osalta SRL 27.1 §:ssä.

akkaille markkinoitavat erikoissijoitusyhtiöt. Vaihtoehtorahastolakiin tulisi tehdä erikoissijoitusyhtiöitä koskevat tarkistukset.¹⁴⁹ Erikoissijoitusyhtiöistä säädettäisiin vaihtoehtorahastolaissa kuten erikoissijoitusrahastoistakin, ja lakiin tehtäisiin yhtiömuodon osalta tarvittavat viittaukset sijoitusyhtiölakiin.

5.2 Toimintaedellytykset ja toiminnan aloittaminen

5.2.1 Sijoitusyhtiön perustaminen ja toimilupa

Sijoitusyhtiöitä tulisi kutsua vain sijoitusyhtiöiksi, jotta ne pystytään erottamaan OYL:ssa tarkoitettuista osakeyhtiöistä. Kyseessä olisi täysin oma yhteiseen sijoitustoimintaan räätälöity yhtiömuoto, joka ei olisi OYL:ssa tarkoitettu osakeyhtiö. Sijoitusyhtiölaissa tulisi säätää, että sijoitusyhtiön toiminimessä on oltava sana sijoitusyhtiö. Ainoastaan kyseisen lain mukaan perustetut sijoitusyhtiöt olisivat oikeutettuja toiminimessään ja toiminnassaan käyttämään nimitystä sijoitusyhtiö.¹⁵⁰ Epäselvyyksien välttämiseksi tulisi myös säätää, ettei toiminimessä saisi olla sanaa osakeyhtiö tai lyhennettä oy. Näillä säännöksillä olisi lähinnä yleisöä suojaava funktio.

Osakeyhtiön perustamista koskevat OYL 2 luvun säännökset soveltuisivat tietyiltä osin sijoitusyhtiöihin. OYL 2:10.1 §:n mukaan ennen rekisteröimistä yhtiö ei voi hankkia oikeuksia eikä tehdä sitoumuksia eikä myöskään olla asianosaisena tuomioistuimessa tai muussa viranomaisessa. Mainittu säännös soveltuisi sijoitusyhtiöihin sillä lisäyksellä, että rekisteröimisen lisäksi sijoitusyhtiöllä tulisi olla Finanssivalvonnan myöntämä toimilupa. Vastaavasti toimiluvan osalta on säädetty OEIC-sijoitusyhtiöiden osalta Iso-Britanniassa¹⁵¹ ja SICAV-rahastojen osalta Luxemburgissa¹⁵², jolloin estetään se, että sijoitusyhtiöitä perustettaisiin ja käytettäisiin johonkin muuhun tarkoitukseen kuin yhteiseen sijoitustoimintaan.¹⁵³ Yhtiön rekisteröiminen ei siten olisi mahdollista ilman toimiluvan myöntämistä, joka olisi erottamaton osa rekisteröintiprosessia. Rekisteröinnin osalta sijoitusyhtiöt pidettäisiin erillään kaupparekisteristä. Sijoitusyhtiöitä varten tulisi perustaa erillinen sijoitusyhtiörekisteri. Rekisteröinnin virtaviivaistamiseksi sekä rekisteriviranomaisena että valvovana toimiluvan myöntävänä viranomaisena toimisi Finanssivalvonta. Toimintatapa olisi vastaava kuin ICAV-rahastoilla Irlannissa, jossa molempia tehtäviä hoitaa CBI.¹⁵⁴

¹⁴⁹ Ks. esim. vaihtoehtorahastolain 13:3.1 §, jossa rajataan ei-ammattimaisille asiakkaille markkinoitavien vaihtoehtorahastojen juridista muotoa. Sallittaviin juridisiin muotoihin tulisi lisätä myös erikoissijoitusyhtiö.

¹⁵⁰ Ks. vastaavasti *Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö* 1971 s. 3 ja 10 sekä *HE 22/1977* s. 3 ja 10.

¹⁵¹ Ks. *OEIC Regulations 2001* s 3(1), jossa säädetään: "If the Authority makes an authorisation order then, immediately upon the coming into effect of the order, the body to which the authorisation order relates is to be incorporated as an open-ended investment company (notwithstanding that, at the point of its incorporation by virtue of this paragraph, the body will not have any shareholders or property)."

¹⁵² Ks. *Law of 17 December 2010* s 3(27), jossa säädetään toimiluvan myöntämisestä muun ohella seuraavasti: "A SICAV may start business as soon as authorisation has been granted."

¹⁵³ Vrt. *HE 22/1977* s. 14, jonka mukaan sijoitusyhtiölakiin ehdotettiin säännöstä, joka olisi kieltänyt sijoitusyhtiöitä harjoittamasta "sijoitustoimintaan kuulumattomia elinkeinoja". Näistä mainittiin esimerkkeinä teollisuus, rakennustoiminta, tavarankauppa tai -vuokraus, vakuutustoiminta, liikenne tai kiinteistönvälitys.

¹⁵⁴ Ks. rekisteröinnin ja toimiluvan osalta *ICAV Act 2015* s 10(1), jonka mukaan "To obtain a registration order in respect of a proposed ICAV an application shall be made to the Bank." ja s 18(1), jonka mukaan "To obtain authorisation an

On huomioitava, että erillisrekisterin perustaminen ei välttämättä olisi tarkoituksenmukaisin tai realistisin vaihtoehto Suomessa, kun otetaan huomioon markkinoiden pieni koko sekä Finanssivalvonnan rajalliset valmiudet rekisteriviranomaisena toimimiseen. Tällä hetkellä Finanssivalvonta pitää joitakin erillisrekistereitä¹⁵⁵, mutta yleisemmin Suomessa on ollut trendinä, että rekisteritehtäviä keskitetään Patentti- ja rekisterihallitukseen (PRH). Näin voitaisiin toimia myös sijoitusyhtiöiden osalta, mikäli Finanssivalvonnalla ei katsottuisi olevan valmiuksia rekisteriviranomaisena toimimiseen, tai jos se ei saisi tehtävää varten tarvitsemiaan lisäresursseja.

Sijoitusyhtiörekisteri toimisi vastaavasti kuin kaupparekisteri, mutta sen ylläpidosta vastaisi Finanssivalvonta. Kaupparekisterilain (129/1979) sääntelyä seuraten sijoitusyhtiölaissa tulisi säätää, mitä rekisteriin ilmoitetaan. UCITS-direktiivin 29(3) artiklan mukaan sijoitusyhtiö voi aloittaa toimintansa heti kun toimilupa on myönnetty. Toimiluvan myöntämiseen sisältyisi Suomessa tällöin sekä varsinaisen toimiluvan myöntäminen, että sijoitusyhtiön rekisteröiminen. Kun nämä molemmat elementit olisivat kunnossa, voitaisiin katsoa, että UCITS-direktiivissä tarkoitettulla tavalla ”toimilupa on myönnetty”, jolloin sijoitusyhtiö voisi aloittaa liiketoimintansa.¹⁵⁶ Sijoitusyhtiö ei saisi harjoittaa mitään muuta toimintaa kuin yhteistä sijoitustoimintaa ja hallinnoida sijoituksia siten kuin SRL 11 luvussa säädetään, ellei se olisi erikoissijoitusyhtiö.

Sijoitusyhtiötoiminnan aloittaminen edellyttää UCITS-direktiivin 27 artiklan mukaisesti sijoitusyhtiön kotijäsenvaltion toimivaltaisten viranomaisten etukäteen myöntämää toimilupaa, ja sijoitusyhtiön sääntömääräisen kotipaikan on sijaittava sijoitusyhtiön kotijäsenvaltiossa. Edellytykset toimiluvan myöntämiselle riippuvat siitä, onko sijoitusyhtiö määrännyt hallinnointiyhtiön (rahastoyhtiö) vai ei. Jos sijoitusyhtiöllä on hallinnointiyhtiö, voitaisiin sijoitusyhtiö perustaa pääpiirteissään samoin edellytyksin, kuin sijoitusrahasto voidaan perustaa nykyisin. Alun perin vanha sijoitusrahastodirektiivi edellytti toimilupaa ainoastaan yhteissijoitusyrityksiltä, jolloin Suomessa edellytetty rahastoyhtiön toimilupa oli kansallinen erikoisuus.¹⁵⁷ Itsenäisen sijoitusyhtiön perustamiseen sovellettaisiin käytännössä samoja vaatimuksia kuin rahastoyhtiön perustamiseen. UCITS-direktiivin 29(1) artiklan mukaan viranomaiset eivät saa myöntää toimilupaa itsenäiselle sijoitusyhtiölle, ellei sillä ole vähintään 300 000 euron alkupääomaa. Lisäksi sillä tulee olla toimintasuunnitelma, sen johdon tulee soveltua tehtäväänsä ja yhtiön ei pitäisi olla sidoksissa henkilöihin, jotka voivat estää viranomaista suorittamasta valvontatehtäväänsä.

ICAV shall make an application to the Bank.”. Ns. ”yhden luukun periaatteen” toteutuminen olisi tärkeää toiminnan harjoittajien näkökulmasta.

¹⁵⁵ Esimerkkinä Finanssivalvonnan pitämästä rekisteristä voidaan mainita vakuutuslainsäätely, josta säädetään vakuutuslainsäätelyasetuksessa (1665/1992).

¹⁵⁶ Ruotsiin on kaavailtu mallia, jossa Ruotsin *Finansinspektionen* myöntäisi sijoitusyhtiölle toimiluvan, mutta rekisteriviranomaisena toimisi kaupparekisteriviranomainen *Bolagsverket*. Asiointi kahdessa viranomaisessa kuitenkin monimutkaistaa perustamisprosessia. Vaikka asiointia molemmissa viranomaisissa ei toiminnan harjoittajilta konkreettisesti vaadittaisi, olisi rekisteröinti- ja toimilupaprosessin toimivuus riippuvainen viranomaisten välisestä yhteistyöstä. Ks. *SOU 2016:45* s. 244–245.

¹⁵⁷ Kuitenkin vanhan sijoitusrahastodirektiivin muutosdirektiivillä (2001/107/EY) lisättiin uusi 5 artikla, joka edellytti kotijäsenvaltion toimivaltaisten viranomaisten myöntämää toimilupaa rahastoyhtiötoiminnan aloittamiseksi.

Finanssivalvonta vahvistaa SRL 43.1 §:n mukaan rahastoyhtiön hakemuksesta sijoitusrahaston säännöt ja sääntömuutokset. Sijoitusrahaston säännöt ja sääntömuutokset on vahvistettava, jos ne ovat lain mukaiset ja selkeät. Puolestaan SRL 41 §:ssä säädetään sääntöjen vähimmäisisällöstä. SRL 43 a.1 §:n mukaan erikoissijoitusrahaston sääntöjen on oltava lain mukaiset ja selkeät. Erikoissijoitusrahaston säännöt on toimitettava Finanssivalvonnalle tiedoksi. Kuten aiemmin on todettu, sijoitusyhtiön oikeustoimikelpoisuus riippuisi siitä, myöntääkö Finanssivalvonta yhtiölle toimiluvan. Kyseessä tulisi olla erityinen prosessi, joka sisältäisi sekä toimiluvan myöntämisen että sijoitusyhtiön rekisteröinnin, jolloin menettely ei rekisteröintielementin osalta vastaisi sijoitusrahaston sääntöjen vahvistamista¹⁵⁸. Rahastoyhtiön hallinnoiman sijoitusyhtiön perustamisen osalta menettelyyn sisältyisi yhtiöjärjestyksen vahvistaminen vastaavalla tavalla, kuin sijoitusrahaston säännöt vahvistetaan nykyisin. Samalla viranomaisen rekisteröisi sijoitusyhtiön. Toisaalta itsenäisen sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksen olisi täytettävä yhtiöjärjestykseltä edellytettävät vaatimukset¹⁵⁹, minkä lisäksi yhtiön tulisi täyttää muun muassa alkupääomaa, toimintasuunnitelmaa ja yhtiön johdon kelpoisuutta koskevat vaatimukset, jotta toimilupa voitaisiin myöntää.

Kuten sijoitusrahastojen osalta toimitaan, tulisi Finanssivalvonnan vahvistaa sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksen muutokset. Lisäksi muutokset itsenäisen sijoitusyhtiön johdossa tulisi raportoida Finanssivalvonnalle. Sijoitusyhtiön toimilupa olisi edellytyksenä sen harjoittamalle yhteiselle sijoitustoiminnalle, jonka tulee lisäksi tapahtua UCITS-direktiivin sijoitus- ja muiden rajoitusten raa-mien sisällä (poikkeuksena erikoissijoitusyhtiöt). Vaikka kyseessä olisi itsenäinen sijoitusyhtiö, sitä ei kuitenkaan kohdeltaisi rahastoyhtiönä. Sijoitusyhtiö ei täten saisi harjoittaa mitään muuta liike-toimintaa kuin yhteistä sijoittamista rahoitusvälineisiin. Toisin kuin rahastoyhtiöt, ei itsenäinen sijoitusyhtiö voisi harjoittaa esimerkiksi SRL 5.2 §:ssä tarkoitettua omaisuudenhoitoa tai sijoitusneuvontaa. Tällaisen muunlaisen toiminnan harjoittamisen mahdollisuus on UCITS-direktiivin 6(3) artiklassa rajattu nimenomaan hallinnointiyhtiöihin.¹⁶⁰

Jo monien vuosien ajan finanssisektorilla on tarkastettu johdon soveltuvuuden ja kompetenssin lisäksi myös merkittävien omistajien soveltuvuus ja kelpoisuus. Tarkastus tehdään toimiluvan myöntämisen yhteydessä, mutta toisaalta myös silloin, kun omistuksessa tapahtuu muutoksia. Merkittävien omistajien kelpoisuusarviointi on samantapaista luottolaitoksilla, vakuutusyhtiöillä, sijoituspalveluyrityksillä ja rahastoyhtiöillä.¹⁶¹ Tiivistettynä sääntelyn tarkoituksena on, että merkittävien

¹⁵⁸ Eroavaisuus johtuu siitä, ettei sijoitusrahastoja tai erikoissijoitusrahastoja varsinaisesti rekisteröidä, vaan Finanssivalvonta ylläpitää niistä luetteloa.

¹⁵⁹ Yhtiöjärjestyksen sisältöä tarkastellaan tarkemmin jäljempänä.

¹⁶⁰ *SOU 2016:45* s. 268.

¹⁶¹ Nykyisin rahastoyhtiön merkittävien omistajien luotettavuuden selvittämistä koskevan sääntelyn mallina on Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi (MiFID II), viralliselta nimeltään *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*. On huomioitava, että varsinaisesti MiFID II -direktiivi ei sovellu rahastoyhtiöihin, elleivät ne harjoita SRL 5.2 §:ssä tarkoitettua omaisuudenhoitoa tai sijoitusneuvontaa. Rahastoyhtiöiden omistajakontrollin juuret juontuvat Suomessa nykyisen SRL:n säätämiseen, jonka valmisteluvaiheessa todettiin: ”Toimiluvan myöntämistä koskevat edellytykset pysytetään nykyisenkaltaisena sillä poikkeuksella, että rahastoyhtiöiden omistajat ja niihin arvopaperimarkkinalain 2 luvun 9 § :n tarkoittamalla tavalla rinnastettavat henkilöt ja heidän

omistajien kelpoisuus arvioidaan toimiluvan myöntämisen yhteydessä. Omistajien soveltuvuus on yksi toimiluvan myöntämisen edellytyksistä. SRL 5 f.1 §:ssä säädetään: ”Sen, joka suoraan tai välillisesti omistaa vähintään kymmenen prosenttia rahastoyhtiön osakepääomasta tai osuuden, joka tuottaa vähintään kymmenen prosenttia sen osakkeiden tuottamasta äänivallasta, on oltava luotettava.” Sama vaatimus koskee myös tilanteita, joissa rahastoyhtiön omistus muuttuu. Esimerkiksi kyseessä voisi olla tilanne, jossa uusi henkilö saa sääntelyssä tarkoitetun kymmenen prosentin omistusosuuden, tai jo valmiiksi kymmenen prosenttia omistavan henkilön omistusosuus kasvaa merkittävästi.

Sijoitusrahastolain 16 §:n mukaisesti sen, joka aikoo suoraan tai välillisesti hankkia rahastoyhtiön osakkeita, on ilmoitettava siitä etukäteen Finanssivalvonnalle, jos: 1) hänen omistuksensa hankinnan johdosta olisi vähintään kymmenen prosenttia rahastoyhtiön osakepääomasta; 2) hänen omistuksensa olisi niin suuri, että se vastaisi vähintään kymmentä prosenttia kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä; tai 3) hänen omistuksensa muutoin oikeuttaisi käyttämään 2 kohdassa tarkoitettuun omistukseen rinnastettavaa tai muuten merkittävää vaikutusvaltaa rahastoyhtiön hallinnossa. Jos osakkeenomistajaa ei katsota soveltuvaksi, voi Finanssivalvonta ryhtyä erilaisiin toimenpiteisiin, kuten esimerkiksi määrätä keskeytettäväksi hankittuja osuuksia vastaavien äänioikeuksien käyttämisen yhtiökokouksessa. Mahdollisista toimenpiteistä säädetään tarkemmin Finanssivalvonnasta annetun lain 32 a — 32 c §:issä.

Ulkoisesti hallinnoitujen sijoitusyhtiöiden osalta osakkeenomistajien kelpoisuuden arviointi ei olisi relevanttia. Tällaisessa tilanteessa sijoitusyhtiön päivittäistä hallintoa hoitaisi rahastoyhtiö, jonka osalta sekä omistajien että johdon kelpoisuus olisi tarkastettu toimiluvan myöntämisen yhteydessä¹⁶², jolloin sijoitusyhtiön osakkeita ostavien henkilöiden — sijoittajayleisön — luotettavuuden tarkastaminen ei olisi tarkoituksenmukaista¹⁶³. Puolestaan itsenäisessä sijoitusyhtiössä hallinnointitehtävät hoidettaisiin yhtiössä sisäisesti. Nykytilanteessa vastaava tilanne olisi kuvitteellisesti käsiteltävissä silloin, jos sijoitusrahasto ja rahastoyhtiö olisivat yksi ja sama oikeushenkilö. Enemmistöosakkeenomistajat pystyisivät johtamaan yhtiötä yhtiökokouksessa esimerkiksi nimittämällä hallituksen ja muuttamalla yhtiöjärjestystä. Näin ollen itsenäiset sijoitusyhtiöt tarvitsisivat vastaavat omistajien kelpoisuuden varmistamista koskevat säännökset kuin rahastoyhtiöt. Kuitenkin huomattavan omistusosuuden määritelmä tulee rakentaa rahastoyhtiöistä poikkeavalla tavalla. SRL 5 f §:ssä tarkoitettu ”vähintään kymmenen prosentin osuus osakepääomasta” ei olisi tarkoituksenmukainen määritelmä huomattavalle omistusosuudelle itsenäisen sijoitusyhtiön tapauksessa.¹⁶⁴ Kuten jäljempänä

taustansa ehdotetaan jatkossa selvitettäväksi muiden rahoitusmarkkinoilla toimivien yhteisöjen tavalla yhdenmukaisesti.” Asiasta päätettiin säätää silloisessa SRL 12 §:ssä, joka velvoitti liittämään rahastoyhtiön toimilupahakemukseen muun muassa osakkeenomistajien luotettavuutta koskevat selvitykset. Ks. HE 202/1998 s. 29—30, 45 ja 75.

¹⁶² Rahastoyhtiöihin sovellettaisiin SRL:n olemassa olevaa sääntelyä.

¹⁶³ Tällaisilla henkilöillä ei tulisi olemaan tosiasiallisia mahdollisuuksia osallistua sijoitusyhtiön päivittäiseen hallintoon, vaikka jostakin syystä joku onnistuisikin hankkimaan merkittävän omistusosuuden.

¹⁶⁴ Alun perin SRL 5 f § säädettiin MiFID I -direktiivin (MiFID II:n edeltäjä) implementoinnin yhteydessä, jolloin tarkoituksena oli varmistua, ettei omistus vaaranna rahastoyhtiön terveiden ja varovaisen liiketapaperiaatteiden mukaista toimintaa. Säännös säädettiin yhdenmukaiseksi sijoituspalveluyrityksiin nähden. Muutokset perustuivat osin MiFID I -

tarkemmin todetaan, samanlaiset osakkeet olisivat keskenään yhtä suuret ja tuottaisivat yhtäläiset oikeudet sijoitusyhtiön osakepääomaan. Itsenäisten sijoitusyhtiöiden osakkeet voisivat kuitenkin olla äänivallaltaan erilaisia, jolloin jos pelkkää osuutta osakepääoman määrästä pidettäisiin huomattavana omistusosuutena, voitaisiin tietyissä olosuhteissa¹⁶⁵ jotakin osakkeenomistajaa pitää merkittävänä omistajana, jolloin hänen kelpoisuutensa tulisi varmistaa, vaikka hänellä ei tosiasiallisesti olisi sijoitusyhtiössä mitään vaikutusvaltaa.

Edellä kuvatun teoreettisen tilanteen välttämiseksi itsenäisillä sijoitusyhtiöillä huomattavana omistusosuutena tulisi pitää vain yli kymmentä prosenttia sijoitusyhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta. Tämä on sääntelyn puitteissa mahdollista, koska MiFID II -direktiivi ei sovellu itsenäisiin sijoitusyhtiöihin, koska niillä ei ole oikeutta tarjota sijoituspalveluita.¹⁶⁶ Muut merkittävien omistajien kelpoisuuden varmistamista koskevat säännöt, kuten lupa- ja notifiikaatiomenettely sekä viranomaisen valvontavaltuudet, pysyisivät itsenäisillä sijoitusyhtiöillä vastaavina, kuin rahastoyhtiöiden osalta on nykyään säädetty.¹⁶⁷

5.2.2 Alkupääoma

Sijoitusrahastodirektiivin 29 artiklan mukaan itsenäisellä sijoitusyhtiöllä on oltava vähintään 300 000 euron alkupääoma. Finanssisektorin toimijoilla alkupääomaa ja osakepääoman suuruutta koskevien säännösten tarkoituksena on alentaa liiketoimintaan liittyviä tavanomaisia riskejä. Sääntely on usein rakennettu siten, että finanssisektorilla toimiva yhtiö tarvitsee tietyn alkupääoman toimiluvan saamiseksi, jonka jälkeen yhtiöllä täytyy olla vähintään alkupääoman suuruinen osakepääoma, jonka suuruus riippuu viime kädessä harjoitetun liiketoiminnan luonteesta ja laajuudesta. Esimerkiksi rahastoyhtiöllä vaadittavan osakepääoman määrän tulisi kasvaa sitä mukaa, kun sen hallinnoimien rahastojen varat kasvavat. Näin on säädetty muun muassa SRL 6 §:ssä. Pankkien ja luottolaitosten osalta on puolestaan perusteltua, että pääomavaatimukset ovat vieläkin ankarampia, koska kyseisillä laitoksilla on merkittävä asema sekä kansantalouden tasapainon, että tilinhaltijoiden varojen suojaamisen kannalta. Yhtiön oma pääoma koostuu pääasiassa osakkeenomistajien maksamasta osakepääomasta. Taustalla on ajatus, että osakkeenomistajien maksama osakepääoma on keskeinen elementti velkojien suojan kannalta. Luottolaitostoiminnassa osakkeenomistajien

direktiivillä muutettuun UCITS-direktiiviin, jonka mukaan rahastoyhtiöt voivat harjoittaa omaisuudenhoitoa ja tarjota sijoitusneuvontaa edellyttäen, että rahastoyhtiöihin sovelletaan MiFID I:n säännöksiä toiminnan perustamis- ja pääomasta, toiminnan järjestämisestä ja menettelytavoista. Ks. tähän liittyen *HE 43/2007* s. 30—31 ja 114. Koska aiemmin todetulla tavalla itsenäinen sijoitusyhtiö ei voisi tarjota sijoituspalveluita, ei nykyinen MiFID II -direktiivi soveltuisi siihen missään olosuhteissa. Tällöin itsenäisen sijoitusyhtiön osalta ei olisi välttämätöntä ottaa sijoitusyhtiölakiin SRL 5 f §:ää vastaavaa omistajien luotettavuutta koskevaa säännöstä, joka on säädetty yhdenmukaiseksi MiFID-sääntelyn kanssa. Tästä huolimatta tasapuolisen kohtelun ja sijoittajien suojan vuoksi myös itsenäisiä sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely tulisi rakentaa mahdollisimman yhdenmukaiseksi suhteessa rahastoyhtiöihin, joiden omistajien luotettavuus tarkistetaan.

¹⁶⁵ Tällainen tilanne voisi olla käsillä esimerkiksi silloin, kun itsenäisen sijoitusyhtiön perustava henkilö pitää äänivaltaiset osakkeet itsellään, jolloin ensimmäisen suuren merkinnän tekevä sijoittaja omistaisi hetkellisesti yli 10 % koko sijoitusyhtiön osakepääomasta. Tällöin sekä sijoitusyhtiön perustajaa, että ensimmäisen merkinnän tekevää sijoittajaa, pidettäisiin merkittävänä omistajana, jolloin heidän luotettavuutensa tulisi varmistaa.

¹⁶⁶ Ks. Alaviite 164.

¹⁶⁷ Ks. vastaavasti *SOU 2016:45* s. 271.

maksama osakepääoma — ikään kuin tallettajien suojaamiseksi — on alttiina riskeille, joita toiminnassa voi tulla eteen. Pankkien ja luottolaitosten pääomavaatimuksista säädetään tarkemmin EU:n vakavaraisuusasetuksessa¹⁶⁸.

Samalla tavoin toimivat alkupääomaa ja omia varoja koskevat vaatimukset rahastoyhtiöillä. Jos rahastoyhtiö laiminlyö sijoitusrahaston asianmukaisen hallinnon, voi se joutua vahingonkorvausvastuuseen rahasto-osuudenomistajia kohtaan. Jotta vahingonkorvausvelvollisuudella olisi käytännön merkitystä, tulee rahastoyhtiöllä olla tarpeeksi varoja mahdollisten korvausten suorittamiseksi. Näin ollen rahastoyhtiöillä omien varojen määrä on säädetty riippuvaiseksi rahastoissa olevien varojen suuruudesta. Vastaava toimintamalli soveltuisi silloin, kun rahastoyhtiö tai AIF-hoitaja¹⁶⁹ hallinnoi sijoitusyhtiötä. Itsenäiselle sijoitusyhtiölle alkupääoman ja osakepääoman välinen suhde on ongelmallisempi. Jos laki vaatisi, että itsenäisellä sijoitusyhtiöllä olisi oltava tietty vähimmäisosakepääoma, jota ei kategorisesti erotettaisi sijoittajien sijoittamasta vaihtuvasta osakepääomasta, tarkoittaisi tämä poikkeuksellisissa skenaarioissa sitä, että sijoittajayleisöön kuuluvien osakkeenomistajien varat saattaisivat toimia toisten osakkeenomistajien suojapuskurina. Vaatimus vähimmäisosakepääomasta voisi johtaa epätavallisessa markkinatilanteessa — sellaisessa, jolloin annettaisiin merkittävästi lunastustoimeksiantoja ja markkinat olisivat voimakkaassa laskussa — siihen, etteivät tietyt osakkeenomistajat enää pystyisi lunastamaan osakkeitaan, jos sijoitusyhtiön osakepääoma laskisi lunastusten johdosta vähimmäisosakepääoman rajan alapuolelle. Tämä johtaisi tilanteeseen, jossa ensimmäiseksi ehtivät osakkeenomistajat saisivat osakkeensa lunastetuiksi, kunnes osakepääomaa olisi jäljellä enää vähimmäisosakepääoman verran, minkä jälkeen jäljelle jääneet osakkeenomistajat jäisivät sijoitusyhtiöön ikään kuin ”vangiksi”, koska laki käytännössä edellyttäisi vähimmäisosakepääoman täyttymistä, jotta sijoitusyhtiö voisi laillisesti jatkaa toimintaansa.

¹⁶⁸ Ks. *EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON ASETUS (EU) N:o 575/2013, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013, luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvaatimuksista ja asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta*.

¹⁶⁹ Tällä hetkellä AIF-hoitajan vähimmäispääomasta säädetään vaihtoehtorahastolain 6:2 §:ssä. Ulkopuolisen vaihtoehtorahastojen hoitajan osakepääoman on oltava vähintään 125 000 euroa. Sisäisesti hoidetun vaihtoehtorahastojen hoitajan osakepääoman on oltava vähintään 300 000 euroa.

Luxemburgissa SICAV-rahastoon tarvitaan minimiosakepääoma UCITS-direktiivin 29(1) artiklan mukaisesti. Kuitenkaan vaadittavan alkupääoman ja vaihtuvan osakepääoman välillä ei tehdä erotelua.¹⁷⁰ Myöskään Irlannin lainsäädäntö ei tee erotelua alkupääoman ja yleisön sijoittaman osakepääoman välillä.¹⁷¹ Jotta itsenäisen sijoitusyhtiön osakkeenomistajille pystyttäisiin takaamaan vastaava turva kuin ulkoisesti hallinnoituissa sijoitusyhtiöissä (joissa rahastoyhtiön osakepääoma on erillinen sen hallinnoiman sijoitusyhtiön osakepääomaan nähden), tulisi alkupääoma erottaa varsinaisesta sijoittajayleisön merkitsemästä osakepääomasta. Ruotsissa on ehdotettu, että itsenäisellä sijoitusyhtiöllä tulisi olla 300 000 euron alkupääoma sellaisen pääomalainan muodossa, jossa lainantajalla on oikeus maksuun vasta sitten, kun sijoitusyhtiön muiden velkojien ja osakkeenomistajien saatavat on maksettu. Alkupääoma tulisi sijoittaa likvideihin korkoinstrumentteihin, kuten valtion joukkovelkakirjalainoihin tai pankkitalletuksiin.¹⁷² Suomessa on aiemmin ehdotettu, että sijoitusyhtiöllä täytyisi olla vähintään tietynsuuruinen kiinteä osakepääoma, jonka tulisi olla rahana täysin maksettu, ennen kuin yleisölle suunnattavia osakkeita voitaisiin alkaa myymään. Tällä pyrittiin varmistamaan, etteivät liian pienet toimijat pääsisi markkinoille ainoastaan yleisöltä kerättyjen varojen turvin.¹⁷³ Sama henkilö ei olisi saanut omistaa kiinteään osakepääomaan kuuluvia osakkeita ja yleisölle suunnattuja osakkeita.¹⁷⁴

Käytännön tasolla kysymys on sinällään marginaalinen, mutta periaatteellisesti kuitenkin tärkeä. Kuten aiemmin vertailumaiden lainsäädäntöä tarkasteltaessa todettiin, on itsenäisten sijoitusyhtiöiden esiintyminen markkinoilla hyvin harvinaista. Tämä lienee syynä siihen, ettei esimerkiksi Luxemburgissa ja Irlannissa ole säädetty tarkemmin itsenäisten SICAV- tai ICAV-rahastojen alkupääoman ja vaihtuvan osakepääoman erillisyydestä. Tavallisesti sijoitusyhtiötä hallinnoisi rahastoyhtiö, jota koskisivat erilliset alkupääomaa koskevat vaatimukset, ja rahastoyhtiön osakepääoma olisi erillinen sijoitusyhtiön osakkeenomistajien sijoittamaan osakepääomaan nähden. Jotta itsenäiset sijoitusyhtiöt saataisiin sijoittajansuojan kannalta teoreettisesti vastaavaan asemaan kuin ulkopuolisen rahastoyhtiön hallinnoimat sijoitusyhtiöt, tulisi alkupääoma säätää erilliseksi varsinaiseen (yleisön sijoittamaan) vaihtuvaan osakepääomaan nähden, kuten Suomessa on aiemmin ehdotettu. Tämä

¹⁷⁰ Ks. *Law of 17 December 2010 s 27(1)*, joka alkaa seuraavasti: “The minimum capital of a SICAV which has not designated a management company may not be less than three hundred thousand euro (EUR 300,000) at the time of authorisation. The capital of any SICAV including SICAVs which have designated a management company shall reach one million two hundred and fifty thousand euro (EUR 1,250,000) within a period of 6 months following the authorisation of the SICAV. A CSSF regulation may raise those minimum amounts up to a respective maximum of six hundred thousand euro (EUR 600,000) and two million five hundred thousand euro (EUR 2,500,000).”

¹⁷¹ Ks. *UCITS Regulations s 17* ja *AIFM Regulations s 10*. Aiemmin Irlannin sääntelyn tarkastelun yhteydessä todetulla tavalla kyseessä on Irlannin tavallisiin lakeihin nähden alemman asteista sääntelyä, jolla on pantu täytäntöön UCITS- ja AIFM-direktiivit.

¹⁷² *SOU 2016:45 s. 256*. Itsenäisten AIF-rahastojen osalta on vaihtoehtorahastolain 6:3.1 §:ssä säädetty, että AIF-hoitajan omat varat on sijoitettava rahavaroihin tai lyhyellä aikavälillä helposti rahaksi muunnettaviin varoihin, eivätkä ne saa sisältää spekulatiivisia omaisuuseriä. Tämä koskee sekä ulkopuolisia AIF-hoitajia, että sisäisesti hoidettuja AIF-rahastoja. Ks. myös *HE 94/2013 s. 127*, jonka mukaan vaatimus vähimmäispääomasta ja omista varoista perustuu vaihtoehtorahastojen hoidon jatkuvuuden turvaamiseen, jolloin tarpeellisten varojen olisi oltava käytettävissä riittävän joutuisasti ja esteettömästi. Vastaavalla tavalla voitaisiin säätää itsenäisten sijoitusyhtiöiden omien varojen sijoittamisesta.

¹⁷³ *Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö 1971 s. 3—4 ja 10—11* ja *HE 22/1977 s. 4 ja 11*.

¹⁷⁴ *HE 22/1977 s. 5*.

voisi tapahtua erillisellä osakelajilla, jota merkitsisivät käytännössä itsenäisen sijoitusyhtiön perustajaosakkeenomistajat. Kyseiset osakkeet olisi asetettava määrätulle taholle.¹⁷⁵ Konkurssitilanteessa alkupääomaa voitaisiin jakaa takaisin vasta sen jälkeen — jos sitä olisi ylipäättään jäljellä — kun velkojien ja muiden osakkeenomistajien (sijoittajien) saatavat olisi maksettu. Alkupääoma pidettäisiin kirjanpidossa erillään vaihtuvasta osakepääomasta ja sen tulisi olla täysin arvonlaskennan ulkopuolella.

5.2.3 Yhtiöjärjestys

Prospectuksen, rahaston sääntöjen ja yhtiöjärjestyksen välistä suhdetta ei ole selkeästi säännelty UCITS-direktiivissä. 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 69(1) artiklassa tarkoitettua *prospectuksen*, josta Suomessa SRL 92 §:n mukaisesti käytetään termiä *rahastoesite*,¹⁷⁶ on sisällettävä tiedot, joiden perusteella sijoittajat voivat tehdä perustellun arvion tehtävästä sijoituksesta ja erityisesti siihen liittyvistä riskeistä. Erityisesti *prospectuksen* tulee sisältää UCITS-direktiivin liite I:n A-luettelon mukaiset tiedot. *Prospectuksessa* tulee esimerkiksi kertoa, millaisiin omaisuusluokkiin rahasto sijoittaa sekä kertoa arvonmäärittystä, merkintöjä ja lunastuksia koskevat säännöt. UCITS-direktiivin 71(1) artiklan mukaan rahaston sääntöjen, tai sijoitusyhtiöiden osalta yhtiöjärjestyksen, tulee kuulua erottamattomasti *prospectukseen*. Kuitenkaan tarkempia määräyksiä rahaston sääntöjen tai sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksen sisällöstä ei sisälly UCITS-direktiiviin.

Sijoitusrahastolain 41—44 §:issä säädetään sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston säännöistä. Jokaisella sijoitusrahastolla tulee olla säännöt, jotka Finanssivalvonta vahvistaa. Erikoissijoitusrahaston säännöt toimitetaan Finanssivalvonnalle tiedoksi. Sijoitusrahaston sääntöjen sisällöstä säädetään SRL 41 §:ssä, jonka mukaan säännöissä tulee muun muassa olla määräykset sijoitusrahaston sijoitustoiminnan tarkoituksesta sekä sijoitusrahaston varojen sijoittamisesta. Erikoissijoitusrahaston säännöillä ei ole niin täsmällisiä vaatimuksia, vaan niiden tulee lähtökohtaisesti olla SRL 43 a §:n mukaan lain mukaiset ja selkeät. Monet yhteissijoitusyritystä koskevat tiedot, joiden UCITS-direktiivin mukaisesti tulee olla *prospectuksessa*, sisältyvät Suomessa rahaston sääntöihin, ja rahaston sääntöjen puolestaan on SRL 92.1 §:n mukaan sisällyttävä *rahastoesitteeseen*, joka on UCITS-direktiivissä tarkoitettua *prospectuksen* vastine Suomessa. Sinällään Suomessa ei ole ollut niin selvärajaista, mitkä UCITS-direktiivissä tarkoitettua *prospectuksen* tiedot sisältyvät rahaston sääntöihin ja mitkä *rahastoesitteeseen*, koska loppujen lopuksi säännöt ovat osa *rahastoesitettä*. Kuitenkin

¹⁷⁵ Ks. vastaavasti *Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö* 1971 s. 10 ja HE 22/1977 s. 11.

¹⁷⁶ Tässä tutkimuksessa *prospectuksella* tarkoitetaan nimenomaisesti UCITS-direktiivissä tarkoitettua tarjousesitettä. Puolestaan kun puhutaan *rahastoesitteestä*, tarkoitetaan nimenomaisesti *prospectuksen* SRL 92 §:ssä tarkoitettua suomalaista vastinetta. Termien erillisyyden korostamiseksi ja sekaannusten välttämiseksi tutkimuksessa käytetään englanninkielistä termiä *prospectus*. Toisaalta erottelu on tarpeen myös sen vuoksi, että Euroopassa vakiintunut yhteissijoitusyrityksen *prospectus* poikkeaa merkittävästi suomalaisesta *rahastoesitteestä*, jolloin dokumentteja ei voida asiallisesti pitää toistensa synonyymeina. Tämä tutkielma ei ota tarkemmin kantaa siihen, kuinka *prospectus*-termi tulisi suomentaa. Yksi vaihtoehto on käyttää UCITS-direktiivin suomenkielisessä käännöksessä esiintyvää *tarjousesite*-käsitettä.

sääntöjen on katsottu olevan sijoitusrahaston ”perustamisasiakirja” (*constitutional document*), aivan kuten yhtiöjärjestys osakeyhtiöillä.

Osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä tulee OYL 2:3.1 §:n mukaan olla ainakin yhtiön toiminimi, kotipaikka ja toimiala, mutta yhtiöjärjestykseen voidaan sisällyttää ja käytännössä sisällytetäänkin monia muita OYL:n sallimia määräyksiä. Esimerkiksi jos osakeyhtiössä on tarkoitus olla erilaisia osakkeita, voidaan OYL 3:1.1 §:n mukaan yhtiöjärjestyksessä määrätä, että yhtiössä on oikeuksiltaan tai velvollisuuksiltaan toisistaan poikkeavia osakkeita. Tietyiltä osin osakeyhtiön yhtiöjärjestyksen ja sijoitusrahaston sääntöjen sisältö vastaavat toisiaan: niissä määrätään esimerkiksi osakeyhtiön ja sijoitusrahaston nimestä sekä tilikaudesta.

OYL:n yhtiöjärjestystä koskevan sääntelyn sijaan lähtökohtana sijoitusyhtiöiden yhtiöjärjestystä koskevaa sääntelyä valmisteltaessa tulisi käyttää soveltuvin osin SRL 7 luvun sääntelyä sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston säännöistä. Sijoitusyhtiön säännöissä ominaista olisi puhua osakkeista osuuksien sijaan, kuten myös osakkeenomistajista osuudenomistajien sijaan. Yhtiöjärjestyksen tasolla tulisi säätää myös äänivallan käyttämisestä (esimerkiksi erilaisista osakkeista itsenäisissä sijoitusyhtiöissä), jolloin voitaisiin poiketa SRL:n mukaisesta hallinnoimismallista. Yhtiöjärjestyksessä määrättäisiin myös, toimiiko sijoitusyhtiö ”sateenvarjona” alarahastorakennetta varten. Yhtiöjärjestys sisältyisi sijoitusyhtiön prospectukseen, aivan kuten sijoitusrahaston säännöt kuuluvat nykyisin rahastoesitteeseen.

Sijoitusyhtiöiden ainoana tarkoituksena olisi aiemmin todetulla tavalla harjoittaa yhteistä sijoitus-toimintaa osakkeenomistajien hyväksi. Toiminnan tarkoituksesta säädettäisiin erikseen lain tasolla, jolloin toimialaa ja toiminnan tarkoitusta ei tarvitsisi erikseen määrätä yhtiöjärjestyksessä. Laki kieltäisi sijoitusyhtiöiltä muunlaisen toiminnan harjoittamisen. Tämä ei vaikuttaisi rahastoyhtiön oikeuteen harjoittaa SRL 5.1 §:ssä tarkoitettua sijoitusrahastotoimintaan olennaisesti liittyvää toimintaa.¹⁷⁷ Erikoissijoitusyhtiöt, joilla olisi oikeus poiketa UCITS-direktiivin sijoitusrajoituksista sekä merkintöjä ja lunastuksia koskevista säännöksistä, ilmoittaisivat poikkeamismahdollisuudesta yhtiöjärjestyksessään (tarkemmat yksityiskohdat ilmenisivät prospectuksesta). Lisäksi yhtiöjärjestyksessä olisi määrättävä, että kyseessä on asiallisesti vaihtoehtorahastolaissa tarkoitettu AIF-rahasto sekä siitä, jos erikoissijoitusyhtiö on tarkoitettu vain ammattimaisille asiakkaille.

¹⁷⁷ SRL 5 §:n mukaan: ”Rahastoyhtiö saa harjoittaa sijoitusrahastotoimintaa ja sijoitusrahastotoimintaan olennaisesti liittyvää toimintaa, jos tällainen toiminta ei ole omiaan vahingoittamaan rahasto-osuudenomistajien etua.

Rahastoyhtiö saa lisäksi tarjota:

- 1) sijoituspalvelulain 1 luvun 15 §:n 4 kohdassa tarkoitettua omaisuudenhoitoa;
- 2) sijoituspalvelulain 1 luvun 15 §:n 5 kohdassa tarkoitettua sijoitusneuvontaa;
- 3) sijoituspalvelulain 2 luvun 3 §:n 1 momentin 7 kohdassa tarkoitettua rahoitusvälineiden säilyttämistä sijoitusrahastojen ja yhteissijoitusyritysten osuuksien osalta.”

Eurooppalaista kehitystä mukailleen yhtiöjärjestys olisi ikään kuin ylätason dokumentti prospectukseen nähden. Rajojen yli markkinoinnin näkökulmasta olisi erityisen tärkeää mukailta vertailumaiden käytäntöjä, jolloin sijoittajat tunnistaisivat sijoitusyhtiön sekä sen markkinointiaineiston tutuksi ja turvalliseksi. Yhtiöjärjestyksessä määrättäisiin toiminnan raamit, ja tarkemmat yksityiskohdat sisältyisivät prospectukseen.¹⁷⁸ Esimerkiksi kulujen osalta yhtiöjärjestyksessä voitaisiin todeta, että: ”Sijoitusyhtiön kulut voidaan veloittaa sijoitusyhtiön varoista siten, kuin prospectuksessa on tarkemmin määrätty.” Muutoksia yhtiöjärjestykseen ei voitaisi tehdä ilman Finanssivalvonnan hyväksyntää, mutta osakkeenomistajien hyväksyntää muutoksille ei kuitenkaan tarvittaisi. Yhtiöjärjestyksen perustavanlaatuisuuden ja puitetasoisten määräysten vuoksi sitä tarvitsisi muuttaa käytännössä harvemmin kuin prospectusta.

5.3 Juridinen muoto, hallinto ja osakkeet

5.3.1 Corporate governance

Osakeyhtiölain mukaisissa osakeyhtiöissä osakkeenomistajilla on ylin päätösvalta. Osakkeenomistajat kokoontuvat vähintään kerran vuodessa ja päättävät yhtiön asioista. OYL 5:3.2 §:n mukaan varsinaisen yhtiökokouksen on ainakin päätettävä 1) tilinpäätöksen vahvistamisesta, mikä emoyhtiössä käsittää myös konsernitilinpäätöksen vahvistamisen; 2) taseen osoittaman voiton käyttämisestä; 3) vastuuvapaudesta hallituksen jäsenille, hallintoneuvoston jäsenille ja toimitusjohtajalle; 4) hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenten ja tilintarkastajan valinnasta, jollei OYL:ssa säädetä tai yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin näiden toimikaudesta tai valinnasta. Tämän lisäksi käsitellään muut yhtiöjärjestyksen mukaan varsinaisessa yhtiökokouksessa käsiteltävät asiat. OYL 6:2.1 §:n mukaan hallitus huolehtii yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä ja valitsee OYL 6:20.1 §:n mukaisesti toimitusjohtajan. OYL 6:8.1 §:n mukaan hallitukseen on valittava yhdestä viiteen varsinaista jäsentä, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Hallitus on OYL:n mukaan ainoa pakollinen toimielin: edes julkisissa osakeyhtiöissä toimitusjohtajan valinta ei ole pakollista.

Sijoitusyhtiön varsinaisessa yhtiökokouksessa käsiteltävät asiat olisivat lähtökohtaisesti samat kuin osakeyhtiöillä. Sijoitusyhtiön hallituksella olisi puolestaan yleistoimivalta. Hallituksen jäsenten lukumäärällä ei tulisi olla rajoitteita, toisin kuin esimerkiksi Irlannissa, jossa ICAV-rahastossa tulee olla vähintään kaksi hallituksen jäsentä.¹⁷⁹ Myös OYL 6:10.1 §:ää mukailleen hallituksen jäsenien tulisi olla luonnollisia henkilöitä: Iso-Britanniasta tuttu ACD-konstruktio¹⁸⁰ istuu huonosti Suomen oikeuskulttuuriin. Myös ICAV- ja SICAV-rahastoissa hallituksen jäsenten tulee olla luonnollisia

¹⁷⁸ Nykytilanteeseen nähden tämä merkitsisi, että sijoitusyhtiön prospectuksen merkitys kasvaisi jonkin verran nykyiseen rahastoiesitteeseen nähden. Prospectus olisi myös huomattavasti yksityiskohtaisempi ja pidempi kuin nykyinen rahastoiesite. Toisaalta taas sateenvarjomallisella sijoitusyhtiöllä olisi vain yksi yhtiöjärjestys, toisin kuin sijoitusrahastoilla, joilla jokaisella on oltava omat sääntönsä.

¹⁷⁹ *ICAV Act 2015* s 56: “An ICAV shall have at least 2 directors.”

¹⁸⁰ Vähintään yhden OEIC-sijoitusyhtiön hallituksen jäsenen täytyy olla niin sanottu *Authorized Corporate Director* (ACD). Asiaa on analysoitu aiemmin Iso-Britannian sääntelyn tarkastelun yhteydessä.

henkilöitä.¹⁸¹ ICAV-rahastoista ja OEIC-sijoitusyhtiöistä tutulla tavalla varsinainen yhtiökokous voitaisiin jättää tarvittaessa pitämättä. Tällöin hallitus antaisi asiasta vähintään 60 päivää aiemmin kirjallisen ilmoituksen osakkeenomistajille. Ilmoitus voisi olla voimassa tiettyyn ajankohtaan asti tai toistaiseksi. Jos varsinaista yhtiökokousta ei pidettäisi, jäisivät varsinaisen yhtiökokouksen päätettäviksi laissa säädetyt ja yhtiöjärjestyksessä määrätyt asiat hallituksen päätettäväksi. Tilintarkastaja tai osakkeenomistajat, joilla olisi vähintään 10 % kaikista vaihtuvaan osakepääomaan kuuluvista osakkeista¹⁸², voisivat kuitenkin vaatia, että yhtiökokous pidetään.

Luxenburgissa ja Iso-Britanniassa hallinnointiyhtiöt hoitavat käytännössä kaikki OEIC-sijoitusyhtiön tai SICAV-rahaston asiat, jolloin osakkeenomistajien päätöksentekovalta on hyvin rajallinen tai käytännössä olematon. Vastaava osuudenomistajien vaikutusvaltaa rajoittava trendi on nähtävissä Suomessakin SRL:n tuoreessa muutosehdotuksessa.¹⁸³ Kuitenkin on aina mahdollista, että osakkeenomistajat tahtovat nimittää uuden hallinnointiyhtiön. Esimerkiksi Iso-Britanniassa, jos kymmenesosa OEIC:n osakkeenomistajista sitä vaatii, tulee järjestää ylimääräinen yhtiökokous, jossa päätetään hallituksen jäsenen tai jäsenten erottamisesta ja uusien nimittämisestä.¹⁸⁴ Suomen sijoitusyhtiösääntely tulisi rakentaa samojen lähtökohtien pohjalta, jolloin osakkeenomistajien vaikutusvaltaa ei olisi kokonaan eliminoitu. Osakeyhtiöllä ylimääräinen yhtiökokous on pidettävä OYL 5:4.1 §:n mukaan, jos tilintarkastaja tai osakkeenomistajat, joilla on yhteensä kymmenesosa tai yhtiöjärjestyksessä määrätty pienempi osa kaikista osakkeista, vaativat sitä kirjallisesti tietyn asian käsittelemistä varten. Tämän säännöksen tulisi soveltua sijoitusyhtiöihin.¹⁸⁵ Vaikka osakkeenomistajien kymmenesosa voisi kutsua ylimääräisen yhtiökokouksen koolle, tulisivat kuitenkin

¹⁸¹ Ks. *ICAV Act 2015* s 58(1): “An ICAV shall not have as a director of the ICAV a body corporate or an unincorporated body of persons.” Puolestaan Luxemburgissa SICAV-rahaston hallituksen jäseneksi voidaan valita oikeushenkilö, mutta oikeushenkilön täytyy tällöin asettaa edustajakseen luonnollinen henkilö, ns. pysyvä edustaja, jolloin kyseisen henkilön asema SICAV-rahaston hallituksessa vastaa käytännössä luonnollista henkilöä. Hallituksen jäsenistä ei säädetä Luxemburgin vuoden 2010 rahastolaissa, jolloin SICAV-rahastoihin soveltuu SA-yhtiöitä koskeva sääntely. Ks. *Loi du 19 août 1915* Art. 441-3., 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 designer un représentant permanent chargé de l’exécution de cette mission au nom et pour le compte de la personne morale.”

¹⁸² Itsenäisissä sijoitusyhtiöissä kyse olisi nimenomaan vaihtuvaan osakepääomaan kuuluvista osakkeista, jolloin kiinteään osakepääomaan kuuluvia osakkeita ei otettaisi mukaan laskentaan.

¹⁸³ Ks. *VM 5/2018* s. 55 ja *HE 243/2018* s. 55, joissa ehdotetaan luovuttavaksi vuotuisesta säännöllisestä rahasto-osuudenomistajien kokouksesta. Ehdotusta perustellaan sillä, että nykyiset säännökset ovat kansallisia, eivätkä ne perustu UCITS-direktiiviin. Lisäksi rahasto-osuudenomistajien tosiasiallinen osallistuminen ja vaikuttaminen kokouksissa on jäänyt vähäiseksi. Osuudenomistajien kokouksesta luopumisesta seuraisi lisäksi, että sijoitusrahastosääntelyssä luovutaisiin rahasto-osuudenomistajien valitsemien hallituksen jäsenten ja tilintarkastajien valitsemisesta. Ks. myös *VM 1990:21* 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* s. 11 ei kuitenkaan yhtynyt ehdotukseen näiltä osin, ja asia hautautui vuosikymmenten ajaksi.

¹⁸⁴ Ks. *OEIC Amendment Regulations 2005* s. 1—2.

¹⁸⁵ Oma erityiskysymyksensä on, tulisiko tällainen vähemmistöoikeus sallia alarahastokohtaisesti, eli voisivatko 10 % tietyn alarahaston osakkeenomistajista vaatia yhtiökokousta pidettäväksi. Alarahastorakennetta tarkastellaan syvemmin jäljempänä. Riskinä voisi olla, että tällaista mahdollisuutta käytettäisiin kiusanteko- tai kiristystarkoituksiin. Lähtökohana tulisikin olla, että tällaisissa tilanteissa pyrittäisiin hyödyntämään tilintarkastajan oikeutta vaatia yhtiökokous pidettäväksi.

OYL:in tavanomaiset enemmistö säännöt¹⁸⁶ sovellettavaksi, kun päätetään hallituksen jäsenten valinnasta.

Jos sijoitusyhtiössä ei pidettäisi varsinaista yhtiökokousta, herää kysymys siitä, voisiko hallitus muuttaa yhtiöjärjestystä ilman osakkeenomistajien suostumusta näiden vahingoksi. Sijoitusyhtiöissä väärinkäytösten todellinen riski jäänee kuitenkin pieneksi. Asiaa ei voidakaan arvioida puhtaasti osakeyhtiöoikeudellisesta näkökulmasta. Ensinnäkin nykytilanteessa rahastoyhtiö voi muuttaa sijoitusrahaston tai erikoissijoitusrahaston sääntöjä ilman osuudenomistajien suostumusta, eikä tätä ole katsottu problemaattiseksi. Toiseksi yhtiöjärjestyksen muutos edellyttäisi Finanssivalvonnan lupaa, jolloin viranomaisen valvontavastuu lisäisi osakkeenomistajien suojaa. Kolmanneksi osakkeenomistajien vähemmistö voisi kutsua ylimääräisen yhtiökokouksen¹⁸⁷ koolle, jossa voitaisiin päättää hallituksen tai hallinnointiyhtiön erottamisesta.

Sijoitusrahastolain 103.1 §:n mukaan rahastoyhtiö voi Finanssivalvonnan luvalla luovuttaa sijoitusrahaston hallinnon toisen rahastoyhtiön hoidettavaksi. Samoin sijoitusyhtiöllä tulisi olla mahdollisuus nimittää toinen hallinnointiyhtiö, ja tällaisen vaihdon tulisi edellyttää Finanssivalvonnan lupaa. Hallinnointiyhtiölläkin tulisi olla oikeus tehdä aloite sijoitusyhtiön hallinnon luovuttamiseksi: tällöin kuitenkin päätöksen uudesta hallinnointiyhtiöstä tekisi yhtiökokous. Näin ollen hallinnon luovuttamistilanteissa Finanssivalvonnan hyväksynnän lisäksi tarvittaisiin yhtiökokouksen päätös¹⁸⁸ uudesta hallinnointiyhtiöstä. Toisaalta yksittäinen alarahasto voitaisiin luovuttaa kokonaan ilman yhtiökokouksen myötävaikutusta. Tällöin meneteltäisiin vastaavasti, kuin sijoitusrahaston hallinnon luovuttamisen osalta nykyisin.

Käytännön elämässä ulkoisesti hallinnoitun sijoitusyhtiön hallitus koostuisi pitkälti hallinnointiyhtiön työntekijöistä. Tällainen käytäntö on yleinen esimerkiksi Irlannissa ja Luxemburgissa, joissa ICAV- ja SICAV-rahastojen hallituksissa istuu käytännössä joko hallinnointiyhtiön hallituksen jäseniä tai työntekijöitä. Käytäntö on osoittautunut markkinoilla tehokkaaksi johtuen hallinnointiyhtiön ja ulkoisesti hallinnoitun yhteissijoitusyrityksen tiiviistä vuorovaikutussuhteesta. Puolestaan Iso-Britanniassa OEIC-sijoitusyhtiön hallituksena toimiva hallinnointiyhtiö eli ACD on tavallisesti taho, joka on myös perustanut hallinnoimansa OEIC-sijoitusyhtiön.¹⁸⁹ Irlannissa riippumattomista hallituksen jäsenistä säädetään *soft law* -tyyppisessä instrumentissa, jota kuitenkin käytännössä

¹⁸⁶ OYL 5:26 §:n pääsäännön mukaan yhtiökokouksen päätökseksi tulee ehdotus, jota on kannattanut yli puolet annetuista äänistä. Vaalissa tulee valituksi eniten ääniä saanut, mutta vaalien osalta yhtiöjärjestyksen määräyksellä enemmistövaatimusta voidaan kuitenkin lieventää.

¹⁸⁷ Itsenäisissä sijoitusyhtiöissä osakkeenomistajilla ei välttämättä olisi ylimääräisessä yhtiökokouksessa tosiasiallisia vaikutusmahdollisuuksia, jos sijoittajayleisön osakkeet olisivat äänivallattomia. Tästä huolimatta yhtiökokouksen koollekutsuminen on poikkeuksellinen toimenpide, jonka pitäisi myös herättää valvojan viranomaisen kiinnostus mahdollisia väärinkäytöksiä kohtaan. Ulkoisesti hallinnoituissa sijoitusyhtiöissä tilanne olisi toinen, koska laissa säädettäisiin, ettei niiden osakkeita voitaisi tehdä äänivallattomiksi. Osakkeisiin liittyviä oikeuksia tarkastellaan lisää jäljempänä.

¹⁸⁸ Yhtiökokouksen päätösvalta rajoittuisi uuden hallinnointiyhtiön valintaan, ts. yhtiökokous valitsisi saatavilla olevista hallinnointiyhtiöistä soveltuvimman. Tämä tarkoittaa sitä, ettei yhtiökokous voisi varsinaisesti estää sijoitusyhtiön hallinnon luovuttamista.

¹⁸⁹ *SOU 2002:56* s. 512.

noudatetaan melko laajasti.¹⁹⁰ Lisäksi Irlannin laissa säädetään nimenomaisesti, ettei säilytisyhteisön hallituksen jäsen saa toimia samaan aikaan yhteissijoitusyrityksen tai hallinnointiyhtiön hallituksen jäsenenä.¹⁹¹ Suomessa SRL-työryhmä on esittänyt, että rahastoyhtiön hallitukseen tulisi jatkossa valita vähintään kolmannes riippumattomia hallituksen jäseniä, joilla korvattaisiin aiemmin rahasto-osuudenomistajien valitsemat jäsenet.¹⁹² Sijoitusyhtiöiden riippumattomista hallituksen jäsenistä tulisi säätää vastaavasti. Riippumattoman hallituksen jäsenen tehtävänä olisi erityisesti valvoa toiminnan lainmukaisuutta ja osakkeenomistajien etua.

Jäljempänä tarkemmin todetulla tavalla Ruotsiin on ehdotettu mallia, jossa alarahastorakenteen kaltainen konstruktio saavutettaisiin siten, että sijoitusyhtiöillä olisi yhteinen johto ja hallinnointi. Tällöin esimerkiksi sama hallitus ja toimitusjohtaja voisivat hoitaa tehtäviään useassa sijoitusyhtiössä. Tämän lisäksi Ruotsiin ehdotetaan Iso-Britanniasta tuttua ACD:tä vastaavaa toimijaa, mikä tarkoittaisi käytännössä sitä, että hallituksen jäsenenä voisi toimia oikeushenkilö. Kyseinen yhtiö olisi tosiasiaassa rahastoyhtiö, joka toimisi hallituksen roolissa useassa eri sijoitusyhtiössä. Tällöin saavutettaisiin hieman vastaavanlainen asetelma kuin sopimusmallisten rahastojen osalta tällä hetkellä. Tämän lisäksi voitaisiin tarvittaessa nimetä myös luonnollisista henkilöistä koostuva hallitus, jolla olisi tällöin lähinnä valvontafunktio.¹⁹³

Ruotsin — ehkä hieman keinotekoistakin — järjestelmää ehdotetaan sen takia, että kaikilla sijoitusyhtiöillä olisi oikeushenkilöllisyys. Jäljempänä todetulla tavalla Suomeen ollaan kaavailemassa alarahastorakennetta jo nykyisten sopimusmallisten sijoitusrahastojen yhteyteen.¹⁹⁴ Näin ollen luontevana jatkumona olisi, että alarahastorakenne mahdollistetaan myös sijoitusyhtiöiden osalta. Tällöin sijoitusyhtiö (oikeushenkilö) toimisi sateenvarjona, jonka alla voisi olla useita alarahastoja (ei-oikeushenkilöjä), joiden varat olisi pidettävä toisistaan erillään. Sijoitusyhtiörakenne vastaisi tällöin Euroopan tunnetuista rahastovaltioista tuttua alarahastorakennetta. Suomessa ei olisikaan erityistä tarvetta sille, että toimitusjohtaja ja hallituksen jäsenet voisivat toimia vastaavissa tehtävissä useissa eri sijoitusyhtiöissä. Ulkoisesti hallinnoituissa sijoitusyhtiöissä hallitus voisi nimittää rahastoyhtiön hoitamaan sijoitusyhtiön hallintoa, ja rahastoyhtiön tehtävät olisivat vastaavia kuin niiden rahastoyhtiöiden, jotka hallinnoivat sopimusmallisia sijoitusrahastoja.

Tilintarkastusta koskevat säännökset sisältyvät OYL 7 lukuun ja SRL 6 lukuun. Tilintarkastuksen tarkoituksena on varmistaa, että yhtiössä noudatetaan yleisesti hyväksytyjä kirjanpitostandardeja.

¹⁹⁰ Ks. *IFIA Corporate Governance Code 2012*, jonka 4.1. kohdan mukaan vähintään yhden hallinnointiyhtiön ja yhteissijoitusyrityksen hallituksen jäsenen tulisi olla riippumaton.

¹⁹¹ *Central Bank UCITS Regulations 2015* s 115. (1): “A depositary shall not have a director who is also simultaneously a director of: (a) the relevant management company; (b) the relevant administration company; or (c) the relevant UCITS investment company.”

¹⁹² Ks. *VM 5/2018* s. 55—56 ja *HE 243/2018* s. 55—56. Hallituksen riippumaton jäsen ei voisi kuulua rahastoyhtiön tai säilytisyhteisön johtoon tai toimivaan johtoon eikä myöskään olla työsuhteessa kyseisiin tahoihin.

¹⁹³ Ks. *SOU 2016:45* s. 246—248. Ehdotetussa hallinnoimismallissa hallituksen jäsenenä toimiva oikeushenkilö, eivätkä sen hallinnoimat sijoitusyhtiöt, olisi *Finansinspektionin* valvonnan alla.

¹⁹⁴ *VM 5/2018* esim. s. 12, 19 ja 53—54 ja *HE 243/2018* s. 1 ja 54—55.

Kyseessä on yhtiön tilinpäätöksen tutkimista, jonka tarkoituksena on käsityksen ilmaiseminen tutkitusta tilinpäätöksestä tai siihen rinnastettavasta informaatiosta. Tämä on osakkeenomistajien etujen mukaista sekä osa yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää. Tilintarkastus suojelee kuitenkin myös muiden intressitahojen etuja — etenkin velkojien — mutta myös pääomamarkkinatoimijoiden, sijoittajayleisön, työntekijöiden ja valtion (veronsaajan) intressejä sekä auttaa ehkäisemään taloudellista rikollisuutta. Sijoitusyhtiöiden osalta tilintarkastuksessa tulisi noudattaa soveltuvin osin vastaavia sääntöjä, kuin tilintarkastuksesta on tilintarkastuslaissa (1141/2015) ja SRL:ssa säädetty. Näin ollen mallina käytettäisiin sijoitusrahastojen eikä osakeyhtiöiden tilintarkastussääntelyä.

Sijoitusyhtiön yhtiökokouksen olisi valittava kullekin tilikaudelle tilintarkastusta varten vähintään yksi tilintarkastaja ja varatilintarkastaja. Ainakin yhden tilintarkastajan olisi oltava KHT-tilintarkastaja tai tilintarkastusyhteisö, jonka päävastuullisen tilintarkastajan tulee olla KHT-tilintarkastaja. Jos sijoitusyhtiö päättäisi jättää yhtiökokouksen pitämättä (kuten oletuksena on), suorittaisi tilintarkastajan valinnan sijoitusyhtiön hallitus. Samoin toimittaisiin sijoitusyhtiötä perustettaessa, jolloin ensimmäistä yhtiökokousta ei ole vielä pidetty.¹⁹⁵ Sijoitusyhtiön osakkeenomistajat, hallituksen jäsenet ja työntekijät — samoin kuten hallinnointiyhtiönkin vastaavat, jos kyseessä on ulkoisesti hallinnoitu sijoitusyhtiö — eivät saisi toimia tilintarkastajina. Toisaalta OYL:ssa tarkoitettua erityistä tarkastusta koskevaa sääntelyä ei tarvittaisi sijoitusyhtiöille. Finanssivalvonnan suorittama valvonta voitaisiin tässä suhteessa katsoa riittäväksi suojaksi osakkeenomistajille. Tilinpäätösasiakirjoihin liittyvästä valvonnasta tulisi säätää vastaavasti kuin SRL 40 §:ssä on tällä hetkellä säädetty.¹⁹⁶

5.3.2 Vaihtuva osakepääoma

Jokaisella osakeyhtiöllä on oltava OYL 1:3.1 §:n mukaisesti osakepääoma, jonka vähimmäissuuruus yksityisellä osakeyhtiöllä on 2500 euroa ja julkisella osakeyhtiöllä 80 000 euroa.¹⁹⁷ Mainitun lainkohdan 2 momentin pääoman pysyvyyttä koskevan säännöksen mukaan yhtiön varoja voidaan jakaa ainoastaan siten kuin OYL:ssa säädetään. Pääoman pysyvyyttä koskevat OYL:n säännökset painottavat osakeyhtiön luonnetta pääomayhtiönä. Laissa määrätyn vähimmäisosakepääoman tarve on kuitenkin mahdollista kyseenalaistaa¹⁹⁸, koska varojen jakamista osakkeenomistajille rajoittavat joka tapauksessa OYL 13—15 lukujen varojenjakosäännökset. Pääoman pysyvyys, siihen liittyvä velkojien suojausjärjestelmä ja osakkaan rajoitettu vastuu kytkeytyvät luontevasti toisiinsa. Vähimmäisosakepääomaa, pääoman pysyvyyttä, velkojien suojausta ja varojen jakamista koskevat osakeyh-

¹⁹⁵ Ks. vastaavasti *ICAV Act 2015*, s 125.

¹⁹⁶ Mainitun lainkohdan mukaan rahastoyhtiön on lähetettävä Finanssivalvonnalle sijoitusrahaston vuosikertomus ja puolivuotiskatsaus sekä jäljennökset rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston tilinpäätösasiakirjoista, rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston tilintarkastuskertomuksista sekä rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston hoitoa koskevista asiakirjoista sekä yhtiön yhtiökokousten ja rahasto-osuudenomistajien kokousten pöytäkirjoista.

¹⁹⁷ Toisaalta on huomioitava, että yksityisen osakeyhtiön 2 500 euron vähimmäispääomavaatimuksesta ollaan luopumassa. Sama koskisi myös vastaavaa asunto-osakeyhtiön pääomavaatimusta ja osuuskunnan vararahastointivelvollisuutta. Tähän liittyvä hallituksen esitys (*HE 238/2018*) annettiin eduskunnalle 22.11.2018.

¹⁹⁸ Ks. esim. *HE 238/2018* s. 10, jonka mukaan yksityisen osakeyhtiön 2 500 euron pääomavaatimuksella ei ole merkitystä velkojien suojaajan kannalta.

tiölain säännökset määrittävät osakeyhtiön varallisuusjärjestelmän ensiarvoisen sisällön. Järjestelmän olettamuksena on, että varoja saadaan jakaa osakkeenomistajille vain OYL:ssa säädetyissä tilanteissa ja että sidotun oman pääoman jakaminen vaatii velkojiensuojajärjestelmän läpäisemistä eli velkojien suostumusta.¹⁹⁹

Osakepääoman tarkoituksena on luoda velkojille eräänlainen ”takuu”, jolla tarkoitetaan sitä, että osakeyhtiöllä olisi aina tietty määrä varoja, joita ei voitaisi jakaa ulos yhtiöstä osakkeenomistajille. Tämän varmistamiseksi OYL:iin sisältyy runsaasti osakepääomaa ja varojen jakamista koskevia säännöksiä, kuten osakepääoman kokoon (OYL 1 luku), osakeantiin (OYL 9 luku), osakepääoman korottamiseen (OYL 11 luku), varojen jakamiseen (OYL 13 luku), yhtiön mahdollisuuteen omistaa omia osakkeitaan (OYL 15 luku) ja osakepääoman alentamiseen (OYL 14 luku) liittyen. Pääpiirteissään säännökset osakepääoman ja osakkeiden lukumäärän muuttamisprosesseista ovat monimutkaisia, hallinnollisesti raskaita ja aikaa vieviä sijoitusyhtiöiden näkökulmasta, koska prosessit vaativat sekä yhtiöorganien että viranomaisen (PRH) myötävaikutusta. Osakeyhtiöille tarkoitettut menettelyt eivät 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 sijoitusyhtiö olisi velvollinen lunastamaan yleisöltä takaisin liikkeeseen laskemiaan osakkeita aina silloin kun osakkeenomistajat niin vaativat.²⁰⁰

Sijoitusyhtiö voisi takaisinostaa tai lunastaa osakkeenomistajan osakkeet tämän vaatimuksesta, jolloin takaisinosto tai lunastus tapahtuisi sijoitusyhtiön varoista — suoraan tai epäsuorasti. Tästä säädetäisiin kuitenkin nimenomaisesti sijoitusyhtiölaissa, jottei asia jäisi ainoastaan yhtiöjärjestystasolla määrättäväksi.²⁰¹ Merkintöjen ja lunastusten täytyy olla mahdollisia jatkuvasti ilman erityisprosesseja, julkisia ilmoituksia, yhtiökokouksia tai viranomaisten myötävaikutusta. Kuten nykyisillä sijoitusrahastoilla ja erikoissijoitusrahastoilla, merkintöjen ja lunastusten järjestämisestä huolehtisi hallinnointiyhtiö eli käytännössä rahastoyhtiö (tai itsenäisissä sijoitusyhtiöissä toimitusjohtaja tai tämän määräämä). Nykyään sijoitusrahaston varojen arvo määräytyy varojen markkina-arvon mukaan. Sijoitusyhtiöiden osakkeiden arvo laskettaisiin jakamalla sijoitusyhtiön netto-omaisuuden markkina-arvo kaikkien liikkeessä olevien osakkeiden lukumäärällä.²⁰² Jollei markkina-arvoa olisi, sijoituskohteen arvo määriteltäisiin yhtiöjärjestyksessä määrättyjen arvostusperusteiden mukaisesti. Näin ollen arvonalaskennan osalta noudatettaisiin samoja periaatteita, kuin SRL 48 §:ssä on säädetty sijoitusrahasto-osuuksien arvonalaskennasta. Merkitäkseen osakkeita sijoittajan olisi

¹⁹⁹ Ks. tarkemmin *Airaksinen — Pulkkinen — Rasinaho I* 2018 s. 21—24.

²⁰⁰ Ks. tähän periaatteeseen liittyen *Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö* 1971 s. 3 ja *HE 22/1977* s. 2 ja 4.

²⁰¹ Ks. myös *Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö* 1971 s. 11 ja *HE 22/1977* s. 4 ja 11, joissa vaihtuvasta osakepääomasta ja osakkeiden lunastusvelvollisuudesta katsottiin tarkoituksenmukaiseksi säätää erikseen lain tasolla. Vuoden 1977 sijoitusyhtiölakiesityksessä taustalakinä olisi ollut silloinen osakeyhtiölaki (22/1895). Jo tällöin tunnistettiin, ettei osakeyhtiölain osakepääoman muuttamista koskeva sääntely sovellu yhteiseen sijoitustoimintaan.

²⁰² *Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö* 1971 s. 4 ja *HE 22/1977* s. 5.

suoritettava merkintäsumma rahana. Arvonlaskennan jälkeen selviäisi, kuinka monta osaketta sijoittaja saa. Tämä selviäisi jakamalla sijoittajan suorittama rahasumma yhden sijoitusyhtiön osakkeen (tai tietyn alarahaston osakkeen) markkina-arvolla, joka on yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön (tai alarahaston) netto-omaisuuden arvo jaettuna liikkeellä olevien osakkeiden lukumäärällä. Vastavasti lunastaessaan osakkeen sijoittaja saisi summan, joka on yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön netto-omaisuuden arvo jaettuna liikkeellä olevien osakkeiden lukumäärällä ennen lunastusta.²⁰³

Osakeyhtiöoikeuden yleisiin periaatteisiin kuuluu osakkeiden vaihdannan vapaus. Tästä pääperiaatteesta säädetään OYL 1:4 §:ssä. Osakkeen vapaa luovutettavuus tekee mahdolliseksi osakkeen muuntamisen rahaksi sellaisessa tilanteessa, jossa osakesijoitusta ei voida muutoin palauttaa yhtiöstä OYL 1:3 §:n pääoman pysyvyyttä koskevien periaatteiden vuoksi.²⁰⁴ Kyseessä on myös vähemmistöosakkeenomistajien pääasiallinen oikeussuojakeino (*exit-oikeus*) enemmistöosakkeenomistajien opportunistista käyttäytymistä vastaan. Vapaata luovutettavuutta voidaan rajoittaa yhtiöjärjestysmääräyksillä tai sopimusoikeudellisesti: näin toimitaan usein esimerkiksi pienissä- ja keskisuurissa perheyrityksissä.

Sijoitusrahasto-osuudet ovat myös luovutettavissa. SRL 56 §:ssä säädetään, että rahasto-osuudensaajalla ei ole oikeutta käyttää rahasto-osuudenomistajalle säädettyjä oikeuksia ennen kuin rahasto-osuus on SRL 53 §:n mukaisesti rekisteröity tai saanto on ilmoitettu ja sitä koskeva selvitys on esitetty rahastoyhtiölle. SRL 57 §:n 1 momentissa puolestaan säädetään: ”Milloin osuustodistus luovutetaan tai pantataan, on vastaavasti sovellettava, mitä velkakirjalain (622/1947) 13, 14 ja 22 §:ssä on säädetty juoksevista velkakirjoista. Mainittuja säännöksiä sovellettaessa on se, jolla on osuustodistus hallussaan ja joka rahastoyhtiön osuustodistukseen tekemän merkinnän mukaan on rahasto-osuudenomistajana merkitty rahasto-osuusrekisteriin rinnastettava siihen, jolla velkakirjalain 13 §:n 2 momentin mukaan edellytetään olevan velkakirjan osoittama oikeus.”

Osakeyhtiölain mukainen osakkeiden vapaata luovutettavuutta koskeva pääperiaate ja siihen tehtävät sallitut rajoitukset eivät sovellu sellaisenaan ulkoisesti hallinnoituihin sijoitusyhtiöihin. Rahasto-osuudenomistajan mahdollisuus lunastaa arvonnousu ja jättää rahasto tarvittaessa — esimerkiksi tyytymättömyystilanteessa — saavutetaan käytännössä siten, että osuudenomistajalla on oikeus lunastaa osuutensa milloin tahansa. Osuuksien varsinaiset siirtotilanteet ovatkin poikkeustilanteita, kuten esimerkiksi osuuksien perintöoikeudelliset saannot. Näin tulisi olla sijoitusyhtiöissäkin. Ulkoisesti hallinnoitujen sijoitusyhtiön osakkeiden tulisi olla siirrettävissä, eikä siirrettävyyttä voitaisi rajoittaa yhtiöjärjestyksessä OYL:n sallimilla vaihdannanrajoituslausekkeilla. Itsenäisissä sijoitusyhtiöissä yhtiöjärjestyksen vaihdannanrajoituslausekkeet olisivat puolestaan sallit-

²⁰³ *SOU 2016:45* s. 252—253. Ks. myös vastaavasti *Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö* 1971 s. 5 ja 12 sekä *HE 22/1977* s. 5 ja 11. Tavanomaisissa rahastoissa sijoittaja saa tehtyä merkinnät ja lunastukset toimeksiantopäivän vahvistettuun arvoon, jos toimeksianto jätetään ennen ns. päiväkatkoa. Jos toimeksianto jätetään myöhemmin, mutta kuitenkin ennen seuraavaa päiväkatkoa, toteutetaan se seuraavan pankkipäivän arvoon.

²⁰⁴ *Mähönen — Villa* 2012 s. 199—200.

tuja kiinteään osakepääomaan kuuluvien osakkeiden osalta. Osakassopimuksia voitaisiin tehdä molemmissa sijoitusyhtiötyypeissä, mutta käytännössä niiden tekemiseen ei olisi kannusteita ulkoisesti hallinnoituissa sijoitusyhtiöissä tai itsenäisten sijoitusyhtiöiden vaihtuvaan osakepääomaan kuuluvien osakkeiden osalta.²⁰⁵

Osakeyhtiölain 3:14 a.1 §:n mukaan yhtiön osakkeiden kuulumisesta arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa (348/2017) tarkoitettuun arvo-osuusjärjestelmään tai ulkomaiseen arvo-osuusjärjestelmään määrätään yhtiöjärjestyksessä. Yhtiökokouksen päätöksessä yhtiöjärjestyksen muuttamisesta on määrättävä aika, jonka kuluessa osakkeet liitetään arvo-osuusjärjestelmään (ilmoittautumisaika) tai poistetaan arvo-osuusjärjestelmästä, tai valtuutettava hallitus päättämään asiasta. Liittämistä tai poistamista ja niiden ajankohtaa koskeva päätös on ilmoitettava rekisteröitäväksi viivytyksettä. Puolestaan OYL 3:15.1 §:ssä säädetään: ”Jos yhtiön osakkeita ei ole liitetty arvo-osuusjärjestelmään, hallituksen on pidettävä osakkeista ja niiden omistajista luetteloa (osakasluettelo), johon merkitään kunkin osakkeenomistajan nimi ja osoite sekä yksilöityjen osakkeiden tai osakekirjojen lukumäärä osakelajeittain ja osakkeiden antamispäivä. Osakasluetteloon on merkittävä myös muut erot osakkeiden tuottamissa oikeuksissa ja velvollisuuksissa. Jos osakkeesta ei ole annettu osakekirjaa, osakasluetteloon on lisäksi merkittävä yhtiölle ilmoitettu osaketta rasittava panttioikeus tai muu vastaava oikeus.” OYL 3:9.1 §:n mukaan hallitus voi puolestaan antaa yhtiön osakkeista osakekirjat, jos osakkeita ei ole liitetty arvo-osuusjärjestelmään. Osakekirjaa ei kuitenkaan saa antaa ennen kuin yhtiö ja osake on rekisteröity. Osakekirja saadaan antaa vain osakasluetteloon merkitylle osakkeenomistajalle.

Rahastoyhtiön on SRL 53.1 §:n velvoittamana pidettävä rahasto-osuuksista rahasto-osuusrekisteriä. SRL 54.1 §:n mukaan rahastoyhtiön on rahasto-osuudenomistajan pyynnöstä annettava rahasto-osuudesta osuustodistus ja 55 §:ssä puolestaan säädetään, mitä osuustodistuksessa tulee olla. On huomioitava, että rahastoyhtiön velvollisuudesta antaa rahasto-osuudesta osuustodistus ollaan luopumassa.²⁰⁶ SRL 58 §:stä alkaen säädetään arvo-osuusjärjestelmään kuuluvista rahasto-osuuksista. SRL 58.1 §:n mukaan sijoitusrahaston sääntöihin voidaan ottaa määräys siitä, että rahasto-osuudet, osuuslaji tai osuussarja liitetään arvo-osuusjärjestelmään. Rahastoyhtiön päätöksessä on määrättävä aika, jonka kuluessa rahasto-osuuksien liittäminen tapahtuu. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvasta rahasto-osuudesta ei anneta osuustodistusta. Oikeudesta tällaiseen rahasto-osuuteen sekä rahasto-osuuteen perustuvan suoritusvelvollisuuden täyttämisestä on päätetty arvo-osuustileistä annetussa laissa (827/1991).

²⁰⁵ Sijoittajayleisölle myytävien osakkeiden omistus olisi laajalle hajautunut, eikä kenelläkään normaalitilanteessa voisi olla osakeomistukseen perustuvaa määräysvaltaa yhtiössä. Lisäksi uusien osakkeenomistajien määrää ei voitaisi rajoittaa, koska sijoitusyhtiö olisi lähtökohtaisesti avoin ja voisi laskea liikkeelle jatkuvasti uusia osakkeita.

²⁰⁶ Ks. VM 5/2018. s. 12, 19 ja 57 ja HE 243/2018 s. 1 ja 57.

Alun perin rahasto-osuusrekisterin pitoa koskevan sääntelyn uudistaminen oli SRL-työryhmän työlistalla. Joustamattomuutta on pidetty nykyisen sääntelyn heikkoutena. Osuusrekisterin pitoa koskevilla säännöksillä on olennainen kytkentä Verohallinnon tiedonsaannin toimivuuteen ja toisaalta digitaalisten sovellutusten käytettävyyteen. Käytettyjen järjestelmien tulisi soveltua joustavasti muun muassa asiakkaiden asiointiin ja yhteydenpitoon rajat ylittävissä markkinoinnissa.²⁰⁷ SRL-työryhmä päätyi esittämään osuusrekisteriä koskevan sääntelyn siirtämistä erikseen valmisteltavaksi, joten siihen ei ehdotettu tässä yhteydessä muutoksia.²⁰⁸ Oletettavasti rahasto-osuusrekisterin pitoa koskeva sääntely uudistetaan ennen kuin uusi sijoitusyhtiömuoto saadaan lanseerattua Suomeen. Rahasto-osuusrekisterin pitoa koskevan sääntelyn uudistaminen on tämän tutkielman tutkimuskysymysten ulkopuolella. Uudistetun sääntelyn tulisi soveltua myös sijoitusyhtiöihin, jolloin sopimusmuotoiset sijoitusrahastot ja sijoitusyhtiöt olisivat vastaavassa asemassa osuusrekisteriä ja osakerekisteriä koskevan sääntelyn osalta. Kun tulevaisuudessa sijoitusrahasto-osuuksista ei tarvitse antaa osuustodistusta, on myös perusteltua, ettei sijoitusyhtiön osakkeistakaan tarvitsisi antaa paperista osakekirjaa, vaan automaattinen sähköisistä järjestelmistä saatava osakekirja tai -todistus olisi riittävä.

5.3.3 Eri osakelajit ja alarahastot

Osakeyhtiön osakkeiden erilajistaminen on mahdollista OYL:n mukaan. Esimerkiksi yhtiöjärjestyksen määräyksellä osake voidaan tehdä kokonaan äänivallattomaksi (OYL 3:3.2), jako-osattomaksi ja määräpäivänä takaisin lunastettavaksi (OYL 15:10).²⁰⁹ OYL 3:1.1 §:ssä säädetään: ”Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä, että yhtiössä on tai voi olla oikeuksiltaan tai velvollisuuksiltaan toisistaan poikkeavia osakkeita. Tällöin yhtiöjärjestyksestä on käytävä ilmi osakkeiden väliset erot.” Myös sijoitusrahastoissa voi olla eri osuuslajeja, mutta poikkeamismahdollisuudet pääsäännöstä eli osuuksien yhdenvertaisuudesta ovat rajoitetumpia kuin osakeyhtiöiden osakkeiden osalta. SRL 47.3 §:n mukaan: ”Sijoitusrahaston säännöissä voidaan määrätä, että rahaston osuudet voivat poiketa toisistaan siinä, paljonko rahastoyhtiö veloittaa sijoitusrahaston varoista korvausta rahaston hallinnoinnista. Säännöissä on tällöin määrättävä, millä edellytyksillä sijoittaja voi merkitä korvauksen kannalta toisistaan poikkeavia osuuksia. Säännöissä voidaan myös määrätä, että tuotto- ja kasvuosuuksia voidaan laskea liikkeeseen eri valuutoissa tai että osuussarjoille voidaan hankkia erilainen indeksi-, inflaatio-, korko- tai valuuttasuojaus tai muu suojaus.” Mainitun lainkohdan 4 momentissa puolestaan säädetään, että samanlaisien rahasto-osuuksien on oltava samassa sijoitusrahastossa keskenään yhtä suuret ja niiden on tuotettava yhtäläiset oikeudet sijoitusrahaston varoihin.

²⁰⁷ VM111:00/2016 Arviomuistio s. 12 toteaa, että suomalaisten rahastojen markkinointi rajan yli muihin jäsenvaltioihin on ollut vaatimatonta. Pääasiassa rajat ylittävä markkinointi on suuntautunut Ruotsiin. Tässäkin kohdeasiakasryhmässä suuri osa sijoittajista omaa joko kaksoiskansalaisuuden tai muita yhteyksiä Suomeen. Syitä heikkoon ulkomaille markkinointiin on etsitty muun muassa osuusrekisterin ylläpidosta.

²⁰⁸ Ks. VM 5/2018. s. 14 ja HE 243/2018 s. 52.

²⁰⁹ Mähönen — Villa 2012 s. 125—126 ja 149—150.

Vastaavien sääntöjen, kuin SRL:ssä on säädetty eri osuuslajien osalta, tulisi soveltua myös sijoitusyhtiöiden osakkeisiin. Poikkeuksena tulisi lisätä mahdollisuus laskea liikkeelle äänivallaltaan erilaisia osakkeita itsenäisissä sijoitusyhtiöissä. Luxemburgin SICAV-rahastoissa on mahdollista poiketa osakkeiden äänivallan osalta yhdenvertaisuudesta, jolloin SICAV-rahaston hallinnointi helpottuu, kun sijoittajayleisön äänivalta on rajoitetumpaa.²¹⁰ Vastaavan säännön tulisi soveltua myös itsenäisiin sijoitusyhtiöihin, joilla tulisi OYL:n mukaisten osakeyhtiöiden tapaan olla mahdollisuus laskea liikkeelle äänivallaltaan erilaisia osakkeita. Kenellä tahansa, joka perustaa itsenäisen sijoitusyhtiön, tulisi olla mahdollisuus johtaa yhtiötä osakeomistuksen kautta — eli äänivaltaisten osakkeiden omistamisen kautta — ilman pakottavaa tarvetta nimittää ulkoista rahastoyhtiötä. Suurimman äänioikeuden tuottamat osakkeet voisivat käytännössä sisältyä edellä tarkasteltuun 300 000 euron alkupääomaan, joka vaaditaan itsenäisiltä sijoitusyhtiöiltä. Asetettaessa äänivaltaiset osakkeet sijoitusyhtiön perustajille yhtiön perustamisvaiheessa, varmistuisi perustajataholle — esimerkiksi pankille, sijoituspalveluyritykselle tai rahastoyhtiölle — mahdollisuus johtaa yhtiötä tarkoituksenmukaisesti ilman muiden osakkeenomistajien myötävaikutusta.²¹¹ Sen sijaan ulkoisesti hallinnoituissa sijoitusyhtiöissä osakkeita ei voitaisi tehdä äänivallattomiksi.²¹²

Oma erityiskysymyksensä on UCITS-direktiivin salliman alarahastorakenteen toteuttaminen.²¹³ Jotta saman oikeushenkilön sisällä voisi olla eri alarahastoja, täytyisi niiden varat pitää toisistaan erillään, jotta toinen alarahasto ei joutuisi vastuuseen toisen alarahaston velvoitteista, eli esimerkiksi toisen alarahaston konkurssi ei lankeaisi toisen alarahaston osakkeenomistajien maksettavaksi. Ruotsin tuore sijoitusrahastotyöryhmä (*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.²¹⁴ Potentiaalisten ongelmien vuoksi mietinnössä ehdotetaan ratkaisua, jossa monilla sijoitusyhtiöillä voisi olla yhteinen johto ja hallinnointi, kuitenkin siten, että saman ”yhteishallinnonin” alaiset sijoitusyhtiöt olisivat eri oikeushenkilöitä. Hallinnointirakenne saavutettaisiin siten, että sijoitusyhtiöllä, jota hallinnoisi

²¹⁰ UCITS-direktiivi ei edellytä, että sijoitusyhtiöiden osakkeiden täytyisi olla äänivallallisia. UCITS-direktiivin 31 artiklassa säädetään hallinnon järjestämisen osalta: ”Sijoitusyhtiön kotijäsenvaltion toimivaltaisten viranomaisten on erityisesti, myös sijoitusyhtiön luonne huomioon ottaen, vaadittava, että yhtiöllä on järkevä hallinto- ja tilinpitokäytäntö — —.” Luxemburgin *Law of 17 December 2010* säättää lain liite I:n 1.10 kohdassa sijoitusyhtiöiden tiedonantovelvollisuuden osalta seuraavaa: — — indication of unit-holders’ voting rights if these exist — —. Tästä havaitaan, ettei osakkeenomistajilla välttämättä tarvitse olla äänivaltaa.

²¹¹ Ks. samansuuntaisesti *SOU 2016:45* s. 256—258.

²¹² Kaikki osakkeet olisivat äänivallaltaan yhdenvertaisia. Tietyn alarahaston osakkeen äänimäärä määräytyisi sen perusteella, mikä on kyseisen osakkeen arvo sijoitusyhtiön koko osakepääomaan suhteutettuna. Jos alarahasto A:n osakkeen arvo olisi 100 ja alarahasto B:n osakkeen arvo 200, niin alarahasto B:n osakkeet tuottaisivat kaksi kertaa enemmän ääniä kuin alarahasto A:n osakkeet.

²¹³ UCITS-direktiivin 1(2) artiklan mukaan jäsenvaltiot voivat sallia, että yhteissijoitusyritys koostuu useasta alarahastosta.

²¹⁴ *SOU 2016:45* s. 237—238 mukaan: ”En sådan reglering ter sig främmande för svensk rätt och torde kräva omfattande analys och stora förändringar av regelverken på flera områden.” 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 frångå den sedvanliga aktiebolagsrättsliga eller föreningsrättsliga lagstiftningen.”

ulkoinen rahastoyhtiö, ei tarvitsisi olla hallitusta tai toimitusjohtajaa, tai puolestaan monilla itsenäisesti toimivilla vaihtuvapääomaisilla sijoitusyhtiöillä voisi olla sama hallitus. Tällaisen ratkaisun katsotaan olevan turvallisempi osakkeenomistajille.²¹⁵

Päätelmässä vedotaan siihen, että alarahaston mahdollisen konkurssin vaikutuksia toisiin alarahastoihin ei ole testattu käytännössä Luxemburgissa tai Irlannissakaan. Oletuksena on, ettei yhden alarahaston konkurssi vaikuttaisi muihin alarahastoihin, ja Irlannissa tästä on nimenomainen säännös laissa, kuten aiemmin todettiin. Joka tapauksessa ei ole takeita sille, että alarahastojen varojen erillisuus konkurssitilanteissa tunnustettaisiin kansainvälisesti. Vieraan valtion lakeja sovellettaessa on olemassa vähäinen riski, ettei alarahastoja katsottaisi erillisiksi yksiköiksi konkurssitilanteessa, jolloin niiden velvoitteita ei kohdeltaisi toisistaan erillisinä. Jos lainsäädännön tasolla pitäydytään siinä, että jokaisella rahastolla olisi oikeushenkilöllisyys — kuten Ruotsissa on hiljattain ehdotettu — pidetään riskejä pienempinä kansainvälisissä insolvenssitilanteissa.²¹⁶

Riskinä Ruotsissa ehdotetussa rakenteessa on, että se saattaisi näyttäytyä vieraana tai vaikeasti ymmärrettävänä kansainvälisillä markkinoilla. Suoranaisesti vastaavaa järjestelmää ei ole käytössä Euroopan suurien rahastovaltioiden yhtiömuotoisilla yhteissijoitusyrityksillä. Lisäksi yhteisen johdon ja hallinnoinnin järjestelmä voisi muodostua hallinnollisesti raskaaksi, jos jokainen yhteisen hallinnoinnin alaisuudessa oleva vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö tulisi perustaa tavanomaisen rekisteröintimenettelyn mukaisesti verrattuna alarahastojen joustavaan perustamiseen saman sijoitusyhtiön (eli yhden toimiluvan) alaisuudessa. Suomen tuore *SRL-työryhmä* onnistuikin sisällyttämään ehdotuksessaan alarahastorakenteen nykyisen sopimusmallisen sijoitusrahastorakenteen yhteyteen. Mietinnössä ehdotetaan, 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.²¹⁷ Alarahaston varojen erillään pidon juridiseen varmuuteen kiinnitettiin erityistä huomiota alarahastorakennetta koskevassa valmistelussa.²¹⁸ Tämän vuoksi alarahastojen varojen erottelusta katsottiin tarpeen säätää laissa nimenomaisesti.²¹⁹ Ruotsin ehdotuksen sijaan tulisikin säätää alarahastorakenne mahdolliseksi myös sijoitusyhtiöissä. Nyt SRL:n sopimusmallin yhteyteen ehdotettua alarahastosääntelyä

²¹⁵ Ks. *SOU 2016:45* s. 238.

²¹⁶ *SOU 2016:45* s. 238 toteaa: ”Om en irländsk ICAV har underfonder med tillgångar utomlands finns en viss risk att den utländska rättsordningen i en obeståndssituation skulle betrakta underfonderna som delar av en och samma juridiska person och inte göra någon åtskillnad mellan dem.” Kuten aiemmin Irlannin lainsäädännön tarkastelun yhteydessä todettiin, saattaisi tällainen tilanne realisoitua esimerkiksi sellaisten alarahastojen varojen suhteen, jotka olisivat säilytettävänä alisäilyttäjien tileillä kolmansissa valtioissa, jolloin kyseisiin tileihin sovellettaisiin yleensä paikallista lainsäädäntöä.

²¹⁷ Ks. esim. *VM 5/2018* s. 12, 19 ja 53—54 ja *HE 243/2018* s. 1 ja 54—55.

²¹⁸ *VM 5/2018* s. 54, 67 ja 76 ja *HE 243/2018* s. 54, 82 ja 91—92.

²¹⁹ Ks. *HE 243/2018* s. 161, jossa uuden ehdotetun SRL:n 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.” Ks. myös vastaavasti *VM 5/2018* s. 134.

voidaan hyödyntää kyseisessä valmistelutyössä. Ruotsin mietinnössä ehdotetun yhteishallinnointi- ja tustrukturin sijaan tulisikin ensin omaksua muualla maailmassa toimiviksi osoittautuneet rakenteet, ennen kuin lähdetään luomaan uusia konstruktioita.

Erikoissijoitusyhtiöihin liittyvien suurempien riskien ja UCITS-direktiivin säännösten vuoksi on edellytettävä, ettei samassa sijoitusyhtiössä voisi olla alarahastoja, joista osa on UCITS-muotoisia ja osa AIF-muotoisia. Tämä tarkoittaa, että sijoitusyhtiössä voisi olla vain UCITS-muotoisia alarahastoja ja erikoissijoitusyhtiössä vain AIF-muotoisia alarahastoja. Kaksoistoimiluvan omaava rahastoyhtiö voisi siten perustaa kaksi erillistä sijoitusyhtiötä, jos se haluaisi tarjota sekä UCITS- että AIF-muotoisten sijoitusyhtiöiden osakkeita. Itsenäistä sijoitusyhtiötä perustettaessa ja toimilupaa haettaessa tulisi päättää, perustetaanko se sijoitusyhtiöksi vai erikoissijoitusyhtiöksi. Jo ennen AIFM-direktiivin voimaantuloa näin oli toimittu²²⁰ esimerkiksi Iso-Britanniassa.

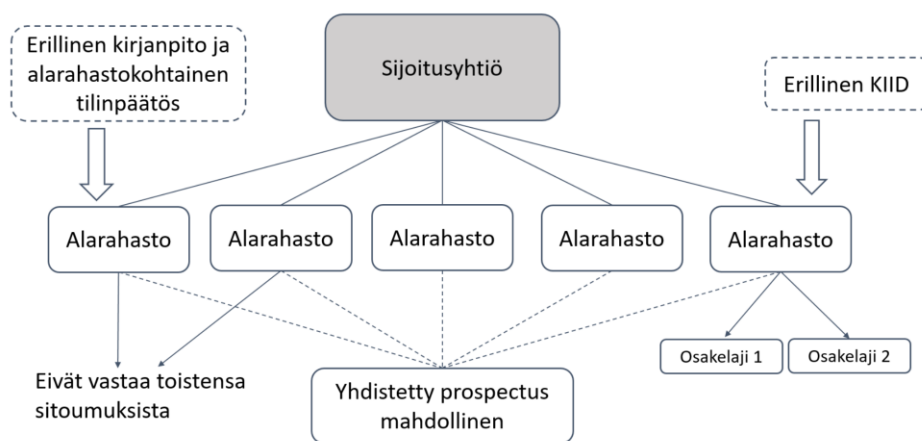
Alarahastorakenne nykyisessä sijoitusrahastomallissa palvelee lähinnä kotimaisia tarpeita, koska alarahastorakenne sopimusmallisen rahastorakenteen yhteydessä ei ole tunnettu ulkomailla. Alarahastorakenteen salliminen nimenomaan sijoitusyhtiöissä muodostuu ratkaisevaksi tekijäksi ulkomaille markkinointia ajatellen. Toisaalta sijoittajalle avautuu myös mahdollisuus vaihtaa sijoitusstrategiaa joustavasti siirtymällä alarahastosta toiseen. Hallinnointiyhtiön ja sijoitusyhtiön näkökulmasta alarahaston perustaminen on puolestaan hallinnollisesti huomattavasti kevyempää verrattuna uuden erillisen sijoitusyhtiön perustamiseen.²²¹ ESMA:n (*The European Securities and Markets Authority*) kannanotosta²²² johtuen saman yhteissijoitusyrityksen sisällä voidaan tarjota merkittävästi toisistaan poikkeavia sijoitusstrategioita poikkeavine riskiprofiileineen ainoastaan alarahastorakenteen avulla. Näin ollen vastaavat poikkeamat yhteissijoitusyrityksen yhtenevästä sijoituspolitiikasta ja riskiprofiilista eivät olisi mahdollisia eri osake- tai osuuslajeilla, jolloin alarahastorakenteen salliminen olisi välttämätöntä toiminnan tarkoituksenmukaisen organisoinnin järjestämiseksi.²²³

²²⁰ *SOU 2002:56* s. 514—515.

²²¹ Oma erityiskysymyksensä on, kuinka alarahaston perustaminen tapahtuisi viranomaisvalvonnan näkökulmasta. Nykyään SRL 43 §:n mukaisesti Finanssivalvonta vahvistaa rahastoyhtiön hakemuksesta sijoitusrahaston säännöt ja niiden muutokset. Esimerkiksi Irlannissa alarahasto voidaan perustaa *Central Bank UCITS Regulations 2015* s 44(1)(a)—(b) mukaan siten, että CBI:lta haetaan lupaa alarahaston perustamiseen. Tämä tapahtuu käytännössä lähettämällä CBI:lle ehdotus muutetusta prospectuksesta, jossa on tarvittavat tiedot uudesta alarahastosta (edellyttäen, että ICAV-rahaston yhtiöjärjestys eli IOI mahdollistaa alarahastorakenteen). Irlannissa yksittäisten alarahastojen tiedot ovat yleensä saatavana erillisinä liitteinä prospectuksen lisäksi, mutta tiedot voivat olla myös osa varsinaista prospectusta. Alarahaston perustaminen ei edellytä ICAV-rahaston yhtiöjärjestyksen muuttamista, jolloin perustamisprosessin katsotaan olevan kevyempi yhtiöjärjestyksen muuttamiseen verrattuna. Ks. myös *Harju — Syyrilä* 2001 s. 4, jonka mukaan alarahastorakenteen ansiosta sijoitusyhtiöt olisivat helpommin hallittavissa sijoitusrahastoihin nähden.

²²² *ESMA: OPINION. Share classes of UCITS*. 30 January 2017.

²²³ Ks. *ESMA34-43-296* 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 osuus- ja osakelajien välillä on kuitenkin sallittua.



Kuvio 6. Alarahastorakenne sijoitusyhtiössä.

5.4 Sijoitusyhtiön toiminnan harjoittamiseen liittyvät säännökset

5.4.1 Sijoittajien suojaan liittyvät säännökset

Sijoitusrahastodirektiivin 30 artiklan mukaan direktiivin 13 ja 14 artiklaa²²⁴ sovelletaan soveltuvin osin itsenäisiin sijoitusyhtiöihin. Direktiivin 13 artikla määrittelee säännöt ulkoistuksille. Puolestaan 14 artiklassa säädetään yleisistä terveen liiketoiminnan säännöistä, kuten liiketoiminnan harjoittamisesta rehellisesti ja oikeudenmukaisesti sekä menettelytavoista, joiden nojalla toimintaa harjoitetaan tehokkaasti ja eturistiriitoja välttäen. UCITS V -direktiivin myötä lisätyissä 14a ja 14b artikloissa säädetään johdon ja henkilöstön palkka- ja palkkiopolitiikasta. UCITS-direktiivin 13 ja 14 artiklat on implementoitu SRL 4 lukuun, kun taas 14a ja 14b artiklan implementoimiseksi SRL:iin on lisätty 4 b luku. Vastaavat säännökset tulisi sisällyttää sijoitusyhtiölakiin. SRL:ssa on myös salassapitovelvollisuutta koskevia säännöksiä ja toisaalta myös rikosten selvittämiseen liittyvää tiedonantovelvollisuutta koskeva säännös (SRL 21 luku). Jotta saavutettaisiin neutraliteetti yhteissijoitusyritysten eri organisoitumismuotojen välillä, olisi vastaavien säännösten sovelluttava myös sijoitusyhtiöihin.

Ulkoistamista koskevan UCITS-direktiivin 13 artiklan implementoinnissa on kiinnitettävä huomiota eroavaisuuksiin itsenäisten ja ulkoisesti hallinnoitujen sijoitusyhtiöiden välillä. Kun sijoitusyhtiötä hallinnoisi ulkoinen hallinnointiyhtiö, kyseessä ei ole ulkoistaminen, vaan ulkoinen hallinnointiyhtiö on itse suoraan vastuussa Finanssivalvonnalle ja osakkeenomistajille siitä, että se hoitaa tehtäviään asianmukaisesti — aivan kuten rahastoyhtiö hallinnoidessaan sijoitusrahastoa nykysääntelyn nojalla. Kuitenkin jos kyseessä olisi itsenäinen sijoitusyhtiö, vastaisivat hallitus ja toimitusjohtaja yhtiön hallinnosta ja toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Tällöin hallinnointi tai osia siitä voitaisiin ulkoistaa esimerkiksi rahastoyhtiötoimijalle. Tällaisessa tilanteessa sijoitusyhtiön tu-

²²⁴ Mainitut artiklat koskevat rahastoyhtiön toimintojen ulkoistamista ja toiminnan harjoittamisen käytäntösääntöjä.

lee varmistaa, että UCITS-direktiivin 13 artiklan edellytykset ulkoistamiselle täyttyvät, minkä lisäksi se vastaa itse toiminnan asianmukaisuudesta Finanssivalvonnalle ja osakkeenomistajille ulkoistamisesta huolimatta.²²⁵

Sijoittajille on annettava UCITS-direktiivin nojalla tietyt vähimmäistiedot yhteissijoitusyrityksestä. Tietojen antamisesta säädetään UCITS-direktiivin IX luvussa. Kuten aiemmin todettiin, on yhteissijoitusyrityksellä oltava *prospectus* (vastine SRL:ssa on sijoitusrahastojen osalta rahastoesite), mutta sen on julkistettava myös vuosikertomus kultakin tilikaudelta ja puolivuotiskatsaus tilikauden kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta. UCITS-direktiivin 75 artiklan mukaisesti *prospectus* sekä tuorein julkistettu vuosikertomus ja puolivuotiskatsaus on pyynnöstä toimitettava sijoittajille veloituksetta (koskee myös paperiversiota, jos sijoittaja sellaista pyytää). Tämän lisäksi UCITS-direktiivin 78 artiklan mukaisesti sijoitusyhtiön tai rahastoyhtiön on laadittava hoitamiensa sijoitusrahastojen osalta asiakirja, joka sisältää sijoittajalle annettavat avaintiedot (*Key Investor Information Document* eli KIID, SRL:n termistössä *avaintietoosite*).²²⁶ Avaintiedot on annettava hyvissä ajoin ennen sopimuksen tekoa. Informaatiovelvoitteet soveltuvat UCITS-direktiivin nojalla siitä riippumatta, onko kyseessä sopimusmuotoinen rahasto vai sijoitusyhtiö.

Suomessa UCITS-direktiivin mukaisista informaatiovelvoitteista säädetään SRL 13 luvussa. Vastaavanlaisten velvoitteiden tulisi soveltua myös sijoitusyhtiöihin. UCITS-direktiivi asettaa kuitenkin sijoitusyhtiömuodolle spesifejä määräyksiä *prospectuksessa* vaadituista tiedoista, jotka poikkeavat tietyiltä osin sopimusmallisten rahastojen velvoitteista (UCITS-direktiivin liite I, A-luettelo). Näiltä osin UCITS-direktiivin mukaiset sijoitusyhtiöitä koskevat erityiset vaatimukset tulee huomioida sijoitusyhtiölaissa. Ulkoisesti hallinnoidun sijoitusyhtiön osalta rahastoyhtiö vastaisi tietojen antamisesta; muussa tapauksessa tietojen antamisesta vastaisi sijoitusyhtiö itse. Muilta osin tilinpäätöksen, vuosikertomuksen ja puolivuotiskatsauksen julkistamista koskeva sääntely vastaisi SRL:n sääntelyä.

Sellaiset erikoissijoitusyhtiöt, jotka olisivat yhtiöjärjestyksensä mukaan tarkoitettu vain ammattimaisille sijoittajille, voisivat poiketa suurimmasta osasta edellä mainituista vaatimuksista. Tavoitteena olisi saattaa ne vastaavaan asemaan, kuin vain ammattimaisille asiakkaille markkinoitavat erikoissijoitusrahastot. Ne voisivat siten poiketa ei-ammattimaisten sijoittajien suojaksi säädetystä erikoissijoitusrahastoja velvoittavista säännöksistä, kuten esimerkiksi sijoitustoiminnan rajoituksista, osuudenomistajien vähimmäislukumäärästä, rahaston aukiolosta, velvoitteesta laatia KIID ja niin edelleen.

²²⁵ Ks. *SOU 2016:45* s. 273–274.

²²⁶ On huomioitava, että PRIIPs-asetus — *EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON ASETUS (EU) N:o 1286/2014, annettu 26 päivänä marraskuuta 2014, vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoituslaitteita (PRIIP-tuotteita) koskevista avaintietoasiakirjoista* — vaikuttaa avaintietoasiakirjojen sisältöön. UCITS-rahastojen osalta PRIIPs-asetukseen sisältyy siirtymäsäännös, jonka mukaan sijoitusrahastoista ei tarvitse antaa PRIIPs-asetuksen mukaista avaintietoasiakirjaa ennen vuoden 2019 loppua. Niiden on kuitenkin kyseiseen ajankohtaan asti annettava UCITS-sääntelyn edellyttämä avaintietoosite.

Sijoitusrahastoilla rahaston sääntöihin on kirjattava, kuinka paljon rahastoyhtiö voi veloittaa sijoitusrahastolta hallinnointikuluja.²²⁷ Sijoitusyhtiöillä kulujen ilmoittamista koskevat säännökset tulisi rakentaa UCITS-direktiivin pohjalta. UCITS-direktiivissä säädetään kulujen ilmoittamisesta prospectuksessa: kuten aiemmin todettiin, rahaston säännöt ovat Suomessa osa rahastoesitettä eli prospectuksen suomalaista vastinetta. Rahastoyhtiön on ilmoitettava tiedot niiden palkkioiden ja kulkorvausten, joita sijoitusrahasto suorittaa rahastoyhtiölle, säilytysyhteisölle tai kolmansille osapuolille, suoritustavasta, määrästä ja laskemisesta. Sijoitusrahaston ja rahastoyhtiön välisessä suhteessa kyse on kompensatiosta, jonka sijoitusrahasto maksaa rahastoyhtiölle. Tilanne olisi sama ulkoisesti hallinnoituilla sijoitusyhtiöillä. Puolestaan itsenäisessä sijoitusyhtiössä kyse olisi yhtiön sisäisistä maksuista. Ulkoisesti hallinnoitujen sijoitusyhtiöiden osalta voidaan käyttää SRL 13 luvun valmista sääntelyä. Itsenäisten sijoitusyhtiöiden osalta sääntelyyn olisi tehtävä UCITS-direktiivin edellyttämät tekniset muutokset, koska kyse on yhtiön sisäisistä kuluista.

Sijoituspolitiikkaa koskevat UCITS-direktiivin määräykset soveltuvat kaikkiin yhteissijoitusyrityksiin riippumatta niiden juridisesta muodosta. Määräykset rajoittavat, millaisiin omaisuusluokkiin yhteissijoitusyritykset voivat sijoittaa. Pääasiassa yhteissijoitusyritykset voivat sijoittaa vain likvideihin arvopapereihin ja luottolaitostalletuksiin. UCITS-direktiivin määräykset edellyttävät myös riskien hajauttamista. Yhteissijoitusyritys ei voi esimerkiksi sijoittaa suurta osaa varoistaan yhden ja saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin. Lisäksi yhteissijoitusyrityksen mahdollisuudet ottaa luottoa ja tehdä johdannaisopimuksia ovat rajoitetut. Sijoituspolitiikkaa koskevat rajoitukset on implementoitu SRL 11 lukuun. Sijoitusrajoituksia koskevien säännösten tulisi sellaisenaan soveltua sijoitusyhtiöihin, jotka ovat UCITS-muotoisia. Erikoissijoitusyhtiöihin soveltuisivat vastaavat säännökset, kuin erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminnasta on säädetty SRL 12 luvussa (sääntely siirtynee tosin vaihtoehtorahastolakiin²²⁸).

Yhteissijoitusyrityksen varat on annettava UCITS-direktiivin 22(1) artiklan pääsäännön mukaisesti säilytysyhteisön säilytettäväksi. Kuitenkin 32(4) ja (5) artiklan mukaan jäsenvaltiot voivat säätää kansallisella tasolla, että tietyin edellytyksin markkinoitaessa yhteissijoitusyrityksen osuuksia arvopaperipörssissä, ei säilytysyhteisön käyttö ole pakollista. Suomeen on rekisteröity vain yksi²²⁹ tällainen ETF-rahasto (*Exchange-Traded-Fund*). Tekijät ETF-rahastojen pienen määrän taustalla ovat lähinnä taloudellisia, eivätkä juridisia.²³⁰ Sijoitusyhtiöihin ja erikoissijoitusyhtiöihin tulisi näin

²²⁷ SRL 41.1 §:n 4 ja 5 kohtien mukaan säännöissä on oltava perusteet korvauksesta, jonka rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö saavat veloittaa toiminnastaan sekä selvitys muista sijoitusrahastolle säännöllisesti aiheutuvista kuluista.

²²⁸ Säännöksiä on ehdotettu vaihtoehtorahastolain 16 a lukuun. Ks. *VM 5/2018*, s. 208—212 ja *HE 243/2018* s. 235—238.

²²⁹ Kyseessä on *Seligson & Co OMX Helsinki 25 UCITS ETF*.

²³⁰ Tällä hetkellä SRL mahdollistaa käytännössä rahasto-osuuksien kannattavan myymisen vain kotimarkkinoille. Alhaisen asukasluvun johdosta Suomen markkina on kuitenkin hyvin rajallinen. ETF-rahastojen toimintaperiaatteesta johdun markkinatakaaja tarjoaa rahaston osuuksille osto- ja myyntilaidan eli hinnat, joilla rahasto-osuuksia voi ostaa ja myydä. Hintojen erotus tunnetaan termillä *spread*, joka on sitä pienempi, mitä likvidimpi tuote on kyseessä, ja mitä enemmän markkinatakaajia löytyy taustalta. Suomen markkinoilla spreadia ei ole mahdollista saada tarpeeksi alas, jotta pystyttäisiin kilpailemaan suurten kansainvälisten ETF-rahastojen kanssa. ETF-rahastojen syntymisedellytykset voisivat

ollen soveltua vastaavat säilytysyhteisöä koskevat säännöt, jotka soveltuvat sijoitusrahastoihin ja erikoissijoitusrahastoihin tällä hetkellä. Myös itsenäisten sijoitusyhtiöiden edellytettäisiin luovuttavan vaihtuvaan osakepääomaan sisältyvät varansa säilytysyhteisön säilytettäväksi.

5.4.2 Rajat ylittävä toiminta ja syöttörahasorakenne

Rajat ylittävää toimintaa ja sivuliikkeiden perustamista toiseen jäsenvaltioon sääntelevät UCITS-direktiivin 16—21 artiklat velvoittavat rahastoyhtiöitä, eivätkä sijoitusyhtiöitä. Kuitenkin yhteissijoitusyrityksen osuuksien markkinoimista muissa jäsenvaltioissa koskevat 91—96 artiklat soveltuvat sekä sopimusmallisiin rahastoihin, että sijoitusyhtiöihin. UCITS-direktiivin 93(1) artiklan mukaan markkinoidakseen osuuksiaan jossakin toisessa jäsenvaltiossa kuin kotijäsenvaltiossaan, yhteissijoitusyrityksen on ensin toimitettava kirjallinen ilmoitus kotijäsenvaltionsa toimivaltaisille viranomaisille. Ilmoituksessa on oltava muun muassa yhteissijoitusyrityksen perustamisasiakirjat, prospectus, KIID ja viimeisin vuosikertomus. Ilmoitukseen liitettävistä tiedoista ja dokumenteista säädetään tarkemmin komission asetuksessa (EU) N:o 584/2010.²³¹

Sijoitusrahastodirektiivin 93(3) artikla edellyttää, että tarkistettuaan tiedot yhteissijoitusyrityksen kotijäsenvaltion toimivaltaisten viranomaisten on toimitettava asiakirjat viimeistään kymmenen työpäivän kuluttua ilmoituksen vastaanottopäivästä sen jäsenvaltion toimivaltaisille viranomaisille, jossa yhteissijoitusyritys aikoo markkinoida osuuksiaan. Toimitettuaan asiakirjat viranomaisen tulee välittömästi ilmoittaa yhteissijoitusyritykselle, että asiakirjat on toimitettu. Kyseisestä päivästä lähtien yhteissijoitusyritys pääsee vastaanottavan jäsenvaltion markkinoille. Voidakseen markkinoida osuuksiaan muissa jäsenvaltioissa, yhteissijoitusyrityksen tulee pystyä suorittamaan maksuja osuudenomistajille, suorittaa merkintöjä ja lunastuksia sekä toimittaa kaikki sääntelyn edellyttämät tiedot, jotka sen tulee toimittaa kotijäsenvaltiossaankin. Sijoitusrahastojen osalta säännökset on implementoitu SRL 20 lukuun. Sijoitusyhtiön osakkeiden rajat ylittävistä markkinoinnista tulisi sääntää vastaavasti.

Rajat ylittävä markkinointi onnistuu myös erikoissijoitusrahastojen osalta ilmoitusmenettelyä noudattaen, kun markkinointi tapahtuu vain ammattimaisille sijoittajille. Erikoissijoitusrahasto on kuitenkin vaihtoehtorahasto, jolloin rajat ylittävän toiminnan osalta noudatetaan vaihtoehtorahastolain 19—20 luvun säännöksiä. Ei-ammattimaisille sijoittajille markkinoinnin osalta sovelletaan lisäksi

olla toisenlaiset, jos Suomen sääntely mahdollistaisi yhteissijoitusyritysten osuuksien kilpailukykyisen myynnin toisiin EU-jäsenvaltioihin.

²³¹ Ks. *Komission asetus (EU) N:o 584/2010, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta ilmoituskirjeen vakiomallin ja yhteissijoitusyritystä koskevan todistuksen muodon ja sisällön, toimivaltaisten viranomaisten välisessä ilmoittamisessa käytettävän sähköisen viestinnän sekä paikalla tehtävissä tarkastuksissa ja tutkinnoissa ja toimivaltaisten viranomaisten välisessä tietojenvaihdossa noudatettavien menettelyjen osalta.*

vaihtoehtorahastolain 13 luvun säännöksiä.²³² Säännöksiin tulisi tehdä tarvittavat tarkistukset, jotta niitä voitaisiin soveltaa myös erikoissijoitusyhtiöihin.²³³

Säännökset syöttörahastoista ja kohderahastoista ovat SRL 17 a luvussa. Säännöksillä on implementoitu UCITS-direktiivin VIII-luvun säännökset *master-feeder*-rakenteista, jotka voivat poiketa tietyiltä osin SRL 11 luvun sijoitusrajoituksista. Syöttörahaston varoista enintään 100 % (vähintään 85 %) voidaan sijoittaa toisen yhteissijoitusyrityksen, niin sanotun kohderahaston osuuksiin. Kuitenkin kohderahastoa koskevat tavanomaiset UCITS-direktiivin 49—57 artiklojen mukaiset sijoitusrajoitukset. Master-feeder-rakenteeseen kuuluvien yhteissijoitusyritysten ei tarvitse sijaita samassa jäsenvaltiossa: SRL:n terminologiassa syöttörahasto tai kohderahasto voi olla myös yhteissijoitusyritys.

Sijoitusrahastodirektiivin mukaisesti master-feeder-säännökset koskevat kaikkia yhteissijoitusyrityksiä, kuten sijoitusyhtiöitä. Master-feeder-rakenteita koskevien säännösten implementoinnissa pystytäänkin hyödyntämään SRL:n valmista sääntelyä, jolloin SRL 17 a luvun säännökset soveltuvat myös sijoitusyhtiöihin. Säännökset pystyttäisiin implementoimaan lähes sellaisinaan, mutta pienimuotoisia sijoitusyhtiöitä koskevia tarkistuksia olisi kuitenkin tehtävä.²³⁴

5.5 Yritysjärjestelyt, toiminnan luovuttaminen ja lakkaaminen

5.5.1 Sulautuminen ja jakautuminen

Osakeyhtiön sulautumisesta säädetään OYL 16 luvussa ja jakautumisesta OYL 17 luvussa. Sijoitusrahaston sulautumisesta säädetään SRL 16 luvussa ja jakautumisesta SRL 17 luvussa. 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 tarkoituksenmukaista luoda sijoitusyhtiöille sijoitusrahastoista poikkeavaa jakautumismenettelyä.

²³² Vaihtoehtorahastolain 13:1.4 §:n mukaan vaihtoehtorahastojen hoitaja voi markkinoida vaihtoehtorahastoa ei-ammattimaiselle asiakkaalle toisessa ETA-valtiossa tai kolmannessa maassa siten kuin kyseisessä maassa säädetään. AIFM-direktiivissä asiasta säädetään 43(1) artiklassa, jonka mukaan markkinoitaessa AIF-rahastoja ei-ammattimaisille sijoittajille jäsenvaltiot voivat asettaa AIF-hoitajille tai AIF-rahastoille tiukempia vaatimuksia kuin ne, joita sovelletaan niiden alueella ammattimaisille sijoittajille markkinoitaviin AIF-rahastoihin.

²³³ Käytännössä erikoissijoitusrahastojen markkinointi ulkomaille on harvinaista johtuen siitä, että erikoissijoitusrahasto on kansallinen erikoisuus. Näin ollen myös sijoitusyhtiöiden osalta rajat ylittävä markkinointi olisi suuremmassa roolissa UCITS-muotoisten sijoitusyhtiöiden kohdalla.

²³⁴ Ks. esimerkiksi UCITS-direktiivin 58(2) artiklan c-kohta, jonka mukaan syöttörahasto voi säilyttää enintään 15 % varoistaan ”irtaimena ja kiinteänä omaisuutena, joka tarvitaan välittömästi liiketoiminnassa, jos feeder-yhteissijoitusyritys on sijoitusyhtiö.” Kyseinen poikkeus olisi relevantti lähinnä itsenäisillä sijoitusyhtiöillä, koska rahastoyhtiöiden hallinnoimilla sijoitusyhtiöillä tuskin olisi liiketoiminnassa tarvittavaa kiinteää omaisuutta omistuksessaan, vaan mahdolliset liiketilat omistaisi rahastoyhtiö.

Sijoitusyhtiöiden sulautumis- ja jakautumismenettely tulisi rakentaa 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 (toisin kuin OYL:n vastaavat säännökset, jotka on suunniteltu nimenomaan osakeyhtiöille). 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. Erikoissijoitusyhtiöiden sulautumisiin ja jakautumisiin sovellettaisiin soveltuvin osin SRL:n säännöksiä sulautumisesta ja jakautumisesta (vastaavasti kuin erikoissijoitusrahastojen osalta).²³⁵

5.5.2 Purkaminen ja konkurssi

Osakeyhtiöillä vapaaehtoisesta selvitystilasta päättää yhtiökokous (OYL 20:3.1 §) ja pakottavasta selvitystilasta rekisteriviranomaisena toimiva PRH (OYL 20:4.1 §) tai tuomioistuin (OYL 23:1 §:ssä kuvatuissa vaikutusvallan väärinkäyttötilanteissa). Vapaaehtoiseen selvitystilaan asettamista koskevat päätöksentekosäännöt ovat pakottavia. Toisaalta jos yhtiöjärjestyksessä on määräys yhtiön asettamisesta selvitystilaan tietyin edellytyksin, on teknisesti kyse yhtiökokouksen päätökseen perustuvasta selvitystilaan asettamisesta.²³⁶ Vastaavat säännöt soveltuisivat tietyiltä osin alla tarkemmin mainitulla tavalla myös sijoitusyhtiöihin.

Rekisteriviranomainen voi OYL 20:4.1 §:n mukaan määrätä osakeyhtiön selvitystilaan neljässä eri tilanteessa, joita ovat: 1) puuttuva hallitus, 2) puuttuva edustaja, 3) puuttuvat tilinpäätösasiakirjat ja 4) varojen puutteeseen rauennut konkurssi.²³⁷ Näistä ensimmäisen ja toisen perusteen tulisi soveltua myös sijoitusyhtiöihin. Kolmas peruste, eli puuttuvat tilinpäätösasiakirjat, ei kuitenkaan olisi sijoitusyhtiöiden osalta tarkoituksenmukainen. Sen sijaan tällaisissa tilanteissa Finanssivalvonta voisi ryhtyä tarvittaviin toimenpiteisiin tilanteen korjaamiseksi, kuten nykyäänkin rahastoyhtiöiden osalta. Neljäs peruste eli varojen puutteeseen rauennut konkurssi, ei soveltuisi ulkoisesti hallinnoituihin sijoitusyhtiöihin, mutta voisi soveltua kuitenkin itsenäisiin sijoitusyhtiöihin. Ulkoisesti hallinnoitujen sijoitusyhtiöiden osalta toimittaisiin vastaavasti, kuin SRL 118 §:ssä säädetään, eli rahastoyhtiön selvitystilassa säilytysyhteisön on ryhdyttävä välittömästi hoitamaan sijoitusrahaston hallintoa.

²³⁵ Ehdotetun vaihtoehtorahastolain 16 a §:n 1 momentissa säädetään: ”Vaihtoehtorahastojen hoitaja, jolla on vaihtoehtorahastojen hoitajan toimilupa tätä toimintaa varten tai joka on rekisteröitynyt Finanssivalvontaan siten kuin tässä laissa säädetään, saa hoitaa erikoissijoitusrahastoa noudattaen lisäksi mitä sijoitusrahastolain — — 17 ja 18 luvussa [sulautumis- ja jakautumissäännökset] — — säädetään.” Ks. *VM 5/2018* s. 233 ja *HE 243/2018* s. 235.

Nykyään säännös on vielä SRL 3 a.1 §:ssä, jossa säädetään muun ohella, että sijoitusrahastojen sulautumista ja jakautumisesta koskevat säännökset soveltuvat erikoissijoitusrahastoihin soveltuvin osin.

²³⁶ *Mähönen — Villa* 2010 s. 569 ja *Airaksinen — Pulkkinen — Rasinaho II* 2018 s. 687.

²³⁷ *Airaksinen — Pulkkinen — Rasinaho II* 2018 s. 674 ja 687—688.

Tuomioistuin puolestaan voi määrätä osakeyhtiön asetettavaksi selvitystilaan enemmistön vaikutusvallan väärinkäyttötilanteissa.²³⁸ Kyseessä on ainoa OYL:ssa mainittu tilanne, jossa tuomioistuin voi kanteesta määrätä yhtiön purettavaksi — muilta osin määräyksen pakottavasta selvitystilasta antaa rekisteriviranomainen.²³⁹ Sijoitusyhtiöiden osalta tällainen tilanne olisi poikkeuksellinen — enemmistö saattaisi esimerkiksi nimittää hallituksen tai hallinnointiyhtiön, joka toimisi vähemmistöosakkeenomistajien etujen vastaisesti. Tämä edellyttäisi, että sijoitusyhtiön omistuksen olisi oltava jokseenkin keskittynyttä. Tällaisessa tilanteessa Finanssivalvonta voisi kuitenkin ryhtyä tarvittaviin toimenpiteisiin asettamalla sanktioita, erottamalla hallituksen tai estämällä rahastoyhtiöltä tietyn sijoitusyhtiön hallinnoinnin. Näin ollen tuomioistuin ei voisi määrätä sijoitusyhtiötä selvitystilaan vaikutusvallan väärinkäyttötilanteissa, koska osakkeenomistajat voisivat turvautua valvovaan viranomaiseen.

Rahastoyhtiön toiminnan lakkaamisesta säädetään SRL 18 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 (SRL 118.1 §). Kaikissa tapauksissa pääsääntönä on, että säilytisyhteisön on ryhdyttävä välittömästi hoitamaan sijoitusrahaston hallintoa. Säilytisyhteisön ryhdyttyä hoitamaan sijoitusrahaston hallintoa on sen viipymättä ryhdyttävä toimenpiteisiin sijoitusrahaston hallinnon luovuttamiseksi toiselle rahastoyhtiölle, sijoitusrahaston sulauttamiseksi tai sen lakkauttamiseksi (SRL 118.5 §). Sääntelyssä on jokseenkin vastaava ajatus kuin osakeyhtiön selvitystilaan asettamisessa: selvitysmiehen sijaan säilytisyhteisö tulee väliin ja ryhtyy hoitamaan sijoitusrahaston hallintoa, sekä purkaa rahaston tarvittaessa. Rahastoyhtiö voi myös SRL 119 §:n edellytysten mukaisesti lakkauttaa sijoitusrahaston, tai 121 §:n edellytysten täytyessä²⁴⁰ sillä on siihen velvollisuus. Näissä tilanteissa rahaston purkamisen suorittaa rahastoyhtiö.

Vastaavat tilanteet ovat mahdollisia myös sijoitusyhtiöillä. Sääntelyn tulisikin olla vastaavaa kuin sijoitusrahastojen osalta on säädetty. Vaikka UCITS-direktiivin 25(1) artiklassa on säädetty, että sama yhtiö ei saa toimia sekä rahastoyhtiönä että säilytisyhteisönä, on SRL 118 §:n mukainen tilanne poikkeustilanne, joka on tarkoitettu tilapäiseksi. Tämän vuoksi SRL 118.5 §:ssä on säädetty,

²³⁸ OYL 23:2 §:n mukaan tuomioistuimen on määrättävä yhtiö osakkeenomistajan yhtiötä vastaan ajettavasta kanteesta selvitystilaan, jos 1) OYL 23:1.1:ssä määrätyt edellytykset ovat olemassa kantajana toimivan osakkeenomistajan osakkeiden lunastamiseksi, mutta 2) on todennäköistä, että vaikutusvaltaansa väärinkäyttänyt osakkeenomistaja ei täytä lunastusvelvollisuuttaan ja 3) yhtiön selvitystilaan määräämiseen on osakkeenomistajien oikeussuojan tarve ja edut huomioon ottaen erittäin painavia syitä.

²³⁹ *Airaksinen — Pulkkinen — Rasinaho II* 2018 s. 674 ja 872.

²⁴⁰ SRL 121.1 §:n mukaan: ”Rahastoyhtiön on lakkautettava sijoitusrahasto siten kuin siitä säädetään 119 §:ssä tai sen on ryhdyttävä toimenpiteisiin sijoitusrahaston sulauttamiseksi 16 luvussa tarkoitettulla tavalla, jos laissa tai sijoitusrahaston säännöissä mainittua sijoitusrahaston vähimmäispääomaa tai osuudenomistajien vähimmäismäärää ei ole saavutettu kuuden kuukauden 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 50 §:n 2 momentissa säädetyn määräajan päättymisestä, tai jos jokin muu sijoitusrahaston säännöissä määrätty purkautumisperuste täyttyy.”

että säilytysyhteisön on viipymättä ryhdyttävä toimenpiteisiin sijoitusrahaston hallinnon luovuttamiseksi toiselle rahastoyhtiölle, sijoitusrahaston sulauttamiseksi tai sen lakkauttamiseksi. SRL:n sääntelyssä ei olekaan tarkoitettu, että säilytysyhteisö muuttuisi rahastoyhtiöksi tällaisessa poikkeustilanteessa. Säilytysyhteisö ei voi varsinaisesti ottaa haltuun sijoitusrahaston hallintoa: SRL 122.1 §:ssä säädetään, että Finanssivalvonnan on asetettava Finanssivalvonnasta annetun lain 29 §:ssä tarkoitettu asiamies huolehtimaan sijoitusrahaston lakkauttamisesta siten kuin siitä säädetään SRL 119 §:ssä, jos säilytysyhteisö ei ryhdy toimenpiteisiin sijoitusrahaston hallinnon luovuttamiseksi. Näin ollen SRL:ia mukailevaa sääntelyä ei voitane nähdä ongelmallisena myöskään sijoitusyhtiöiden osalta, toisin kuin Ruotsin *2014 års fondutredning* on esittänyt omassa mietinnössään.²⁴¹ Toisaalta toimialan ulkopuolisesta näkökulmasta Ruotsin esitystä mukaillen ulkopuolisen selvitysmiehen käyttäminen voisi olla perusteltua. Liiallinen poikkeaminen SRL:n menettelystä asettuu kuitenkin tätä näkökulmaa vastaan.²⁴² Itsenäisten sijoitusyhtiöiden osalta hallinnon luovuttaminen ei olisi mahdollista, mutta vaihtuva osakepääoma voitaisiin sulauttaa toiseen yhteissijoitusyhtyritykseen, jolla on riittävän samankaltainen sijoituspolitiikka.²⁴³ Selvitysmenettelyä jatkettaisiin itsenäisen sijoitusyhtiön omien varojen osalta.

Yhteenvedona voitaneen todeta, että sijoitusyhtiön vapaaehtoisen purkamisen suorittaisi 1) ulkoisesti hallinnoitulla sijoitusyhtiöllä rahastoyhtiö ja 2) itsenäisellä sijoitusyhtiöllä sen johto. Päätöksen vapaaehtoisesta purkamisesta tekisi sijoitusyhtiön hallitus. Kun purkaminen johtuisi ulkoisesti hallinnoitulla sijoitusyhtiöllä rahastoyhtiön toiminnan lakkaamisesta, suorittaisi purkamisen säilytysyhteisö, jos sijoitusyhtiön hallinnon luovuttaminen tai sulauttaminen toiseen yhteissijoitusyhtyritykseen ei onnistuisi. Itsenäisten sijoitusyhtiöiden toiminnan lakatessa vaihtuvan osakepääoman sulauttaminen toiseen yhteissijoitusyhtyritykseen olisi ensisijainen toimenpide, josta säilytysyhteisö huolehtisi. Puolestaan jos sulauttaminen ei onnistuisi, suoritettaisiin selvitysmenettely vastaavasti kuin rahastoyhtiöillä, eli noudatettaisiin soveltuvin osin OYL 20 luvun säännöksiä.

Jotta sijoitusyhtiö menisi konkurssiin, tulisi käsillä olla vastaava tilanne, jossa sijoitusrahasto menisi konkurssiin (mikä ei käytännössä ole mahdollista). Todellisuudessa sijoitusrahaston konkurssin todennäköisyys on äärimmäisen pieni. UCITS-muotoisen sijoitusyhtiön on noudatettava sijoitusra-

²⁴¹ Ks. *SOU 2016:45 s. 278—279*. Mietinnössä on todettu, että sijoitusyhtiöiden osalta riskinä voi olla eturistiriitoja, kun säilytysyhteisö hoitaisi poikkeustilanteessa rahastoyhtiön tehtäviä, joita sen normaalitilanteessa tulisi valvoa. Mietinnössä ehdotetaan, että sijoitusyhtiöiden osalta tulisi nimetä yhtiön purkamistilanteissa selvitysmies vastaavasti kuin osakeyhtiöillä, ja selvitysmiehen tehtävänä olisi aluksi etsiä sijoitusyhtiölle uusi hallinnointiyhtiö. Jos tämä ei onnistuisi, tulisi purkamistoimenpiteet aloittaa. Näin ollen Ruotsissa ehdotetaan sijoitusyhtiöiden selvitysmenettelyn osalta sijoitusrahastoista poikkeavaa sääntelyä. Tarkempia perusteluita sille, miksi mahdolliset eturistiriititilanteet voisivat olla sijoitusyhtiöiden kohdalla suurempia kuin sijoitusrahastoilla, ei kuitenkaan esitetä.

²⁴² Ulkoisesti hallinnoitut sijoitusyhtiöt ja sijoitusrahastot olisivat käytännössä yhdenvertaisia yhteissijoitusyhtyrityksiä UCITS-direktiivin näkökulmasta. Ei olisi perusteltua, että rahastoyhtiö pystyisi purkamaan sijoitusrahaston, muttei sijoitusyhtiötä. Tällainen sääntelyratkaisu voisi vaikuttaa jopa negatiivisesti sijoitusyhtiömuodon käyttöönottoon.

²⁴³ Hallintoa ei voitaisi luovuttaa, koska itsenäinen sijoitusyhtiö olisi yksi ja sama oikeushenkilö, joka sisältää teknisesti sekä rahastoyhtiön, että sijoitusyhtiön. Yhtiötä ei voitaisi jakaa kahtia siten, että toinen osa luovutettaisiin, ja toisen osalta jatkettaisiin purkamismenettelyä.

joituksia, jotka takaavat sen, etteivät yhtiön velvoitteet voi pääasiassa ylittää sen maksukykyä. Konkursi ei kuitenkaan ole täysin poissuljettu esimerkiksi epätavanomaisissa markkinaolosuhteissa²⁴⁴ tai todennäköisemmin tilanteessa, jossa sijoitusyhtiön sijoitustoimintaa harjoitetaan sijoitusrajoitusten vastaisesti. Näin ollen tilanteeseen on varauduttava sääntelyn keinoin. SRL:n sopimusmallinen sijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö, jolloin se ei voi mennä konkurssiin. Sijoitusrahaston varoja ei saa ulosmitata rahastoyhtiön (SRL 25.2 §) tai säilytisyhteisön (SRL 31.2 §) velasta.

Samalla tavoin sijoitusyhtiöiden osalta on olemassa teoreettinen mahdollisuus maksukyvyttömyydelle markkinaolosuhteista tai johdon laiminlyönneistä johtuen (erikoissijoitusyhtiöllä todennäköisyys voi olla suurempi harjoitetusta sijoitustoiminnasta riippuen). Konkurssilain (120/2004) 1:3.1 §:n mukaan konkurssiin voidaan asettaa luonnollinen henkilö sekä yhteisö, säätiö ja muu oikeushenkilö. Sijoitusyhtiöt olisivat oikeushenkilöitä, toisin kuin nykyiset sopimusmalliset sijoitusrahastot. Sijoitusyhtiölaissa tulisi säätää, miltä osin konkurssilain säännökset soveltuisivat. Konkursilaki on yleislaki ja sen 1:2.1 §:ssä säädetään, että laki soveltuu, jollei muualla laissa toisin säädetä.²⁴⁵ Konkursilain säännökset eivät soveltuisi ulkoisesti hallinnoituihin sijoitusyhtiöihin, vaan menettely vastaisi niiden osalta SRL 18 luvun säännöksiä. Itsenäisiin sijoitusyhtiöihin soveltuisivat konkurssilain säännökset vastaavalla tavalla kuin rahastoyhtiöihin nykyään. Toisaalta itsenäisten sijoitusyhtiöiden osalta sijoitusyhtiölakiin tulisi lisätä mahdollisuus vaihtuvan osakepääoman sulauttamiseksi toiseen yhteissijoitusyhtykseen. Tämä tapahtuisi käytännössä siten, että jos itsenäinen sijoitusyhtiö asetetaan konkurssiin, tulisi pesänhoitajan lähtökohtaisesti selvittää, pystytäänkö vaihtuva osakepääoma sulauttamaan johonkin toiseen yhteissijoitusyhtykseen, jolla olisi riittävän samankaltainen sijoituspolitiikka. Vaihtuva osakepääoma olisi säilytisyhteisössä erillään itsenäisen sijoitusyhtiön omista varoista (alkupääomasta ja lisävaroista), jolloin itsenäisen sijoitusyhtiön konkurssitilanteessa vaihtuva osakepääoma olisi mahdollista sulauttaa toiseen yhteissijoitusyhtykseen. Huomiota tuleekin kiinnittää siihen, että vaihtuvan osakepääoman erillisuus toteutuu organisatorisesti myös itsenäisissä sijoitusyhtiöissä.²⁴⁶ Jos ulkoisesti hallinnoitun sijoitusyhtiön hallinnon siirto tai sulauttaminen toiseen yhteissijoitusyhtykseen onnistuisi, jatkettaisiin konkurssimenettelyä ra-

²⁴⁴ Huolimatta siitä, miten äärimmäiset markkinaolosuhteet olisivat kyseessä, on skenaario erittäin epätodennäköinen. Rahastoyhtiö saa ottaa sijoitusrahaston lukuun väliaikaiseen tarkoitukseen sijoitusrahastotoimintaa varten luottoa määrän, joka vastaa enintään yhtä kymmenesosaa sijoitusrahaston arvosta. Tämän lisäksi sijoitusrahaston johdannaissopimuksiin liittyvä kokonaisriski on rajoitettu. Konkursin mahdollisuus aktualisoituukin lähinnä tilanteissa, joissa sijoitusrajoituksia ei noudateta, tai jos kyseessä on vain ammattimaisille asiakkaille tarkoitettu riskipitoinen erikoissijoitusrahasto.

²⁴⁵ Konkursilain esitöissä on todettu, että konkurssia koskevia erityissäännöksiä on lainsäädännössämme runsaasti. Eriyissäännöksiä on etenkin vakuutuslaitosten ja luottolaitosten konkurssin tai muun maksukyvyttömyyden varalta. Ks. HE 26/2003 s. 32. Sijoitusyhtiöiden erityisen luonteen vuoksi erityissääntely konkurssin osalta olisi perusteltua.

²⁴⁶ UCITS-direktiivin 31 artiklassa on erityissäännös nimenomaan itsenäisten sijoitusyhtiöiden toiminnan vakauden varalle: ”Sijoitusyhtiön kotijäsenvaltion on laadittava toiminnan vakautta koskevat säännöt, joita niiden sijoitusyhtiöiden, jotka eivät ole nimenneet tämän direktiivin nojalla luvan saanutta rahastoyhtiötä, on jatkuvasti noudatettava.” Ks. myös *Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö* 1971 s. 3, jonka mukaan sijoitusyhtiön erillinen kiinteä osakepääoma edustaisi nimenomaan jatkuvuutta ja vakavaraisuutta.

hastoyhtiön osalta. Samoin konkurssimenettelyä jatkettaisiin itsenäisen sijoitusyhtiön omien varojen osalta, jos vaihtuva osakepääoma sulautettaisiin onnistuneesti toiseen yhteissijoitusyhtiöseen.²⁴⁷

Ruotsissa on ehdotettu, että sijoitusyhtiöiden osalta noudatettaisiin vastaavaa konkurssimenettelyä kuin osakeyhtiöillä. Edellä selvitysmenettelyn tarkastelun yhteydessä todetulla tavalla käytettäisiin ulkopuolista selvitysmiestä, joka nimitettäisiin rahastoyhtiön tai itsenäisen sijoitusyhtiön johdon tilalle. Ruotsin esitystä perustellaan sillä, että muutoin osakkeenomistajat voisivat lunastaa osakkeensa, jolloin velkojille ei pahimmassa tapauksessa jäisi mitään.²⁴⁸ Suomessa on kuitenkin säädetty SRL 119.2 §:ssä, että sijoitusrahaston lakkauttamistilanteessa sen velat on maksettava ennen kuin jäljelle jääneet varat jaetaan osuudenomistajille. Lisäksi poikkeustilanteessa merkinnät ja lunastukset on määrättävä keskeytettäväksi SRL 118.4 §:n mukaisesti. Sääntely koskee myös säilytysyhteisöä silloin, kun se hallinnoisi sijoitusrahastoa poikkeustilanteessa ja rahasto jouduttaisiin lopettamaan.²⁴⁹ Suomessa nykyistä SRL:n järjestelmää mahdollisimman paljon muistuttava sääntely sijoitusyhtiöiden osalta ei huonontaisi velkojien asemaa konkurssitilanteessa, koska osakkeenomistajat eivät voisi lunastaa osakkeitaan. Näin ollen ehdotetulla sääntelyllä ei liene olevan vaikutusta sijoitusyhtiöiden sopimuskumppanien halukkuuteen solmia sopimuksia. Sijoittajat edellyttävät myös, että konkurssitilanteita on säännelty samoin kuin sopimusmallisten sijoitusrahastojen osalta.²⁵⁰ Toisaalta myös toiminnan harjoittajien näkökulmasta olisi toivottavaa, ettei menettely olisi toiminnan lakkaamistilanteissa hallinnollisesti raskaampaa²⁵¹ sijoitusyhtiöillä verrattuna sopimusmallisiin sijoitusrahastoihin.

Sääntely soveltuisi myös erikoissijoitusyhtiöihin. SRL 3 a.1 §:n mukaan erikoissijoitusrahastoihin sovelletaan muun muassa SRL 118—123 §:iä.²⁵² Erikoissijoitusyhtiöihin sijoittavien henkilöiden

²⁴⁷ Oma kysymyksensä on, olisiko rahastoyhtiön tai itsenäisen sijoitusyhtiön omilla varoilla mitään käytännön merkitystä tällaisessa tilanteessa. Jos rahastoyhtiö tai itsenäisen sijoitusyhtiön johto olisi aiheuttanut velkojille merkittävästi vahinkoa toiminnallaan, pystyttäisiin vastuista todennäköisesti kattamaan vain murto-osa. Nykyisessä toimintaympäristössä vaikuttaisi kuitenkin siltä, että markkinat ovat hyväksyneet kyseisen riskin. Käytännössä luotetaan siihen, ettei tällaisia tilanteita tulisi vastaan kovin usein.

²⁴⁸ Ks. *SOU 2016:45* s. 280.

²⁴⁹ Vrt. toisaalta *VM 1990:21* s. 53—54 esittämä ehdotus, jossa myös säilytysyhteisölle pyrittiin mahdollistamaan rahasto-osuuksien merkintöjen ja lunastusten vastaanottaminen silloin, kun sijoitusrahaston hallinto olisi siirretty säilytysyhteisölle poikkeustilanteessa. Tätä sääntelyratkaisua esitettiin siitakin huolimatta, että työryhmämuistiossa oli tarkoitus ottaa huomioon UCITS-direktiivin säännökset. Toteutuessaan tällainen säännös olisi mitä ilmeisimmin ollut silloisen UCITS-direktiivin 10(1) artiklan vastainen, jonka mukaan sama yhtiö ei saanut toimia rahastoyhtiönä ja säilytysyhteisönä. Nykyään vastaava kielto on UCITS-direktiivin 25(1) artiklassa.

²⁵⁰ Jos sijoitusyhtiöiden osakkeenomistajien asema olisi sääntelyn valossa heikompi konkurssitilanteessa kuin sopimusmallisten sijoitusrahastojen osuudenomistajilla, saattaisi tämä vähentää säästäjien kiinnostusta uutta säästämismuotoa kohtaan. Uuden sijoitusyhtiömuodon markkinointia voisi heikentää lain tasolla kirjoitettu teoreettinen mahdollisuus konkurssista.

²⁵¹ Tällä tarkoitetaan, että menettelystä voisi tulla raskas, jos SRL 118 §:stä poiketen ulkopuolisen selvitysmiehen olisi ryhdyttävä hoitamaan sijoitusyhtiön hallintoa poikkeustilanteissa. Mahdollisista viivästyksistä kärsisivät myös osakkeenomistajat.

²⁵² Ehdotetussa uudessa SRL:ssa rahastoyhtiön toimiluvan peruuttamisesta ja toiminnan rajoittamisesta sekä rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston lakkauttamisesta säädetäisiin SRL 19 luvussa. Sääntelyn sisältö ei asiallisesti kuitenkaan muuttuisi. Erikoissijoitusrahastojen osalta sääntely siirtyisi vaihtoehtorahastolain 16 a lukuun, jonka mukaan erikoissijoitusrahastoihin ja niitä hoitaviin AIF-hoitajiin sovellettaisiin SRL 19 luvun säännöksiä. Ks. *VM 5/2018* s. 172—174 ja 209 ja *HE 243/2018* s. 198—201 ja 235.

pitäisi kuitenkin tietää oletusarvoisesti, että niihin liittyvät suuremmat riskit, kuin UCITS-muotoisiin sijoitusyhtiöihin. Riskit voisivat olla erityisen korostuneita sellaisissa erikoissijoitusyhtiöissä, jotka olisivat yhtiöjärjestyksensä mukaan tarkoitettu vain ammattimaisille sijoittajille.

5.6 Erinäiset säännökset ja suhde muuhun lainsäädäntöön

5.6.1 Vahingonkorvausvelvollisuus, valvonta ja sanktiot

Johtohenkilön, osakkeenomistajan, yhtiökokouksen puheenjohtajan ja tilintarkastajan vahingonkorvausvelvollisuudesta säädetään OYL 22 luvussa. SRL:ssa vahingonkorvausvelvollisuudesta säädetään 21 luvussa ja vaihtoehtorahastolaissa 22 luvussa. Vahingonkorvaussäännösten perusajatus on, että rahastoyhtiö tai AIF-hoitaja on velvollinen korvaamaan vahingon, jonka se on aiheuttanut hallinnoimalleen rahastolle lakien, alemman tasoisten säädösten tai rahastojen sääntöjen vastaisella menettelyllä. Jotta sijoitusyhtiöiden sääntely vastaisi mahdollisimman pitkälle sopimusmallisten rahastojen sääntelyä, tulisi rahastoja koskevien vahingonkorvaussäännösten, eikä osakeyhtiöoikeudellisten vahingonkorvaussäännösten, soveltua sijoitusyhtiöihin.²⁵³

Jos sijoitusyhtiötä hallinnoisi ulkoinen hallinnointiyhtiö, olisi kyseinen yhtiö — rahastoyhtiö tai AIF-hoitaja — vastuussa hallinnoimansa sijoitusyhtiön asioista, jolloin hallinnointiyhtiöön tulisi soveltua nykyistä SRL:ia ja vaihtoehtorahastolakia vastaavat vahingonkorvausvelvollisuutta koskevat säännökset. Sijoitusyhtiön johto olisi vastuussa ulkoisen hallinnointiyhtiön valvonnasta, jolloin johdon osalta vahingonkorvausvelvollisuus rajoittuu siihen määrään, jonka katsotaan johtuneen johdon laiminlyönnistä.²⁵⁴ Normaalitytilanteessa ulkoisesti hallinnoidun sijoitusyhtiön johdon vahingonkorvausvelvollisuus ei aktualisoituisi — toisin voi olla tilanteessa, jossa johdon olisi tullut havaita hallinnointiyhtiön vahinkoa aiheuttava menettely. Kuitenkin jos kyseessä olisi itsenäinen sijoitusyhtiö, olisivat johtohenkilöt samalla tavoin vastuussa kuin ulkoinen hallinnointiyhtiö.²⁵⁵ Itsenäisen sijoitusyhtiön tapauksessa korvausvelvollisia olisivat hallituksen jäsenet tai toimitusjohtaja, jotka vastaisivat korvausten suorittamisesta henkilökohtaisilla varoillaan.

Jäsenvaltioiden on UCITS-direktiivin 97 artiklan mukaisesti nimettävä toimivaltaiset viranomaiset, joiden tehtävänä on huolehtia direktiivissä säädettyjen velvollisuuksien noudattamisen valvonnasta. Vastaavat säännökset sisältyvät myös AIFM-direktiivin 44 artiklaan. UCITS-direktiivin 98 artikla puolestaan edellyttää, että viranomaisille on annettava kaikki valvonta- ja tutkintavaltuudet, jotka ovat tarpeen valvontatehtävien hoitamiseksi. Suomessa valvovana viranomaisena sijoitusrahastojen, erikoissijoitusrahastojen, rahastoyhtiöiden ja AIF-hoitajien osalta toimii Finanssivalvonta, ja vastaavan valvonnan tulisi kattaa myös sijoitusyhtiöt ja erikoissijoitusyhtiöt. Valvontaa ja sanktioita koskevat säännökset on implementoitu SRL 22 lukuun ja vaihtoehtorahastolain 21—22 lukiuihin.

²⁵³ *SOU 2016:45* s. 281.

²⁵⁴ Valvontatehtävä korostuisi etenkin riippumattomilla hallituksen jäsenillä. Muut hallituksen jäsenet olisivat todennäköisesti hallinnointiyhtiön työntekijöitä, jolloin heillä ei liene olevan kovin suurta intressiä valvoa itsensä toimintaa.

²⁵⁵ Ks. samansuuntaisesti *SOU 2016:45* s. 281.

Vastaavien säännösten tulisi soveltua myös sijoitusyhtiöihin, jolloin valvonnan tason tulee olla yhdenmukaista riippumatta siitä, harjoitetaanko yhteistä sijoitustoimintaa sijoitusrahasto- vai sijoitusyhtiömuodossa. Jos kyseessä olisi itsenäinen sijoitusyhtiö tai erikoissijoitusyhtiö, soveltuisivat valvonnan osalta rahastoyhtiöiden ja AIF-hoitajien valvontaa koskevat säännökset.

Rahastoyhtiölle tai AIF-hoitajalle, joka hallinnoisi sijoitusyhtiöitä tai erikoissijoitusyhtiöitä, asetettavat sanktiot toimitaisivat vastaavalla tavalla kuin nykytilanteessa. Sanktion tulisi kohdistua useimmiten ulkoiseen hallinnointiyhtiöön, mutta se voisi kohdistua esimerkiksi myös sijoitusyhtiön hallituksen jäseniin, toimitusjohtajaan tai heidän sijaisiinsa, jos rikkomus johtuu nimenomaisesti heidän menettelystään tai laiminlyönnistään. SRL ja vaihtoehtorahastolaki eivät tee eroa seuraamusten kohdistamisesta luonnollisten henkilöiden ja oikeushenkilöiden välillä: vastaavasti tulisi säätää myös sijoitusyhtiölaissa. Luonnollisille henkilöille määrätyt sanktiot edellyttävät käytännössä vakavaa rikkomusta, joka on johtunut kyseisen henkilön tahallisuudesta tai huolimattomasta menettelystä.²⁵⁶

Itsenäisten sijoitusyhtiöiden osalta Finanssivalvonnan suorittamien interventioiden (esimerkiksi tietyn menettelyn oikaisu tai tehtyjen päätösten täytäntöönpanon kieltäminen) tulisi kohdistua sijoitusyhtiöön itseensä. Sama koskisi sanktioita, huomautuksia ja toimiluvan peruuttamista. Kuitenkin silloin, kun Finanssivalvonnan valvontatoimenpiteeseen liittyisi jonkun suorituksen maksuvelvollisuus (esimerkiksi seuraamusmaksu), tulisi seuraamus kohdistaa ainoastaan itsenäisen sijoitusyhtiön hallituksen jäseniin, toimitusjohtajaan tai heidän sijaisiinsa. Seuraamusmaksu voitaisiin määrätä kyseisille henkilöille myös ilman huomautusta tai varoitusta. Itsenäisen sijoitusyhtiön toimiluvan peruuttamisen sijaan Finanssivalvonta voisi kieltää hallituksen jäsentä tai jäseniä, toimitusjohtajaa sekä heidän sijaisiaan jatkamasta tehtävässään. Rahastoyhtiöiden osalta Finanssivalvonnasta annetun lain 28.1 §:n mukaan päätös rajoittaa johdon toimintaa annetaan määräajaksi, ja 28.4 §:n mukaan kieltä voi tarvittaessa olla pysyvä. Jotta sanktioita voitaisiin asettaa itsenäisen sijoitusyhtiön johtohenkilöille, tulisi kyseisen henkilön rikkomuksen tai laiminlyönnin johtua tahallisuudesta tai huolimattomuudesta, mikä onkin pääsääntönä sanktioiden asettamiselle Finanssivalvonnasta annetussa laissa. Muilta osin itsenäisen sijoitusyhtiön johtohenkilöille asetettavat sanktiot vastaisivat rahastoyhtiön johdossa toimiville luonnollisille henkilöille asetettavia sanktioita.

Ulkomaisten rahastoyhtiöiden ja AIF-hoitajien — joilla on rekisteröity toimipaikka ETA-alueella ja joilla on oikeus markkinoida sijoitusyhtiötä — soveltuisivat samat Finanssivalvonnan valvontaja sanktiovaltuudet, jotka tällä hetkellä ovat voimassa vastaavien rahastoyhtiöiden osalta. Tällä viitataan lähinnä SRL 18 j §:n säännöksiin.²⁵⁷

²⁵⁶ Ks. vastaavasti *SOU 2016:45* s. 283.

²⁵⁷ Mainitussa lainkohdassa mahdollistetaan ulkomaisen ETA-rahastoyhtiön toiminnan rajoittaminen ja kieltäminen, jos se ei noudata SRL:ia tai sen nojalla annettuja säännöksiä.

5.6.2 Suhde muuhun lainsäädäntöön

Useissa muissa laeissa puhutaan oikeushenkilöistä. Tällöin tarkoituksena on, ettei tiettyä säännöstä haluta rajoittaa tiettyihin yhtiömuotoihin. Sijoitusyhtiöt olisivat samalla tavalla juridisia henkilöitä kuin osakeyhtiötkin – ne voisivat tehdä oikeustoimia omista nimissään yhtiön rekisteröimisen jälkeen. Jos jossakin muussa laissa puhutaan yleisesti oikeushenkilöistä, niin tämä koskisi myös soveltuvissa tilanteissa sijoitusyhtiöitä, ellei toisin säädetä. Näin ollen oikeushenkilö-käsitteen esiintymisen osalta muutokset eivät olisi tarpeen muissa laeissa.²⁵⁸

Suomessa on aiemmin tutkittu sijoitusyhtiöitä koskevan lainsäädännön vaikutusta muuhun lainsäädäntöön. Vuonna 1971 katsottiin, että muutoksia tarvitaan uuden sijoitusyhtiölain säätämisen yhteydessä lakiin elinkeinotulon verottamisesta (360/1968, voimassa nykyään) ja lakiin pankkitarkastuslain muuttamisesta (nykyään laki Finanssivalvonnasta, 878/2008).²⁵⁹ Vuonna 1977 katsottiin, että edellä mainittujen lakien lisäksi muutoksia tarvitaan leimaverolain väliaikaisesta muuttamisesta annettuun lakiin (1028/76).²⁶⁰ Tällä ei ole kuitenkaan merkitystä enää nykyaikana.²⁶¹ Muihin edellä mainittuihin lakeihin olisi tehtävä sijoitusyhtiöitä koskevat tarkistukset nykyolosuhteissakin.

Vuonna 1984 *sijoitusrahastotyöryhmä*, jonka tehtävänä oli pohtia sijoitusrahastoja tai -yhtiöitä koskevaa lainsäädäntöä, esitti mietinnössään, että edellä mainittujen lakien lisäksi muutoksia tarvitaan tulo- ja varallisuusverolakiin (nykyinen tuloverolaki 1535/1992 eli TVL), verotuslakiin (nykyinen verotusmenettelylaki 1558/1995), lakiin oikeudesta elinkeinon harjoittamiseen (122/1919, voimassa nykyään), lakiin taloudellisen kilpailun edistämisestä (nykyinen kilpailulaki 948/2011) sekä yhteisomistuslakiin (180/1958, voimassa nykyään).²⁶² Lukuun ottamatta kilpailulakia ja yhteisomistuslakia muihin edellä mainittuihin lakeihin olisi tehtävä sijoitusyhtiöitä koskevat tarkistukset.²⁶³

Nykyään yhteiskunnallisen kehityksen ja sääntelyn lisääntymisen vuoksi muutoksia tarvittaisiin lukiin muihinkin lakeihin.²⁶⁴ Kuten aiemmin on todettu, on yhteistä sijoitustoimintaa varten lan-

²⁵⁸ *Finlex-lakitietokannan* mukaan käsite ”oikeushenkilö” esiintyy peräti 246 laissa ja asetuksessa (tieto 11.9.2018 tilanteen mukaan). Useimmat näistä säädöksistä eivät kuitenkaan ole millään tavalla relevanteja sijoitusyhtiöiden kannalta.

²⁵⁹ Ks. *Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö* 1971 s. 21–22.

²⁶⁰ Ks. *HE 22/1977* s. 22.

²⁶¹ Leimaveroa kannettiin Suomessa vuoteen 2001 saakka. Leimaveroa oli maksettava muun muassa viranomaisten antamista luvista ja todistuksista, virallisten luetteloiden ja pöytäkirjojen otteista, kiinteistön luovutuksesta, vuokratontin ja sillä olevan rakennuksen mynnistä sekä osakeyhtiötä perustettaessa ja osakkeita myytäessä.

²⁶² *VM 1984:24* s. 57–64.

²⁶³ Kilpailulaissa ei esiinny termiä ”sijoitusrahasto” tai ”rahastoyhtiö”, ja yhteisomistuslain 1.3 §:n maininta sijoitusrahastosta ei ole relevantti sijoitusyhtiöiden osalta, koska kyseessä ei olisi yhteisomistussuhde, vaan oma yhtiömuotonsa, josta säädettäisiin erillisessä laissa. Sijoitusyhtiö eroaisi luonteensa perusteella siinä määrin yhteisomistussuhteesta, ettei yhteisomistuslaissa tarvitsisi säätää erikseen, että se ei soveltuisi sijoitusyhtiöihin.

²⁶⁴ Muihin lakeihin tehtävien muutosten tarkempi erittely jää tämän tutkielman ulkopuolelle. Pääasiassa muutokset olisivat teknisiä. Muissa laeissa sijoitusyhtiöiden osakkeet tulisi mainita sijoitusrahasto-osuuksien ohella. Samoin kun puhutaan SRL:n mukaisesta rahastoyhtiöstä, olisi mainittava myös sijoitusyhtiölaissa tarkoitettu itsenäinen sijoitusyhtiö. Muutosten teknisen luonteen vuoksi ei olisi välttämätöntä, että kaikkiin mainittuihin lakeihin tehtäisiin tarkistukset välittömästi sijoitusyhtiölain säätämisen yhteydessä. Tarkistukset voitaisiin tehdä esimerkiksi silloin, kun lakeja muutetaan

seerattava uusi yhtiömuoto merkittävä uudistus, jolloin kaikkia mahdollisia uudesta laista aiheutu-
via seurannaisvaikutuksia on mahdotonta ennakoita etukäteen. Tästä huolimatta Suomessa on har-
joitettu sijoitusrahastotoimintaa nykyisen sijoitusrahastomuodon puitteissa jo yli 30 vuotta. Näin
ollen vähintään lain esitöiden tasolla²⁶⁵ tulisi kirjoittaa, että erikseen säädettyjä poikkeuksia lukuun
ottamatta sijoitusyhtiöitä tulisi kohdella vastaavalla tavalla kuin sijoitusrahastoja. Tämä tarkoittaisi,
että mikäli jostakin seikasta ei olisi sijoitusyhtiöiden osalta erikseen säädetty, tulisi kyseisessä ti-
lanteessa toimia vastaavasti, kuin sijoitusrahastojen osalta on säädetty. Tulkinta-apua olisi mahdol-
lista hakea myös sijoitusrahastoja koskevasta oikeuskäytännöstä. Tällainen lain tulkintaa ohjaava
lausuma toimisi viimesijaisena varaventiilinä silloin, kun sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely olisi
vielä nuorta ja joiltakin osin aukollista.

5.6.3 Lähtökohtia verokohtelun jatkotutkimukselle

Ruotsin *2014 års fondutredning* ei tarkastellut verotuskysymyksiä mietinnössään.²⁶⁶ Jotta uudesta
yhteisen sijoitustoiminnan organisoitumismuodosta saataisiin kilpailukykyinen vaihtoehto nykyi-
sille sijoitusrahastoille ja ulkomaisille yhteissijoitusyrityksille, tulisi verokohtelun olla vähintään
yhtä edullista kuin sijoitusrahastoilla. EU-jäsenvaltiot käyttävät itse välitöntä verotusoikeutta, joten
verotuskäytännöt poikkeavat eri jäsenvaltioiden välillä. Poikkeava verotus aiheuttaa yhteissijoitus-
yrityksille eroja niiden väliselle kilpailukyvyille yhteismarkkinoilla. Verokohtelu tunnustetaan en-
siarvoiseksi kilpailukykytekijäksi yhteissijoitusyrityksen kotipaikan valinnassa.²⁶⁷ Verotuksella on
myös havaittu olevan merkittävä vaikutus siihen, minne rahastopääomat lopulta virtaavat: suotuisa
verokohtelu vauhdittaa suurten rahastomaiden kasvua.²⁶⁸ Jotta verokohtelu olisi kilpailukykyinen,
olisi sen vastattava keskimäärin Euroopan johtavien rahastomaiden verotuksen tasoa.²⁶⁹

Yhteisessä sijoitustoiminnassa verotukseen sisältyy monta eri ulottuvuutta tai tasoa. Verokysymyk-
set voidaan luokitella hallinnointiyhtiötä eli rahastoyhtiötä, rahastoa ja sijoittajia koskevaan vero-
tukseen. Sijoittautumismaan yritysverosääntely vaikuttaa hallinnointiyhtiön verokohteluun, koska
usein hallinnointiyhtiötä verotetaan sijoittautumismaassaan samoin kuin muita yhtiöitä.²⁷⁰ Toisena

tulevaisuudessa jossakin muussa yhteydessä. Lakien lisäksi muutokset tulisi tehdä relevantteihin asetuksiin ja Finanssi-
valvonnan antamiin määräyksiin ja ohjeisiin.

²⁶⁵ *Aarnio* 1989 s. 220—221 ja 225—226 mukaan oikeuslähteet voidaan jakaa vahvasti velvoittaviin (laki ja maantapa),
heikosti velvoittaviin (tuomioistuinratkaisut ja lainvalmistelutyöt) ja sallittuihin oikeuslähteisiin (esim. oikeustiede, rea-
aaliset argumentit, moraali). Lain esitöistä vahvimpana tulkintaperusteena nousee usein esiin lainsäätäjän tarkoitus,
jonka sivuuttamisesta seuraa tulkinallinen perusteluvollisuus. Ks. myös *Siltala* 2001 s. 95 ja 99, *Hirvonen* 2011 s.
41—43 ja *Määttä* 2012 s. 8—10.

²⁶⁶ Ks. *SOU 2016:45* s. 289.

²⁶⁷ *Lang — Schäfer* 2013 s. 17 ja 26, *Clarkson — Jaecklin — Kaczmariski* 2014 s. 10 ja *VM111:00/2016 Arviomuistio* s.
10.

²⁶⁸ Ks. *VM 1990:21* s. 87, jonka mukaan rahastopääomat liikkuvat tavallisesti sinne, missä ilmapiiri on suotuisa myös
verotuksellisesti. Ks. myös *Cumming — Dai* 2009 s. 869—870. Tutkimuksessa todetaan: ”We further found evidence
that taxation impacts fund flows in terms of offshore funds attracting higher levels of fund flows, and in terms of calendar
effects.” On kuitenkin huomioitava, että tutkimus keskittyi hedge-rahastoihin.

²⁶⁹ Ks. samansuuntaisesti *VM 1990:21* s. 87, jossa todetaan, että jos rahastosäästämistä halutaan edistää, olisi sille tar-
jottava joitakin veroetuksia. Tällä ei kuitenkaan tarkoiteta, että pyrittäisiin jäljittelemään verokohtelun suhteen veropa-
ratiiseja.

²⁷⁰ Yleinen yritysverokanta vaikuttaa luonnollisesti rahastoyhtiöiden sijoittautumispäätöksiin. Ks. esim. *VM111:00/2016*
Arviomuistio s. 10.

ulottuvuutena on rahaston tasolla tapahtuva verotus. Itse rahaston kannalta merkittäviä tekijöitä ovat rahaston tuottojen verokohtelu ja rahaston muu mahdollinen verotus, kuten lähdeverotus. Kolmantena ulottuvuutena voidaan nähdä sijoittajien tasolla tapahtuva verotus. Tutkielman kysymyksenasettelun kannalta ei ole olennaista, miten omia kansalaisia verotetaan, vaan ulkomaille markkinoinnin edellytysten parantamiseksi keskiöön nousee kysymys siitä, kuinka ulkomaisia sijoittajia verotetaan.

Yhteisöllä tarkoitetaan TVL 3 §:n 4 kohdan mukaan muiden ohella sijoitusrahastoa. TVL 20.1 §:n 2 kohdan mukaan tulon perusteella suoritettavasta verosta on vapautettu muun muassa sijoitusrahasto. Verolainsäädännössä ei ole määritelty sijoitusrahaston käsitettä. Sijoitusrahasto on määritelty SRL 2 §:ssä, mutta TVL:ssa ei puolestaan viitata SRL:iin. Sijoitusrahasto on verotuksessa yhteisö, joka on erityissäännöksellä tuloverosta vapaa. Rahastosijoittamisessa tuloverotus ei siten suuntaudu rahastoon, vaan sen osuudenomistajiin. Sijoitusrahastosta jaetut voitto-osuudet²⁷¹ ovat osuudenomistajalle pääomatulona verotettavaa tuloa, kun taas rahasto-osuuksien lunastuksissa sovelletaan luovutusvoittoverosäännöksiä. Sijoitusrahaston sijoituskohteistaan vastaanottama tulo, kuten korko, osinko tai luovutusvoitto, on verovapaata sijoitusrahastolle ja muuntuu rahaston läpi kulkiessaan osuudenomistajan tulona verotettavaksi voitto-osuudeksi (tuotto-osuus) tai luovutusvoitoksi (kasvuosuus). Näin ollen eri tulotyyppien verotukseen kytkeytyvät erityiset ominaisuudet eivät välity lopulliselle tulonsaajalle eli sijoitusrahaston osuudenomistajalle.²⁷² Vakiintuneesti on myös katsottu, että erikoissijoitusrahastot ovat samalla tavoin TVL 20 §:ssä tarkoitettuja sijoitusrahastoja, jolloin niiden verokohtelu määräytyy vastaavasti kuin sijoitusrahastoilla.²⁷³

Eri sijoitusmuotojen verokohtelua arvioinut työryhmä tarkasteli sijoitusrahastojen nykyistä verokohtelua melko laajastikin. Vaikka tarkastelun yhteydessä havaittiin tiettyjä kehittämiskohteita²⁷⁴, päätyi työryhmä esittämään, että ”sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen nykyisiä verotusperiaatteita ei tulisi asiallisesti muuttaa”.²⁷⁵ On myös huomioitava, että Suomessa ei olla sallimassa

²⁷¹ Kyseessä on sijoitusrahaston tuotto-osuuksien omistajille vuosittain ulos jaettava tuotto. SRL 42.1 §:n mukaan sijoitusrahaston säännöissä on määrättävä rahaston varoista tuotto-osuudelle maksettavan vuotuisen tuoton määräytymisperusteista. Tuotto-osuudet ovat nykyään käytännössä harvinaisia verrattuna kasvuosuuksiin, joiden osalta vuosittainen tuotto pääomitetään, eli se jää kasvattamaan kasvuosuuksien arvoa. Kasvuosuuden omistajan sijoituksen tuotto realisoituu vasta sitten, kun hän luopuu osuuksistaan.

²⁷² *Harju — Syyrilä* 2001 s. 53—54, *VM 14/2018* s. 68 ja *HE 304/2018* s. 3.

²⁷³ Ks. *VM 14/2018* s. 85—86 ja *HE 304/2018* s. 39.

²⁷⁴ ”TVL:n sijoitusrahastoa koskeva sääntely on sangen suppeaa sekä nykyoloissa ja kansainvälisessä vertailussa ilmeisen puutteellista, joten tähän nähden sitä voidaan pitää vanhentuneena. Ainakin kahdessa tilanteessa Suomi häviää: Suomen valtio häviää fiskaalisesti, koska ulkomaisia yhteissijoittamisen oikeudellisia rakenteita on rinnastettu suomalaiseen sijoitusrahastoon laajasti, minkä seurauksena lähdeveron palautukset ulkomaille ovat rahamäärältään merkittäviä sekä rahastoyhtiöt ja osuudenomistajat häviävät siltä osin kuin ulkomailta saadusta osingosta maksettu lähdevero on eräistä maista jäänyt palauttamatta.” Ks. *VM 14/2018* s. 110—111.

²⁷⁵ *VM 14/2018* s. 111. Ks. toisaalta työryhmän mietinnön pohjalta annettu *HE 304/2018* s. 1 ja 52, jossa esitetään sijoitusrahastoja koskevaa verosääntelyä täsmennettäväksi. Sijoitusrahastoa pidettäisiin edelleen verovapaana yhteisönä, mutta TVL:ssa säädettäisiin tarkemmin verovapauden edellytyksistä. TVL:iin ehdotetaan myös otettavaksi erillinen säännös erikoissijoitusrahaston tuloverovapaudesta ja sen edellytyksistä. Esityksen tavoitteena on myös selkiyttää niitä tilanteita, joissa ulkomainen rahasto rinnastuu verotuksessa suomalaiseen verovapaaseen sijoitusrahastoon tai erikoissijoitusrahastoon.

verottomia vaihtoja alarahastojen välillä. Ratkaisua perustellaan nykyisellä oikeus- ja verotuskäytännöllä, jota on runsaasti ulkomaisten yhteissijoitusyritysten alarahasto-osuuksien vaihtamisesta. Alarahastojen sijoituspolitiikat voivat vaihdella vastaavasti kuin itsenäisten sijoitusrahastojen, joten sijoittaja voisi esteettömämmin vaihtaa sijoitusstrategiaa, jos vaihdot alarahastosta toiseen voisivat tapahtua verottomasti. Tällä hetkellä Suomessahan vastaava etu on saatavilla vain vaihdettaessa saman sijoitusrahaston eri osuussarjojen välillä, mutta tällöin sijoittajalle ei avaudu mahdollisuutta vaihtaa sijoituspolitiikkaa täysin.²⁷⁶

Ilman verosääntelyn kehittämistä sijoitusyhtiöt joutuisivat nykysääntelyn puitteissa epäedulliseen asemaan sijoitusrahastoihin nähden. Pääasiallinen verorasite johtuu siitä, että osakeyhtiö ei ole verotuksessa läpivirtausyksikkö. Verovapaus koskee TVL 20 §:n mukaan vain sijoitusrahastoa, joka tarkoittaa vain SRL:n mukaista sijoitusrahastoa (tai erikoissijoitusrahastoa) ja EU-oikeuden nojalla sijoitusrahastoihin verrannollisia ulkomaisia yhteissijoitusyrityksiä. Ilman erityissääntelyä sijoitusyhtiöt katsottaisiin rakenteeseensa puolesta mitä ilmeisimmin vastaaviksi kuin osakeyhtiöt, jolloin sijoitusyhtiön saamat osakkeiden luovutusvoitot ja myös osingot (jollei kyseessä olisi pörssissä listattu vaihtuvapääomainen sijoitusosakeyhtiö, kuten kiinteistörahasto) olisivat veronalaisia.²⁷⁷ Verokohtelun osalta keskeinen lisäselvitystä vaativa kysymys onkin, kuinka rakentaa sijoitusyhtiöiden verokohtelu kilpailukykyiseksi sijoitusrahastoihin nähden siten, että uuden yhtiömuodon käyttäminen olisi kannattavaa sivuuttamatta kuitenkaan veronsaajan intressiä ja vaikutuksia verotuloihin. Toinen huomionarvoinen jatkotutkimusta vaativa kysymys on itsenäisten sijoitusyhtiöiden verotuksellinen asema.²⁷⁸

²⁷⁶ Ks. esim. *VM111:00/2016 Arviomuistio* s. 16, jossa todetaan Luxemburgin alarahastorakenteen houkuttelevan sijoittajia juurikin siksi, että se mahdollistaa verovapaat vaihdot alarahastosta toiseen. Ulkomaisilla sijoittajilla verokohtelu riippuu kuitenkin kunkin maan 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* s. 59 pitää alarahasto-osuuksien vaihtoa veronalaisena luovutuksena eikä asian todeta vaativan erillistä säännöstä TVL:iin.

²⁷⁷ *VM111:00/2016 Arviomuistio* s. 10.

²⁷⁸ Jos sijoitusyhtiöt olisivat verovapaita yhteisöjä, kuten sijoitusrahastot, pystyisi itsenäinen sijoitusyhtiö toimimaan ikään kuin ”verovapaana rahastoyhtiönä”. Tavanomaiset rahastoyhtiöt veloittaisivat hallinnointipalkkionsa ulkoisesti hallinnoiduilta sijoitusyhtiöiltä (kuten sijoitusrahastoilta nykyisin), mutta rahastoyhtiöiden olisi kuitenkin suoritettava tuloksestaan yhteisövero.

6 LOPUKSI

Sijoitusrahastotoimintaa on harjoitettu Suomessa nykyisessä muodossaan jo yli 30 vuotta. Järjestelmän peruspilarit ovat rahastoyhtiö, säilytisyhteisö ja sijoitusrahasto. Rahastoyhtiö hallinnoi sijoitusrahastoa, joka ei ole itsenäinen oikeushenkilö, ja säilytisyhteisö säilyttää sijoitusrahaston varoja rahastoyhtiön varoista erillään. Sijoitusrahaston osuudenomistajat omistavat sijoitusrahaston, eikä sen velkoja voida ulosmitata rahastoyhtiön tai säilytisyhteisön velasta. Sijoitusrahasto onkin sijoittajalle varsin turvallinen sijoitusvaihtoehto.

Kilpailu rahastomarkkinoilla on kovaa, ja viimeisten vuosikymmenten aikana rahastotoiminta on keskittynyt hiljalleen sellaisiin maihin, joissa on panostettu mahdollisimman toimiviin ja kannustaviin sääntelyratkaisuihin. Jotta Suomi pysyisi kansainvälisessä kehityksessä mukana, ja suomalaisia rahastoja voitaisiin myydä kilpailukykyisesti ulkomaille — ja ennen kaikkea kotimaisten rahastojen toimintaedellytysten jatkuvuuden takaamiseksi Suomessa — tulisi mahdollistaa yhteissijoitusyrityksen perustaminen vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön muodossa. Nykymaailman olosuhteissa ei ole enää perusteltua pitäytyä pelkästään sopimusmallisessa sijoitusrahastorakenteessa, vaan organisoitumismuotojen valikoimaa tulisi laajentaa. UCITS-direktiivin sijoitusrajoituksista johtuen vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön konkurssiriski ei ole suurempi kuin sopimusmallisilla sijoitusrahastoilla. Lisäksi EU-sääntely sallii kyseisen organisoitumismuodon, se toimisi oletusarvoisesti tehokkaammin kuin muun muotoiset yhteissijoitusyritykset ja se olisi tunnetumpi kansainvälisillä markkinoilla — niin sijoittajien kuin sopimuskumppaneidenkin näkökulmasta.

Tutkimuksessa on tarkasteltu Iso-Britannian, Irlannin ja Luxemburgin rahastosääntelyä vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiömuodon osalta. Sääntelykatsauksen tarkoituksena on ollut selvittää suuntaviivoja Suomessa toteutettavalle vastaavalle sääntelylle. Vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä kutsuttaisiin sijoitusyhtiöiksi ja niistä säädettäisiin erillisessä sijoitusyhtiölaissa. Lainsäädäntötekniisesti kyseessä olisi oma erillislakinsa, joka olisi lähtökohtaisesti tarkoitettu UCITS-direktiivin mukaiseen yhteiseen sijoitustoimintaan. Laissa hyödynnettäisiin mahdollisimman runsaasti olemassa olevaa sääntelyä: soveltuvat säännökset lainattaisiin uuteen lakiin OYL:sta ja SRL:sta. Sijoitusyhtiö voitaisiin perustaa myös nykyisen erikoissijoitusrahaston kaltaiseksi. Tällöin kyseessä olisi erikoissijoitusyhtiö, joka olisi yksi vaihtoehtorahastotyyppi, josta säädettäisiin vaihtoehtorahastolaissa erikoissijoitusrahastojen ohella.

Toisin kuin sijoitusrahastot, sijoitusyhtiö olisi oikeushenkilö. Näin ollen se voisi tehdä omissa nimissään sopimuksia ja oikeustoimia. Kuten 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.

Merkittävimpana erona sijoitusrahastoihin olisi, että sijoitusyhtiö voisi toimia myös ilman rahastoyhtiötä. Tällöin kyseessä olisi sijoitusyhtiö, joka ei olisi nimennyt hallinnointiyhtiötä huolehtimaan yhtiön päivittäisestä hallinnosta. Itsenäisiä sijoitusyhtiöitä koskeva sääntely poikkeaisi monin paikoin ulkoisesti hallinnoituista, rahastoyhtiöiden hoitamia sijoitusyhtiöitä koskevasta sääntelystä. Jos itsenäistä sijoitusyhtiötä peilataan nykysääntelyyn, voitaisiin sen ajatella olevan yhteisö, joka koostuu sekä rahastoyhtiöstä että sijoitusrahastosta: tästä huolimatta sijoittajajayleisönä 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. Itsenäiset sijoitusyhtiöt olisi erikseen huomioitava muun muassa toimilupaa, alkupääomaa, vaihtuvan osakepääoman erillisyyttä, vahingonkorvausvelvollisuutta, purkamista ja konkurssia koskevan sääntelyn osalta.

Sijoitusyhtiöstä tulisi oikeustoimikelpoinen, kun se olisi rekisteröity ja sille olisi myönnetty toimilupa. Finanssivalvonta toimisi ainoana viranomaisena niin rekisteröinnin kuin toimiluvan myöntämisenkin osalta. Ylintä päätösvaltaa sijoitusyhtiössä käyttäisi yhtiökokous. Varsinainen yhtiökokous voitaisiin hallituksen aloitteesta jättää tarvittaessa pitämättä. Vähemmistöosakkeenomistajilla olisi kuitenkin oikeus kutsua ylimääräinen yhtiökokous koolle. Sijoitusyhtiöllä olisi vaihtuva osakepääoma, joka kasvaisi tai vähenisi tehdyistä merkinnöistä ja lunastuksista riippuen. Sijoitusyhtiön osakkeen arvo laskettaisiin jakamalla sijoitusyhtiön netto-omaisuuden arvo kaikkien liikkeessä olevien osakkeiden lukumäärällä. Itsenäisillä sijoitusyhtiöillä olisi kaksiosainen osakepääoma, josta toinen osa koostuisi alkupääomasta ja lisävaroista, ja toinen vaihtuvasta osakepääomasta, kun taas ulkoisesti hallinnoituilla sijoitusyhtiöillä alkupääomaa ja omia varoja koskeva sääntely velvoittaisi hallinnointiyhtiötä, samoin kuin omia varoja koskeva sääntely velvoittaa rahastoyhtiöitä nykyisin.

Mistä päätetään tai mitä tehdään?	Osakkeenomistajat (yhtiökokous)	Hallitus	Hallinnointiyhtiö
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Tilinpäätöksen vahvistaminen ➤ Taseen osoittaman voiton käyttäminen ➤ Vastuuvapautukset ➤ Hallituksen ja tilintarkastajan valinta 	✓	(✓) Jos yhtiökokousta ei pidetä	✗
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Muut yhtiöjärjestyksen mukaan yhtiökokouksessa käsiteltävät asiat 	✓	(✓) Jos yhtiökokousta ei pidetä	✗
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Hallinnosta huolehtiminen ja toiminnan asianmukainen järjestäminen 	✗	✓	✗
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Toimitusjohtajan valinta (ei pakollista) 	✗	✓	✗
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Päivittäinen juokseva hallinto ➤ Sijoitustoiminta ➤ Merkintöjen ja lunastusten toteuttaminen 	✗	✗	✓
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Hallituksen tai hallinnointiyhtiön erottaminen ylimääräisessä yhtiökokouksessa 	✓ Osakkeenomistajien vähemmistö (10%) voi kutsua ylimääräisen yhtiökokouksen koolle	✗	✗
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Yhtiöjärjestyksen tai prospectuksen muuttaminen 	✗	✓	✓ Vain prospectus
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Hallituksen ja hallinnointiyhtiön toiminnan asianmukaisuuden valvonta 	✓	✓ Riippumattomat hallituksen jäsenet	✗
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Aloite sijoitusyhtiön hallinnon luovuttamisesta 	✓	✓	✓
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Uuden hallinnointiyhtiön valinta 	✓	✗	✗
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Alarahaston hallinnon luovuttaminen tai purkaminen 	✗	✓	✓
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Sijoitusyhtiön vapaaehtoinen purkaminen 	✗	✓ Päätös purkamisesta	✓ Purkamisen täytäntöönpano

Kuvio 7. Yhteenveto toimivallanjaosta ulkoisesti hallinnoituissa sijoitusyhtiöissä. Jos sijoitusyhtiö ei olisi nimittänyt hallinnointiyhtiötä, siirtyisivät hallinnointiyhtiön tehtävät sijoitusyhtiön hallitukselle ja toimitusjohtajalle. Lisäksi hallituksen ja hallinnointiyhtiön roolit toimisivat käytännössä lomittain riippuen siitä, kuinka paljon hallinnointiyhtiön edustajia toimisi ulkoisesti hallinnoitun sijoitusyhtiön hallituksessa.

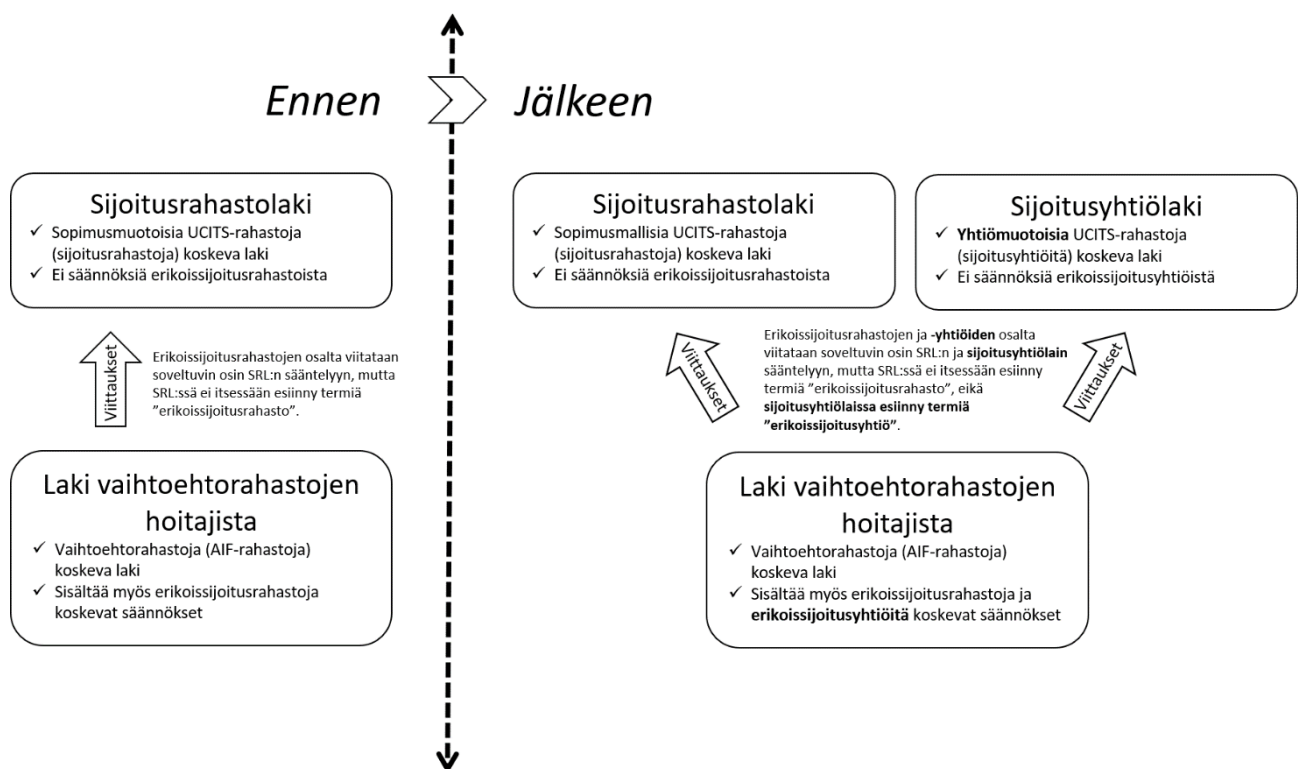
Itsenäisissä sijoitusyhtiöissä voitaisiin laskea liikkeelle äänivallaltaan erilajisia osakkeita, jotta yhtiön hallinnointi helpottuu. Jos tarkoituksena olisi rajoittaa sijoittajayleisön äänivaltaa, tulisi organisoitumismuodoksi valita itsenäinen sijoitusyhtiö, kun taas ulkoisesti hallinnoitujen sijoitusyhtiöiden osakkeet olisivat äänivallaltaan yhdenvertaisia. Sijoitusyhtiömuodon tarkoituksena ei ole, että sijoittajayleisöön kuuluvat osakkeenomistajat osallistuisivat aktiivisesti yhtiön päätöksentekoon, vaan heidän ensisijainen oikeussuojakeinonsa olisi exit-oikeus. Sijoitusyhtiö voitaisiin perustaa myös sateenvarjorakenteeksi, joka koostuisi useista eri alarahastoista, joiden varat olisi pidettävä toisistaan erillään. Mikäli sijoitusyhtiössä olisi alarahastoja, tulisi tästä määrätä yhtiöjärjestyksessä. Yhtiöjärjestys toimisi sijoitusyhtiön perustamisasiakirjana ja sen tulisi olla saatavilla prospectuksen yhteydessä. Sijoittajien suojaksi säädetyt informointivelvoitteet vastaisivat pääpiirteissään nykyisten sijoitusrahastojen vastaavia velvoitteita.

Sulautuminen ja jakautuminen tapahtuisi vastaavasti kuin sijoitusrahastoilla. Sijoitusyhtiön purkamisen osalta sovellettaisiin osin OYL:n ja SRL:n säännöksiä. Rahastoyhtiön konkurssissa tai selvitystilassa säilytysyhteisön olisi ryhdyttävä välittömästi hoitamaan ulkoisesti hallinnoidun sijoitusyhtiön hallintoa ja ryhdyttävä toimenpiteisiin sijoitusyhtiön hallinnon luovuttamiseksi uudelle rahastoyhtiölle tai sijoitusyhtiön sulauttamiseksi toiseen yhteissijoitusyhtykseen. Jos hallintoa ei voitaisi siirtää, säänneltäisiin ulkoisesti hallinnoidun sijoitusyhtiön lakkauttamisesta vastaavasti kuin sijoitusrahaston lakkauttamisesta. Itsenäisen sijoitusyhtiön hallintoa ei voitaisi siirtää, mutta vaihtuva osakepääoma voitaisiin sulauttaa toiseen yhteissijoitusyhtykseen. Onnistuneen vaihtuvan osakepääoman sulauttamisen jälkeen itsenäisen sijoitusyhtiön omien varojen osalta selvitys- tai konkurssimenettelyä voitaisiin jatkaa. Jos sulauttaminen ei onnistuisi, toimittaisiin selvitystilan tai konkurssiin asettamisen osalta vastaavasti, kuin rahastoyhtiöiden osalta nykyisin.

Vahingonkorvausvelvollisuutta, viranomaisten valvontavaltuuksia ja sanktioita koskeva sääntely tulisi rakentaa vastaavaksi kuin sijoitusrahastoilla, ottaen kuitenkin huomioon itsenäiset sijoitusyhtiöt muun muassa vahingonkorvausvelvollisuuden ja sanktioiden kohdistamisen osalta. Sijoitusyhtiölain säätäminen edellyttäisi myös lähinnä teknisluonteisia tarkistuksia muihin lakeihin ja säädöksiin. Kun kyseessä olisi oma erillislakinsa, pystyttäisiin siihen tekemään muutoksia joustavasti, jolloin laki ei sinällään olisi riippuvainen OYL:n tai SRL:n tulevasta kehityksestä.

Yhtenä sijoitusyhtiömuodon lanseeraamisen päätavoitteena voidaan pitää Suomen rajojen ulkopuolelle suuntautuvan markkinoinnin kasvattamista. Tutkimuksessa on todettu, että tältä osin uudistus on riippuvainen osuusrekisterisääntelyn uudistuksesta, jonka tarkoituksena on nimenomaan parantaa ulkomaille markkinoinnin edellytyksiä. Sijoitusyhtiösääntelyn valmistelun tarkoituksenmukaisuuden vuoksi valmistelutyö tulisi aloittaa aikaisintaan samaan aikaan, kun osuusrekisterisääntelyn uudistus aloitetaan. Sijoitusyhtiöiden verotuksellinen asema vaatii myös jatkotutkimusta.

Toisin kuin valtaosassa EU-maita, ei Suomessa ole mahdollista perustaa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä. Kyseessä on kuitenkin oikeushistoriallinen jäännös 1980-luvun sääntelyperinteestä. Voimassa oleva sijoitusrahastolainsäädäntö synnyttää jo tällä hetkellä merkittäviä kilpailuhaittoja suomalaiselle sijoitusrahastotoimialalle. Kansainvälinen vertailu on osoittanut, että varsinkin merkittävässä rahastovaltioissa on tunnustettu vahvan finanssisektorin merkitys kansantalouteen ja työllisyyteen, jolloin rahastotoimialan kilpailukykyyn säilyttäminen ja jatkuva parantaminen ovat erottamaton osa poliittista agenda. Toteutuakseen Suomessa uudistus edellyttäneekin ilmapiiriin muuttamista ongelmalähtöisyydestä kompromissihalukkuuteen. Vaikuttanee siltä, että merkittävin ja haastavin este sijoitusyhtiösäätelylle liittyy asenteisiin ja arvonäkökohtiin, kuten jo 1970-luvulla opittiin. Tahdotaanko Suomessa ottaa askel kohti pohjoismaista rahastokeskusta – sellaista, joka vetäisi puoleensa merkittävästi nykyistä enemmän ulkomaista pääomaa, josta osa kanavoituisi sijoitusyhtiöiden kautta myös kotimaisille pääomamarkkinoille?



Kuvio 8. Näkemys sijoitusyhtiölain sijoittumisesta sääntelykehikkoon. Nykytilanteen kuvaamisessa on oletettu, että SRL:n muuttamista koskeva HE 243/2018 hyväksytään.