

Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö

Sijoitusrahastoihin sijoittaminen on kasvanut Suomessa tasaisesti. Suomalaisten sijoitusrahastojen yhteenlasketut rahastopääomat olivat noin 137 miljardia euroa vuoden 2022 lopussa. Sijoitusrahastot ovat sijoittajan näkökulmasta helppo ja vaivaton sijoittamisen muoto, koska rahastosijoituksen kautta sijoittaja voi ulkoistaa varojensa hoitamisen rahastoyhtiölle. Rahastoyhtiö saa varojen hoitamisesta vastineeksi palkkion, kun taas sijoittaja odottaa saavansa sijoitukselleen tuottoa, joka ylittää rahastoyhtiön veloittaman palkkion.

Kotimaisilla sijoitusrahastoilla on suuri kansantaloudellinen merkitys. Sijoitusrahastot kanavoivat rahoitusta suomalaisille pääomamarkkinoille. Sijoitusrahastotoimiala ja sen liitännäispalvelut ovat myös merkittäviä työllistäjiä. Kuitenkin viimeisten vuosikymmenien aikana Suomesta ja Ruotsista on siirretty rahastotoimintaa ulkomaille, minkä vuoksi menetetään verotuloja ja työpaikkoja. Tämän on todettu johtuvan rahastosääntelyn heikosta kilpailukyvystä esimerkiksi Luxemburgiin ja Irlantiin verrattuna. Kyseiset maat ovat Euroopan merkittäviä rahastokeskuksia. Lähes puolet Euroopan talousalueen rahastopääomista on luxemburgilaisissa ja irlantilaisissa rahastoissa.

Sijoitusrahastojen sääntely Euroopan unionin tasolla rakentuu pääasiassa kahden direktiivin pohjalle. Nämä ovat sijoitusrahastodirektiivi (niin sanottu UCITS-direktiivi) ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annettu direktiivi (niin sanottu AIFM-direktiivi). Ensiksi mainitussa eli sijoitusrahastodirektiivissä säännellään yhteissijoitusyrityksiä, jotka ovat erityisesti piensijoittajille soveltuvia rahastoja, koska niiden sijoitustoiminta on hyvin tarkkaan säänneltyä. Jälkimmäisessä eli vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa direktiivissä säännellään vaihtoehtorahastojen hoitajia, jotka hoitavat pääasiassa ammattimaisille sijoittajille tarkoitettuja rahastoja eli vaihtoehtorahastoja.

Rahastoja voidaan perustaa useissa erilaisissa oikeudellisissa rakenteissa. Käytännön oikeuselämän ja liiketoiminnan näkökulmasta ei ole yhdentekevää, millaisessa oikeudellisessa muodossa rahasto on perustettu. Jotkin rahastorakenteet soveltuvat tiettyihin tarkoituksiin toisia rakenteita paremmin. Rahaston oikeudellinen muoto voi vaikuttaa esimerkiksi markkinointimahdollisuuksiin kansainvälisissä tilanteissa, rahaston hallinnointiin, sijoittajansuojaan tai verokohteluun. Piensijoittajat eivät ole kiinnostuneita rahaston oikeudellisesta rakenteesta sinänsä, mutta sillä on merkitystä institutionaalisille sijoittajille sekä rahastoyhtiöille, jotka perustavat rahastoja.

* *Antti Vepsä*, KTT, OTM. Lectio praecursoria Tampereen yliopiston johtamisen ja talouden tiedekunnassa 12.5.2023 pidetyssä väitöstilaisuudessa, jossa kirjoittaja puolusti väitöskirjaansa Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö.

UCITS-direktiivi mahdollistaa yhteissijoitusyritysten perustamisen kolmessa erilaisessa oikeudellisessä rakenteessa, joita ovat 1) sopimusperusteiset sijoitusrahastot, 2) sijoitusyhtiöt ja 3) osuustrustit. AIFM-direktiivi ei puolestaan aseta vaihtoehtorahastojen oikeudelliselle rakenteelle rajoituksia. Suomessa UCITS-direktiivi on kansallisesti implementoitu sijoitusrahastolakiin. Sijoitusrahastolaki mahdollistaa kuitenkin ainoastaan yhden UCITS-direktiivin mukaisen oikeudellisen rakenteen eli sopimusperusteiset sijoitusrahastot. Kahta muuta rakennetta, sijoitusyhtiöitä ja osuustrusteja, ei Suomen lainsäädäntö tunne. Tämä tarkoittaa sitä, että Suomen sääntelyssä ei ole täysimääräisesti hyödynnetty UCITS-direktiivin tarjoamia sääntelymahdollisuuksia. Vastaavaa rajoitetta ei Suomessa ole vaihtoehtorahastoilla. Tästä huolimatta vaihtoehtorahastoja perustetaan Suomessa ainoastaan erikoissijoitusrahastoina ja kommandiittiyhtiöinä, koska muita yhtiömuotoja koskeva sääntely ei lähtökohtaisesti sovellu rahastotoimintaan.

Alun perin 1970-luvulla Suomessa valmisteltiin yhtiömuotoista sijoitusrahastoa koskevaa sääntelyä. Tästä huolimatta sijoitusyhtiörakennetta ei otettu käyttöön, kun Suomen ensimmäinen sijoitusrahastolaki tuli voimaan vuonna 1987. Tässä laissa päädyttiin siihen, että sijoitusrahastojen tulee olla sopimusperusteisia sijoitusrahastoja. Näin on vielä nykyäänkin yli 30 vuotta myöhemmin. Jo 1990-luvun alussa tiedostettiin, että rahastomuotojen rajoittaminen lainsäädännössä heikentää Suomen rahastosääntelyn kansainvälistä kilpailukykyä. Valtiovarainministeriössä vuonna 2016 käynnistetyyn sijoitusrahastolain kokonaisuudistushankkeen yhtenä tavoitteena oli tehdä tarvittavat sääntelyuudistukset yhtiömuotoisen sijoitusrahastomallin eli vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiörakenteen käyttöön ottamiseksi. Uudistusta valmisteleva työryhmä ei kuitenkaan kyennyt valmistelemaan sijoitusyhtiösääntelyä, vaan sen valmistelua päätettiin lykätä. Keskeinen syy asian lykkäämiselle oli lainvalmisteluresurssien ja aiheetta koskevan kotimaisen tutkimustiedon puute.

Väitöstutkimuksessani tutkin tätä Suomen oikeudelle tuntematonta oikeudellista instituutiota. Laajasti ymmärrettynä väitöskirjani tutkimuskysymykset voidaan muotoilla seuraavasti:

- 1) Millainen oikeudellinen instituutio vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on?
- 2) Onko vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä perusteltua säätää Suomessa rahastosääntelyn kilpailukyvyyn näkökulmasta? Jos on, miten sääntely tulisi toteuttaa?

Koska vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on Suomen sääntelyn näkökulmasta tuntematon rakenne, on tutkimuksessa analysoitu, miten vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä on säädetty ulkomailla. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on ollut avointen rahastojen globaali standardirakenne 1990-luvulta lähtien, minkä vuoksi siitä on säädetty useiden keskeisten rahastovaltioiden lainsäädännössä. Tutkimuksessa on vertailtu muun muassa Luxemburgin, Irlannin, Yhdistyneen

kuningaskunnan, Singaporen, Hongkongin ja Australian sijoitusyhtiösääntelyä. Olemassa olevaa ja toimivaa rakennetta ei ole tarkoituksenmukaista keksiä uudelleen, mikäli valmiiksi toimivia sääntelymalleja on jo olemassa muualla. Tämä puoltaa oikeusvertailevan tiedon käyttökelpoisuutta ja tällaisen tiedon hankintaa. Kansainvälisesti viime vuosikymmenen aikana on nähty sijoitusyhtiörakenteen noususuhdanne ja monet finanssivaltiot ovat parantaneet rahasto-sääntelyään ja ottaneet sijoitusyhtiörakenteen käyttöön.

Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on yhtiömuotoinen rahasto, jossa on vaihtuva osakepääoma. Siinä rahastossa olevan varallisuuden omistaa erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu osakeyhtiö eli yhtiömuotoinen rahasto, jonka osakkeet rahastosijoittajat omistavat. Osakkeenomistajan vastuu on rajoitettu siihen pääomaan, jonka osakkeenomistaja on sijoittanut sijoitusyhtiöön. Kun sijoittajat merkitsevät ja lunastavat vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osakkeita, sen osakepääoma muuttuu merkintöjen ja lunastusten mukana, minkä takia puhutaan ”vaihtuvasta osakepääomasta”. Sijoitusyhtiön koko osakepääoman on aina oltava yhtä suuri kuin sen varojen nettoarvo, jolloin vastaavasti sijoitusyhtiön yhden osakkeen kirjanpidollinen vasta-arvo on yhtä suuri kuin yhdelle osakkeelle allokoitava osuus sijoitusyhtiön nettoarvosta, jolloin osakkeilla ei ole nimellisarvoa. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on sijoittajista erillinen oikeushenkilö. Sopimusperusteisiin tai trust-muotoisiin rahastoihin verrattuna sijoitusyhtiö ei tarvitse rahastoyhtiötä edustajakseen kolmansien osapuolten kanssa tehtävissä oikeustoimissa, vaan sijoitusyhtiö pystyy toimimaan itsenäisesti. Näin ollen se voi solmia sopimuksia tai olla osapuolena oikeudenkäynnissä.

Sijoitusyhtiöissä sijoittajat ovat osakkeenomistajia, joilla on tavanomaisesti äänioikeudet, joita voidaan tarvittaessa käyttää yhtiökokouksessa. Sijoitusyhtiöissä on oma yhtiökokouksen nimeämä hallitus, joka on juridisesti erillinen sijoitusyhtiötä hoitavan rahastoyhtiön hallitukseen nähden. Vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille on ominaista, että ne voivat koostua useasta alarahastosta. Sateenvarjomuotoinen sijoitusyhtiö voi jakaantua yhteen tai useampaan alarahastoon, jonka varat ja velvoitteet ovat toisistaan erillisiä. Alarahastorakenteessa voidaan tarjota useita sijoitusstrategioita yhden yhtiörakenteen sisällä. Sijoitusyhtiö kaikkine alarahastoineen on kokonaisuudessaan oikeushenkilö, mutta yksittäiset alarahastot eivät ole erillisiä oikeushenkilöitä.

Monien tieteellisten tutkimusten mukaan eri lainkäyttöalueiden välillä esiintyy lainsäädäntökilpailua. Sääntelykilpailulla tarkoitetaan tilannetta, jossa lainsäädäntöelimet lähestyvät samaa sääntelyongelmaa olennaisesti erilaisella tavalla. Kilpailullisen lainsäätämisen teorian mukaan tehokasta sääntelyä voidaan luoda perustamalla sääntelymarkkinat, jotka tarjoavat yrityksille ja kansalaisille mahdollisuuden vastustaa huonosti suunniteltua sääntelyä ja poistua tehottomasta lainkäyttövallasta kohti tehokkaampaa. Sääntelykilpailu voidaan jakaa hyökkäävään tai puolustavaan sääntelykilpailuun. Hyökkäävässä sääntelykilpailussa on kyse siitä, että lainkäyttöalue uudistaa ja markkinoi ak-

tiivisesti oikeudellisia sääntelytuotteitaan. Kyseisen strategian tavoitteena on useimmiten taloudellisen toiminnan, kuten yritystoiminnan, houkuttelevuuden oman lainkäyttövallan piiriin. Puolustavassa sääntelykilpailussa on puolestaan kyse siitä, että muut lainkäyttöalueet pyrkivät jäljittelemään hyökkäävää sääntelykilpailua harjoittavan lainkäyttöalueen tekemiä sääntelyinnovaatioita. Tällä tavoitellaan sitä, etteivät yritykset siirtyisi ulkomaille. Tutkimustulokset osoittavat, että prosessi toimii: ne valtiot, jotka pystyvät nopeasti jäljittelemään muiden tekemiä sääntelyuudistuksia, menettävät vähemmän yrityksiä kuin ne valtiot, joilla uudistaminen kestää kauemmin tai jotka eivät tee sitä ollenkaan.

Sääntelykilpailu on ollut Euroopassa sangen aktiivista rahastosääntelyn alueella, koska EU-sääntely antaa siihen mahdollisuuden. Yksi rahastosääntelyn alueella tapahtuvan lainsäädäntökilpailun tärkeistä osa-alueista on rahastojen oikeudellisiin rakenteisiin kohdistuva kilpailu, jolloin kilpaillaan siitä, mikä valtio pystyy tarjoamaan sääntelyssään laajan valikoiman rahastojen oikeudellisia rakenteita. Lainsäädäntökilpailun seurauksena viime vuosikymmenten aikana rahastotoiminta on keskittynyt sellaisiin maihin, joissa on panostettu mahdollisimman toimiiviin ja monipuolisiin sääntelyratkaisuihin. Euroopassa Luxemburg ja Irlanti ovat tästä hyviä esimerkkejä.

Väitän tutkimuksessani, että Suomessa tulisi mahdollistaa rahastojen perustaminen vaihtuvapääomaisessa sijoitusyhtiömuodossa, jotta Suomen rahastosääntely pysyisi kansainvälisessä sääntelykehityksessä mukana. Suomen kannalta on perusteltua harjoittaa puolustavaa sääntelykilpailua, jonka keskeisenä tavoitteena on pyrkiä estämään sijoitusrahastotoiminnan siirtymistä Suomesta pois ja tarjota suomalaiselle rahastosektorille tasavertaiset toimintaedellytykset muihin maihin verrattuna. Sijoitusyhtiölainsäädäntö turvaa suomalaisen rahastosektorin kasvua ja elinvoimaisuutta ja parantaa sijoittajansuojaa. Rahastosääntelyn kilpailukyvyyn parantuessa ja rahastojen rahastopääoman kasvaessa entistä enemmän varallisuutta voi ohjautua suomalaiseen yritysrahoitukseen.

Väitän myös, että sijoitusyhtiöistä tulisi säätää globaalin standardimallin mukaisesti, joka on alan toimijoille ja sijoittajille entuudestaan tuttu. Tällöin rakenteeseen liittyvät oppimiskustannukset jäävät alhaisiksi. Väitöskirjani vastaa kysymykseen siitä, mitkä ovat sijoitusyhtiörakenteen globaaleja ominaispiirteitä ja parhaita käytäntöjä, joiden pohjalta Suomen sijoitusyhtiösääntely tulisi rakentaa.

Tämän väitöskirjan tuloksia on mahdollista hyödyntää oikeuspolitiikassa ja lainvalmistelussa, kun pohditaan kotimaisen sijoitusrahastosääntelyn uudistuskohteita. Väitöskirjan tarkoituksena on myös lisätä teemaan liittyvää kiinnostusta ja julkista keskustelua sekä ennen kaikkea täyttää aukko, joka on liittynyt aihetta koskevaan kotimaiseen tutkimukseen.