

## 1. Tutkimuksen aihepiiri ja kysymyksenasettelu

*Antti Vepsän* artikkeliväitöskirjassa arvioidaan erään yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen oikeudellisen rakenteen, vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön, soveltuvuutta ja käyttöönottoa Suomen oikeuteen *de lege ferenda*. Tutkimuksessa kuvataan kansainvälisiä esikuvia hyväksikäyttäen sijoitusyhtiöiden toimintaa ohjaavia keskeisiä periaatteita, hallintoa, pääomajärjestelmää ja alarahastorakennetta. Sijoitusyhtiötä verrataan Suomessa käytössä olevaan sopimusperusteiseen rahastomuotoon ja arvioidaan, miksi Suomessa ei ole otettu käyttöön globaaliksi standardimalliksi noussutta sijoitusyhtiörakennetta. Lisäksi esitetään perusteluita sille, miksi ja miten Suomessa tulisi säätää vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä.

Väitöskirjalla on liittymäkohtia ainakin yhtiö-, arvopaperimarkkina- sekä rahoitusoikeuteen, joten perinteisessä oikeudenalajaotuksessa se paikantuu kauppaoikeuden alalle. Toisaalta väitöskirjassa painotetaan sen luonnetta nimenomaan yritysjuridisena tutkimuksena, minkä tulkitsen tarkoittavan, että tutkimusasetelmassa näkyvät myös yhtiöiden käytännön toimintaedellytyksiin liittyvät liiketaloudelliset näkökohdat. Otsikostaan huolimatta väitöskirja ei ole yhtiöoikeudellinen tutkimus. Kuten väitöskirjassa tuodaan ilmi, ovat sijoitusrahastojen erilaiset oikeudelliset muodot juuri sijoitustoimintaa varten muodostettuja *lex specialis* -rakenteita, jotka poikkeavat monella tavalla sekä tavanomaisista yhteisömuodoista että siviilioikeudellisista yhteisömuotoista. Varsinaisia sijoitusrahastoihin liittyviä väitöstutkimuksia on Suomessa tehty kaksi: *Matti Turttaisen* väitöskirjassa Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot vuodelta 2004 analysoidaan sijoitusrahastolainsäädäntöä oikeustaloustieteellisesti, kun taas *Tomi Viitalan* vuonna 2004 valmistuneen väitöskirjan aiheena on sijoitusrahastojen verokohtelu kansainvälisessä ja EU-vero-oikeudessa. *Ilkka Harju* ja *Jarkko Syyrilä* ovat kirjoittaneet jo kypsään kahdenkymmenen kahden vuoden ikään ehtineen suomalaisen sijoitusrahastolainsäädännön kommentaariteoksen.

Tutkimus vastaa selvään tiedontarpeeseen. Sijoitusrahastojen oikeudellisesta rakenteesta ei ole Suomessa tehty väitöskirjatasoista tutkimusta, vaikka suomalaisessa lainvalmistelussa ja oikeuskirjallisuudessa on korostettu tarvetta selvit-

\* Virallisen vastaväittäjän, apulaisprofessori, dosentti *Heikki Marjosolan* Tampereen yliopiston johtamisen ja talouden tiedekunnalle antama 26.5.2023 päivätty lausunto vähäisin muutoksin.

tää, tulisiko Suomessa säätää vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä ja jos tulisi, miten. Suomessa on edelleen mahdollista perustaa ainoastaan niin sanottuja sopimusperusteisia yhteissijoitusyrityksiä, joita koskeva keskeinen sääntely sisältyy sijoitusrahastolakiin (213/2019, SRL) ja erikoissijoitusrahastojen osalta lakiin vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014, AIFML). Useampi lainsäädäntötyöryhmä on viime vuosikymmenen aikana siirtänyt kilpailuvia rakenteita koskevan selvityksen jatkovalmisteluun, eikä asia edennyt edes vuonna 2018 valmistuneen sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistuksessa. Hallituksen esityksessä tyydyttiin toteamaan, että kyseessä on monimutkainen asiakokonaisuus ja että sijoitusyhtiömallin käyttöönotto edellyttäisi huolellista lisäselvitystä etenkin suhteessa nykyiseen yhtiösääntelyyn.<sup>1</sup> Väitöskirjassa vastataan näin lainsäätäjän itsensäkin identifioimaan tärkeään tiedontarpeeseen. Tämä korostaa tutkimuksen vaikuttavuuspotentiaalia.

Väitöskirja on poikkeuksellisen vahvasti lainsäätäjälle osoitettu myös sen laajemman tavoitteenasettelun näkökulmasta. Tutkimuksen motiivina on varmistaa, että Suomi pysyy kansainvälisessä sääntelykehityksessä mukana ja että pääomien siirtyminen Suomen rajojen ulkopuolelle saadaan pysäytettyä. Tätä yleisempää tavoitetta heijastavat myös tutkimuksen kaksi tutkimuskysymystä, jotka on muotoiltu seuraavasti:

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

Tutkimuksella on kolme keskeistä kontribuutiota. Ensinnäkin tutkimuksessa kuvataan oikeusvertailun avulla vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön keskeiset elementit oikeudellisena instituutiona keskittyen erityisesti eräiden merkittävimpien kansainvälisten rahastoklustereiden, kuten Luxembourgin, Irlannin ja Britannian, sääntelyratkaisuihin. Näiden pohjalta hahmotetaan vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön ”globaali standardimalli”. Toiseksi tutkimuksessa esitetään etenkin kansainväliseen sääntelykilpailuun perustuvia argumentteja sijoitusyhtiörakenteen omaksumisen puolesta Suomessa. Toiseen tutkimuskysymykseen vastataan siis myönteisesti: sijoitusyhtiörakenteen käyttöönotto parantaisi kotimaisen rahastosääntelyn laatua ja kilpailukykyä. Kolmanneksi tutkimuksessa hahmotellaan ehdotettujen sääntelyratkaisujen konkreettista sisältöä, joka liittyy etenkin sijoitusyhtiöiden hallintoon, pääomajärjestelmään, osakkeisiin ja alarahastorakenteeseen.

1. Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi 243/2018 vp, s. 53.

Tutkimuksen ulkopuolelle rajautuvat sijoitusrahastojen verotusta koskevat kysymykset, vaikka teeman tärkeys tunnustetaan. Rajausta on perusteltu pelkästään väitöstutkimukseen liittyvien rakenteellisten rajoitusten vuoksi – tutkimus on nykyiselläänkin huomattavan laaja. Myös EU:n rahastosäätelyn rajautuminen tutkimuksen ulkopuolelle on perusteltua, koska sijoitustoiminnan organisoimista koskevat yhteisö- ja siviilioikeudelliset kysymykset on jätetty jäsenvaltioiden harkintaan. Sitä vastoin eri sijoitusrahastotyyppien selvempi rajausta olisi voinut olla paikallaan. Tutkimus kattaa sekä UCITS-tyyppiset yhteissijoitusyritykset että AIFM-direktiivin mukaiset vaihtoehtorahastot. Analyysissä UCITS-rahastot ovat kuitenkin selvässä pääosassa, ja toisaalta Suomessa yleisintä vaihtoehtorahaston muotoa, kommandiittiyhtiötä, ei käsitellä juuri lainkaan. Yksi mahdollinen tapa täsmentää tutkimuksen fokusta olisi ollut rajata suljetut rahastot tutkimuksen ulkopuolelle.

## 2. Tutkimuksen rakenne ja osajulkaisut

Väitöskirja koostuu neljästä yksin kirjoitetusta vertaisarvioidusta artikkelista sekä yhteenvedosta.

Ensimmäinen tutkimusartikkeli (Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot)<sup>2</sup> on luonteeltaan tutkimustyötä taustoittava. Kirjoituksessa lähinnä vertaillaan UCITS-direktiivin sallimien yhteissijoitusyritysten, osuustrustien, sopimusperusteisten sijoitusrahastojen ja vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden, juridisia muotoja. Keskeisimmäksi eroksi rakenteiden välillä identifioidaan, kuinka sijoittajat voivat osallistua yhteissijoitusyrityksen päätöksentekoon.

Toinen artikkeli (Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallinto)<sup>3</sup> on luonteeltaan kunnianhimoisempi ja normatiivisempi. Keskeinen kysymys on, kuinka paljon sijoitusyhtiömallissa osakkeenomistajille tulisi antaa valtaa ja miten sijoitusyhtiön hallinto tulisi Suomen oikeudessa järjestää. Artikkelin keskeisin argumentti on, että sijoitusyhtiötasoinen hallitus, joka on vastuussa rahaston osakkeenomistajille, parantaa hallintoa ja sijoittajansuojaa.

Kolmas artikkeli (Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä)<sup>4</sup> keskittyy sijoitusyhtiöiden pääomarakenteeseen. Avoimet sijoitusyhtiöt eroavat merkittävästi tavallisista osakeyhtiöistä, koska niiden on laskettava jatkuvasti liikkeeseen uusia osakkeita sijoittajien merkitessä niitä sekä lunastettava osakkeita sijoittajien myydessä niitä. Artikkelissa korostetaan useita vaihtuvapää-

2. Edilex-sarja 2021/18, s. 1–43.

3. Liikejuridiikka 2/2022, s. 132–212.

4. Oikeustiede – Jurisprudentia LV:2022, s. 351–404.

omaisten sijoitusyhtiöiden erityispiirteitä ja argumentoidaan, että sääntelyssä ei tulisi kiinnittyä keinotekoisesti osakeyhtiösääntelyn lähtökohtiin.

Neljännessä artikkelissa ”Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia)<sup>5</sup> perehdytään sijoitusyhtiöiden alarahastorakenteen toteuttamiseen. Myös tämä artikkeli on suunnattu lainsäätäjälle. Suomen oikeus ei tunne soluyhtiöitä tai muita yhtiömuotoja, joissa oikeuksia ja velvollisuuksia voisi kolmansiä sitovasti rajata erillisiin yksiköihin. Artikkelissa korostetaan alarahastorakenteen potentiaalisia etuja, kuten skaalautuvuutta ja kustannustehokkuutta. Keskeiseksi haasteeksi identifioidaan eri alarahastojen varojen ja velvoitteiden erillisyyden toteuttaminen.

Osajulkaisut muodostavat toimivan kokonaisuuden ja palvelevat tutkimuksen oikeuspoliittisesti virittynyttä kysymyksenasettelua ja yhteiskunnallista tavoitetta.

Tutkimuksen 221-sivuinen yhteenveto muodostaa itsenäisen ja erillisen tutkimuksensa. Johdannon jälkeisessä toisessa luvussa esitetään rahastosääntelyä ja kansainvälistä rahastotoimintaa ja -markkinoita koskeva taustoitus; kolmannessa luvussa sääntelykilpailua koskevat keskeiset käsitteet ja ilmiön peruselementit; neljännessä luvussa suomalaisen sääntelyn nykytila ja puutteet etenkin kilpailukyky näkökulmasta ja viidennessä luvussa yksityiskohtaisemmat *de lege ferenda*-päätelemät. Yhteenvedossa viitataan useasti osajulkaisuihin – joista useimmat ovat itsessään yli 40-sivuisia – mutta myös paikoin toistetaan niissä jo esitettyä.

Väitöskirjan yli 500 sivun kokonaispituus ylittää nykystandardien vaatimukset. Tätä ei voida pitää väitöskirjan ansiona etenkään, kun siihen sisältyy osia, jotka eivät sijoitu yksiselitteisesti kummankaan tutkimuskysymyksen alle. Tämä koskee etenkin laajahkoa keskustelua tekijöistä (sääntelykilpailudynamiikka, polkuriippuvuus, muut historialliset tekijät), jotka ovat vaikuttaneet vertailtavien säännösten eroihin ja yhtäläisyyksiin. Myös vertailtavien oikeusjärjestysten määrään ja vertailun laajuuteen ja yksityiskohtaisuuteen olisi voinut suhtautua kriittisemmin, etenkin siihen, mitä tulee kansainvälisesti vähemmän merkittäviin markkinoihin, kuten Singaporeen, Intiaan ja Australiaan. Toisaalta laaja vertailu hyödyttää lainsäätäjää ja osoittaa konkreettisesti vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön saavuttaman aseman kansainvälisillä rahastomarkkinoilla. Yleisesti ottaen tutkimuksen yhteenveto vetää artikkelien teemat yhteen taitavasti ja etenee loogisesti ja hallitusti kohti tutkimustuloksia.

5. Liikejuridiikka 2/2021, s. 84–140.

### 3. Tutkimusmenetelmät ja teoreettinen viitekehys

Menetelmällisesti tutkimus on pluralistinen eli yhdistelee useampaa metodologiaa: lainoppia, oikeusvertailua, oikeustaloustiedettä ja oikeushistoriaa. Menetelmien rooli on kuitenkin lähinnä tukea, mitä Vepsä kutsuu ”*de lege ferenda* -tyyppi-seksi lainopiksi”. Väitöskirjassa *de lege ferenda* (DLF) -tutkimus määrittellään oikeuspoliittisen tutkimuksen alalajiksi. Kyse on tavoiterationaalista tavoite-keinoanalyysistä ja keinojen oikeuttamisesta. Tärkeänä referenssinä toimii etenkin *Tuula Linnan* vuonna 1987 julkaistu väitöskirja Ulosottorealisoinnista *de lege ferenda*. Viimeaikaisessa oikeuskirjallisuudessa DLF-tutkimusta on arvioitu syvällisemmin ja oikeusteoreettisemmin sekä tieteenä että metodina. Vepsän väitöskirja toteuttaa tässä katsannossa oikeuspoliittisen DLF-tutkimuksen tyyppiä (lain tavoitteet eivät toteudu), ei niinkään lainopillista (esimerkiksi laissa on aukko).<sup>6</sup> Väitöskirjassa lainoppia käytetäänkin lähinnä lainsäädännön nykytilan selostamiseen. Varsinaisia tulkintakysymyksiä ei identifioida.

Mielenkiintoisempaa onkin arvioida niitä apumetodeja, joilla Vepsä pyrkii osoittamaan nykysäätelyn puutteellisuuden sekä viitoittamaan tietä kohti kansainvälisesti kilpailukykyisempää sijoitusrahastosäätelyä. Säätelykilpailuteeman näkökulmasta praktisen oikeusvertailun tarve on ilmeinen. Myös teoreettisella oikeusvertailulla ja oikeushistorialla on tutkimuksessa paikkansa, jos haluamme ymmärtää säätelyjärjestelmien erojen ja yhtäläisyyksien taustalla olevia syitä. Tutkimuksen metodeja koskevassa alaluvussa 1.1.4 talous- ja oikeustaloustieteen rooli on sen sijaan yllättävän vaatimaton. Sivulla 31 kyllä todetaan, että ”tutkimuksessa hyödynnetään myös oikeustaloustieteellistä lähestymistapaa”, mutta aihetta käsittelevässä kappaleessa lähinnä keskustellaan oikeustaloustieteen suhteesta lainoppiin. Teoreettista viitekehystä koskevassa alaluvussa 1.1.5 taloustieteeseen viitataan muutaman kerran, mutta taloustiede ei myöskään teoreettisessa katsannossa nouse keskeiseen asemaan. Väitöstilaisuudessa väittelijä vahvasti, ettei pitänyt (oikeus)taloustieteen roolia tutkimuksessaan kovin tärkeänä. Tämä ei sinänsä ole ongelmallista. Tutkijoilta odotetaan yleensä talusteoreettisten sitoumusten ja oletusten esiintuomista ja problematisointia ainoastaan, kun he poikkeavat uusklassisen taloustieteen perinteestä (esimerkiksi käyttäytymistaloustieteessä ja uusinstitutionaalisessa taloustieteessä). Vepsän tutkimuksessa näin ei ole, vaan oletukset sijoittajien rationaalisuudesta (lukuun ottamatta rajattuja poikkeamia, kuten kotimarkkinaharhaa) ja täydellisestä informaatiosta vaikuttavat väitöskirjan tärkeimpien johtopäätösten taustalla. Tämä näkyy erityisesti säätelykilpailua koskevassa argumentaatioissa.

6. Ks. Minni Leskinen, *De lege ferenda* -tutkimuksesta metodina ja tieteenä. *Lakimies* 7–8/2022, s. 1158–1185, jonka mukaan DLF-tutkimus voi olla lainopillista, teoreettista, oikeuspoliittista tai jopa epistemologista.

#### 4. Sääntelykilpailun ja sijoittajansuojan yhteydestä

Väitöskirjassa tutkitaan suomalaisen rahastosääntelyn kehitystarpeita suhteessa kansainvälisen sääntelykilpailun dynamiikkaan. Näkökulma on tarkoituksenmukainen etenkin, kun ottaa huomioon, että rahastotoiminta on keskittynyt vahvasti markkina-alueille, jotka ovat panostaneet rahastotoiminnan oikeudellisen ympäristön toimivuuteen, ennakoitavuuteen ja joustavuuteen. Tämän Vepsä väitöskirjassaan myös uskottavasti osoittaa. Väitöskirjan johtopäätös on, että estääkseen tai pysäyttääkseen sijoitusrahastotoiminnan siirtymisen esimerkiksi Luxemburgiin tulisi Suomen monipuolistaa rahastojen oikeudellisia muotoja koskevia vaihtoehtoja (niin sanottu puolustava sääntelykilpailu). Vepsä perustelee suositustaan etenkin aktiivisen rahastomarkkinan mukanaan tuomilla kansantaloudellisilla hyödyillä. Hyökkäävässä sääntelykilpailustrategiassa sen sijaan pyrittäisiin nimenomaisesti hyökkäämään aktiivisesti toisia lainkäyttöalueita vastaan, eikä väitöskirjassa vakavasti edes arvioida tällaisen Delaware-tyyppisen strategian käyttöönottoa Suomessa. Näihin suosituksiin on helppo yhtyä.

Oikeustieteellisessä tutkimusperinteessä tällainen lähestymistapa, jota voisi kutsua kansantaloudelliseksi, on poikkeuksellinen. Ehkä läheisin vertailukohta on *Matti Engelbergin* väitöskirja vuodelta 2019<sup>7</sup>, jossa argumentoidaan *de lege ferenda* niin sanotun scheme of arrangement -uudelleenjärjestelymenettelyn tuomista Suomen yhtiöoikeuteen. Engelbergin argumentointi keskittyy kuitenkin pääasiassa oikeussuojan tehokkuuteen liittyviin kysymyksiin Suomen lainsäädännön kilpailukykyä koskevien huolten jäädessä toissijaisiksi. Vepsän väitöstutkimuksessa asetelma on päinvastainen: kysymystä sijoittajansuojaan liittyvistä mahdollisista ongelmista tai hyödyistä ei väitöskirjassa sivuuteta, mutta näkökohdat on alistettu sääntelykilpailusta johtuville kansantaloudellisille realiteeteille. Valittu lähestymistapa on innovatiivinen mutta korostaa tarvetta reflektoida tiettyjä oikeustieteellisen tutkimuksen tieteellisyyden kriteerejä. Väittelijä nojaa vahvasti uusklassisen taloustieteen oppeihin. Hänen ajattelussaan sääntelykilpailun yhteiskunnalliset ja sijoittajansuojaan liittyvät tavoitteet eivät ole ristiriidassa keskenään niin kauan kuin sääntelykilpailun luonnonvalinnan kaltainen dynamiikka toimii: jos sijoitusyhtiömuodossa sijoittajansuoja ei olisi lähtökohtaisesti korkealla tasolla, ei malliin sijoitettaisi eikä se olisi kehittynyt avointen rahastojen globaaliksi standardirakenteeksi (sivulla 235). Vastaava ajattelu näkyy sivulla 134, jossa todetaan: ”Jos jokin valtio heikentäisi rahastosääntelynsä sijoittajansuojan tasoa merkittävästi, saattaisivat rahastonhoitajat aluksi

7. Matti Engelberg, Yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely: Suoja hold-out -positioiden väärinkäyttöä vastaan yhtiön velkaan tai osakkeeseen perustuvan taloudellisen intressin turvaamiseksi. Helsingin yliopisto 2019.

suosia tällaista valtiota. Sijoittajat alkaisivat kuitenkin vieroksumaan kyseiseen valtioon rekisteröityjä rahastoja, mikä vaikeuttaisi varainkeruuta.”

Sääntelykilpailu on taloustieteellisesti mutkikas aihe sekä empiirisesti että teoreettisesti, eikä teeman kattava käsittely olisi ollut mahdollista tai tarpeellista väitöskirjassa. Väitöskirjan tavoitteenahan ei ole osoittaa, että sääntelykilpailu rahastorakenteissa hyödyttää kaikkia. Riittää, että valittu sääntelystrategia hyödyttää Suomea. Sääntelykilpailua koskevan normatiivis-taloustieteellisen keskustelun käsitteelliset reunaehdot olisi kuitenkin ollut tarpeen määrittää tarkemmin ja pohtia syvällisemmin kysymystä, miksi sääntelykilpailu rahastosääntelyssä on hyödyllistä, jos on. Negatiivisen sääntelykilpailun ja sääntelyarbitraasin riskeistä on kirjoitettu paljon rahoitusoikeudessa. Keskitetympi sääntely on nähty välttämättömäksi etenkin rahoituslaitosten vakavaraisuussääntelyssä ja pankkivalvonassa, kun taas yhtiöoikeudessa useammat katsovat sääntelykilpailun johtavan korkeampiin standardeihin. Väitöskirja ei tarjoa taloustieteellistä selitystä sille, miksi näin on. Vepsä tunnistaa negatiivisen sääntelykilpailun teoreettisen mahdollisuuden mutta ei pidä sen riskiä varteenotettavana ainakaan rahastosääntelyssä. Väitöstilaisuudessa Vepsä kuitenkin täsmensi väitöskirjassaan esittämänsä väitettä, että rahoitussääntelyssä kilpailua käydään parhaista sääntelytasoista (esimerkiksi sivuilla 134–135), mutta myönsi, että myös rahoitussääntelyyn liittyy alueita, kuten riskinottomasääntely, joiden osalta keskitetympi sääntely ja harmonisaatio ovat perusteltuja.

## 5. Sijoitusrahaston ja vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön erot

Väitöskirjan keskeistä antia ovat vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön anatomian perusteellinen selvittäminen ja rakenteen vertaaminen suomalaiseen sopimustyyppiseen sijoitusrahastoon. Keskeisiä eroja sopimusperusteisen sijoitusrahaston ja sijoitusyhtiön välillä identifioidaan ainakin kolme. Ensinnäkin sopimusperusteinen sijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö eikä muutenkaan itsenäisesti oikeuskelpoinen toisin kuin sijoitusyhtiö. Toiseksi sopimusperusteisessa sijoitusrahastossa rahasto-osuuden omistajien katsotaan lain mukaan omistavan suoraan rahaston varat, kun sijoitusyhtiörakenteessa rahaston varat kuuluvat yhtiölle. Kolmas ja kenties tärkein eroavuus liittyy sijoitusyhtiön poikkeavaan hallintorakenteeseen. Sijoitusyhtiöissä on rahastokohtainen hallitus ja sijoittajilla ainakin periaatteessa viimesijainen ylin päätösvalta ja siten esimerkiksi oikeus rahaston hallituksen valitsemiseen ja erottamiseen. Sijoitusrahastoissa ei ole vastaavaa keskitettyä johtoa eikä vastaavia kontrollioikeuksia vaan sijoittajien etujen valvonta on uskottu rahastoyhtiölle ja osittain rahaston säilytysyhteisölle.

Väitöskirjassa mainittuja rahastomuotojen muodollisia eroja korostetaan paljon. Funktionaalisemmassa katsannossa sijoitusrahaston ja sijoitusyhtiön erot kutistuvat kuitenkin yllättävän pieniksi. Väitöstilaisuudessa esitin, että etenkin omistusoikeuteen liittyvä eroavuus on korkeintaan näennäinen, koska rahasto-osuudenomistajilta puuttuvat sekä omistajan hallintaoikeus että omistajan määräämisvalta.<sup>8</sup> Omistusoikeus on näin puhtaasti ”taloudellista”. Väittelijä oli yhtä mieltä siitä, että rahasto-osuuden omistajien omistusoikeudelle on vaikea keksiä käytännön juridista merkitystä esimerkiksi insolvenssitilanteissa. Väitöskirjassa sopimusperusteinen sijoitusrahasto määritelläänkin osuvasti erityissääntelyn konstruoimaksi ja sopimusverkon varaan rakentuvaksi jaottomaksi yhteisomistussuhteeksi, joka tulee erottaa siviilioikeudellisista yhteisomistussuhteista (sivulla 140). Myöskään sijoitusrahaston rahasto-osuus ja sijoitusyhtiön osake eivät eroa merkittävästi varallisuusobjekteina, ellei sijoittajien kontrollioikeuksia oteta lukuun. Rahastorakenteiden nettoarvoperustaiset pääomajärjestelmät ovat myös hyvin samankaltaiset.

Sopimusperusteisen sijoitusrahaston ja vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön hallintorakenteissa on myös tapahtunut konvergenssia. Molemmissa rakenteissa trendinä on ollut sijoittajien kontrollioikeuksien heikentyminen, kun rahastosaäntelyssä on keskitytty päätöksentekokustannusten pienentämiseen. Suomessa sijoitusrahaston osuudenomistajien kokouksesta luovuttiin sijoitusrahastolain kokonaisuudistuksessa vuonna 2019. Väitöskirjassa tehdyn oikeusvertailun perusteella sijoittajien kontrollioikeudet myöskään sijoitusyhtiössä eivät näytä olevan ainakaan kasvamaan päin. Taustalla on havainto, että sijoittajat käyttävät harvoin kontrollioikeuksiaan, jos irtautumisoikeus on mahdollista. Yhtiökoukusten pitäminen on useimmissa maissa vapaaehtoista. Lisäksi rahastokohtaisten hallitusten merkitystä on kritisoitu ja tietyissä maissa on jopa mahdollistettu rahastoyhtiön itsensä jäsenyys rahaston hallituksessa. Tähän kehityskulkuun Vepsä näyttää suhtautuvan varovaisen kriittisesti, vaikkakin markkinavoimien merkitystä korostaen.

Väitöskirjan *de lege ferenda* -analyysissä ei näin ole kyse minkään staattisen globaalin standardin siirtämisestä Suomeen. Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön sääntely on jatkuvassa muutoksessa myös johtavilla rahastomarkkinoilla, mikä tarkoittaa, että Suomessakin täytyisi tehdä perusteltuja valintoja useista sääntelyvaihtoehdoista. Vepsän argumentaatio keskittyy erityisesti sijoitusyhtiön hallintorakenteen tarjoomiin etuihin.

8. SRL 9:1:n mukaan rahasto-osuudenomistajat eivät vastaa henkilökohtaisesti sijoitusrahastoa koskevista velvoitteista eikä sijoitusrahaston varoja saa ulosmitata rahastoyhtiön (SRL 9:1.2) tai rahaston säilytysyhteisön (SRL 21:1.2) velasta. Vaikka sijoitusrahastolaissa ei tätä nimenomaisesti todeta, on selvää, ettei sijoitusrahaston varoja voida ulosmitata myöskään rahasto-osuudenomistajan velasta. Ks. Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta 238/1986 vp.

## 6. Sijoitusyhtiön eduista ja haitoista

Väitöskirjan mukaan Suomessa tulisi säätää vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä kahdesta toisiinsa kiinteästi liittyvästä syystä. Säätelyä tarvitaan ensinnäkin siksi, koska kansainvälinen kilpailutilanne sitä edellyttää. Oikeustieteellisesti mielenkiintoisempi väite koskee sijoitusyhtiömuodon paremmuutta suhteessa muihin vaihtoehtoihin. Vaikka sijoittajansuojaan liittyvät kysymykset eivät ole väitöskirjassa pääosassa, tutkimuksessa käytetään paljon tilaa sijoitusyhtiörakenteen paremmuuden osoittamiseen myös tässä suhteessa.<sup>9</sup> Mitä pidemmälle Vepsän väitöskirja etenee, sitä selvemmin argumentaatioissa painottuvat myös lainsäädännön laatuun liittyvät aineelliset seikat, kuten korkeatasoinen sijoittajansuoja, jota väittelijä syystä pitää yhtenä kilpailukykyisen rahastosäätelyn keskeisenä osatekijänä (sivulla 235).

Kaikkiin yhteissijoittamisen muotoihin liittyy keskeisesti riski intressikonflikteista, joista väitöskirjan mukaan keskeisin vallitsee rahaston sijoittajien ja rahastoyhtiön välillä. Rahastoyhtiö pyrkii maksimoimaan hallinnointipalkkionsa, sijoittajat puolestaan riskikorjatun tuottonsa.<sup>10</sup> Vepsä on epäilemättä oikeassa siinä, että sijoitusyhtiömallin hallintorakenne ja erityisesti sijoittajille vastuunalainen hallitus mahdollistavat eturistiriitojen hallinnan keinoilla, joita muissa rakenteissa ei ole (sivulla 144–145). Sijoitusyhtiötasoinen hallitus voi tuoda paljon potentiaalisia hyötyjä, eikä hallitusta nykyisen tutkimustiedon valossa voida pitää ainakaan tarpeettomana (sivulla 180).

Väitöskirjassa sijoittajien ja rahastoyhtiön välisiä intressikonflikteja hahmotetaan päämies-agenttiteorian avulla, mikä on tarkoituksenmukaista ottaen huomioon lähestymistavan dominantti asema valtavirran yhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa. Kuten Vepsä neljännessä artikkelissaan toteaa, ”rahastonhoidossa on kyse päämies-agentti-suhteesta, johon liittyy lukuisia mahdollisia eturistiriitoja sijoittajien, rahaston hoitamiseen osallistuvien tahojen ja jakelijoiden välillä”.<sup>11</sup> Samassa artikkelissa kuitenkin todetaan, ettei artikkelin tarkoituksena ole tehdä syvempää taloustieteellistä analyysia vaan keskittyä oikeusvertailuperusteisen *de lege ferenda* -näkemysten muodostamiseen. Oikeustaloustieteelliset näkökulmat lähinnä vaikuttavat kirjoituksen taustalla (sivulla 137). Sanottu kuvaa (oikeus) taloustieteen merkitystä väitöskirjassa laajemminkin.

Vaikka väitöskirjassa tukeudutaan päämies-agenttiteoriaan, ei siinä huomioida juuri mahdollisia intressikonflikteja sijoitusyhtiön eri osakkeenomistajata-

9. Sen sijaan Vepsä ei esitä, että sijoitusyhtiö olisi kaikissa suhteissa parempi kuin muut yhteissijoittamisen oikeudelliset rakenteet. Kuten väitöskirjassa todetaan, harvalukuiset empiriset tutkimukset eivät tue varauksetta sijoitusyhtiön yliverausta asemaa, kun verrataan esimerkiksi kuluja ja tuottoja.

10. Ks. esim. ensimmäinen artikkeli, s. 32 ja neljäs artikkeli, s. 133–134.

11. Neljäs artikkeli, s. 133.

hojen välillä.<sup>12</sup> Tämä ulottuvuus olisi ollut mielenkiintoista ottaa huomioon – Suomessa sijoitusrahastojen omistus on poikkeuksellisen keskittynyttä institutionaalisille sijoittajille. Koska sijoittajien kontrollioikeuksia käyttäisivät lähinnä tällaiset markkinatoimijat, on olennainen kysymys, ovatko institutionaalisten sijoittajien intressit ja kannustimet ja toisaalta piensijoittajien intressit ja kannustimet yhdensuuntaiset. Kansainvälisessä kirjallisuudessa näin ei ole katsottu välttämättä olevan ainakaan tavallisten yhtiöiden tapauksessa.

Toinen vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskeva riski, jota väitöskirjassa ei käsitellä, liittyy niin sanottuun sateenvarjarahastorakenteeseen ja sen yleistymisen potentiaaliseen vaikutukseen rahastomarkkinan rakenteeseen. Sateenvarjarahastojen tarkoitus on mahdollistaa eri sijoitusstrategiaa toteuttavien alarahastojen kustannustehokas perustaminen yhden sijoitusyhtiön sisällä, ja rakenteen keskeiset edut liittyvät skaalautumiseen. Euroopassakin toimii tällä hetkellä jopa useiden kymmenien alarahastojen sijoitusyhtiöitä. Voimakas skaalautuminen voi johtaa paitsi sijoittajien kontrollioikeuksien voimakkaaseen ja hallitsemattomaan dilutoitumiseen myös oligopolistiseen markkinarakenteeseen. Jälkimmäisestä on jo merkkejä etenkin Yhdysvalloissa. Riski voi olla abstrakti ja kaukainen mutta sitäkin merkittävämpi. Sijoittajien kontrollioikeuksia tarvitaan Vepsänkin mukaan eniten juuri silloin, kun irtautumisoikeuden käyttäminen ei käytännössä ole mahdollista tai kun markkinoilla ei olisi tarpeeksi kilpailua (sivulla 166–167).

## 7. Loppuarvio

Vepsän väitöskirja tuottaa kiistatta uutta oikeudellista tietoa, ja se epäilemättä onnistuu yhteiskunnallisessa tavoitteessaan hyödyttää lainsäätäjää. Jos Suomessa ryhdytään valmistelemaan vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön käyttöönottoa, toimii Antti Vepsän väitöskirja erinomaisena resurssina. Myös oikeustieteessä pidetään yhtenä tutkimuksen merkittävyyden kriteerinä sen yhteiskunnallista vaikuttavuutta. Tämän tutkimuksen vaikuttavuuspotentiaali on kiistaton.

Olen tässä lausunnossani sekä väitöstilaisuudessa esittänyt eräitä kriittisiä huomioita, jotka liittyvät erityisesti (oikeus)taloustieteen jonkinasteiseen lapsipuolen asemaan väitöskirjassa. Pidän tätä yllättävänä, koska kysymyksenasetteluun keskeisesti liittyvä sääntelykilpailu on ongelmana läpeensä taloustieteellinen. Sama koskee yhtiöiden hallinnon asianmukaista järjestämistä. Toisaalta metodis-teoreettisen keskustelun painopisteet luultavimmin heijastavat osaltaan

12. Ainoana tällaisena konfliktina mainitaan, että pitkäaikaiset sijoittajat kantavat suhteellisesti suuremman osan sijoittajien sisään- ja ulosvirtaukseen liittyvistä kustannuksista (niin sanottu diluutiovaikutus), s. 91–92.

tutkimuksen luonnetta kauppatieteellisenä opinnäytteenä. Taloustiede on ilmeisesti niin keskeinen osa yritysjuridiikkaa (katso sivut 35–36), ettei sen roolia ja merkitystä tarvitse erityisesti korostaa vaan että se toimii koko opinnäytteen läpäisevänä teoreettisena viitekehystenä. Sijoitusyhtiön hyötyjen ja haittojen punninnassa kurinalaisempi oikeustaloustieteellinen analyysi olisi kuitenkin tuottanut objektiivisempia ja vakuuttavampia tuloksia.

Väitöskirjassa esitetty argumentti sijoitusyhtiösääntelyn käyttöönnoton puolesta on joka tapauksessa kokonaisuutena arvioiden vakuuttava. Valittujen kansainvälisten sääntelykäytäntöjen analysointi on asiantuntevaa, ja esitetyt lakiehdotukset sijoitusyhtiön sijoittajien kontrollioikeuksista, hallituksen asemasta sekä pääomajärjestelmästä vaikuttavat hyvin perustelluilta. Erityisen vakuuttavana pidän argumenttia sijoitusyhtiötä koskevan erillissääntelyn puolesta. Väitöskirjassa esitetään, että sijoitusyhtiön olisi tarkoituksenmukaista olla erityislainsäädäntöön perustuva täysin uusi yhtiömuoto, jolla olisi lopulta melko vähän tekemistä perinteisen osakeyhtiön kanssa. Riskinä on, että lainsäätäjä pitäisi osakeyhtiörakennetta jonkinlaisena mallina, josta tulisi poiketa mahdollisimman vähän. Valmistelussa ei tulisikaan liiaksi kiinnittyä osakeyhtiöoikeuden käsitteellisiin ja periaatteellisiin lähtökohtiin. Väitöskirjan mukaan sijoitusyhtiö on ”erityistä ja rajoitettua tarkoitusta varten perustettu erikoisyhtiö” (sivulla 47). Erot nykyisiin sopimuserusteisiin sijoitusrahastoihin voivat tällöin jäädä yllättävän pieniksi mutta sitäkin merkityksellisimmiksi.

Väittelijä puolusti väitöstilaisuudessa tutkimustaan ansiokkaasti ja osoitti aihepiirinsä syvällistä ja perusteellista hallintaa. Näin ollen minulla on ilo epäilyksittä puoltaa Tampereen yliopiston johtamisen ja talouden tiedekunnalle Antti Vepsän tutkimuksen hyväksymistä kauppatieteen tohtorin tutkintoa varten.

*Heikki Marjosola*