

Rajaniemi, Erkki

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan turvaavuudesta.

Yhtiöoikeudellinen tutkimus turvaavuudesta osana työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan vakavaraisuussäätelyä

Helsingin yliopisto 2025. 357 sivua.

Lakimies
2/2026
s. 308–313

1. Yleistä

Erkki Rajaniemen väitöskirjan aihepiiri eli työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta on yhteiskunnallisesti merkittävä ja pysyvästi ajankohtainen toisiaan seuraavien lainmuutosten takia. Omaperäinen turvaavuuden ja yhtiöoikeuden näkökulmien valinta mahdollistaa työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan vakavaraisuussäätelyyn liittyvän merkittävän tutkimuksellisen aukon paikantamisen.

Tutkimuksellinen tarve liittyy yksityisoikeudellisen luonteen, yhteisvastuun ja vakavaraisuussäätelyn muodostamaan kokonaisuuteen. Aihepiirin akateemisen tutkimuksen tärkeyttä korostavat Suomen työeläkejärjestelmän kehittämisessä varsin vähäiseksi jääneet tieteellinen perustelu ja kritiikki verrattuna esimerkiksi Solvenssi II -direktiivin (2009/138/EY) valmisteluun.

Väitöskirjan keskeisin säädösperusta on osakeyhtiölaki (624/2006), työeläkevakuutusyhtiöistä annettu laki (354/1997, TVYL), työeläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta annettu laki (315/2015), vakuutusyhtiölaki (521/2008) sekä Solvenssi II-direktiivin poikkeus (niin sanottu EU-poikkeus), joka saa aikaan työeläkevakuutusyhtiöiden erityisaseman.

Työeläkevakuutusyhtiön sijoitustoimintaa määrittävässä TVYL 26 §:ssä ilmaistun lähtökohdan mukaan työeläkevakuutusyhtiön sijoitustoiminnan tulee olla sekä tuottavaa että turvaavaa. Tämä on myös Rajaniemen väitöskirjan lähtökohta. Väitöskirjassa esitely automaattinen vakauttaja tavallaan osoittaa itsessään turvaavuuden heikkenemisen tärkeäksi kysymykseksi. Mikäli koko järjestelmän turvaavuuden arvioitaisiin olevan riittävällä tasolla, ei minkäänlaista vakauttajaa tarvittaisi.

Rajaniemen tutkimusmetodi on oikeusdogmatiikka, jota täydennetään oikeuspoliittisella metodilla. Väitöstilaisuudessa Rajaniemi osoitti hallitsevansa soveltamansa lainsäädännön alueet ja ymmärtävänsä niiden väliset yhteydet.

* Virallisen vastaväittäjän, professori *Lasse Koskisen* Helsingin yliopiston oikeustieteelliselle tiedekunnalle antama 23.5.2025 päivätty lausunto vähäisin muutoksin ja täydennyksin.

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan tavoitteet ja luonne ovat muuttuneet merkittävästi ajan kuluessa. Aiempi asiakasyritysten lainoittaminen ja vähäriskiset joukkovelkakirjasijoitukset on korvattu riskillisemmällä sijoituksilla pyrittäessä korkeampaan tuottoon. Sijoitustoimintaa ohjaava sääntely on muuttunut vastaavasti. Tämä historiallinen muutos on tarpeen tuntee juridista tulkintaa tehtäessä. Mielestäni Rajaniemi onnistuu tässä hyvin. Hän tekee paikoitellen myös ansiokkaita oikeushistoriallisia tarkasteluja työeläkeyhtiöiden lainsäädännön viime vuosikymmenien kehityksestä hyödyntäen monipuolisia tausta-aineistoja.

Laajamittainen heikkojen ja sallittujen oikeuslähteiden hyödyntäminen on perusteltua, koska tarkkaa lainsäädäntöä ei kaikilta osin ole olemassa vaan toiminta perustuu alalla omaksuttuihin toimintatapoihin. Lähteiden käyttö on sopivalla tavalla kriittistä. Lakisääteisten eläkelajien kuvauksessa on pientä kausneuvirheen omaista epätarkkuutta työtaturma- ja ammattitautivakuutusten osalta.

Vakavaraisuussääntelyssä yhdistyvät satunnaisuuden matemaattiset teoriat ja empiiriset perustelut liiketoiminnan logiikkaan ja erityislainsäädäntöön. Esimerkiksi Solvenssi II -direktiivissä suuri osa sääöksistä on esitetty matemaattisessa muodossa. Rajaniemi onnistuu varsin hyvin kuvaamaan vakavaraisuussääntelyä normaalilla yhtiöoikeudessa käytettävällä kielellä, ilman matemaattista esitystapaa samalla ymmärrettävyyden säilyttäen. Joissain kohdin väitöskirjan ilmaukset ovat värikkäämpiä kuin on tapana akateemisissa esityksissä.

Väitöskirja sisältää huomattavan määrän sijoitustoimintaan liittyviä tilastotietoja taulukkojen ja graafien muodossa. Niiden avulla vakavaraisuussääntelystä muodostuu monipuolinen kuva. Erityisesti ne auttavat hahmottamaan suuruusluokkia ja ajan kuluessa tapahtuneita muutoksia sijoitustoiminnassa ja sijoitusympäristössä. Tarkempi muutosten selitys olisi edelleen vahvistanut esitystä.

Pitkän aikavälin ennusteiden keskeinen rooli eläkejärjestelmälle on käsitelty väitöskirjassa kriittisesti arvioiden. Kritiikki on perusteltua, mutta olisi ollut syytä korostaa ennustelaskelmien välttämättömyyttä. Korvaavaa tapaa ei tunneta.

2. Tutkimuksen teoreettinen lähestymistapa ja finanssialan regulaatio

2.1. Teoria ja regulaatioiden vertailut

Oikeusteoreettisena lähestymistapana Rajaniemi hyödyntää osakeyhtiöiden sopimusverkkoa koskevaa teoriaa ja agenttiteoriaa. Valinta on onnistunut. Tässä

yhteydessä työeläkeyhtiöiden kuvaus on omaperäinen ja kyseisten yhtiöiden erityispiirteet hyvin kuvaava. Lähestymistapojen käyttökelpoisuus ja rajoitteet on kuvattu väitöskirjassa tarkasti ja kriittisesti. Tutkimustuloksena havaitaan työeläkevakuutusyhtiöiden olevan yhtiöoikeudellisesti erityislaatuista toimijoita, joiden luonteeseen vaikuttavat järjestelmän kokonaisuus sekä omistus rakenne.

Sopimusverkkoteoria soveltuu työeläkeyhtiön intressiryhmän määrittelyyn. Päämies-agenttisuhteet ovat työeläkevakuutusyhtiössä muun toimialan osakeyhtiöitä monitahoisempia ja päämiesten sekä agenttien roolit vaihtelevat. Työeläkevakuutusyhtiöissä ei myöskään kaikin osin ole käytössä muun toimialan mukaista suoraa päämiesmallia. Agenttiteorian päämiehen kyky kontrolloida agenttia osoittautuu työeläkeyhtiössä heikoksi. Nämä tulokset ovat teoreettisesti merkittäviä ja potentiaalisesti hyödyllisiä alan lainsäädännön kehitystyössä.

Väitöskirjan rakenne on pääosin tasapainoinen. Luottolaitostoiminnan vakavaraisuusjärjestelmä on tarpeettoman laajasti esitelty, sillä vakuutusyhtiöitä koskevan sääntelyn ytimessä on asiakkaan etujen turvaaminen ja pankin sääntelyssä vastaavasti pankkijärjestelmän vakaus. Luottolaitostoiminnan sääntelyä kuvaava luku on sinänsä selkeä, ja sitä hyödynnetään systemaattisesti.

Laajemmin väitöskirjassa olisi kannattanut käsitellä lisäeläkkeitä ja työmarkkinaeläkkeitä (Euroopan unionin Pilari II -eläkkeet) vaikka joillakin pohjoismaisilla esimerkeillä. EU-poikkeuksen seurauksena Suomessa, muista Pohjoismaista poiketen, työmarkkinaeläkkeiden osuus on pitkälti sisällytetty lakisääteistä sosiaaliturvaa hoitaville yksityisoikeudellisille työeläkevakuutusyhtiöille. Jotkut vakavaraisuussääntelyn ratkaisut johtuvat tästä piirteestä.

Vahvan sääntelyn tarpeellisuuden vertailu julkisten puskurirahastojen ja sosiaalivakuutusta hoitavien yksityisten toimijoiden välillä olisi myös ollut hyödyllinen lisäys. Vakuutusvastuut molemmilla sektoreilla ovat samankaltaisia.

Kommenttina Rajaniemen pohdinnoille Solvenssi II -direktiivin kaltaisten vakavaraisuusvaateiden soveltamisesta suomalaisille työeläkeyhtiöille totean, että Solvenssi II -direktiivin vakavaraisuustarkastelu lähtee markkinaehtoisesta taseesta ja riskittömällä korolla diskonttaamisesta. Tämä rahoitusteoreettisesti perusteltu lähestymistapa soveltuu henki- ja vahinkovakuutukseen, mutta se rajoittaa voimakkaasti sijoitustoiminnan riskinottoa ja tuotonhakua. Tällaisen lähestymistavan käyttöönotto ei olisi taloudellisessa mielessä järkevää Suomen työeläkejärjestelmässä.

Laadullisten riskienhallinnan elementtien tarpeellisuudesta ei sen sijaan ole epäselvyyttä. Solvenssi II -direktiivin markkinaehtoisuuden lähtökohdasta poikkeavien elementtien tarkka ja läpinäkyvä käyttö sopisi myös Suomen työeläkejärjestelmään.

2.2. Sijoitusriskin rajaamisen sääntely

Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan sääntelyssä korostuvat samanarvoisina tavoitteina tuottavuus ja turvaavuus. Rajaniemi käsittelee näiden tavoitteiden välistä ristivetoa monipuolisesti erilaisista juridisista näkökulmista. Tuottoihin liittyvä pohdinta on pääosin rajattu tarkastelun ulkopuolelle. Tuottojen ja turvaavuuden keskinäisriippuvuuden takia rajausta on jossain määrin ongelmallinen. Tätä korostaa Solvenssi II:n varovaisuusperiaate, jonka mukaan sijoitustoiminnassa on turvaavuuden ohella varmistettava tuottavuus.

Analyysia olisi voinut laajentaa riskienhallinnalliseen jaotteluun, jossa tarkastellaan toisaalta lyhytaikaisen romahduksen riskiä ja toisaalta kantokykyyn verrattuna liian pienestä riskinotosta seuraavaa pitkän ajan heikkoa tuottoa. Kumpikin riskityyppi uhkaa suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden vakavaraisuutta ja on tarpeen huomioida.

Rajaniemi toteaa, että sijoitustoiminnan riskitasoa on saatu nostettua mutta maksupaineeseen liittyvän kokonaisuongelman ratkaisu ei ole tullut lähemmäksi. Tämä pitää paikkansa siinä mielessä, että lisätuoton tavoittelu lisäriskiä ottamalla voi johtaa aiempaa suurempiin tappioihin. Lisäriskin ottamiselle on kuitenkin vahva perustelu: sijoitustoiminnan historiallisiin tuottoihin perustuvan analyysin perusteella yhtiöiden ja järjestelmän riskinkantokantokyky on arvioitu riittäväksi, vaikka riskiä on nostettu.

Käsittelemällä taloussuhdanteiden ja vakavaraisuuden keskinäistä riippuvuutta Rajaniemi vahvistaa väitöskirjan empiiristä pohjaa. Sijoitusympäristön muutosten, kuten nollakorkoihin siirtymisen, tarkempi käsittely olisi vahvistanut esitystä. Väitöskirjan kuvaus tuoton osatekijöistä muodostaa kotimaisten ja eräiden ulkomaisten toimijoiden sijoitustuottojen ansiokkaan vertailun monipuolisesti keskeisiä taustatekijöitä huomioon ottaen.

Osittaista lisävakuutusvastuuta kritisoidaan väitöskirjassa paikoin vahvasti, koska se siirtää riskiä sitä kattamatta koko eläkejärjestelmälle. Vasta-argumentina voidaan korostaa, että osittainen lisävakuutusvastuu mahdollistaa järjestelmätasolla korkeamman ja silti hallitun tuoton tavoittelun.

2.3. Vakavaraisuussääntelyn kritiikki

Väitöskirjan pohdinta vakavaraisuuslainsäädännön tarpeellisuudesta nojaa heikolta vaikuttaviin argumentteihin. Ilman vakavaraisuussäädöksiä keskenään kilpailevat yhtiöt päätyisivät todennäköisesti työeläkkeiden rahoituksen näkökulmasta liialliseen tai liian pieneen riskinottoon riippuen muun sääntelyn luonteesta. Vakavaraisuussääntelyn takaaman turvaavuuden heikkeneminen lainsäädännön muutosten seurauksena on sen sijaan vahvasti motivoitu ja argumentoitu.

Kriisilainsäädännön määräaikaaisuuteen liittyy merkittäviä ongelmia osin säädösten ja osin järjestelmän heikon hajautuksen (vain neljä työeläkevakuutusyhtiötä) takia. Kriisiajan kevennetyt vakavaraisuusvaatimukset ovat osoittautuneet tarpeellisiksi. Väitöskirjan tulosten perusteella riskin rajauksesta saatava hyöty voidaan kuitenkin pahimmillaan menettää kriisiajan säädösten takia. Toisaalla vaakakupissa on mahdollisesti epärationaalisin sijoituspäätöksiin päätyminen, mikäli kriisilainsäädäntöä ei sovelleta tarvittaessa. Kysymys kulminoituu arviointiin kriisin luonteesta.

Rajaniemen johtopäätös, että finanssijärjestelmän eri osien turvaavuserojen merkittävin syy ovat vakavaraisuusjärjestelmän erilaiset tavoitteet ja tekniset toteutukset, on mielenkiintoinen. Päätelmään tosin vaikuttaa se, että tutkimuksessa työeläkejärjestelmän osalta rajataan tarkastelu sijoitustoimintaan ja verrokeissa ovat tarkastelussa mukana taseen molemmat puolet. Suomen työeläkelainsäädännössä on tehty merkittäviä tasapainottavia muutoksia eläke-etuuksiin. Eläkkeen kertymäprosenttia palkasta on pienennetty ja vanhuuseläkeikää korotettu. Finanssijärjestelmän osien erilaisuuden voisi olettaa myös vaikuttavan tavoitteisiin ja toteutukseen.

Rajaniemi nostaa esiin työeläkealan lainsäädännön yhtiöoikeudellisen näkökulman ohuuden, josta seuraa lainsäädännön kehittämiseen ja kokonaisuuteen liittyviä ongelmia. Vertaillen vakavaraisuusjärjestelmää suhteessa yhteisvastuuseen hän demonstroi taitavasti argumentoiden selvitystilalainsäädännön puutteellisuuden ja siitä seuraavat ongelmat työeläkejärjestelmälle. Vaikka ilmiö on entuudestaan tunnettu, on esitys ansiokas ja tuo uusia näkökulmia tarkasteluun. Käsitellyt ongelmat ovat merkittäviä sekä viranomaisten että työeläkevakuutusyhtiöiden oikeudellisen riskin näkökulmasta.

Väitöskirjan johtopäätöksissä todetaan turvaavuuden aseman heikentyneen lainsäädännön muutosten seurauksena. Samalla kokonaiskuva riskinottoa ja moraalikatoa hillitsevistä rakenteista on muuttunut epäselväksi. Lisäksi herää kysymys siitä, ovatko työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan lisäriskin oton rajat tulleet jo vastaan turvallisuuden näkökulmasta.

3. Lopuksi

Työeläkejärjestelmän kehittämisessä yhtenä keskeisenä tavoitteena tulisi olla taloudellisesti ja riskienhallinnallisesti tehokkaiden ratkaisujen löytäminen hyvää lainsäädäntötapaa noudattaen. Tämän tavoitteen saavuttamista Rajaniemen väitöskirja tukee ansiokkaalla tavalla.

Erkki Rajaniemi korjasi esitarkastuslausunnossa esittämäni huomiot väitöskirjaansa ja osoitti syvällisen aihepiirin osaamisensa sekä puolusti väitöskirjaansa vakuuttavasti väitöstilaisuudessa. Esitin, että hänen väitöskirjansa hyväksytään.

Arvosanalautakunta (professori Lasse Koskinen, apulaisprofessori Jari Murto ja professori Seppo Villa äänivallattomana jäsenenä) totesi lausunnossaan, että Rajaniemen väitöstutkimus täyttää riidattomasti Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan väitöskirjalle asettamat edellytykset ja vaatimukset. Työ on nostanut esiin sellaisia tieteellisiä kysymyksiä, joita ei ole aiemmin suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa ja Suomen oikeuden näkökulmasta tutkittu. Väitöskirjassa on vastattu perusteellisesti argumentoiden esitettyihin tutkimusväitteisiin. Väittelijän lukeneisuus ja ymmärrys teemasta ovat erityisen vahvoja. Lautakunnan käsityksen mukaan väitöskirja on hyvä.

Arvosanalautakunta piti työtä hyvänä teemaa koskevana suorituksena ja katsoi, että sen tutkimusongelma, metodit ja lopputulokset on hyvin perusteltu ja tutkimus on tieteellisesti asianmukaisesti toteutettu. Tutkimustehtävä ja -kysymykset ovat hyvin rakennettuja, ja ne keskustelevat hyvin työn johtopäätösten kanssa. Tutkimustehtävää on viety eteenpäin johdonmukaisesti, ja tutkimuskysymyksiin on vastattu itsenäisen pohdinnan jälkeen. Työ on myös rakenteellisesti toimiva.

Arvosanaa koskevan pohdinnan jälkeen päädyttiin esittämään epäilyksittä ja yksimielisesti, että väitöksen arvosanaksi annettaisiin hyväksytty.

Lasse Koskinen