

*Erkki Rajaniemi*

# Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan turvaavuudesta. Yhtiöoikeudellinen tutkimus turvaavuudesta osana työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan vakavaraisuussäätelyä

## 1. Yksityisten alojen työeläkejärjestelmästä

Lakisääteinen työeläketurva on keskeinen osa suomalaista sosiaaliturvaa ja siten hyvinvointiyhteiskuntaa. Yksityisten alojen työeläkejärjestelmä kattaa yksityisellä sektorilla työskentelevien työntekijöiden lakisääteisen työeläketurvan. Vuonna 2024 järjestelmän työeläkettä kartutti työansioiden ja työtulon perustella lähes 2,9 miljoonaa 17–68-vuotiasta vakuutettua, joista noin 2,7 miljoonaa työskenteli palkansaajina, noin 250 000 yrittäjinä ja 60 000 maataloudessa. Työeläketurvan toimeenpanosta eli vakuuttamisesta, eläkkeiden maksusta ja työeläkevarojen sijoittamisesta huolehtivat eläkelaitokset, joita ovat työeläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt, eläkekassat sekä Maatalousyrittäjien eläkelaitos ja Merimieseläkekassa. Työeläkevaroja järjestelmässä oli vuonna 2024 noin 177 miljardia euroa – työeläkevarallisuudesta 96 prosenttia kiersi työeläkevakuutusyhtiöiden hallinnoimana.

Yksityisten alojen työeläkejärjestelmä muodostaa erikoisen yhtälön, jossa valtio on delegoinut keskeisen osan suomalaisesta sosiaaliturvasta yksityisoikeudellisten eläkelaitosten hoidettavaksi. Eläkelaitokset lakisääteisen yhteisvastuuvollisuuden kautta konkurssitilanteissa vastaavat kuitenkin toinen toistensa myöntämistä eläkkeistä ja toimintaansa tehostaakseen yrittävät kilpailla keskenään.

Eläkelaitosten eläkemaksukyky perustuu siihen, että järjestelmää pystytään rahoittamaan. Koska järjestelmä on vain osin rahastoiva, maksetaan eläkkeet osin kerättävistä työeläkemaksuista, osin sijoitustoiminnan tuotoista ja arvonnousuista. Varoja järjestelmään kertyy siis lakisääteisistä työeläkemaksuista sekä sijoitusten tuotoista ja arvonnousuista. Vaikka nämä varat, ”rahastot”, ovat oikeu-

\* *Erkki Rajaniemi*, OTT. Lectio praecursoria Helsingin yliopiston oikeustieteellisessä tiedekunnassa 10.5.2025 pidetyssä väitöstilaisuudessa, jossa kirjoittaja puolusti väitöskirjaansa Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan turvaavuudesta. Yhtiöoikeudellinen tutkimus turvaavuudesta osana työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan vakavaraisuussäätelyä. Lektio esitetään tässä vähäisin muutoksin.

dellisesti eläkelaitosten varallisuutta, ei varoja lain mukaan voi käyttää muuhun tarkoitukseen kuin työeläkkeiden maksamiseen. Rahastojen, sijoitustoiminnan sekä tosiasiassa koko toimeenpanojärjestelmän stabiliteettia kontrolloidaan merkittävässä määrin turvaavuutta vahvistavalla vakavaraisuuslainsäädännöllä.

## 2. Sääntelyrakenteesta

Työeläkevakuutusyhtiöiden yhtiöoikeudellisen sääntelyn perusrakenne nojaa EU-poikkeukseen. Suomen ETA- ja EU-liittymisten yhteydessä Suomi neuvoteli itselleen mukautuksen, jonka mukaan työeläkejärjestelmän toimeenpanoa koskeva lainsäädäntö on lähtökohtaisesti Suomen kansallisessa päätäntävallassa. Järjestelmän toimeenpanoon ei siten sovelleta esimerkiksi EU:n vakuutustoimintaa keskeisesti säätelevää Solvenssi II -säännöstöä (2009/138/EY). Lähtökohdan perusteella työeläkevakuutusyhtiöitä koskeva yhtiöoikeudellinen lainsäädäntörakenne muodostuu pääpiirteittäin kuvattuna siten, että laki työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997) on työeläkevakuutusyhtiöitä koskeva kansallinen erityislaki. Vakuutusyhtiölaki (521/2008), joka perustuu Solvenssi II -säännösten implementoimiseen ja joka on keskeisin kaikkea muuta vakuutustoimintaa koskeva säädös, toimii työeläkevakuutusyhtiöitä koskevana yleislakina niiltä osin kuin erityislaissa näin on sallittu. Osin lainsäädännössä viitataan edelleen myös osakeyhtiölakiin (624/2006). Lainsäädäntökehikon takia työeläkevakuutusyhtiöiden hallintoa ja sijoitustoimintaa koskeva keskeisin lainsäädäntö on työeläkevakuutusyhtiöistä annetussa laissa sekä lisäksi laissa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta (315/2015). Työeläkevakuutusyhtiön sijoitustoiminnan kokonaisriskitasoa säännellään siten työeläkevakuutusyhtiöistä annettuun lakiin sekä lisäksi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta annettuun lakiin sisältyvillä hallinto- ja vakavaraisuusvaatimuksilla.

Työeläkevakuutusyhtiöistä annetussa laissa määrätään sijoittamisen lähtökohdasta eli siitä, että työeläkevarojen sijoittamisen on oltava sekä tuottavaa että turvaavaa. Kumpikin lähtökohta on lain näkökulmasta yhtä merkittävä, eikä tätä kohtaa laissa ole aikojen saatossa muutettu. Kyseisessä laissa määrätään myös laadullisista vakavaraisuuselementeistä eli lähinnä siitä, mitä työeläkevarojen käsittelyltä yhtiön hallinnollisessa päätöksentekoprosessissa edellytetään, sekä siitä, mitä työeläkevakuutusyhtiön hallintojärjestelmän toimivuudelta muutoin vaaditaan. Eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta annetussa laissa puolestaan määrätään työeläkevakuutusyhtiön sijoitusriskinoton kokonaisuudesta eli niin sanotusta määrällisestä vakavaraisuuselementistä. Määrällisten vakavaraisuusvaatimusten purkaminen tarkoittaa

siis työeläkevakuutusyhtiölle annettua mahdollisuutta lisätä määrällistä sijoitusriskiä.

### 3. Tutkimustehtävä

Termit ”työeläkejärjestelmän kestävyys turvaaminen”, ”työeläkemaksun nousun ehkäiseminen” ja ”maksupaine” ovat nousseet yhteiskunnassamme yhä voimakkaammin esille. Kyse on tosiasiaa työeläkejärjestelmän taloudellisen kestävyys turvaamisesta. Jotta järjestelmään kertyisi varoja ilman, että työeläketurvan tasoa pitäisi leikata tai työeläkemaksua tarvitsisi nostaa yli maksajien sietokyvyn, olisi työeläkevarojen sijoittamisesta saatava parempia tuottoja. Koska riski ja tuottotaso korreloivat, voidaan tuottotasoa yrittää nostaa vain turvaavuutta heikentämällä. Tämä voi tapahtua vain sijoitustoiminnan määrällisen riskinoton vakavaraisuusrajoituksia lainsäädännöstä purkamalla. Näin sijoitustoiminnan tuotot saattavat ylittää tasolle, joka ylläpitää järjestelmän taloudellista kestävyyttä.

Itse tavoite on erittäin kannatettava: vähemmän työeläkemaksuja eikä tarvetta eläketurvan tason leikkauksille. Kansallisen erityislainsäädännön säätämisen eräs merkittävimmistä tavoitteista oli kuitenkin vakuutusten käsittämien etujen eli eläkkeiden turvaaminen kaikissa olosuhteissa. Lisäksi lainsäädännöllistä perusvaatimusta tuottavan sijoittamisen ohella tapahtuvasta turvaavasta sijoittamisesta ei sitäkään ole lainsäädännössä muutettu. Mikäli riskiä otetaan liikaa, eläkerahastot menetetään joko osin tai kokonaan ja järjestelmän toimeenpano sekä vakuutusten käsittämät edut vaarantuvat. Tutkimuksen keskeinen kysymyksenasettelu liittyy siis työeläkevakuutusyhtiölainsäädännössä työeläkevarojen sijoittamiselta vaaditun turvaavuustason selvittämiseen.

### 4. Tutkimuksen tarkoituksesta, tutkimuskysymykset ja metodi

Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, minkälaisen yhtiöoikeudellisen kokonaismerkityksen turvaavuus saa työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain ja eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta annetun lain muodostamassa kokonaissääntelyssä. Tarkemmin ilmaistuna kyseessä on yhtiöoikeudellinen tutkimus turvaavuuden merkityksestä osana työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan vakavaraisuussääntelyä. Tutkimuksessa on myös kuvattu vahinko- ja henkivakuutusyhtiöiden sekä luottolaitosten vakavaraisuus-

normistojen pääpiirteittäisiä kehityskaaria ja rakenteellisia ominaisuuksia, joita paremman kokonaiskuvan saamiseksi peilataan työeläkejärjestelmän tapaan ja tavoitteisiin kehittää vakavaraisuusnormistoa.

Tutkimuskysymyksiä on kaksi. Ensisijainen kysymys liittyy siihen, miten turvaavuuden asema osana työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan vakavaraisuussääntelyä on muuttunut. Toissijainen kysymys liittyy siihen, miten työeläkevakuutusyhtiöiden vakavaraisuussääntelyä koskevat valmistelutavat ja tavoitteet poikkeavat vahinko- ja henkivakuutusyhtiöiden sekä luottolaitosten vakavaraisuussääntelyn valmistelutavoista ja tavoitteista. Tutkimuksen rajaukset liittyvät prosessiekonomisiin syihin. Siksi yksityiskohtainen sijoitustuottojen käsittely, riskienhallinta sekä vahinko-, henkivakuutus- ja luottolaitossääntelyn tarkka kuvaaminen rajataan tutkimuksen ulkopuolelle.

Tutkimusintressi kytkeytyy kysymykseen siitä, kuinka pitkälle lainsäädännössä ja sen toimeenpanossa voidaan turvaavuudesta järjestelmän rahoittamiseksi luopua. Tuottaako lainsäädännön toimeenpano sijoituslainsäädäntöä koskevien uudistusten jälkeen yhä kokonaisuuden, jossa tuottointressin ja järjestelmän maksukyvyyn lisäksi varmistetaan vakuutustoiminnan alkuperäinen ajatus vakuutusten käsittämien etujen eli eläkkeiden turvaamisesta? Intressiä voisi kuvata myös kysymällä, voidaanko Suomen valtion vuosibudjettia merkittävästi suurempi määrä työeläkevaroja altistaa sille, että varojen osittaiseen menettämisen todennäköisyys kasvaa merkittävästi. Yleisellä tasolla tutkimusintressi kytkeytyy siis suomalaisen hyvinvointiyhteiskunnan ytimeen.

Tutkimuksen metodi rakentuu oikeusdogmaattiselle perusotteelle, jota tarvittaessa täydennetään justifioivalla oikeuspoliittisella otteella. Metodologisesti mainitut keinot ovat tutkimuksellisesti perusteltavissa, käytännössä yhteen liitettävissä, eivätkä ne muodosta sellaista metodiopillista kokonaisuutta, joka olisi vaikeasti hallittava tai aiheuttaisi tutkimuksellista sirpaloitumista.

Tutkimuksen teoreettisessa osuudessa kiinnitetään huomiota sopimusverkoteorian mahdolliseen soveltumiseen työeläkevakuutusyhtiöitä selittävänä mallina ja siten teorian merkitykseen työeläkevakuutusyhtiötutkimuksen näkökulmasta. Sopimusverkkomallilla pyritään tarkastelemaan paitsi yhtiön olemusta myös sidosryhmiä. Teoriaan suhtaudutaan kriittisesti ja suppeasti, se otetaan annettuna mallina, eikä mallin tutkimiseen tai kehittämiseen keskitytä. Tutkimuksen teoreettista pohjaa laajennetaan myös lähestymällä työeläkevakuutusyhtiöitä toisen yhtiöteorian eli päämies-agenttiteorian näkökulmasta.

## 5. Tutkimuksen johtopäätökset

Ensisijaisen tutkimuskysymyksen osalta tutkimuksen johtopäätöksenä on se, että vuosien 1997 ja 2007 vakavaraisuusuudistuksissa tuottavuutta painotettiin vain rajoitetusti turvaavuuden kustannuksella. Vuodesta 2010 lähtien lainvalmisteluasiakirjoista ei välity vain huoli tuoton kehittymisestä vaan tuoton lisäämistä koskeva päämäärä sijoitusriskiä kasvattamalla. Vuodesta 2010 lähtien vakavaraisuuslainsäädännön kehittäminen painottuu käytännössä määrällisen riskinoton rajoitusten voimakkaaseen rapauttamiseen, jolloin tavoitteena on ”pääomien tehokas hyödyntäminen” ja keinona ”pääomavaateen tarkka mittaaminen”.

Lainsäädäntömuutokset ovat mahdollistaneet työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan riskitason merkittävän kasvun. Vaikka riskitason muutos ei sinänsä ole oikeudellisesti hyvä tai paha vaan tarkoituksenmukaisuusasia, olisi riskitason muutos tutkimuksen perusteella kuitenkin lainvalmistelussa edellyttänyt laajemmän oikeudellisen näkökulman omaksumista. Pelkästään määrälliseen vakavaraisuus- ja tuotokysymykseen keskittynyt, voimakkaasti matemaattispainotteinen ajattelutapa (lainvalmistelumalli) on aiheuttanut tilanteen, jossa tarvetta implementoida vakavaraisuuslainsäädännön tuottavuutta ja turvaavuutta koskeva kysymyksenasettelu osaksi oikeusjärjestystä, yhtiöoikeutta sekä yhtiöoikeudellista toimeenpanoa vaikuttaa olleen vaikeaa mieltää. Tutkimuksessa huomio keskittyykin myös lainvalmistelutapaan ja sen läpinäkyvyyteen eli tapaan, jolla keskusjärjestöille tuotetaan niiden päätöksenteon perustaksi muuta kuin määrälliseen vakavaraisuuteen liittyvää matemaattista laskentaa.

Todetusta ovat seuranneet oikeudellisen näkökulman ohuus sekä joukko oikeudellisia kysymyksiä, jolloin lainsäädännön koheesio on kärsinyt merkittävästi. Kun lisäksi huomio on ollut vain määrällisissä vakavaraisuusvaatimuksissa, on laadullisten vakavaraisuusvaatimusten merkitys ja kehittäminen unohdettu lähes kokonaan. Lainsäädännöstä heijastuukin jossakin määrin kuva toisistaan irti olevista yksittäisistä matemaattisista ratkaisuista, jotka ovat osin irti oikeusjärjestyksestä ja oikeudellisesta toimeenpanokontekstistaan.

Vakavaraisuuslainsäädännön osalta ollaan lainsäädännöllisessä tilanteessa, jossa normaaliaikoina yhtiöiden riskienhallintamallit leikkaavat riskiä ennen kuin vakavaraisuusjärjestelmä sen tekee, kriisiaikoina vakavaraisuusjärjestelmän sääntöjä muokataan, riskipositioita ei tarvitse kavahtaa ja yhtiöt avustetaan vakuutusteknisin keinoin solventeiksi. Lisäksi lainsäädännöllisesti tavoitellaan tilannetta, jossa laskevan markkinan aikana riskiä ei tarvitsisi keventää ja oikeastaan jokaisen suhdanteen aikana riskiä voitaisiin ottaa lisää. Herää tietysti kysymys siitä, koska riskiä sitten pitäisi leikata ja rajoittaako vakavaraisuuslainsäädäntö tosiasiaa enää mitenkään yhteisvastuun toteutumiseen johtavan Moral Hazard -ilmiön toteutumista. Lainsäädäntö ylläpitää myös erikoislaatuista tilannetta, jossa toimeenpanojärjestelmää vaikuttaa rasittavan eräänlainen

vaihtuva kaksinapaisuus. Tavanomaisina sijoitusmarkkina-aikoina korostetaan toimeenpanon markkinatoimijaluonnetta. Eläkelaitokset tuovat esille saavutettuja tuloksia ja vertailevat sitä, kuinka paljon parempi sijoitus- ja siirtoliiketulos sekä riskinkantokyky onnistuttiin kilpailijoihin verrattuna saavuttamaan. Taus-talla vaikuttaa välkkyvän kilpailuoikeudesta kopioitu jonkinlainen let losers go -ajattelu, vaikka kilpailuoikeutta ei toimeenpanoon lähtökohtaisesti edes sovelleta. Huonoina aikoina korostetaan puolestaan toimeenpanoon osallistuvien eläkelaitosten välillistä julkishallinnollista sosiaaliturvaolemusta ja yhteiskunnan viimekätistä velvollisuutta väliintuloon.

Toissijaisen tutkimuskysymyksen vertailu vahinkovakuutus- ja henkivakuutus- sekä luottolaitossektorin Solvenssi- sekä Basel-järjestelmäkokonaisuuksien säännösvalmistelun tapoihin ja tavoitteisiin tukee ensimmäisestä tutkimuskysymyksestä tehtyjä johtopäätöksiä. Solvenssi- ja Basel-järjestelmissä säännösvalmistelu rakentuu pilarijärjestelmille. Pilarit sisältävät muun muassa määrällisen vakavaraisuuden, laadullisen vakavaraisuuden sekä informaation ja valvonnan. Työeläkejärjestelmässä pilarirakenteen kaltainen määrämuotoinen, eri osatekijöiden yhtäaikainen systemaattinen lainsäädäntötekninen tarkastelutapa ei sen sijaan ole käytössä. Säännösvalmistelussa on tarkasteltu ja keskitytty vain määrälliseen vakavaraisuuteen. Todettu vahvistaa johtopäätöstä työeläkejärjestelmässä noudatettavan säännösvalmistelun kapeudesta.

Eroja ilmeni säännösvalmistelun lisäksi myös järjestelmien tavoitteissa. Solvenssi-järjestelmän kehittämistavoitteita leimaa ajatus vakuutusyritysten vakavaraisuuden ja vakuutusten käsittämien etujen turvaamisesta. Kehittäminen on painottumassa myös järjestelmävakauden puolelle. Basel-järjestelmän kehittämistavoitteita leimaa puolestaan ajatus, jossa luottolaitosten tulee selvittää itse myös huonoista ajoista. Julkisesta tuesta sekä yhteiskunnan väliintuloista on päästävä eroon. Pääomia tulee lisätä, samoin muita vakavaraisuutta vahvistavia elementtejä kriisinkestävytyden takaamiseksi. Järjestelmävakautta tavoitellaan sekä mikro- että makrovaatimuksilla. Työeläkejärjestelmässä vakavaraisuusnormiston kehittämistavoitteita vaikuttaa sen sijaan leimaavan päämäärä turvata vakuutusturvan rahoitus maksua muuttamatta.

Tutkimuksen oikeusteoreettinen tarkastelu tuo esille sen, että elementtejä, joiden voisi katsoa tukevan sopimusverkkoteorian soveltumista työeläkevakuutusyhtiötutkimukseen, on niukalti. Johtopäätös koskee niin työeläkevakuutusyhtiön perustamis- kuin toiminta-aikaa. Tosin sopimusverkkoteoria jäsentää intressiryhmien tarkastelua ja mallin soveltamisyritys osoittaa paitsi sopimisen alan vähäisyyden myös sen, kuinka vähän elementtejä työeläkevakuutusyhtiöllä on toimintansa markkinaehtoiseen kehittämiseen. Agenttiteorian voidaan sen sijaan, erään tutkimuksessa esitetyin rajauksin, katsoa soveltuvan työeläkevakuutusyhtiötutkimukseen. Päämies-agenttiroolit vaikuttavat kuitenkin monitahoisemmilta kuin muun toimialan osakeyhtiöissä. Tutkimus osoittaa myös

sen, että käytännössä työeläkevakuutusyhtiöitä koskeva lainsäädäntö ei vaikuta kannustavan päämiehiä osallistumaan yhtiökokouksiin.

## 6. Lopuksi

Lainsäädännölliset tavoitteet sisältävät perustavanlaatuisia ristiriitoja. Erityislainsäädännön laatimisen rationa ovat olleet vakuutusten käsittämien etujen turvaaminen sekä yhteisvastuutilanteiden estäminen, siis turvaavuus. Työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain keskeisten sijoitustoimintaa koskevien säännösten tavoitteena on ollut edellyttää työeläkevakuutusyhtiön sijoitustoiminnalta sekä tuottavuutta että turvaavuutta. Eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajuttamisesta annetun lain säätämisen tavoitteena on ensi katsojalta edelleen turvaavuus. Lainsäädännöllinen tavoite vaikuttaa kuitenkin lähinnä päälleliimatulta, koska tosiasiallisesti tuottointressi ja järjestelmän taloudellinen kestävyys ovat olleet lainvalmistelussa niin leimaavassa osassa, että työeläkevakuutusyhtiöiden määrälliseltä vakavaraisuudelta edellytettyä turvaavuustasoa on jatkuvasti heikennetty.

Vakavaraisuusjärjestelmän riskioton rajoitukset ovat keskeisiltä osiltaan tarkoitettu ehkäisemään yhteisvastuuseen turvautumista sekä turvaamaan vakuutusten käsittämät edut. Koska vakavaraisuusrajoitteita on kuitenkin purettu ja puretaan jatkuvasti lisää, tulisi jotakin säätää tilalle. Tavoite voitaisiin yrittää toteuttaa hallintojärjestelmien vastuita kehittämällä. Mitään korvaavaa yhteisvastuun laukeamista ehkäisevää ja vakuutusten käsittämiä etuja turvaavaa järjestelmää ei kuitenkaan ole kehitteillä.