

# OIKEUSTIEDE

## JURISPRUDENTIA

LV

2022

---

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN VUOSIKIRJA

*Toimitusneuvosto*

Taina Pihlajarinne, puheenjohtaja

Kirsi-Maria Halonen

Mia Hoffrén

Janne Salminen

*Toimittaja*

Janne Kaisto

Taitto: Taittopalvelu Yliveto Oy

© kirjoittajat ja Suomalainen Lakimiesyhdistys 2022

ISSN-L 03558215

ISSN 0355-8215

ISBN 978-951-855-563-9

Oy Nord Print Ab, Helsinki 2022

**Antti Vepsä**

**VAIHTUVAPÄÄOMAISEN  
SIJOITUSYHTIÖN  
PÄÄOMAJÄRJESTELMÄ**



---

# Sisällys

1	JOHDANTO .....	351
1.1	Taustaa ja artikkelin tutkimuskysymys.....	351
1.2	Yhteisen sijoitustoiminnan vaatimukset pääoma- järjestelmälle.....	357
2	OSAKEYHTIÖ RAHASTOTOIMINNASSA.....	359
2.1	Osakeyhtiön pääomajärjestelmän perusominaisuudet.....	359
2.2	Yhteisen sijoitustoiminnan harjoittaminen osakeyhtiö- muodossa .....	361
2.3	Arviointia.....	364
3	VAIHTUVAPÄÄOMAISEN SIOITUSYHTIÖN PÄÄOMAJÄRJESTELMÄ.....	367
3.1	Pääomalajit .....	367
3.2	Vaihtuva osakepääoma.....	372
3.3	Eriytyinen tase ja tilinpäätös.....	381
3.4	Varojenjako.....	383
3.5	Suosituksset.....	385
4	LOPUKSI .....	388
	LÄHTEET.....	393
	OIKEUSTAPAUKSET.....	400
	LYHENTEET.....	401
	ABSTRACT.....	403



---

# Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä

## 1 JOHDANTO

### 1.1 Taustaa ja artikkelin tutkimuskysymys

Yhteissijoitusyrityksiä<sup>1</sup> sääntelevä direktiivi 2009/65/EY (jäljempänä UCITS-direktiivi<sup>2</sup> tai sijoitusrahastodirektiivi) mahdollistaa yhteissijoitusyritysten perustamisen kolmessa eri oikeudellisessa muodossa. UCITS-direktiivin 1 artiklan 3 kohdan mukaan yhteissijoitusyritys voidaan perustaa sopimusperusteisena sijoitusrahastona, osuustrustina tai sijoitusyhtiönä. Puolestaan AIFM-direktiivin<sup>3</sup> 2 artiklan 2 kohdan mukaan vaihtoehtorahastojen<sup>4</sup> oikeudellista muotoa ei ole rajoitettu.<sup>5</sup> Suomen lainsäädäntö tunnistaa tällä hetkellä yhteistä sijoitustoimintaa<sup>6</sup> varten tarkoitetuiksi eri-

---

<sup>1</sup> UCITS-direktiivin 1 artiklan 1 kohdan mukaan yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä, joka on sijoittautunut jäsenvaltion alueelle.

<sup>2</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

<sup>3</sup> AIFM-direktiivi (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta) eli vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi annettiin 8 päivänä kesäkuuta 2011. Direktiivillä vahvistettiin standardoidut säännöt, jotka koskevat sellaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien toimilupia, toimintaa ja avoimuutta, jotka hoitavat ja/tai markkinoivat vaihtoehtorahastoja Euroopan talousalueen ETA-valtioissa.

<sup>4</sup> Vaihtoehtorahasto eli AIF-rahasto on yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava yritys, joka hankkii pääomaa useammalta kuin yhdeltä sijoittajalta sijoittaakseen pääoman erikseen määritellyn sijoituspolitiikan mukaan sijoittajien eduksi ja jolta ei vaadita UCITS-direktiivin 5 artiklan mukaista toimilupaa.

<sup>5</sup> Vepsä 2021a, s. 3–4.

<sup>6</sup> Yhteisellä sijoitustoiminnalla tarkoitetaan tässä artikkelissa pääasiassa arvopapereihin

tyisiksi oikeudellisiksi rakenteiksi ainoastaan sopimusperusteiset rahastot, joita ovat sijoitusrahastolaissa (SRL, 213/2019) tarkoitetut sijoitusrahastot ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa (162/2014) tarkoitetut erikoissijoitusrahastot. Vaikka vaihtoehtorahastoja voidaan nykyäänkin perustaa useissa yhtiömuodoissa, kuten osakeyhtiöinä ja kommandiittiyhtiöinä, ei olemassa olevia yhtiömuotoja ole lähtökohtaisesti suunniteltu yhteiseen sijoitustoimintaan.<sup>7</sup> UCITS-direktiivin mahdollistamia sijoitusyhtiötä tai osuustrusteja ei voida Suomessa perustaa. Osuustrustien puuttumiselle Suomesta löytyvät järkiperäiset syvälle oikeusjärjestelmään perustuvat syyt<sup>8</sup>, mutta sijoitusyhtiöistä ei voida todeta samoin.

Kansainvälisesti tavanomainen ja sijoittajien keskuudessa laajasti tunnettu oikeudellinen muoto yhteisen sijoitustoiminnan järjestämiseen on vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö<sup>9</sup>, jollaisia esiintyy laajasti Euroopassa ja myös muualla maailmassa, kuten Yhdysvalloissa ja monissa Aasian merkittävässä finanssivaltioissa. Eurooppalaisina esimerkkeinä vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä voidaan mainita Luxemburgin SICAV<sup>10</sup>, Irlannin ICAV<sup>11</sup> ja Ison-Britannian OEIC<sup>12</sup>. Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on Euroopassa niin yleinen, että toisinaan termi *UCITS* on ymmärretty virheellisesti *yhtiömuotoisen rahaston* synonyymiksi.<sup>13</sup> Vaihtuvapääomaisella sijoitusyhtiöllä tarkoitetaan yhtiömuotoista rahastoa, jossa on vaihtuva osakepääoma. Oikeudellisena ilmiönä vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä ei voida kuitenkaan pitää tavanomaisena osakeyhtiönä, vaikka se sinänsä ylätasolla täyttää modernien yhtiöiden peruselementit.<sup>14</sup>

---

kohdistuvaa sijoittajayleisön lukuun harjoitettavaa yhteistä sijoitustoimintaa riippumatta rahaston tyyppistä tai oikeudellisesta muodosta.

<sup>7</sup> Sijoitus- ja erikoissijoitusrahastot on nimenomaisesti suunniteltu yhteistä sijoitustoimintaa varten eikä niiden kautta voida harjoittaa muunlaista liiketoimintaa, kun taas osakeyhtiöt on suunniteltu siten, että ne soveltuisivat mahdollisimman laaja-alaisesti monenlaisen liiketoiminnan harjoittamiseen, jolloin osakeyhtiöisäntelyssä ei ole otettu huomioon rahastoliiketoiminnan erityisvaatimuksia.

<sup>8</sup> Vepsä 2021a, s. 17 ja vastaavasti osuustrustin huonosta soveltuvuudesta Luxemburgin oikeusjärjestelmään toteaa myös Hooghiemstra 2019, s. 144 (alaviite 108). Laajemmin kyse on trust-rakenteen vieraudesta mannereurooppalaisessa oikeudessa ylipäätään, ks. Howard 2006, s. 356 ja Warburton 2008, s. 766.

<sup>9</sup> Ks. esim. Warburton 2008, s. 766; Steck – Fischer 2010, s. 1; FSTB 2014, s. 1; Boire – Kiswanto – Wiklund – Liu 2016, s. 16–17 ja Barker – Chiu 2017, s. 261.

<sup>10</sup> Société d'Investissement à Capital Variable.

<sup>11</sup> Irish Collective Asset Management Vehicle.

<sup>12</sup> Open-Ended Investment Company.

<sup>13</sup> Ks. esim. Treasury (Australia) 2017, s. 11, jossa todetaan: ”Funds managed in Europe are subject to the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) Directive and operate with a corporate structure.”

<sup>14</sup> Armour – Hansmann – Kraakman – Pargendler 2017, s. 5. Sen mukaan yhtiön peruselementit ovat (1) oikeushenkilöllisyys, (2) rajoitettu vastuu, (3) siirtokelpoiset osakkeet, (4)



Yhtiömuotoisessa rahastossa rahaston hallinnoiman varallisuuden omistaa erityinen yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu osakeyhtiö, jonka osakkeet rahastosijoittajat omistavat.<sup>15</sup> Kun sijoittajat merkitsevät ja lunastavat sijoitusyhtiön osakkeita, sen osakepääoma muuttuu automaattisesti *ipso jure* ilman osakeyhtiöille tyypillisiä prosesseja ja viranomaisilmoituksia<sup>16</sup>, minkä takia puhutaan ”vaihtuvasta osakepääomasta”. Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmä poikkeaa merkittävästi osakeyhtiöiden pääomajärjestelmästä. UCITS- tai AIFM-direktiivissä ei suoraan säännellä, millainen sijoitusyhtiöiden pääomajärjestelmän tulisi olla.<sup>17</sup>

Vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä säätämisen haasteet on havaittu aiemmin niin Ruotsissa kuin Suomessa. Ruotsissa asiaa tutkittiin vuosina 1999–2002 (Värdepappersfondsutredningen) ja Suomessa vuosina 2016–2018 (SRL-työryhmä). Molemmissa tapauksissa arvioitavana oli muiden rahastosääntelyn uudistustarpeiden ohella kysymys yhtiömuotoisista vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä. Ruotsin selvitys ja Suomen työryhmä eivät rajallisten toimikausiensa puitteissa pystyneet käsittelemään tätä laajaa erityiskysymystä.<sup>18</sup> Ruotsin uudempi rahastoselvitys (”2014 års fondutredning”) sai laadittua luonnoksen ehdotukseksi laiksi sijoitusyhtiöistä: ”Förslag till lag (0000:0000) om investeringsbolag”. Kyseessä olisi oma

---

keskitetty johto hallituksen muodossa ja (5) omistusoikeuden kuuluminen oman pääoman etoisille rahoittajille. Sijoitusyhtiöissä nämä kaikki ominaisuudet täyttyvät, kun taas esimerkiksi sopimusperusteisissa sijoitusrahastoissa näin ei ole. Kuitenkin mitä syvemältä sijoitusyhtiön käytännön toimintaa tarkastellaan, sitä enemmän erot tavanomaisiin yhtiöihin alkavat korostua.

<sup>15</sup> Ks. yhtiömuotoisista rahastoista yleisemmin Vepsä 2021a, s. 27–36. UCITS-direktiivistä ei toisaalta johdu, että vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön tarvitsisi olla nimenomaan osakeyhtiön kaltainen. Se voisi olla esimerkiksi osuuskunta tai kommandiittiyhtiö, mikäli kansallinen lainsäädäntö tämän sallisi. Esimerkiksi Luxemburgin lainsäädäntö (Articles 38 et 39, Loi de 2010) mahdollistaa teoriassa sijoitusyhtiön perustamisen myös muussa oikeudellisessa muodossa kuin SICAV-sijoitusyhtiönä, mutta mahdollisuus ei ole oikeudellisesti tai käytännön näkökulmasta relevantti, koska yhtään muunlaista UCITS-sijoitusyhtiötä ei ole Luxemburgissa perustettu. Ks. tältä osin Dietrich – Müller 2016, s. 50 ja CSSF, Basic statistical data on UCIs – March 2022.

<sup>16</sup> Ks. osakepääoman joustavuudesta esim. Dietrich – Müller 2016, s. 47.

<sup>17</sup> Yhteissijoitusryitysten ja vaihtoehtorahastojen oikeudellisten muotojen yksityiskohdista säätäminen on jätetty jäsenvaltioiden lainsäätäjän tehtäväksi, minkä takia niitä koskeva sääntely poikkeaa eri jäsenvaltioissa. Tämän takia myös sijoitusyhtiöiden pääomajärjestelmää koskevat yksityiskohdat poikkeavat jäsenvaltioiden välillä, vaikka erityisesti UCITS-direktiivin avoimia rahastoja koskevat reunaehdot asettavat pääomajärjestelmälle tiettyjä vähimmäisvaatimuksia. UCITS-direktiivin implementoimisessa (ja finanssimarkkinoiden sääntelyssä ylipäätään) on perinteisesti esiintynyt paljon sääntelykilpailua, mistä ks. esim. Zetzsche 2015, s. 8–9 ja Barker – Chiu 2017, s. 263. Kilpailu voi olla myös positiivinen asia: näin toteavat esim. Horváthová 2015, s. 82 ja Zetzsche 2018, s. 359, joiden mukaan liika harmonisoinnin aste vähentää sääntelyinnovaatioita.

<sup>18</sup> Ks. SOU 2002:56, s. 522 ja VM 5/2018, s. 14 ja 52.

erillislakinsa, jossa käytettäisiin valmista lainsäädäntöä hyödyksi viittaamalla muihin säännöksiin, jotka soveltuisivat myös sijoitusyhtiöihin. Lakiehdotuksessa viitataan muun muassa Ruotsin osakeyhtiölakiin, sijoitusrahastolakiin ja AIF-lakiin.<sup>19</sup> Vuonna 2016 julkaistu mietintö ei ole toistaiseksi johtanut lainsäädäntötoimiin erityisesti sen takia, että sijoitusyhtiöitä koskevaa verosääntelyä ei samassa yhteydessä tutkittu.<sup>20</sup>

Tärkeänä erityiskysymyksenä on pidetty vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmää ja yhtiömuodon suhdetta muuhun yhtiölainsäädäntöön. Ongelma on Suomessa ajankohtainen, koska SRL-työryhmä ei pystynyt valmistelemaan esitystä vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevaksi sääntelyksi, vaan sen osalta tyydyttiin toteamaan: ”Työryhmä päätyi esittämään vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön sääntelyn siirtämistä jatkovalmisteluun, sillä kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta.” Edelleen todettiin: ”Esityksessä ehdotetaan kuitenkin toistaiseksi pitäytymistä vielä sopimusmallisen sijoitusrahaston rakenteessa, sillä vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön osalta kyse on oikeudellisesti monimutkaisesta asiakokonaisuudesta, joka edellyttää vielä huolellista lisäselvitystä suhteessa nykyiseen yhtiösääntelyyn.”<sup>21</sup> Ratkaisua pidettiin valitettavana, koska vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn valmisteluun oli suhtauduttu laajalti positiivisesti.<sup>22</sup>

Tämän artikkelin päämääränä on tutkia, millainen pääomajärjestelmä olisi tarkoituksenmukainen vaihtuvapääomaisissa sijoitusyhtiöissä, jos niistä päätettäisiin Suomessa säätää. Olennainen osa tutkimuskysymystä on nykyisen yhtiösääntelyn analysoiminen vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön näkökulmasta, jotta voidaan selvittää, soveltuuko osakeyhtiö yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen. Vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä verrataan osakeyhtiöön sen takia, koska niin on perinteisesti tehty lainvalmistelussa niin Suomessa<sup>23</sup> kuin Ruotsissa<sup>24</sup> sekä myös kotimaisessa vero-

<sup>19</sup> Ks. SOU 2016:45, s. 23–68.

<sup>20</sup> Regeringens proposition 2017/18:5, s. 100 ja Harju 2020, s. 59. Verokysymysten jättämisestä selvityksen ulkopuolelle voidaan kummeksua, koska aiempi selvitys SOU 2002:56, s. 522 nimenomaan korosti, että verokysymykset täytyisi sisällyttää sijoitusyhtiösääntelyn jatkovalmisteluun.

<sup>21</sup> VM 5/2018, s. 14 ja 52 ja HE 243/2018 vp, s. 53. Ks. myös SRL-työryhmää edeltävä VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 1 ja 9–10, jossa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä koskevan sääntelyn valmistelu oli mainittu yhtenä keskeisimmistä sijoitusrahastosääntelyn kehityskohteista.

<sup>22</sup> Lausuntopalaute arviomuistiosta sijoitusrahastolain uudistamisesta 2017, s. 2–8 ja Lausuntoyhteenveto Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta 2018, s. 8–9.

<sup>23</sup> Ks. tämän artikkelin alaviite 180.

<sup>24</sup> Ks. esim. Prop. 1974:128, s. 96 ja SOU 2002:56, s. 510.

tuskäytännössä<sup>25</sup>. Lisäksi osakeyhtiö on valmiiksi säännelty yhtiömuoto, jonka soveltuvuutta rahastotoimintaan on tarkoituksenmukaista selvittää, koska UCITS-direktiivi mahdollistaa yhtiömuotoiset yhteissijoitusyhtykset ja toisaalta osakeyhtiö ja vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt ovat oikeudelliselta rakenteeltaan varsin samankaltaisia.<sup>26</sup> Artikkelissa esitetään, että suomalaisen osakeyhtiölain mukainen osakeyhtiö ei ole optimaalinen yhtiömuoto yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen. Tämän takia artikkelissa analysoidaan oikeusvertailun avulla ulkomaisten sijoitusyhtiöiden pääomajärjestelmän ominaisuuksia ja esitetään johtopäätöksenä perusteltu malli, jolle vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön pääomajärjestelmän tulisi rakentua, jotta rakenne olisi toimiva, mikäli vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä päätettäisiin Suomessa säätää.

Artikkelin päämetodina hyödynnetään oikeusvertailua, koska tutkimuskohteena on oikeudellinen ilmiö, jota Suomen lainsäädäntö ei tunne.<sup>27</sup> Onkin todettu, että yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamisessa hyödynnettävät rahastot ovat hyvin kiintoisa tutkimuskohde vertailevassa oikeustieteessä<sup>28</sup> ja ylipäätään rahastojen rakennetta ja sääntelyä on tutkittu niukas-

<sup>25</sup> Ks. esim. VM 14/2018, s. 256, jossa todetaan, että verotuskäytännössä UCITS-SICAV:t on rinnastettu suomalaiseen osakeyhtiöön. Tämä saattaa kuitenkin muuttua EUT:n tuomion C-480/19 E v. Veronsaajien oikeudenvallontayksikkö johdosta, jonka mukaan Luxemburgissa perustetun yhtiömuotoisen SICAV-sijoitusyhtiön tuotonjakoa ei voida verottaa suomalaisen luonnollisen henkilön verotuksessa ankarammin kuin suomalaisen sijoitusrahaston tuotonjakoa, kun otetaan huomioon pääomien vapaa liikkuvuus EU:ssa. Ratkaisu ei koskenut SICAV-sijoitusyhtiön rinnastettavuutta esimerkiksi lähdeverotilanteessa, mutta olisi kuitenkin johdonmukaista ja perusteltua, että rinnastettavuus ratkaistaisiin yhdenmukaisesti muissakin tilanteissa. Helsingin hallinto-oikeus esitti toisessa asiassa (Helsingin HAO 09.07.2020 20/1327/3) EU-tuomioistuimelle ennakkoratkaisupyynnön, joka koski ranskalaisen SICAV-rahaston Suomesta saaman kiinteistötulon verotusta. EUT:n asiassa 7.4.2022 antama ratkaisu (C-342/20) on merkittävä, koska siinä todetaan tuloverolain (TVL, 1535/1992) 20 a §:n olevan EU-oikeuden vastainen, sillä siinä rahaston oikeudellinen muoto on katsottu ratkaisevaksi tekijäksi Suomesta saatujen tulojen verovapauden kannalta, vaikka ulkomainen rahasto olisi muutoin verrannollinen suomalaiseen verovapaaseen sijoitusrahastoon. EUT:n ratkaisun myötä ei voida edellyttää, että suomalaiseen sijoitusrahastoon muutoin rinnastuva ulkomainen rahasto, joka täyttää oman kansallisen lainsäädäntönsä verovapaille rahastoille asettamat vaatimukset, olisi oikeudelliselta muodoltaan sopimusperusteinen tullakseen rinnastetuksi suomalaiseen verovapaaseen sijoitusrahastoon. Kokonaisuutena EUT:n linjaukset korostavat sitä, että sijoitusyhtiöitä tulisi kohdella vastaavasti kuin muitakin rahastoja, vaikka ne ovat yhtiömuotoisia.

<sup>26</sup> Molemmat niistä täyttävät modernien yhtiöiden peruselementit. Ks. tämän artikkelin alaviite 14.

<sup>27</sup> Oikeusvertailussa hankitaan tietoa asettamalla erilaiset oikeusjärjestykset rinnakkain. Oikeusvertailussa rajaudutaan vieraiden valtioiden oikeusjärjestysten niihin osiin, jotka ovat tutkimusongelman kannalta tärkeitä. Ks. oikeusvertailusta yleisesti Husa 2013, s. 25–39.

<sup>28</sup> Ks. Hanharan – Ramsay 2018, s. 415. Tämä johtuu siitä, että vaikka eri oikeusjärjestelmissä rahastoilla on yhtäläiset taloudelliset ja toiminnalliset ominaisuudet, poikkeavat niiden oikeudelliset muodot merkittävästi toisistaan.

ti.<sup>29</sup> Toisaalta myös rahastojen pääomarakenne on ollut vähäisen akateemisen tutkimuksen kohteena ja sitä on pidetty jopa itsestäänselvyytenä<sup>30</sup>, minkä lisäksi se on saanut niukasti huomiota päättäjiltä ja ekonomisteilta.<sup>31</sup> Suomessa tutkimuksen puutetta voidaan pitää jopa yhtenä merkittävänä syynä kotimaisessa sääntelyssä tehdylle ratkaisulle, jossa yhtiömuotoista yhteissijoitustoimintaa ei täysin tunnusteta. Tämä artikkeli pyrkii avustamaan lainsäätäjää ja edistämään lainvalmistelua arvioimalla ja tuottamalla uutta tietoa ja ratkaisumalleja, joihin sijoitusyhtiön oikeudellinen sääntely voisi tulevaisuudessa perustua. Artikkelin apumetodi on osittain oikeusdogmaattinen<sup>32</sup>, vaikkakaan artikkeli ei hyödynnä yksinomaan perinteistä lainopin metodia, vaan siinä hyödynnetään enemmän *de lege ferenda*-lainoppia, jota voidaan pitää yhtenä oikeuspoliittisen tutkimuksen alalajina.<sup>33</sup>

Artikkelin rakenne on seuraavanlainen: Johdannon jälkeen tarkastellaan rahastotoiminnan asettamia erityisiä reunaehtoja pääomajärjestelmälle ja varojenjako koskeville säännöksille. Tämä on välttämätöntä artikkelin tiedonintressin näkökulmasta, koska osakeyhtiön pääomajärjestelmän soveltuvuuden tutkiminen yhteisen sijoitustoiminnan näkökulmasta sekä vaihtuvapääomaisille sijoitusyhtiöille soveltuvan pääomajärjestelmän ominaisuuksien selvittäminen edellyttävät, että ensin tunnistetaan yhteisen sijoitustoiminnan erityisestä luonteesta johtuvat tarpeet ja reunaehdot pääomajärjestelmälle.

Toisessa luvussa analysoidaan ja arvioidaan relevanteilta osin osakeyhtiön pääomajärjestelmää ja sen soveltuvuutta yhteiseen sijoitustoimintaan. On perusteltua selvittää ensin olemassa olevan sääntelyn sopivuus vaihtuvapääomaiselle sijoitusyhtiölle, jotta voidaan varmistua siitä, tarvitaanko kokonaan uudenlaista sääntelyä. Toisen luvun analyysin tulosten perusteella kolmannessa luvussa tarkastellaan, millaisen pääomarakenteen vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt tarvitsisivat, kun otetaan huomioon etenkin kansainvälisesti omaksutut parhaat käytännöt ja toisaalta se, miten niiden varojenjako sääntely tulisi järjestää. Tarkastelu perustuu kansainväliseen sääntelyvertailuun, jolla selvitetään vaihtuvapääomaisten sijoitus-

<sup>29</sup> Morley 2014, s. 1231.

<sup>30</sup> Morley 2013, s. 345 ja Warburton 2017, s. 672–673.

<sup>31</sup> Morley 2013, s. 376.

<sup>32</sup> Tulkinta ja systematisointi ovat lainopin eli oikeusdogmatiikan keskeisiä tehtäviä. Kyseisten tehtävien nojalla se esittää voimassa olevista oikeusnormeista normikannanottoja ja tulkintakannanottoja. Ks. yleisemmin lainopillisesta metodista esim. Aarnio 1978, s. 52; Aarnio 1989, s. 48; Siltala 2001, s. 22–23; Siltala 2003, s. 384–386; Hirvonen 2011, s. 21–22 ja Kolehmainen 2015, s. 2–8.

<sup>33</sup> Ervasti 2011, s. 87 ja Kolehmainen 2015, s. 3.

yhtiöiden pääomajärjestelmän ominaisuuksia, koska Suomen oikeus ei tunne vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä. Oikeusvertailun avulla analysoidaan syitä, miksi sijoitusyhtiöiden pääomajärjestelmän on täytettävä tietyt kriteerit toimiakseen. Oikeusvertailevan analyysin pohjalta esitetään sijoitusyhtiöiden pääomajärjestelmään liittyviä lainsäädäntösuosituksia *de lege ferenda* Suomen näkökulmasta. Lopuksi neljännessä luvussa vedetään yhteen artikkelin johtopäätökset.

## 1.2 Yhteisen sijoitustoiminnan vaatimukset pääomajärjestelmälle

Yhteisen sijoitustoiminnan järjestämiseen tarkoitetut rahastot ovat usein avoimia (open-ended). Avoimuus tarkoittaa, että sijoittajat voivat lunastaa osuutensa. Rahasto ei ole avoin, jos se tai sen hoitaja pidättää itsellään oikeuden määrittää, milloin osuuksia voi lunastaa. Parhaiten avoimuus voidaan ymmärtää siten, että sijoittaja voi lunastaa osuutensa silloin kun hän itse haluaa.<sup>34</sup> Vaihtoehtorahastojen avoimuus on määritelty epäsuorasti myös sääntelyn tasolla.<sup>35</sup> Avoimuus ei kuitenkaan tarkoita sitä, että lunastusmahdollisuus olisi tarjottava samana päivänä, kun sijoittaja niin haluaa. Esimerkiksi tavanomaiset lunastuksenrajoituskeinot ja lunastuspalkkiot ovat mahdollisia.<sup>36</sup> Lunastusmahdollisuus on keskeinen ero, joka erottaa avoimen rahaston lähtökohtaisesti suljetusta osakeyhtiöstä, jossa osakkeista pääsee yleensä helpommin eroon osakkeiden luovutuksella niiden lunastuksen sijaan. Osakkeiden lunastaminen vähentää yhtiömuotoisen rahaston arvoa eli osakepääomaa, mutta osakeyhtiön osakkeiden myyminen jälki-markkinoilla ei.<sup>37</sup>

<sup>34</sup> Ks. avoimen rahaston käsitteestä esim. OECD C(71)234 1972, s. 9; Vandamme 1988, s. 4; Warburton 2008, s. 764; Morley 2013, s. 345 ja Kremer – Lebbe 2014, s. 33.

<sup>35</sup> Ks. Komission delegeoitu asetus (EU) N:o 694/2014, annettu 17 päivänä joulukuuta 2013, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU täydentämisestä teknisillä sääntelystandardeilla vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien tyyppien määrittämiseksi, jonka 1 artiklan 2 kohdan 1 kappaleessa todetaan: ”Avoimen vaihtoehtoisen sijoitusrahaston hoitajana pidetään sellaisen vaihtoehtoisen sijoitusrahaston hoitajaa, jonka osakkeet tai osuudet ostetaan takaisin tai lunastetaan minkä tahansa kyseisen sijoitusrahaston osakkeenomistajan tai osuudenomistajan pyynnöstä ennen sijoitusrahaston likvidaatiovaiheen tai toiminnan lopettamisen alkamista suoraan tai välillisesti sijoitusrahaston varoista noudattamalla sen säännöissä tai perustamisasiakirjoissa, esitteessä tai tarjousasiakirjoissa vahvistettuja menettelyjä ja toteuttamistiheyttä.”

<sup>36</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 34.

<sup>37</sup> Ks. vastaavasti Morley – Curtis 2010, s. 88: ”When a shareholder sells, the assets that underlie the shares remain stuck inside the company. In a mutual fund, in contrast, share-

Jatkuvan liikkeeseenlaskun ja lunastusten takia avoimilla rahastoilla on vaihtuvapääomainen pääomajärjestelmä niiden oikeudellisesta muodosta riippumatta.<sup>38</sup> Avoimuuteen liittyy kiinteästi jatkuvan liikkeeseenlaskun periaate, vaikka jatkuva liikkeeseenlasku ei ole avoimen rahaston välttämätön ominaisuus. Pääsääntöisesti jokainen, joka haluaa tehdä rahastoon merkinnän ja hyväksyy rahaston perustamisasiakirjan, on oikeutettu merkintäsummansa perusteella määräytyvään osuuteen merkinnän kohteena olevassa rahastossa. Rahasto-osuuden arvo määrätty merkintöjä ja lunastuksia varten laskemalla rahaston arvo vähentämällä rahaston varoista sen velat ja jakamalla näin saatu rahaston arvo liikkeeseen laskettujen osuuksien lukumäärällä.<sup>39</sup> Tavanomaisella avoimella rahastolla täytyy olla mahdollisuus laskea liikkeeseen uusia osuuksia välittömästi, kun sijoittaja tekee rahastoon merkinnän. Toisaalta rahasto on velvollinen lunastamaan yleisöltä takaisin liikkeeseen laskemiaan osuuksia aina silloin kun sijoittajat niin vaativat.<sup>40</sup> Väärinkäytösten estämiseksi osuuksien merkintä- tai lunastushinta ei voisi olla etukäteen tiedossa.<sup>41</sup>

Avoimuus voidaan järjestää myös mahdollistamalla kaupankäynti rahasto-osuuksilla pörssissä tai muulla säännellyllä markkinapaikalla. Tällöin kyse on pörssinoteeratusta rahastosta eli ETF-rahastosta. UCITS-direktiivin 1 artiklan 2 kohdan b alakohdan mukaan yhteissijoitusyrityksen toimenpide, jonka tarkoituksena on varmistaa, ettei sen osuuksien pörssiarvo poikke merkittävästi niiden nettoarvosta, rinnastetaan takaisinostoon tai lunastukseen. ETF-rahastot eroavat tavallisista rahastoista perustavalaatuisesti osuuksien kaupankäynnin osalta: pörssin ulkopuolisissa rahastoissa sijoittajat käyvät kauppaa osuuksista suoraan rahaston kanssa, kun

---

holders do not sell their shares— they redeem them from the issuing funds for cash. When a shareholder redeems, the fund pays the underlying assets to the shareholder, the fund correspondingly declines in size, and the shares are extinguished.”

<sup>38</sup> Stafford 1975, s. 241.

<sup>39</sup> Ks. rahastojen ja niiden osuuksien nettoarvon laskemisesta esim. SIB 1995, s. 58; SIB 1996, s. 40; IOSCO 1997, s. 10–11; OECD 2000, s. 50–51 ja Morley 2013, s. 345.

<sup>40</sup> Ks. tähän periaatteeseen liittyen Suomen Pankki 1971, s. 3 ja HE 22/1977 vp, s. 2 ja 4.

<sup>41</sup> Rahastotoiminnan keskeisenä periaatteena voidaan pitää sitä, ettei sijoittaja tiedä merkintää tehdessään rahasto-osuuden arvoa. Merkintöjen vastaanottaminen päivän arvoon lopetetaan yleensä ennen kuin päivän arvo on laskettu, jotta spekuloinnin mahdollisuuksia eli myöhäisen kaupankäynnin (late trading) ja markkinoiden ajoituksen (market timing) houkuttelevuutta saadaan vähennettyä. Asia nousi laajempaan tietoisuuteen Yhdysvaltojen vuoden 2003 skandaalin seurauksena, jolloin paljastui, että lukuisat suuret rahastopromootorit (mm. Canary Capital, Janus, Bank One’s One Group ja Strong Capital) hyödynsivät kyseisiä kaupankäyntistrategioita tai sallivat niiden käytön hoitamisissaan rahastoissa. Skandaalia voidaan pitää jopa historian suurimpana häiriönä rahastojen maineelle ja uskottavuudelle. Ks. lisää esim. Turtiainen 2004, s. 26–27; IMA 2005, s. 8; Hazenberg 2012, s. 26–27; Horváthová 2015, s. 194–196; Wegman 2016, s. 68–70 ja Bullard 2018, s. 41.

taas ETF-sijoittajat käyvät kauppaa osuuksista toistensa kanssa pörssissä tai muulla markkinapaikalla. Jälkimarkkinakaupankäynti johtaa siihen, etteivät ETF-rahastojen osuuksien hinnat vastaa täysin osuuksien todellista nettoarvoa, mutta normaalissa markkinatilanteessa hintaerot ovat pieniä.<sup>42</sup> ESMAn ohjeen mukaan osuuksien lunastusten tulisi kuitenkin olla mahdollisia suoraan ETF-rahaston varoista, mikäli osuuksien nettoarvo poikkeaa merkittävästi niiden pörssihinnasta.<sup>43</sup>

## 2 OSAKEYHTIÖ RAHASTOTOIMINNASSA

### 2.1 Osakeyhtiön pääomajärjestelmän perusominaisuudet

Suomen suosituin yhtiömuoto on osakeyhtiö, josta säädetään osakeyhtiölaissa (OYL, 646/2006). Osakeyhtiön pääoma jakaantuu omaan ja vieraaseen pääomaan: oma pääoma on tuotoltaan vaihteleva riskipitoinen sijoitus, kun taas vieraan pääoman tuotto on lähtökohtaisesti kiinteää ja riskiltään alhaisempaa.<sup>44</sup> Perinteisen oman ja vieraan pääoman välisen rajanvedon voidaan kuitenkin katsoa hämärtyneen. Rahoitusinstrumenttien erilaistaminen on mahdollista sopimusvapauden ja OYL 1:9:n asettamissa rajoissa. Rahoituksen ominaisuuksia pyritään jatkuvasti kehittämään siten, että yhtäältä yritystoiminnan rahoitustarpeet ja toisaalta sijoittajien sijoitustarpeet täytyisivät mahdollisimman hyvin. Rahoitusmarkkinoiden alituisen kehityksen ja monimuotoisten rahoitustarpeiden johdosta on oikeutettua, että toimijoiden laajaan sopimusvapauteen ja osakeyhtiösääntelyn mallisopimusluonteeseen nojautuva sääntely on johtavassa asemassa.<sup>45</sup>

Osakeyhtiölain pääomarakennetta koskeva systematiikka toimii siten, että oman pääoman ehtoiset sijoittajat sijoittavat yritykseen pääomaa ja odottavat vastaanottavansa osakeyhtiöön soveltuvien sääntöjen mukaan si-

<sup>42</sup> Ks. esim. Roiter 2018, s. 249–251. Vaikka suurin osa sijoittajista ei tee merkintöjä suoraan ETF-rahastoon tai lunasta osuuksiaan suoraan ETF-rahastosta, on niiden toiminnan kannalta kriittistä, että osa sijoittajista näin tekee. Yleensä tällaisia valtuutettuja osapuolia (ns. *Authorised Participants*) ovat arvopaperivälittäjät ja suuret finanssilaitokset, jotka toimivat markkinatakaajina. Niillä on tärkeä rooli osuuksien jakelussa edelleen sijoittajille pörssissä tai muulla markkinapaikalla. Toisaalta valtuutetuilla osapuolilla on myös tärkeä rooli arbitraasin harjoittamisessa, joka takaa lopulta sen, ettei ETF-rahasto-osuuksien pörssihinta poikkeaa merkittävästi osuuksien todellisesta nettoarvosta.

<sup>43</sup> ESMA 2014a, s. 7.

<sup>44</sup> Ks. esim. Vahtera 2011, s. 144–145.

<sup>45</sup> Lautjärvi 2011, s. 1341–1342 ja Mähönen – Villa 2020, s. 84. Ks. myös Vahtera 2012, s. 1061–1062, jossa tarkastellaan syitä sopimusvapautta korostavan sääntelyajattelun korostumisen taustalla.

joituksesta sen tuoton, joka jää jäljelle sen jälkeen, kun kaikkien muiden sidosryhmien vaateet, kuten velkojien saamiset, on suoritettu maksunsaantijärjestyksen ilmaisemalla tavalla. Oman pääoman ehtoisen sijoittajan eli osakkeenomistajan sijoituksen kehitys riippuu näin ollen yhtiön menestymisestä ja yhtiön nettovarojen määrän kehityksestä, ja sijoitus on takasijainen yhtiön muiden etutahojen vaateisiin nähden. Osakeyhtiön vieraan pääoman ehtoisessa varainhankinnassa eli velkarahoituksessa osakkeenomistajat tai muut toimijat antavat varoja yhtiön käyttöön sopimuksen perusteella korvausta vastaan yleensä ennalta määrättyksi ajaksi. Oman ja vieraan pääoman lisäksi välipääomarahoituksella tarkoitetaan sellaisia osakeyhtiön käytössä olevia varainhankintainstrumentteja, jotka ominaisuuksiensa johdosta sijoittuvat taloudellisen luonteensa ja sisältökeskeisen arvioinnin perusteella oman ja vieraan pääoman väliin. Välipääomarahoitusta ei voida kuitenkaan pitää itsenäisenä rahoituksen lajina, vaan siihen luettavat rahoitusinstrumentit ovat muodollisesti joko omaa tai vierasta pääomaa.<sup>46</sup>

Osakeyhtiölain nimellisarvoton pääomajärjestelmä<sup>47</sup> murtaa osakkeen ja osakepääoman välisen yhteyden, minkä seurauksena osakepääomaa kytetään korottamaan antamalla osakkeita<sup>48</sup> ja osakkeita voidaan antaa korottamatta osakepääomaa<sup>49,50</sup>. Yhtiö voi antaa maksuttomia osakkeita myös itselleen osakepääomaa korottamatta eli tasesiirtoja suorittamatta OYL 9:20:n mukaisesti. Toimimalla näin yhtiö voi ennakoida omien osakkeiden käyttötarpeen ja jo etukäteen valmistautua mahdollisesti koituviin yritysraenteiden muutoksiin. Sama ratkaisumalli kytkeytyy omien osakkeiden hankkimista ja lunastamista sekä osakepääoman alentamista koskevaan sääntelyyn. Siten osakkeita pystytään lunastamaan alentamatta osakepääomaa ja osakepääomaa voidaan alentaa lunastamatta osakkeita. Näin ollen osake ei edes periaatteellisesti edusta osuutta osakepääomasta.<sup>51</sup>

<sup>46</sup> Ks. tarkemmin esim. Airaksinen – Pulkinen – Rasinaho 2010a, s. 792–794; Lautjärvi 2011, s. 1348–1349; Isomaa-Myllymäki – Myllymäki 2017, s. 40–41 ja Mähönen – Villa 2020, s. 131–134.

<sup>47</sup> OYL:n keskeisiä innovaatioita on nimellisarvoton pääomajärjestelmä, joka imponoi niin yleisten oppien kuin lain systematiikan ja yksityiskohtaisemman sääntelyn tasolla. Se edistää yhtiöiden mahdollisuuksia kerätä pääomaa kilpailukykyisin ehdoin, ja sillä on myös suora kytkös velkojiensuojan lujittumiseen ja sen luonteen uudentumiseen.

<sup>48</sup> Ns. rahastokorotus ja osakepääomasijoitus, joista säädetään OYL 11:1.1:n 2 ja 3 kohdassa.

<sup>49</sup> Tällöin kyseessä on OYL 9:1.2:ssa tarkoitettu maksuton osake.

<sup>50</sup> Airaksinen – Pulkinen – Rasinaho 2010a, s. 774 ja Mähönen – Villa 2020, s. 401–402.

<sup>51</sup> Ks. nimellisarvottomuudesta tarkemmin Airaksinen – Pulkinen – Rasinaho 2010a, s. 566–567 ja 631–632 ja Mähönen – Villa 2020, s. 142.



Vaikka osakeyhtiön pääomajärjestelmä on Suomessa ollut perinteisesti suljettu<sup>52</sup>, on nimellisarvoton pääomajärjestelmä kuitenkin hyvin joustava. UCITS-direktiivi itsessään sallii yhteissijoitusyritysten perustamisen yhtiömuodossa, joten voitaisiinko direktiivin sallimaa liikkumavaraa hyödyntää niin, että sallittaisiin osakeyhtiömuodon käyttäminen yhteissijoitusyrityksenä hyödyntämällä valmista osakeyhtiösääntelyä ja viittaamalla tarvittavilta osin<sup>53</sup> SRL:iin? Vastaukseen voidaan hakea johtoa vaihtoehtorahastoista, joiden oikeudellista muotoa ei ole rajoitettu. Vaihtoehtorahastojen toimintaperiaate ja toiminnan tarkoitus ovat samanlaiset kuin yhteissijoitusyrityksissä. Osakeyhtiömuodossa on perustettu Suomessa vain muutamia vaihtoehtorahastoja<sup>54</sup>, vaikkei sääntely tätä suoraan estäkään<sup>55</sup>. Vaihtoehtorahastoja perustetaan Suomessa enimmäkseen kommandiittiyhtiöinä ja erikoissijoitusrahastoina. Jos oletetaan, että markkinat pyrkivät pääosin tehokkuuteen ja valitsevat rahastotoimintaan parhaiten sopivat oikeudelliset rakenteet, täytyy osakeyhtiömuotoon sisältyä ominaisuuksia, jotka rajoittavat sen houkuttelevuutta yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamisen välineenä. Seuraavaksi tarkastellaan, kuinka yhteistä sijoitustoimintaa voitaisiin harjoittaa osakeyhtiömuodossa.

## 2.2 Yhteisen sijoitustoiminnan harjoittaminen osakeyhtiömuodossa

Yhteistä sijoitustoimintaa on mahdollista harjoittaa osakeyhtiömuodossa monilla vaihtoehtoisilla tavoilla. Tämän luvun tarkastelun olettamana on, ettei OYL:n nykyistä pääomajärjestelmää koskevaa sääntelyä muutettaisi. Vaihtoehtorahastoja koskeva pohdinta kuvaa oikeustilaa *de lege lata*, koska vaihtoehtorahastoja on mahdollista perustaa osakeyhtiömuodossa – yhteissijoitusyrityksiä koskeva tarkastelu on *de lege ferenda* -arviointia siitä nä-

<sup>52</sup> Ks. vastaavasti SOU 2002:56, s. 509, jossa todetaan samoin ruotsalaisista osakeyhtiöistä: ”Aktiebolag är enligt svensk rätt en sluten organisation.”

<sup>53</sup> Esimerkiksi sijoitusrajoituksia, rahastoyhtiötä ja säilytysyhteisöä koskevan sääntelyn osalta.

<sup>54</sup> Ks. Suomen Pankki, sijoitusrahastolista 31.3.2022 ja Viitala 2018, s. 513, jossa todetaan osakeyhtiömuotoisen rahastotoiminnan olevan Suomessa harvinaista.

<sup>55</sup> Ks. HE 94/2013 vp, s. 114, jossa todetaan vaihtoehtorahaston oikeudellista muotoa koskevasta vapaudesta seuraavaa: ”Pykälän määritelmän mukaisesti vaihtoehtorahasto voi olla yhteisö tai sopimusperusteinen järjestely. Määritelmä ei ota kantaa siihen, missä oikeudellisessa muodossa tai rakenteessa yhteissijoitus tulisi järjestää tai minkälaiset yksittäiset oikeudelliset muodot katsotaan kuuluviksi lain soveltamisalaan.”

kökulmasta, että osakeyhtiö olisi sallittu yhteissijoitusyrityksen oikeudellinen muoto.

Ensinnäkin osakeyhtiömuotoisissa sijoitusyhtiöissä voitaisiin hyödyntää osakepääomaa tarjoamalla uusia osakkeita suoraan sijoittajien merkittäväksi. Osakeannista olisi päätettävä yhtiökokouksessa tai hallituksessa OYL 9:2.1:n ja 9:2.2:n mukaisesti ja lisäksi osakkeita tulisi lähtökohtaisesti antaa aikaisemman osakeomistuksen suhteessa.<sup>56</sup> Tämän oletaman muuttamiseksi yhtiöjärjestyksessä olisi tällöin hyvä määrätä merkintäetu-oikeuden puuttumisesta. Merkintäajan täytyisi olla pitkä. Merkintähinta täytyisi määrittää riippuvaiseksi yhtälöstä, jolla kuvattaisiin osakkeen nettoarvon laskeminen yhteiselle sijoitustoiminnalle tyypillisellä tavalla, ja merkintä tapahtuisi maksamalla osakkeet. Uudet osakkeet täytyisi ilmoittaa rekisteröitäväksi Patentti- ja rekisterihallitukselle (PRH) OYL 9:14:n mukaisesti. Vastaavasti osakkeiden lunastuksesta päättäisi vähintään hallitus, jos lunastus perustuisi OYL 15:10:n mukaisesti yhtiöjärjestyksen määräykseen. Tässäkin tapauksessa yhtiöjärjestyksessä olisi määrättävä osakkeista maksettava vastike. Lisäksi OYL 14:3:n ja 14:4:n mukaisesti osakepääoman alentaminen täytyy ilmoittaa rekisteröitäväksi ja velkojille on haettava kuulutus. Päivittäin auki olevissa sijoitusyhtiöissä mainitut toiminnot täytyisi olla mahdollista toteuttaa päivittäin, mikä ei käytännössä ole mahdollista varsinkaan lunastustilanteissa.

Toinen vaihtoehto vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön toiminnan järjestämiseksi nykyisen OYL:n puitteissa voisi tapahtua suuntaamalla ensin yhtiölle maksuttomia osakkeita, jotka olisivat siten yhtiön hallussa olevia omia osakkeita. Rekisteröinti tapahtuisi jo tässä vaiheessa. Tämän jälkeen osakkeet laskettaisiin liikkeeseen edellä kuvatuilla merkintää koskevilla reunaehdoilla. Aiemmin tapahtuneen rekisteröinnin johdosta osakkeet tuottaisivat heti osakeoikeudet, minkä takia kyseinen menettely olisi joustavampi edellä kuvattuun vaihtoehtoon verrattuna. Osakkeet voisivat olla lunastusehtoisia, tai ne voitaisiin vaihtoehtoisesti ostaa takaisin sijoitusyhtiölle, jolloin niistä tulisi sen omia osakkeita, joita voitaisiin myydä edelleen uusille sijoittajille.

Kolmantena vaihtoehtona voitaisiin hyödyntää lunastusehtoisia osakkeita, joiden merkintähinta kirjattaisiin kokonaan sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon. Yhtiöllä ei olisi osakepääomaa, jolloin osakepääoman määrää ei tarvitsisi muuttaa. Yhtiö lunastaisi osakkeet hinnasta, joka saataisiin jakamalla yhtiön vapaat pääomat liikkeeseen laskettujen osakkeiden

---

<sup>56</sup> Osakkeiden antaminen merkittäväksi aikaisemman osakeomistuksen suhteessa on laissa säädetty oletusarvoinen pääsääntö.

lukumäärällä. Hallituksella olisi laajat osakeantivaltuudet, ja osakkeiden merkintähinta olisi sama kuin yhdelle osakkeelle allokoitava osuus osakeyhtiön nettoarvosta. Yhtiö voisi joko laskea liikkeeseen uusia osakkeita tai jo sen hallussa olevia omia osakkeita.

Neljäntenä vaihtoehtona voitaisiin hyödyntää osakeyhtiön sijoitettua vapaata omaa pääomaa kokonaan ilman osakkeita ja osakepääomaa. Osakeyhtiöllä olisi yksi osake, jonka rahastoyhtiö merkitsisi perustamisvaiheessa. Sijoittajat tekisivät sijoituksensa osakeyhtiön sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon. Sijoitus olisi luonteeltaan vastikkeeton sopimukseen perustuva pääomasijoitus, jota vastaan sijoittaja ei saisi osaketta tai muuta saamistodistetta. Lähtökohtaisesti pääomasijoitukset kertyisivät ainoan osakkeenomistajan hyväksi, joten yhtiöjärjestyksessä tulisi määrätä, että yhtiön toiminnan tarkoituksena on muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille ja sijoitetun vapaan oman pääoman rahaston tuotto tai tappio jaettaisiin kollektiivisesti sijoituksen tehneiden tahojen kesken heidän tekemiensä pääomasijoitusten mukaisessa suhteessa. Lunastus tapahtuisi SVOP-sijoituksen palautuksena, johon olisi lisätty mahdollinen sijoitustoiminnan tuotto tai vähennetty tappio.<sup>57</sup>

Merkintöjen ja lunastusten järjestämisen lisäksi on kiinnitettävä huomiota OYL:n varojenjaon menetelmiin ja rajoituksiin. Tuottorahastoissa ei tunneta jakokelpoisten varojen käsitettä<sup>58</sup>, joka tarkoittaa sitä, että ”tuotto-na” voidaan jakaa ulos myös rahaston pääomaa, jos rahaston sijoitukset ovat olleet tappiollisia ja tuotonjaosta on kuitenkin päätetty ja määrätty rahaston perustamisasiakirjassa. Myös osakeyhtiöissä tämä on mahdollista, jos osakeyhtiöllä ei ole sidottua omaa pääomaa eikä maksukykyesti rajoita varojenjakoja, jolloin vapaa oma pääoma voidaan jakaa kokonaan. Osakeyhtiöllä täytyy kuitenkin olla viimeksi vahvistetun tilinpäätöksen mukaan jakokelpoisia varoja, koska varojen jakaminen perustuu viimeksi vahvistettuun tilinpäätökseen OYL 13:3:n mukaisesti, minkä jälkeen arvioidaan maksukykyestin perusteella, mikä osa jakokelpoisista varoista voidaan jakaa vaarantamatta yhtiön maksukykyä. Maksukykyisyystestistä on säädetty OYL 13:2:ssa, jonka mukaan varoja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai olisi pitänyt tietää yhtiön olevan maksukyvyttöön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden. Maksukykyisyystesti koskee kaikkia varojenjakotilanteita, ei siis yksinomaan osingonjakoa ja varojen jakamista sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta.<sup>59</sup> Kokonaisuutena

<sup>57</sup> Ks. SVOP-sijoitusten tekemisestä ja palauttamisesta esim. Mähönen – Villa 2020, s. 261–263 ja 433–439.

<sup>58</sup> Harju – Syyrilä 2001, s. 199.

<sup>59</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 38–46 ja Mähönen – Villa 2020, s. 462–463.

varojenjakorajoituksilla ei ole merkittävää eroa rahastojen ja osakeyhtiöiden välillä, koska molemmissa varojenjakorajoitusten keskeisenä tavoitteena on, että veloille on oltava täysi kate.

## **2.3 Arviointia**

Rahastotoiminta on hyvin kansainvälistä etenkin Euroopassa yhteissijoitusyritysten yhtenäismarkkinaa pyrkivästä UCITS-sääntelystä johtuen. Kansallisesta näkökulmasta rahastosääntelyn konvergenssi ja ajan tasalla pysyminen suhteessa tunnetuihin ulkomaisiin rahastorakenteisiin on korostuneen tärkeää kilpailukyvyyn kannalta. Sääntelyn harmonisoiminen nähdään pikemminkin mahdollisuutena kuin uhkana, mikä on johtanut harmonisaatiokehitykseen myös Euroopan rajojen ulkopuolella. Yhdenmukaistamista on perusteltu etenkin sääntelyn kansainvälisen kilpailukyvyyn kasvattamisella<sup>60</sup>. Se mahdollistaa toisaalta kilpailukykyisten organisoitumismuotojen valikoiman kotimaisille toimijoille mutta tekee myös ulkomaisten toimijoiden markkinoille tuleminen helpommaksi, jos sääntelyn pääperiaatteet ovat samat kuin ulkomaisten toimijoiden kotivaltioissa. Myös rahastojen markkinoiminen rajojen yli helpottuu, jos ulkomaille markkinoitavan rahaston rakenteen tiedetään olevan vastaavanlainen kuin kohdevaltion omien rakenteiden.<sup>61</sup>

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön toiminnan järjestäminen nykyisen osakeyhtiösääntelyn tarjoamin keinoin on periaatteessa mahdollista usealla eri tavalla ja niiden yhdistelmillä. Osakepääoman määrän muuttamiseen perustuva mekanismi olisi vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden kansainvälisten peruseriaatteiden näkökulmasta helpoiten ymmärrettävissä myös ulkomaisille sijoittajille, mutta toisaalta se muodostuisi monimutkaiseksi ja teennäiseksi. Pääpiirteissään säännökset osakeyhtiön osakepääoman ja osakkeiden lukumäärän muuttamisprosesseista ovat monimutkaisia, hallinnollisesti raskaita ja aikaa vieviä, koska prosessit vaativat usein sekä yhtiöorganian että viranomaisen (PRH) myötävaikutusta. Kyseinen malli ei olisi toteuttamiskelpoinen rahastotoiminnan harjoittamiseen.

---

<sup>60</sup> Ks. esim. FSDC 2013, s. 1; FSTB 2014, s. 1; MAS 2017, s. 5–6 ja Treasury (Australia) 2017, s. 4.

<sup>61</sup> Ks. vastaavasti esim. SIB 1993, s. 11; SIB 1995, s. 7–8 ja 49 ja SIB 1996, s. 6 ja 31, joissa tarkastellaan OEIC-sääntelyn säätämisen taustoja. Ison-Britannian perinteinen rahastorakenne, osuustrusti, oli Euroopassa omintakeinen rakenne ja vaikeasti ymmärrettävä Ison-Britannian ulkopuolella. Tämä oli yksi keskeinen syy OEIC-sijoitusyhtiörakenteen käyttöönotolle.

Sijoitetun vapaan oman pääoman hyödyntäminen toisi mukaan tarvittavaa joustavuutta. Osakeliitännäisiä SVOP-sijoituksia hyödyntämällä yhtiö saataisiin toimimaan joustavasti ilman osakepääoman korottamiseen ja alentamiseen liittyviä muodollisuuksia, mutta uusien osakkeiden rekisteröimisvelvollisuus<sup>62</sup> ja toisaalta omien osakkeiden hankkimiseen ja lunastamiseen liittyvät varainsiirtoveroseuraamukset tekevät mallista epäkäytännöllisen. SVOP-sijoituksia voidaan hyödyntää myös kokonaan ilman osakkeita, jolloin sijoittajat eivät saisi tyypillisiä osakkeenomistajien oikeuksia, koska he tekisivät sijoituksensa SVOP-rahastoon ulkopuolisena pääomasijoituksena. Pelkkään SVOP-rahastoon tehdyt sijoitukset eivät ole arvopapereita, mikä tekisi jälkimmäisellä menetelmällä toimivista sijoitusyhtiöistä käyttökelvottomia toisten UCITS-sijoitusyhtiöiden sijoituskohteina.

Sijoitetun vapaan oman pääoman konsepti ei ole ylipäättäen kovin tuttu suomalaisille sijoitusrahastosijoittajille eikä ainakaan ulkomaisille sijoittajille, jotka ovat tottuneet vaihtuvan osakepääoman periaatteella toimiviin vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin. Rakenteen omaksuminen vaatisi tavallista suurempia oppimiskustannuksia, eikä rakenne siitäkään huolimatta välttämättä saisi vakiintunutta asemaa markkinoilla, joilla kilpailee jatkuvasti samanaikaisesti sekä koti- että ulkomaisia rahastorakenteita.

Vaikka osakeyhtiön pääomajärjestelmä sinänsä mahdollistaa yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamisen, ei osakeyhtiömuoto mahdollista muita *lex specialis* -sijoitusyhtiöille tyypillisiä ominaisuuksia, kuten jakaantumista alarahastoihin, joiden varat ja velvoitteet ovat toisistaan erillisiä suhteessa velkoihin<sup>63</sup>, taikka toimivaa tuotto- ja kasvuosuuksien<sup>64</sup> perustamista etenkin verotuksellisten syiden takia<sup>65</sup>. Tämän lisäksi ei ole syytä sivuut-

<sup>62</sup> Rekisteröimisvelvollisuutta olisi mahdollista keventää tekemällä yhtiölle itselleen maksuton osakeanti perustamisvaiheessa, jolloin yhtiön toiminnan aikana laskettaisiin liikkeen yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

<sup>63</sup> Ks. Vepsä 2021b, s. 92–93.

<sup>64</sup> Ks. Haapaniemi – Rasinaho 2021, s. 93–104, jossa tarkastellaan ns. scrip dividend -järjestelyä, jossa on viime kädessä kyse osakeyhtiön osakkeenomistajalle annettavasta valinnanmahdollisuudesta saada osingot rahana tai yhtiön osakkeina. Tilanne rinnastuu sijoitusrahastojen tuotto- ja kasvuosuuksiin, mutta aivan samasta asiasta ei kuitenkaan ole kyse. Mikäli rahastosijoittaja valitsee tuotto-osuudet, tuotto pääomitetään kasvuosuuksille ja kasvattaa niiden arvoa tuoton verran, eli sijoittaja ei saa lisää rahasto-osuuksia, kun taas scrip dividend -järjestely ei kasvata sijoittajan jo omistamien osakkeiden arvoa, vaan hän saa uusia osakkeita, joiden arvo vastaa jaettavaa tuottoa.

<sup>65</sup> Ks. Haapaniemi – Rasinaho 2021, s. 100–104, jossa analysoidaan korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisua KHO 2020:116, jonka mukaan scrip dividend -järjestelyn perusteella tapahtuvassa osakemerkinnässä osakkeenomistajalle kertyy osittain veronalaista osinkotuloa eikä merkintää veroteta kuten osakeantia. Näin ollen osakeyhtiön kontekstissa ”kasvuosuudet” valinneelle sijoittajalle kertyisi TVL 33 a §:ssä tarkoitettua osittain veronalaista osinkotuloa, kun taas sijoitusrahastosijoittajaa ei veroteta tuoton pääomittamisesta kasvu-

taa sitä seikkaa, että osakeyhtiömuotoista rahastotoimintaa ei ole tuettu verosääntelyllä. Edellä kuvatuissa osakeyhtiömuotoisen rahastotoiminnan harjoittamisen skenaarioissa ongelmaksi SRL:ssa tarkoitettuun sijoitusrahastotoimintaan nähden muodostuisi varainsiirtovero, joka nykyisin liittyy omien osakkeiden luovuttamiseen ja hankkimiseen, ja toisaalta myös viime kädessä osakeyhtiön tulovero.<sup>66</sup> Toisaalta myös SVOP-sijoitusten palauttamisen verotus poikkeaa rahasto-osuuksien luovutuksessa sovellettavasta verotuksesta.<sup>67</sup> Osakkeiden liikkeeseenlasku- ja lunastustapahtumia ja niihin liittyviä hallinnollisia prosesseja voitaisiin minimoida suosimalla ETF-rahastoja, mutta niidenkään käyttö ei poista epäsuotuisan verokohtelun vaikutuksia.<sup>68</sup> Mikäli osakeyhtiömuotoinen rahastotoiminta olisi huomioitu verosääntelyssä mutta muita muutoksia sääntelyyn ei tehtäisi, voisivat osakeyhtiöt sopia paremmin epälikvidien suljettujen rahastojen tarpeisiin kuten Luxemburgin SICAF-rahastot.<sup>69</sup>

Varojenjakorajoitukset eivät poikkea merkittävästi osakeyhtiöiden ja rahastojen välillä. Varojenjakorajoitusten pääperiaatteena on, että veloille on oltava täysi kate. On kuitenkin huomioitava, että osakeyhtiöissä varojenjaon on perustuttava OYL 13:3:n mukaan viimeksi vahvistettuun tilinpäätökseen, kun taas rahastoissa tällaista vaatimusta ei ole. Tämä saattaa rajoittaa osakeyhtiöiden mahdollisuuksia jakaa lunastuksina ulos realisoituneita arvonnousuja ainakin laajamittaisesti. Mahdollisesti tilinpäätöksen laatimi-

---

osuuksille, vaan hän pääsee nauttimaan kasvuosuuksiin liittyvästä verotuksellisesta lykkääntymisedusta.

<sup>66</sup> Tutkimusekonomisista syistä verokysymysten tämän syvällisempi tarkastelu on jätetty tämän artikkelin ulkopuolelle. Joka tapauksessa vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön toimivuus rahaston oikeudellisena muotona ei olisi mahdollista ilman toimivia verosäännöksiä. Käytännössä uuden oikeudellisen rakenteen toimivuus rahastona edellyttäisi sen vapauttamista tuloverosta vastaavaan tapaan kuin sijoitusrahastot tulon kahdenkertaisen verotuksen ehkäisemiseksi. Ks. tältä osin esim. Viitala 2018, s. 536. Ks. myös Kremer – Lebbe 2014, s. 633, jonka mukaan sijoitusyhtiöiden osakkeiden lunastamisen ei tulisi myöskään aiheuttaa haitallisia veroseuraamuksia sijoittajien tasolla.

<sup>67</sup> TVL 33 b §:n 6 momentin mukaan varojenjakon sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta on verotuksessa pääsäännön mukaan osinkoa.

<sup>68</sup> Osakeyhtiömuotoisen ETF-rahaston tuotto heikentyisi vastaaviin sijoitusrahastoihin tai ulkomaisiin sijoitusyhtiöihin verrattuna, koska rahastot ja sijoitusyhtiöt eivät maksa veroa omasta tuloksestaan mutta osakeyhtiö maksaa. Toisaalta myöskään ETF-markkinatakaajia ei löytyisi kaupankäyntiin liittyvän varainsiirtoveron takia.

<sup>69</sup> Ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 55–56; Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 180 ja Vepsä 2021a, s. 28. Luxemburgin kiinteäpääomaiset sijoitusyhtiöt eli SICAF-rahastot (Société d'Investissement à Capital Fixe) lähenevät toimintaperiaatteiltaan tavanomaisia kaupallisia yhtiöitä, koska ne eivät voi poiketa yhtiöoikeudellisista säännöistä siinä määrin kuin SICAF-rahastot ja esimerkiksi osakepääomaa voidaan muuttaa vain osakkeenomistajien päätöksellä. *SICAF* on yleistermi, joka viittaa yleisesti kaikkiin suljettuihin rahastoihin, jotka voivat olla eri yhtiömuodoissa perustettuja.

sen jälkeen lisääntyneitä jakokelpoisia varoja ei jaossa voida ottaa huomioon. Jos niin haluttaisiin menetellä, olisi laadittava uusi ja tuorempi tilinpäätös.<sup>70</sup> Rahastoissa tällainen ei ole tarpeen, koska niillä on tiheän arvonlaskentavelvoitteensa vuoksi aina käytössään ajantasainen tieto rahaston nettoarvosta, joka voidaan jakaa ulos lunastuksina tai tuotonjakona.

### 3 VAIHTUVAPÄÄOMAISEN SIOITUSYHTIÖN PÄÄOMAJÄRJESTELMÄ

#### 3.1 Pääomalajit

Vaihtuvapääomaiselta sijoitusyhtiöltä edellytettävän pääomajärjestelmän analysoinnin kannalta on keskeistä ymmärtää rahastojen tyypillistä pääomarakennetta eli tapaa, jolla toiminta rahoitetaan. Ilman tätä ymmärrystä ei voida esittää perusteltuja päätelmiä siitä, millainen pääomajärjestelmän tulisi olla. Edellä luvussa 2.1 todettiin, että osakeyhtiön pääomalajeja eli omaa ja vierasta pääomaa koskeva sopimusvapaus on hyvin laaja. Avoimissa rahastoissa on kuitenkin kansainvälisesti pääsääntönä, että vieraan pääoman ehtoinen luotonotto on hyvin rajoitettua. Luotonottoon on suhtauduttu perinteisesti kielteisesti siitä saatujen huonojen kokemusten vuoksi.<sup>71</sup> Ottamalla luottoa rahasto voisi hyödyntää velkavipua, jolloin se voisi ottaa huomattavasti varsinaista rahastoon maksettua pääomaa suuremman riskiposition, joka lisää maksukyvyttömyystilanteiden riskiä.<sup>72</sup> UCITS-direktiivin 83 artiklan 1 kohdan a alakohdan mukaan sijoitusyhtiö ei saa ottaa lainaa. Poikkeuksena mainitun artiklan 2 kohdan a alakohdan mukaan sijoitusyhtiö voi ottaa väliaikaiseen tarkoitukseen lainaa määrän, joka vastaa 10:tä prosenttia sen varoista, jos jäsenvaltio sallii luotonoton kansallisessa lainsäädännössään.<sup>73</sup> Sijoitusrahaston lainanottoa koskeva sääntely

<sup>70</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 53.

<sup>71</sup> Ks. esim. OECD C(71)234 1972, s. 24–25, jossa OECD:n sijoitusrahastotoiminnan standardisäännöissä suositellaan, että rahaston velat eivät saa ylittää 20:tä prosenttia sen kaikista varoista.

<sup>72</sup> HE 238/1986 vp, s. 18 ja Harju – Syyrilä 2001, s. 166–167.

<sup>73</sup> Lisäksi sijoitusyhtiö voi ottaa mainitun artiklan 2 kohdan b alakohdan mukaan lainaa sellaisen kiinteän omaisuuden hankkimiseksi, jota tarvitaan välittömästi yhtiön liiketoiminnassa, ja sen määrä voi olla enintään 10 prosenttia sijoitusyhtiön varoista eikä tätä tarkoitusta varten otettu laina voi yhdessä a alakohdassa tarkoitettujen lainojen kanssa olla yhteensä yli 15 prosenttia sijoitusyhtiön varoista. Sopimusperusteiset sijoitusrahastot ja osuustrustit eivät voi ottaa lainaa kiinteään omaisuuden hankkimiseksi, joten lainanottoa koskeva UCITS-direktiivin sääntely poikkeaa sijoitusyhtiöiden osalta verrattuna muihin yhteissijoitusyri-  
tysten oikeudellisiin rakenteisiin. Ks. myös SIB 1996, s. 18, jossa korostetaan, että kiinteää

on tätä tiukempaa, koska mainitun UCITS-direktiivin säännöksen mukaan lainanottoa koskeva 10 %:n raja lasketaan sijoitusrahaston arvosta eikä sen varoista – toisin kuin sijoitusyhtiöiden. Sijoitusrahastojen luotonottoa koskeva rajoitus on kansallisesti implementoitu SRL 13:20.1:een.

Luotonottoa koskevien rajoitusten takia yhteissijoitusyritysten luotonotto on rajoitettu marginaaliseksi ja väliaikaiseksi ilmiöksi. Mahdollinen syy luotonotolle voisi olla sijoitusyhtiön käteisvarojen turvaaminen tilanteessa, jossa olemassa olevat käteisvarat eivät riitä lunastusvaatimusten toteuttamiseen eikä sijoitusyhtiön varojen realisointi olisi kannattavaa vallitsevassa markkinatilanteessa. Toinen käyttötarkoitus voisi olla esimerkiksi käteisvarojen puute päätettäessä käyttää sijoitusyhtiön varallisuuteen kuuluvia merkintäoikeuksia.<sup>74</sup> UCITS-direktiiviä säädettäessä luoton mahdollisia käyttötarkoituksia ei rajoitettu, koska käyttötarkoitusten valvominen todettiin vaikeaksi<sup>75</sup>, mutta siitä huolimatta kiellon katsotaan ulottuvan sijoitustoimintaa varten otettuun luottoon.<sup>76</sup> Näin ollen avoimien yhteissijoitusyritysten, kuten vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden, varainhankinta tapahtuu lähes poikkeuksetta yleisöltä tulevina osakemerkintöinä, jolloin niiden pääoma koostuu lähes kokonaan oman pääoman ehtoista rahoituksesta.

Lainanottoa koskevia rajoituksia noudattaen sijoitusyhtiö voi laskea liikkeeseen joukkovelkakirjalainoja tai muunlaisia lainainstrumentteja, jos sijoitusyhtiön kansallinen lainsäädäntö sen sallii. Esimerkiksi Luxemburgissa joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlasku on mahdollista.<sup>77</sup> Tällöin sijoitusyhtiön luotonotto on mahdollista myös muilta tahoilta kuin pankeilta (toisin kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa<sup>78</sup> tai Isossa-Britanniassa<sup>79</sup>). Luotonottoa koskevien rajoitusten vuoksi joukkovelkakirjalainojen kautta tapahtuvan varainkeruun merkitys on kuitenkin vähäinen. Lainainstrumenttien haltijat ovat oikeutettuja korkoon ja pääoman takaisinmaksuun riippumatta sijoitusyhtiön liiketoiminnan tuloksesta.<sup>80</sup> Lainainstrumenteilla kerätyt varat

---

omaisuutta ei voida hankkia sijoitustarkoituksiin (silloin kun sijoitusyhtiö on yhteissijoitusyritys). Kiinteän omaisuuden hankkimista koskevalla poikkeuksella ei ole kuitenkaan suurta merkitystä, koska sijoitusyhtiöt harjoittavat liiketoimintaansa käytännössä rahastoyhtiön tiloissa ja sisäisesti hoidettujen sijoitusyhtiöiden merkitys on nykyään muutenkin vähäinen. Ks. esim. Vepsä 2021b, s. 101 ja 117.

<sup>74</sup> Vandamme 1988, s. 77; HE 59/1996 vp, s. 55 ja Harju – Syyrilä 2001, s. 167.

<sup>75</sup> Vandamme 1988, s. 78.

<sup>76</sup> Vandamme 1988, s. 77 ja ALFI 2009, s. 2.

<sup>77</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 280.

<sup>78</sup> Ks. Morley 2013, s. 348 ja Warburton 2017, s. 690, joissa todetaan, että yhdysvaltalaiset avoimet rahastot voivat ottaa lainaa ainoastaan tilapäisiin tarkoituksiin ja laina on otettava pankista eikä yleisöltä tai muilta yhteisöiltä.

<sup>79</sup> SIB 1996, s. 19, 72–73 ja COLL 5.5.4 R.

<sup>80</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 282.



katsotaan sijoitusyhtiön veloiksi, ja kun sijoitusyhtiön osakkeiden arvo määräytyy sijoitusyhtiön nettoarvon perusteella, ovat lainanantajat maksunsaantijärjestyksessä aina etusijalla osakkeenomistajiin nähden. Nykyistä laajempi lainainstrumenttien liikkeeseen laskemisen mahdollisuus myös vähittäissijoittajille myytävissä rahastoissa voisi olla perusteltua, koska se mahdollistaisi sijoittajille vähäriskiset kiinteäkorkoiset rahasto-osuudet ja toisi siten enemmän valinnanvaraa erilaisiin sijoitustarpeisiin.<sup>81</sup>

Yhdysvaltojen vuoden 1940 sijoitusyhtiölailla (Investment Company Act of 1940) vastattiin ongelmiin, joita rahastojen pääomarakenteissa esiintyi 1920- ja 1930-luvuilla. Ennen mainitun lain voimaantuloa pääomarakenteet olivat usein hyvin monimutkaisia. Sijoitusyhtiöt laskivat liikkeeseen tavallisten osakkeiden lisäksi velkainstrumentteja ja etuoikeusosakkeita<sup>82</sup> (ja tavallisetkin osakkeet saattoivat jakaantua eri lajeihin). Monet piensijoittajat eivät ymmärtäneet, missä maksunsaantiasemassa heidän omistamansa arvopaperit olivat suhteessa koko rahaston pääomarakenteeseen ja mikä vaikutus mahdollisella velkavivulla oli. Väärinkäytökset liittyivät etenkin riittämättömiin omiin pääomiin ja reserveihin<sup>83</sup>, senioriarvopaperien haltijoiden hyväksikäyttöön<sup>84</sup> ja ylipäättään velkavivun käyttämiseen<sup>85</sup>. Esimerkkinä voidaan mainita 50 miljoonan dollarin kokoinen rahasto, johon perustajataho sijoitti 5 miljoonaa dollaria oman pääoman ehtoisena ja loput 45 miljoonaa dollaria

<sup>81</sup> Ks. mahdollisista hyödyistä tarkemmin Morley 2013, s. 367–369.

<sup>82</sup> Suomalaisissa osakeyhtiöissä etuoikeusosakkeet (Yhdysvalloissa tunnetussa muodossaan) ovat harvinaisia. Etuoikeusosakkeilla on tyypillisesti muun muassa oikeus varojenjakoon ennen tavallisia osakkeita, ja ne ovat myös maksunsaantijärjestyksessä tavallisia osakkeita paremmalla etusijalla, mutta niiden haltijoiden maksunsaantiasema on kuitenkin huonompi kuin vieraan pääoman ehtoisilla rahoittajilla. Ks. myös Vahtera 2011, s. 187, jonka mukaan osakkeenomistajat voivat luoda osakkeita erilajistamalla osakkeenomistajien joukon sisälle porrastetun maksunsaantijärjestyksen.

<sup>83</sup> Senioriarvopapereita markkinoitiin turvallisina ja sijoituksen arvon säilyttävinä, koska ne olivat maksunsaantijärjestyksessä tavallisia osakkeita paremmalla etusijalla. Rahaston perustajataho sijoitti pienen oman pääoman ehtoisen sijoituksen, ja varsinainen varainkeruu tapahtui senioriarvopaperien kautta. Pienikin osakekurssien lasku riitti siihen, että oman pääoman puskuri menetettiin eivätkä sijoittajat välttämättä saaneet takaisin alun perin sijoittamaansa summaa.

<sup>84</sup> Rahaston perustajataho pystyi pidättämään äänivallan itsellään ja kontrolloimaan suurta varallisuussmassaa omien intressiensä mukaisesti. Rahaston varojen arvon laskusta huolimatta äänivalta pysyi perustajataholla. Vaikka rahaston perustaja oli sijoittanut vain pienen alkupääoman, oli sillä residuaaliasemansa perusteella oikeus kaikkeen ylituottoon senioriarvopaperien kiinteiden velvoitteiden täyttämisen jälkeen. Rahaston perustajalla oli toisin sanoen vähän hävittävää (pienen sijoituksensa takia), mutta paljon voitettavaa.

<sup>85</sup> Rahastopromootorit laskivat liikkeeseen myös tavallisia osakkeita niinä hetkinä, kun velkavivutetuilla rahastoilla oli myyntipotentialiaa. Velkavipu houkutteli spekulatiivisia sijoittajia, mutta pörssikurssien laskiessa se moninkertaisti tappiot ja johti sijoittajien sijoittaman pääoman nopeampaan menetykseen.

kerättiin yleisöltä vieraan pääoman ehtoisena. Rahaston arvon laskiessa rahaston perustaja vastasi arvon laskusta ensimmäisten 5 miljoonan dollarin edestä, jotka ylittävistä tappioista vastasi sijoittajayleisö. Sijoittajien näkökulmasta turvalliseksi markkinoitu velkamuotoinen sijoitus muuttui tällöin käytännössä riskialttiiksi sijoitukseksi eikä alkuperäinen sijoitus ollut turvassa.<sup>86</sup>

Yhdysvaltojen huonot kokemukset johtivat siihen, että sääntelyn avulla rahastojen pääomarakenne tehtiin yksinkertaiseksi ja läpinäkyväksi. Tämä tarkoitti käytännössä sitä, etteivät rahastot saa laskea liikkeeseen senioriarvopapereita, jotka ovat maksunsaantijärjestyksessä etusijalla tavallisiin osakkeisiin nähden (kuten lainat, joukkovelkakirjalainat tai etuoikeusosakkeet).<sup>87</sup> Yksinkertainen ja sijoittajille tasapuolinen avointen rahastojen pääomarakenne on sittemmin levinnyt universaalisti vallitsevaksi periaatteeksi. Aiemmin tässä luvussa todetulla tavalla EU-maiden yhteissijoitusyritysten lainanotto on hyvin rajoitettua, mutta toisaalta EU-sääntely vaikeenee etuoikeusosakkeiden liikkeeseen laskemisen mahdollisuudesta<sup>88</sup>. Vaikka kysymykseen tai osakelajien toimintaperiaatteisiin ei ole sääntelyn tasolla otettu kantaa<sup>89</sup>, ESMAn lausunnon<sup>90</sup> mukaan tulisi perustaa erillinen rahasto tai alarahasto silloin kun tavoitteena on poiketa yhtenäisestä riskiprofiilista.<sup>91</sup> Tämä puoltaisi sitä, ettei saman sijoitusyhtiön tai sen alarahaston sisällä voitaisi perustaa eri osakelajeja, joiden maksunsaantijärjestys ei ole tasavertainen, koska tällöin osakelajien riskitasot poikkeaisivat

<sup>86</sup> Warburton 2017, s. 683–688.

<sup>87</sup> Morley 2013, s. 348 ja Warburton 2017, s. 689. Ks. myös Morley 2012, s. 380 ja 388, joka toteaa Yhdysvaltojen sijoitusyhtiösääntelyn historiaa tarkastelevassa artikkelissaan, että toimialan tavoitteena lienee ollut sääntelyn avulla standardisoida rahastojen rakennetta. Lainanottoa koskevat rajoitukset mahdollistivat yksinkertaisen pääomarakenteen, jossa sijoittajien ei tarvitse ottaa selvää siitä, saavatko he rahastosijoituksen tehdessään tavallisia sijoitusyhtiön osakkeita vaiko esimerkiksi monimutkaisia velkamuotoisia arvopapereita. Toisaalta Morley 2013, s. 357 toteaa, ettei pääomarakenteen sääntelyn taustalla ole selvää yksittäistä syytä, vaan siihen ovat vaikuttaneet yhdessä monet tekijät.

<sup>88</sup> Sijoitusyhtiön tapauksessa kyse olisi sijoitusyhtiön tai alarahaston sisäisistä osakelajeista, joilla olisi toisiinsa nähden poikkeava maksunsaantijärjestys. ESMA 2017, s. 1 kuvaa osakelajien ominaisuuksiin liittyvän oikeustilan epävarmuutta seuraavasti: ”The UCITS Directive recognises the possibility for UCITS to offer different share classes to investors, but it does not prescribe whether, and to what extent, share classes of a given UCITS can differ from one another.”

<sup>89</sup> Luca 2021, s. 733–734 toteaa, että UCITS-direktiivi tunnistaa osakelajien olemassaolon markkinointia koskevissa säännöksissä mutta ei säätele niihin liittyviä operatiivisia seikkoja tarkemmin. AIFM-direktiivissä ei puolestaan mainita osakelajeja muttei niiden perustamista myöskään kielletä.

<sup>90</sup> ESMA, Share classes of UCITS. Opinion. 30 January 2017.

<sup>91</sup> ESMA 2014b, s. 5–6 ja ESMA 2017, s. 4.

merkittävästi toisistaan.<sup>92</sup> Suhtautuminen on ollut kielteinen perinteisesti myös Isossa-Britanniassa, joka on muutoin pyrkinyt olemaan varsin liberaali eri osakelajien ominaisuuksia koskevissa kysymyksissä.<sup>93</sup> ESMAn lausunto ei ainakaan ole selkiyttänyt osakelajeihin liittyviä toisistaan poikkeavia kansallisia käytäntöjä<sup>94</sup>, koska myös yhteissijoitusyrityksissä esiintyy osakelajeja, joiden maksunsaantijärjestys poikkeaa toisistaan.<sup>95</sup>

Luotonotosta edellä tässä luvussa todettu ei koske sijoitusyhtiöitä, jotka ovat vaihtoehtorahastoja. Vaihtoehtorahastoille ei ole sääntelyn tasolla asetettu lainanottoa koskevia määrällisiä rajoitteita<sup>96</sup> eikä niiden osalta ole katsottu perustelluksi rajoittaa, missä muodossa ne voivat kerätä pääomia. Velkavivun käyttäminen on olennainen osa monia vaihtoehtoisia sijoitusstrategioita, ja pääomalajien monipuolisuuden mahdollisuus on tärkeää pääomien keräämisen joustavuuden kannalta.<sup>97</sup> Myös maksunsaantijärjestyksiltään poikkeavat osakelajit ovat lähtökohtaisesti vaihtoehtorahastoissa hyväksyttävimpiä, koska edellä tarkasteltu ESMAn lausunto ei sovellu vaihtoehtorahastoihin.<sup>98</sup> Vaihtoehtorahastot ovat myös lähtökohtaisesti tarkoitettuja ammattimaisille asiakkaille<sup>99</sup>, joiden katsotaan olevan kykeneviä ymmärtämään monimutkaisia rahastotuotteita<sup>100</sup>, eikä tällöin UCITS-tyypistä tuotesääntelyä ole katsottu perustelluksi.<sup>101</sup> Osakelajien tarkemmista

<sup>92</sup> ESMA ei kuitenkaan ole suoraan tarkastellut eri osakelajeja maksunsaantijärjestyksen näkökulmasta, vaan ESMAn tarkastelu on kohdistunut yhtenäisestä riskiprofilista poikkeamiseen muilla keinoin, kuten osakelajikohtaisella johdannaisten käyttämisellä.

<sup>93</sup> SIB 1995, s. 18 ja 155 ja SIB 1996, s. 14 ja 146. Muun muassa oikeus tuottoon ei saisi olla epäsuhtainen eri osakelajien välillä. Sääntelyn tasolla ei kuitenkaan ole perusteltua luotella sallittuja osakelajeja yksityiskohtaisesti, jotta innovaatioille olisi edellytyksiä.

<sup>94</sup> Ks. esim. ESMA 2016, s. 5.

<sup>95</sup> Näin esim. Rolinco N.V. Prospectus 10 March 2021, s. 52, jossa todetaan, että etuoikeusosakkeet ovat maksunsaantijärjestyksessä etusijalla. Kyseessä on Hollannin lain mukaan perustettu vaihtuvapääomainen UCITS-sijoitusyhtiö, johon on perustettu eri osakelajeja.

<sup>96</sup> Ks. esim. Kremer – Lebbe 2014, s. 152; ECB 2016, s. 123 ja ESMA 2020, s. 10.

<sup>97</sup> Ks. esim. Hidén – Ruotsalainen 2014, s. 374, jonka mukaan lienee selvää, että vaihtoehtorahastot voivat kerätä pääomia sekä oman että vieraan pääoman ehtoisina. Tästä huolimatta vieraan pääoman ehtoisiin sijoitussitoumuksiin esimerkiksi pääomarahastoissa liittyy yleensä riskin ja tuoton kannalta selviä oman pääoman piirteitä.

<sup>98</sup> Ks. Vepsä 2021b, s. 98, jossa lausunnon soveltuvuutta vaihtoehtorahastoihin on pohdittu lyhyesti. Vrt. Luca 2021, s. 737, jonka mukaan mainitun ESMAn lausunnon pitäisi soveltua myös vaihtoehtorahastoihin.

<sup>99</sup> Ks. ESMA 2021, s. 6, jonka mukaan vähittäissijoittajien omistusosuus kaikista vaihtoehtorahastoista unionin tasolla oli vain 15 % vuoden 2019 lopussa.

<sup>100</sup> EC 2009, s. 6: ”— access to many AIF has traditionally been restricted to professional or institutional investors, who are both better able to understand the risks their investments entail and as a result of their large and diversified investment portfolios are generally able to absorb the potential losses associated with these investments.” Ks. myös Treasury (Australia) 2021, s. 6.

<sup>101</sup> EC 2009, s. 33.

erityisehdoista riippuen kyseessä voi kuitenkin olla tiettyä sijoittajaryhmää koskevaa erityiskohtelua, jossa tulee noudattaa läpinäkyvyyttä AIFM-direktiivin 23 artiklan 1 kohdan j alakohdan mukaisesti. Toisaalta oikeuskirjallisuudessa on esitetty myös tätä kriittisempi näkemys, jonka mukaan toisten osakelajien kustannuksella etua saavien etuoikeusosakkeiden ei tulisi olla sallittuja edes vaihtoehtorahastoissa.<sup>102</sup>

Pääomalajeja koskevana yhteenvetona voidaan todeta, että Suomessa vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden, jotka olisivat yhteissijoitusyrityksiä, varainkeruun tulisi tapahtua lähes yksinomaan yleisöltä tulevana osakemerkintöinä kuten muillakin avoimilla rahastoilla. Näin ollen niiden pääoma koostuisi lähes kokonaan oman pääoman ehtoisesta rahoituksesta. Yhteissijoitusyrityksillä vieraan pääoman hyödyntämisen rajoitukset perustuvat pakottavaan EU-sääntelyyn, josta ei voida kansallisella tasolla poiketa. Tämän takia vieraan pääoman ehtoista rahoitusta ei tarkastella tässä artikkelissa tämän syvemmin, vaan seuraavaksi siirrytään tarkastelemaan vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden vaihtuvaa osakepääomaa.

### **3.2 Vaihtuva osakepääoma**

Useimmissa valtioissa on havaittu, että tavanomaisia kaupallisia yhtiöitä<sup>103</sup> varten kehitetty osakeyhtiösääntely soveltuu huonosti rahastotoimintaan. Edistyneissä valtioissa osakeyhtiöitä koskeva sääntely on pääperiaatteiltaan samankaltaista.<sup>104</sup> Koska osakeyhtiöitä ja niiden verotusta ei ole lähtökohtaisesti suunniteltu yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen, pisimmälle kehittyneissä rahastovaltioissa on säädetty erityislakeja yhtiömuotoisille yhteissijoitusvälineille, joista voidaan mainita esimerkkinä Ison-

---

<sup>102</sup> Luca 2021, s. 737 ja 739–741. Tätä perustellaan sillä, että etuoikeusosakkeisiin liittyy eri osakelajeille allokointavien varojen sekoittuminen. Etuoikeudet voivat olla monenlaisia. Jos esimerkiksi toiseen osakelajiin liittyy 5 %:n kiinteä korko ja toiseen ei, niin sijoitusyhtiön nettoarvon pysyessä samana tai sen laskiessa kiinteä korko joudutaan maksamaan toiselle osakelajille allokointavista varoista, jolloin siihen kuuluvien osakkeiden nettoarvo laskee. Myös IOSCO 2004, s. 14 on todennut universaalisti kaikkien rahastojen osalta yleisesti: ”No advantage should be provided to a share class that would result in a prejudice to another share class or to the fund.”

<sup>103</sup> Tällä tarkoitetaan yhtiöitä, jotka harjoittavat muuta tavanomaista liiketoimintaa, jollaisena rahastotoimintaa ei tässä kontekstissa pidetä. Ks. esim. HE 94/2013 vp, s. 66, jossa vaihtoehtorahastoina ei pidetä yleisessä kaupallisessa tai teollisessa tarkoituksessa toimivia yrityksiä. Ks. myös ESMA 2013, s. 3, joka on määritellyt yleisen kaupallisen tai teollisen tarkoituksen (general commercial or industrial purpose) laajemmin. ESMAn määritelmä on omaksuttu myös Hongkongissa; ks. SFC 2020, s. 29.

<sup>104</sup> Ks. esim. Armour – Hansmann – Kraakman – Pargendler 2017, s. 1.

Britannian OEIC-sääntelyn<sup>105</sup> voimaantulo vuonna 1997 ja Irlannin ICAV-sääntelyn<sup>106</sup> voimaantulo vuonna 2015. Vastaavasti Luxemburgissa operoitiin yhtiösääntelyyn pohjautuvalla keinotekoisella rahastorakenteella ennen kuin siellä mahdollistettiin vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö vuonna 1983.<sup>107</sup> Yhdysvalloissa yhtiömuodossa perustetut avoimet rahastot ovat puolestaan keskittyneet pääasiassa Marylandiin, koska kyseisen osavaltion yhtiösääntely on rahastotoiminnan näkökulmasta joustavampi muihin osavaltioihin verrattuna ja mahdollistaa vaihtuvan osakepääoman.<sup>108</sup> Myös Suomessa yritettiin säätää erityislakia sijoitusyhtiöille jo 1970-luvun lopulla<sup>109</sup>, mutta hanke epäonnistui poliittisten erimielisyyksien takia. EU-

<sup>105</sup> Alkuperäinen laki oli The Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996 (SI 1996 No. 2827). Voimassa oleva laki on The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).

<sup>106</sup> Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015.

<sup>107</sup> Luxemburgin yhtiölainsäädäntö ei aiemmin mahdollistanut mitään mekanismeja yhtiömuotoisen rahaston uusien osakkeiden säännölliseen liikkeeseen laskemiseen tai ulkona olevien osakkeiden lunastamiseen. Vuonna 1959 Luxemburgiin perustettiin ensimmäiset avoimet yhtiömuotoiset rahastot eikä niistä tällöin edes säädetty lain tasolla, vaan niiden toiminta perustui valtiovarainministeriön päätöksiin. Osakkeiden jatkuvaa liikkeeseen laskua ja lunastuksia varten sijoitusyhtiöiden täytyi perustaa erityisiä lunastusyhtiöitä (société de rachat), joiden ainoana tarkoituksena oli ostaa sijoitusyhtiöiden osakkeita edelleen myytäväksi uusille sijoittajille. Ks. tältä osin esim. SEC 1971, s. 917; Rounds – Dehio 2007, s. 501; Kremer – Lebbe 2014, s. 6 ja Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 179. Myös Vandamme 1988, s. 4–5 ja 64 ottaa kommentaarissaan huomioon kyseiselle aikakaudelle ominaiset lunastusyhtiöt.

<sup>108</sup> Ks. esim. Schonfeld – Kerwin 1993, s. 114–115; Roiter 2016, s. 62 ja DeMott 2018, s. 61. Morley – Curtis 2010, s. 93:n mukaan rekisteröintipaikan valintaan vaikuttaa myös se, että Marylandin sääntely mahdollistaa yhtiökokouksen jättämisen väliin. Yhdysvaltojen liittovaltiotason sijoitusyhtiölaissa (Investment Company Act of 1940) termi *investment company* ei viittaa mihinkään tiettyyn oikeudelliseen muotoon, vaan laissa tarkoitettuja sijoitusyhtiöitä voivat periaatteessa olla mitkä tahansa eri osavaltioiden organisoitumismuodot, jotka täyttävät ”investment company”-määritelmän vaatimukset, joissa olennaista on, koostuvatko yhtiön varat suurimmaksi osaksi arvopapereista. Ks. tältä osin myös Roiter 2016, s. 11–12 ja Zetsche 2018, s. 340. Määritelmää on myös kritisoitu, ja esim. Morley 2014, s. 1281–1284 toteaa, että sen ei pitäisi pääasiassa perustaa yhtiön varojen tarkasteluun, vaan myös rakenteelliset seikat tulisi ottaa huomioon. Erilaisten oikeudellisten muotojen käyttömahdollisuudesta huolimatta niiltä kaikilta edellytetään yhtiöiden toiminnallisia ominaisuuksia, kuten hallitusta ja osakkeenomistajien äänioikeuksia, jolloin muutkin oikeudelliset rakenteet kuin vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt lähenevät yhtiöitä *de facto*. Ks. tältä osin Warburton 2010, s. 195.

<sup>109</sup> Ks. etenkin HE 22/1977 vp, s. 1. Toteutuessaan sijoitusyhtiösääntely olisi ollut Euroopassa aikaansa edellä. Ks. esim. OECD C(71)234 1972, s. 9, jossa todetaan, että Euroopassa ei juuri ollut mahdollista perustaa vaihtuvapääomaisia sijoitusyhtiöitä kyseisenä aikakautena, minkä takia avointen rahastojen perustaminen osakeyhtiömuodossa oli harvinaista osakepääoman muuttamista koskevien vaatimusten takia. Toisaalta todetaan, että Yhdysvalloissa vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön konsepti tunnettiin jo tuolloin. Ylipäätään rahastomarkkinat olivat Euroopassa tuolloin vielä kehittyttömät: esim. Stafford 1975, s. 241:n mukaan vuonna 1964 avoimia rahastoja oli silloisen Euroopan yhteisön maissa 100, kun taas vuonna 1974 niiden määrä oli noussut noin 600:aan.

jäsenvaltioissa ja maailmalla laajemminkin on nähtävissä kehityssuunta, jossa yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettujen rahastojen oikeudelliset muodot pohjautuvat yhä vähemmän perinteiseen yhtiö- ja yksityisoikeuteen. Sen sijaan yhtiö- ja yksityisoikeudelliset säännöt on mukautettu sopimaan rahastojen hoitamiseen.<sup>110</sup>

Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden erityinen luonne on jo kauan tunnistettu osakeyhtiötä koskevassa EU-säätelyssä ennen alkuperäisen UCITS-direktiivin<sup>111</sup> voimaantuloa. Tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodifikaatio) annetun direktiivin (EU) 2017/1132 (yhtiödirektiivi) 44 artiklan 2 kohdan mukaan jäsenvaltiot voivat päättää, että ne eivät sovelle direktiivin pääoman säilyttämistä ja muuttamista koskevan IV luvun säännöksiä soveltamisalan mukaisesti yhtiömuotoihin, jos ne ovat vaihtelevapääomaisia sijoitusyhtiöitä<sup>112</sup> tai osuustoiminnallisia yhtiöitä. Jos tämä on jäsenvaltion lainsäädännön mukaan mahdollista, siinä on vaadittava, että tällaiset yhtiöt merkitsevät ilmaisun *vaihtelevapääomainen sijoitusyhtiö* tai *osuustoiminnallinen yhtiö* kaikkiin kyseisen direktiivin 26 artiklassa tarkoitettuihin asiakirjoihin.<sup>113</sup> Sijoitusyhtiöpoikkeus esiintyi aikanaan jo direktiivin 77/91/ETY (pääomadirektiivi) 2 artiklassa, jolloin se vapautti vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt kokonaan direktiivin soveltamisalasta.

Kansainvälisten säätelykäytäntöjen mukaan on tavanomaista, että sijoitusyhtiöiden vaihtuvapääomaisuus perustuu osakkeiden liikkeeseen laskemiseen ja lunastamiseen ja osakepääoman määrän muuttamiseen. Alla näkyvästä säätelyvertailusta käy ilmi, että kaikissa vertailun kohteena olevissa valtioissa ja erityishallintoalueilla sijoitusyhtiön vaihtuvapääomaisuus perustuu vaihtuvaan osakepääomaan eikä esimerkiksi muunlaisen oman pääoman ehtoisten sijoitusten tekemiseen (kuten Suomen OYL:n tuntema SVOP-sijoitus). Kansainvälisesti vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin ei ylipäätään ole mahdollista tehdä muunlaista oman pääoman ehtoista sijoitusta kuin osakepääomasijoitus. Seuraavaksi tarkastellaan

<sup>110</sup> Ks. esim. Hooghiemstra 2019, s. 135.

<sup>111</sup> Neuvoston direktiivi 85/611/ETY, annettu 20 päivänä joulukuuta 1985, arvonpapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

<sup>112</sup> Suomennos *vaihtelevapääomainen sijoitusyhtiö* ei ole vakiintunut muissa yhteyksissä, ja se lienee jäänne yhtiödirektiivin edeltäjistä, joissa termiä on käytetty aikana, kun vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö ei ollut vielä käsitteenä vakiintunut.

<sup>113</sup> Poikkeus on relevantti etenkin Luxemburgissa, jossa *société anonyme* -yhtiö voidaan perustaa tavanomaista liiketoimintaa harjoittavaksi yhtiöksi tai vaihtoehtoisesti SICAV-sijoitusyhtiöksi. Jos kansallinen rahastolainsäädäntö ei perustu osakeyhtiösäätelyyn vaan rahastosäätelyssä säädetään kokonaan erityisestä yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettusta yhtiömuodosta, joka ei ole osakeyhtiö, ei yhtiödirektiivi sovellu ollenkaan. Esimerkiksi Irlannin ICAV-sijoitusyhtiöt eivät kuulu yhtiödirektiivin soveltamisalaan.

syvemmin oikeusvertailun avulla, miten ja minkä takia vaihtuva osakepääoma on sijoitusyhtiöissä järjestetty.

**Taulukko 1.** Kuinka sijoitusyhtiöiden vaihtuvasta pääomasta on säädetty eri valtioissa ja erityishallintoalueilla.

Valtio tai erityis-hallintoalue	Säännös	Osakepääoman määrän ilmaiseminen
Luxemburg	Articles 25 et 93, 3e tiret, Loi de 2010 ; article 25, 4e tiret, Loi de 2007.	dont les statuts stipulent que le montant du capital est égal à tout moment à la valeur de l'actif net de la société.
Irlanti	ICAV Act 2015, section 6(3)(b)	the actual value of the paid-up share capital of the ICAV shall be at all times equal to the value of the assets of the ICAV after deduction of its liabilities,
Iso-Britannia	The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228), Regulation 14, section 4(2)	For the purposes of sub-paragraph (1)(c), the size at any time of a company's capital is to be taken to be the value at that time, as determined in accordance with FSA rules, of the scheme property of the company less the liabilities of the company.
Hongkong	Securities and Futures Ordinance (Cap. 571), section 112P. (3)	The amount of the paid-up share capital of an open-ended fund company is at all times equal to the net asset value of the company.
Singapore	Variable Capital Companies Act 2018 (No. 44 of 2018), section 19. (d)	the actual value of the paid-up share capital of the VCC is at all times equal to the net asset value of the VCC;
Ranska	Code monétaire et financier, Article L214-7	Le montant du capital est égal à tout moment à la valeur de l'actif net de la société, déduction faite des sommes distribuables définies à l'article L. 214-17-2.
Ruotsin lakiesitys (ei hyväksyty) <sup>114</sup>	Förslag till lag (0000:0000) om investeringsbolag, 4 §	Ett investeringsbolag ska ha ett aktiekapital som motsvarar nettovärdet av bolagets tillgångar, värderade enligt de grunder som anges i bolagsordningen. Varje aktie representerar en lika stor andel av aktiekapitalet.

<sup>114</sup> Ks. SOU 2016:45, s. 23–68.

Tavanomaisissa yhtiöissä sijoittajan oikeus osakepääoman takaisinmaksuun on rajattu osakkeiden tai osuuksien nimellisarvoon tai kirjanpidolliseen vasta-arvoon. Transaktiot, jotka alentavat osakkeiden nimellisarvoa tai kirjanpidollista vasta-arvoa, alentavat sijoittajan oikeutta takaisinmaksuun vastaavalla määrällä. Tämän periaatteen soveltuminen vaihtuvapääomaiseen sijoitusyhtiöön aiheuttaa omanlaisiaan seuraamuksia. Sijoitusyhtiön osakkeiden kirjanpidollinen vasta-arvo on yhtä suuri kuin yhdelle osakkeelle allokoitava osuus sijoitusyhtiön nettoarvosta. Mahdollinen sijoittajalle palautettava suoritus muuttuu näin ollen jatkuvasti sijoitusyhtiön nettoarvon muuttuessa. Se ottaa huomioon alkuperäiseen sijoitukseen nähden saavutetut voitot, joten takaisinmaksussa voi olla kyse sekä pääoman palautuksesta että sille kertyneiden tuottojen maksamisesta. Oikeus sijoittajan tekemän suorituksen takaisinmaksuun ei kytkeydy suoritukseen vaan sillä saatujen sijoitusyhtiön osakkeiden kulloiseenkin taloudelliseen arvoon. Esimerkiksi sijoittaja, joka maksaa merkintänsä suorittamalla sijoitusyhtiöön arvopapereita apporttina, ei voi lunastuksen yhteydessä vaatia takaisin samoja arvopapereita. Hän on ainoastaan oikeutettu saamaan varoja, jotka vastaavat hänen omistamiensa sijoitusyhtiön osakkeiden nettoarvoa lunastushetkellä. Jos sijoitusyhtiön nettoarvo on laskenut, sijoittaja ei saa välttämättä takaisin alkuperäistä suoritustaan vastaavaa summaa. Huonoimmassa skenaariossa hän ei saa takaisin mitään.<sup>115</sup>

Sijoitusyhtiöiden yhtiöjärjestyksessä tavanomaisesti määrätään, että osakkeet tulee laskea liikkeeseen, lunastaa tai takaisinostaa hinnasta, joka on yhtä suuri kuin kullekin osakkeelle allokoitava osuus sijoitusyhtiön nettoarvosta. Tällöin osakkeiden merkintähinta ja lunastushinta ovat samat.<sup>116</sup> Sijoitusyhtiöillä on myös mahdollisuus korjata osakkeiden hintaa ottaakseen huomioon mahdolliset palkkiot, komissiot ja esimerkiksi joustavan hinnoittelumenetelmän, joista on määrätty yhtiöjärjestyksessä ja rahastoesitteessä.<sup>117</sup> Sääntelyn tasolla ei ole mahdollista tarkasti määrittää,

<sup>115</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 262.

<sup>116</sup> Sijoitusyhtiöissä on tavallista, että osakkeilla on yksi hinta, jolloin merkintähinta ja lunastushinta ovat samoja. Esimerkiksi osuustrusteissa on mahdollista, että osuuksilla on kaksi hintaa: merkintähinta ja lunastushinta. Nykyään on tavallista, että rahastot käyttävät vain yksinkertaista hinnoittelua. Kaupankäynnistä aiheutuvia kustannuksia pyritään kompensoimaan pitkäaikaisille osakkeenomistajille muilla keinoin kuin kaksinkertaisella hinnoittelulla. Esimerkiksi Isossa-Britanniassa harkittiin tarkkaan OEIC-sääntelyn valmistelun yhteydessä, ettei kaksinkertaista hinnoittelua olisi perusteltua soveltaa OEIC-sijoitusyhtiöiden osakkeiden nettoarvon laskemiseen. Ks. yksinkertaisesta ja kaksinkertaisesta hinnoittelusta ja niiden arvioinnista sijoitusyhtiöiden kontekstissa tarkemmin SIB 1993, s. 8–14 ja SIB 1995, s. 14–17 ja 28.

<sup>117</sup> Joustava hinnoittelumenetelmä vaikuttaa suoraan osakkeen arvoon, kun taas esimerkiksi rahastolle hyvitetävät merkintä- ja lunastuspalkkiot eivät vaikuta merkittävien ja



millaisia kustannuksia voi olla, vaan ne heijastelevat kunkin sijoitusyhtiön operatiivisia tarpeita.<sup>118</sup> Yhtiöjärjestyksessä voidaan selvyuden vuoksi määrätä seuraavista osakepääomaan liittyvistä asioista:

- 1) Sijoitusyhtiön osakepääoma on kulloinkin yhtä suuri kuin liikkeen lasketun osakepääoman arvo.
- 2) Osakkeilla ei ole nimellisarvoa.
- 3) Mahdollisesta osakepääoman vähimmäis-<sup>119</sup> ja enimmäismäärästä.

Lisäksi yhtiöjärjestyksessä tyypillisesti määrätään, että sijoitusyhtiön ainoana toiminnan tarkoituksena on harjoittaa yhteistä sijoitustoimintaa sijoittajien eduksi ja että maksetun osakepääoman todellinen arvo on aina yhtä suuri kuin summa, joka saadaan, kun sijoitusyhtiön kaikista varoista vähennetään sen velat ja sijoitusyhtiön osakkeet on osakkeenomistajan pyynnöstä lunastettava suoraan tai epäsuorasti käyttämällä sijoitusyhtiön varoja. Edellä mainittujen määräysten osakepääoman enimmäismäärää lukuun ottamatta katsotaan sisältyvän yhtiöjärjestykseen *per se* riippumatta niiden puuttumisesta tai vastakkaisista yhtiöjärjestysmääräyksistä.<sup>120</sup> Tavanomaisesti on katsottu, että sääntelyn tasolla on perusteltua määrittää ainoastaan yhtiöjärjestyksen pakollinen minimisisältö.<sup>121</sup>

---

lunastettavien osakkeiden arvoon, vaan kyseessä on sijoittajalle aiheutuva lisäkustannus. Erialaisten diluutionkorjausmekanismien tavoitteena on viime kädessä suojata pitkäaikaisia rahastosijoittajia kaupankäynnistä aiheutuvalta kustannuksilta ja allokoida kyseisiä kustannuksia niiden aiheuttajille. Ks. tarkemmin esim. SIB 1993, s. 11–14; SIB 1995, s. 14–17 ja 66–67 ja SIB 1996, s. 48–49.

<sup>118</sup> General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 52–56; Kremer – Lebbe 2014, s. 264–265; MAS 2018, s. 13 ja Hudson 2019, s. 109–110.

<sup>119</sup> UCITS-direktiivissä ei aseteta ulkoisesti hoidetuille yhteissijoitusyrityksille vähimmäispääomavaatimusta, vaan direktiivin pääomavaatimukset koskevat rahastoyhtiöitä ja sisäisesti hoidettuja sijoitusyhtiöitä. Kansallisella tasolla on kuitenkin tavallista, että myös ulkoisesti hoidetuille yhteissijoitusyrityksille on asetettu vähimmäispääomavaatimus.

<sup>120</sup> Ks. vastaavasti General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 52–56 ja SFC 2017, s. 11 ja siinä viitattu Securities and Futures Ordinance (Cap. 571), section 112K. (2). Kyseiset ominaisuudet ovat sijoitusyhtiöille perustavanlaatuisia, minkä takia niistä on perusteltua säätää suoraan lain tasolla, jolloin laki takaa vähimmäistasoisen ”mallisopimuksen”. Tällöin asiasta ei ole tarpeen erikseen määrätä yhtiöjärjestyksessä, koska vaihtuvapääomaisuus on yhtiömuotoon liittyvä erottamaton ominaisuus. Tätä sääntelyratkaisua esiintyy valtioissa, joissa on säädetty vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä täysin osakeyhtiölain ulkopuolella (kuten Irlannin ICAV). Vrt. Dietrich – Müller 2016, s. 41, jossa todetaan, että Luxemburgissa osakepääoman suuruudesta määrittävä yhtiöjärjestyksessä. Tämä perustuu siihen, että Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöt ovat teknisesti sociétés anonymes -yhtiöitä, joihin sovelletaan yhtiölakia (loi de 1915) siltä osin kuin rahastosääntelyllä (esim. Loi de 2010) ei siitä poiketa.

<sup>121</sup> SIB 1995, s. 23.

Sijoitusyhtiön omien osakkeiden ostaminen on mahdollista sekä sijoitus- että lunastustarkoituksiin. Lunastuksen kohteena olevien osakkeiden täytyy olla täysin maksettuja<sup>122</sup>. Omien osakkeiden joustava ostomahdollisuus on yksi sijoitusyhtiöiden avainkomponenteista. Tämä mekanismi mahdollistaa, että sijoittajat voivat jatkuvasti tehdä merkintöjä sijoitusyhtiöön (sijoittaa) ja lunastaa (realisoida sijoituksensa) sijoitusyhtiön varoista. Omat osakkeet, jotka sijoitusyhtiö on hankkinut tai jotka ovat sille siirtyneet, on mitätöitävä ja sijoitusyhtiön osakepääomaa on alennettava sen verran, mitä sijoitusyhtiö maksoi lunastettavista osakkeista, joten sijoitusyhtiö ei voi omistaa omia osakkeitaan. Tämä on seuraus merkintäprosessista, varojen sijoittamisesta ja osakkeiden lunastuksesta sekä vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön perusluonteesta. Sijoitusyhtiön osakepääoman on aina oltava yhtä suuri kuin sen sijoituskohteena olevien varojen nettoarvo. Sijoitusyhtiöt tarvitsevat reservivaroja, jotta niillä olisi puskuria jatkuvia merkintöjä, sijoituskohteiden hankkimista ja osakkeiden lunastuksia varten.

Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden pääperiaate – osakepääoman on aina oltava yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön varojen nettoarvo – johtaa siihen, että sijoitusyhtiön osakepääoma muuttuu varojen nettoarvon muuttuessa *ipso jure* ilman, että osakepääoman korotuksesta tai alentamisesta täytyisi tehdä yhtiöoikeudellisia päätöksiä tai viranomaisilmoituksia<sup>123</sup>. Osakepääoman korottamiseen tai alentamiseen ei liity mitakaan muotovaatimuksia. Varojen nettoarvo voi nousta pääsääntöisesti sijoituskohteiden arvonnousun, sijoituskohteista saatavien kassavirtojen tai saatujen merkintämaksujen vuoksi. Sitä vastoin nettoarvo voi laskea, kun sijoituskohteiden arvo laskee, osakepääomasta maksetaan sijoitusyhtiön kustannuksia ja osinkoja tai kun sijoittajat lunastavat osakkeitaan. Käytännössä yhtiöjärjestyksessä

---

<sup>122</sup> Ks. tältä osin myös Kremer – Lebbe 2014, s. 219. Mikäli sijoittaja voisi lunastaa osakkeita, joita ei ole kokonaan maksettu, saisi hän perusteetonta etua muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Tämän estäminen varmistetaan siten, että merkintä itsessään on peruuttamaton, mutta sijoittaja ei saa osaketta eikä häntä merkitä osakerekisteriin ennen kuin merkintämaksu on saatu (ks. Kremer – Lebbe 2014, s. 265).

<sup>123</sup> Vaihtuvan osakepääoman konsepti tunnistettiin jo Suomen 1970-luvun sijoitusyhtiölaikihankkeessa, vaikka ehdotuksen mukaan osakkeilla olisikin ollut nimellisarvo. Ks. Suomen Pankki 1971, s. 11 ja HE 22/1977 vp, s. 11, joissa todetaan, että sijoitusyhtiöillä olisi ollut kiinteän osakepääoman lisäksi vaihtuva osakepääoma, josta laskettaisiin liikkeeseen haltijaosakkeita, joita myytäisiin ja takaisinostettaisiin hintaan, joka saataisiin jakamalla sijoitusyhtiön netto-omaisuus kaikkien osakkeiden lukumäärällä. Lisäksi sijoitusyhtiöt eivät olisi olleet velvollisia ilmoittamaan vaihtuvan osakepääoman määrää ja muutoksia kaupparekisteriin. Nykyään OYL ei mahdollista haltijaosakkeita, vaan niiden käyttö kiellettiin vuoden 1978 osakeyhtiölainsäädännön uudistuksessa (ks. esim. Marjosola 2018, s. 13).

pidätetään hallituksella oikeus järjestää<sup>124</sup> uusien osakkeiden liikkeeseen laskeminen milloin tahansa ilman yhtiökokouspäätöstä. Osakepääoman vaihtuva luonne tarkoittaa myös sitä, että osakkeilla ei ole nimellisarvoa.<sup>125</sup> Tästä ominaisuudesta määrätään tyypillisesti yhtiöjärjestyksessä.<sup>126</sup>

Sijoitusyhtiön tai sen alarahaston<sup>127</sup> osake tuottaa yhtäläisen oikeuden osakepääomaan. Osakkeiden tulevaisuudessa tapahtuvan hinnoittelun takia<sup>128</sup> sijoittajat eivät tiedä merkintää tehdessään, kuinka paljon osakkeita he tarkalleen saavat. Erilaisten osakesarjojen johdosta osakkeiden arvot voivat poiketa toisistaan. Osakkeiden arvot voivat poiketa toisistaan ensinnäkin eri alarahastojen välillä, mutta toisaalta myös alarahaston sisäisten osakesarjojen välillä. Lisäksi sijoitusyhtiö voi laskea liikkeeseen perustajaosakkeita, joita ei ole kytketty osakepääomaan ja jotka eivät tuo omistajilleen taloudellisia oikeuksia.<sup>129</sup> Vallitsevana periaatteena on myös, että osakkeet eivät voi tuottaa osakeoikeuksia kuin yhteen alarahastoon.

#### Esimerkki:

OB Sijoitusyhtiö koostuu kahdesta alarahastosta: OB Maailma Indeksi ja OB Globaalit Osakkeet. OB Sijoitusyhtiö laskee liikkeeseen A-osakkeita, jotka tuottavat osakeoikeudet OB Maailma Indeksi -alarahastolle allokoitavaan osaan sijoitusyhtiön osakepääomasta ja B-osakkeita, jotka tuottavat osakeoikeudet OB Globaalit Osakkeet -alarahastolle allokoitavaan osaan sijoitusyhtiön osakepääomasta.

<sup>124</sup> Ulkoisesti hoidetun sijoitusyhtiön tapauksessa tehtävästä vastaisi luonnollisesti rahasto-yhtiö. Ks. Vepsä 2021b, s. 101, jossa kyseenalaistetaan sisäisesti hoidettujen sijoitusyhtiöiden tarve.

<sup>125</sup> Ks. esim. Dietrich – Müller 2016, s. 46.

<sup>126</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 218–219 ja 264–265 ja Hudson 2019, s. 146. Ks. esim. Invesco Funds SICAV, articles of incorporation 30.9.2016, artikla 5, jossa asiasta on määrätty seuraavasti: ”The capital of the Company shall be represented by shares of no par value and shall at any time be equal to the total net assets of the Company pursuant to Article 11 hereof.”

<sup>127</sup> Ks. sijoitusyhtiön jakautumisesta yhteen tai useampaan alarahastoon yksityiskohtaisesti Vepsä 2021b, s. 84–140.

<sup>128</sup> Ks. tämän artikkelin luku 1.2. Eteenpäinen hinnoittelu on nykyään kansainvälinen sääntely- ja markkinastandardi. Näin ei ole kuitenkaan ollut aina. Esimerkiksi Isonsa-Britanniassa OEIC-sääntelyn valmistelun yhteydessä historiallinen hinnoittelu sallittiin tietyin edellytyksin. Ks. SIB 1995, s. 35 ja 66–67 ja SIB 1996, s. 48–52. Historiallinen hinnoittelu olikin mahdollista vielä vuosikymmeniä OEIC-sääntelyn valmistelun yhteydessä tehdyn tarkastelun jälkeen, ja Ison-Britannian markkinavalvoja FCA esitti sen lopullista kieltämistä vasta vuonna 2015 (ks. FCA 2015, s. 53).

<sup>129</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 220 ja 245. Ks. perustajaosakkeista myös Vepsä 2021a, s. 29.

OB Sijoitusyhtiö voi laskea liikkeeseen myös C-osakkeita, jotka tuottavat osakeoikeuksia OB Maaailma Indeksi -alarahastolle allokoitavaan osaan sijoitusyhtiön osakepääomasta. Vaikka A- ja C-osakkeet tuottavat kummatkin oikeuksia samaan alarahastoon, kukin osakelaji tuottaa aina oikeuksia vain yhden alarahaston osakepääomaan.

OB Sijoitusyhtiö ei voi laskea liikkeeseen D-osakkeita, jotka tuottaisivat omistajilleen oikeuksia sekä OB Maaailma Indeksi -alarahastoon että OB Globaalit Osakkeet -alarahastoon.

Sijoitusyhtiöiden vähimmäisosakepääoma vastaa käytännössä osakeyhtiöiden sidottua omaa pääomaa. Sijoitusyhtiöiden vähimmäis- ja enimmäis-osakepääomaa koskevat käytännöt vaihtelevat eri lainkäyttöalueilla. Vähimmäisosakepääomasta on huomioitava, että vertailun vuoksi Suomessa kansallisen sääntelyn mukaan sopimusperusteisen sijoitusrahaston vähimmäispääoman on oltava kaksi miljoonaa euroa<sup>130</sup>, joka on vaatimuksena huomattavasti OYL:n vähimmäispääomavaatimuksia ankarampi.<sup>131</sup> Kansainvälisesti rahastosääntelyssä onkin tyypillistä, että sijoitusyhtiöiden osakepääomalle on asetettu jokin vähimmäismäärä, jonka alle osakepääoma ei saa laskea esimerkiksi lunastusten kautta osakepääomaa alentamalla tai osinkojen jakamisen seurauksena.<sup>132</sup> Suomessa sijoitusrahastojen vähimmäispääomavaatimusta on perusteltu niin sanottujen pöytälaatikkorahastojen syntymisen ja olemassaolon estämisellä<sup>133</sup>, mutta vaateen taustalla ovat vaikuttaneet myös veropoliittiset syyt.<sup>134</sup>

Sijoitusyhtiön vaihtuvapääomaisessa pääomajärjestelmässä velkojien suoja toteutuu siten, että osakkeet on arvostettava, merkittävä ja lunastettava kulloiseenkin nettoarvoon. Koska nettoarvon laskenta tapahtuu vähentämällä sijoitusyhtiön varoista sen velat, on velat aina huomioitu lunastushinnassa.<sup>135</sup> Sijoitusyhtiön osakkeenomistajat eivät näin ollen voi lunastaa osakkeitaan niiden bruttoarvoon, mikä tarkoittaa sitä, että velkojat ovat maksunsaantijärjestyksessä etusijalla eivätkä osakkeenomistajat voi lunastaa sijoitusyhtiön varallisuutta kokonaisuudessaan. OYL 13:2:n (maksu-

<sup>130</sup> SRL 8:8.1.

<sup>131</sup> OYL 1:3.1:n mukaan julkisen osakeyhtiön vähimmäisosakepääoma on 80 000 euroa kun taas yksityisille osakeyhtiöille ei ole asetettu lainkaan vähimmäisosakepääomavaatimusta.

<sup>132</sup> Ks. esim. Dietrich – Müller 2016, s. 47, joka kommentoi Luxemburgin SICAV-sijoitusyhtiöiden vähimmäisosakepääomaa, joka on 1,25 miljoonaa euroa.

<sup>133</sup> HE 59/1996 vp, s. 39.

<sup>134</sup> VM111:00/2016 Arviomuistio, s. 22.

<sup>135</sup> MAS 2017, s. 10.

kykyisyydesti) ja 13:5:n (tasetesti) säännökset pyrkivät samaan lopputulokseen: maksunsaantijärjestyksen mukaisesti vieraalle pääomalle tulisi olla täysi kate eikä osakkeenomistajilla tulisi olla mahdollisuutta toimia opportunistisesti velkojen kustannuksella. Rahastojen nettoarvon laskentamenetelmä on verrannollinen osakeyhtiöiden tasetestiin, mutta vivahderona OYL:n maksukykyisyyttä rahastoilta puuttuu maksukykyisyys-testin tulevaisuuteen suuntautuva ulottuvuus<sup>136</sup>, joten periaatteessa sijoitusyhtiön varojen merkittävä arvonalasku saattaisi koitua velkojen vahingoksi joissakin tilanteissa. Yhtenä OYL:n maksukykyisyys-testin tarkoituksena on varmistaa, että yhtiö ei jaa varoja tavalla, joka vaarantaisi sen maksukykyyn, vaikka se olisi tasetestin mukaan mahdollista.<sup>137</sup>

### 3.3 Erityinen tase ja tilinpäätös

Yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien rahastojen erityispiirteet sekä vaihtuvan pääoman luonne heijastuvat suoraan rahastojen taseeseen ja sen liitetietoihin. Niihin soveltuvat tavallisesti samat lainalaisuudet rahastojen oikeudellisesta muodosta riippumatta. Esimerkkinä tarkastellaan TilinpäätösVMA:n<sup>138</sup> mukaista sijoitusrahaston tasetta ja sen liitetietoja. Sijoitusrahaston tase poikkeaa huomattavasti osakeyhtiöltä vaaditusta taseesta.

Taseen vaatimuksiin on sisällytetty kaikki se, minkä on ajateltu olevan olennaista sijoitusrahastojen kannalta. Esimerkiksi sijoitusrahastolla ei ole TilinpäätösVMA:n liite II:n kaavan mukaisesti muuta kuin vaihto- tai rahoitusomaisuutta, mikä käy ilmi taseen vastaavista. Merkittävämmät poikkeamat osakeyhtiön taseeseen nähden ovat kuitenkin vastattavissa. Oman pääoman erä ei ole eritelty tilikausien voittoon tai tappioon ja rahastopääomaan, jonka lähimpänä olevat vastineet osakeyhtiöillä ovat muut vapaat omat pääomat kuin tilikausien voitot tai tappiot ja sidotun pääoman erät. Vastattavissa olevaa omaa pääomaa edustaa ainoastaan rahaston arvo. Tämä johtuu siitä, että sijoitusrahastoja koskeva lainsäädäntö ja sijoitusrahastojen toiminta poikkeavat osakeyhtiöistä erityisesti arvonalaskennan korostuneen merkityksen vuoksi ja myös siksi, että sijoitusrahaston tuotonjako

<sup>136</sup> Ks. Mähönen – Villa 2020, s. 87, jonka mukaan OYL:n velkojien suojausääntelyn tavoitteena on suojata yhtiön tunnettuja ja tuntemattomia velkojia.

<sup>137</sup> Mähönen – Villa 2020, s. 466.

<sup>138</sup> Valtiovarainministeriön asetus rahastoyhtiön, sijoitusrahaston ja vaihtoehtorahaston tilinpäätökseen sisältyvän tuloslaskelman ja taseen kaavasta, tilinpäätökseen liitettävästä toimintakertomuksesta sekä sijoitusrahaston puolivuotiskatsauksesta (231/2014).

ei ole riippuvainen voitonjakokelpoisista varoista, ellei tätä ole erikseen säännöissä määrätty.<sup>139</sup>

Jaottelulla rahastopääomaan ja tilikausien voittoon tai tappioon ei ole sijoitusrahaston taseessa merkitystä ylipäätään sen vuoksi, että sijoitusrahasto on avoin vaihtuvapääomainen rahasto, jonka pääomajärjestelmällä on vastaavat ominaisuudet kuin sijoitusyhtiöistä on todettu tämän artikkelin luvussa 3.1. Sijoitusrahaston rahastopääoman arvosta ei voida suoraan laskea liikkeeseen laskettujen rahasto-osuuksien määrää tai arvoa. Tämä johtuu siitä, että vaikka rahastopääoma sinänsä kuvaakin rahastoon tulleiden sijoitusten määrää, rahasto-osuuden kulloinenkin merkintähinta vaihtelee rahaston markkina-arvon mukaan ja vastaavasti kulloisetkin rahastopääomaa vähentävät osuuksien lunastushinnat sisältävät kunkin sijoittajan alkuperäistä sijoitusta vastaavan osan rahaston pääomasta sekä osan lunastukseen mennessä mahdollisesti kertyneistä tilikausien voitoista ja tappioista.<sup>140</sup>

Sijoitusrahastoja vastaavalla tavalla myös sijoitusyhtiöillä on erityinen tase ja tilinpäätös. Sijoitusyhtiöiden tilinpäätöstä koskeva poikkeus esiintyi neuvoston direktiivin 78/660/ETY<sup>141</sup> 5 artiklan 1 kohdassa, joka salli jäsenvaltioiden säätää direktiivin vaatimuksista poiketen sijoitusyhtiöiden<sup>142</sup> ja hallintayhtiöiden (holding-yhtiö) tilinpäätöksille erityiset kaavat. Direktiivin 78/660/ETY kumonneessa tilinpäätösdirektiivissä 2013/34/EU<sup>143</sup> sijoitusyhtiön käsitteestä on luovuttu kokonaan, koska vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin sovelletaan käytännössä erillisiä tilinpäätöskäytäntöjä.<sup>144</sup> Sijoitusyhtiön käsitteestä ja sitä koskevasta direktiivin soveltamisalapoik-

<sup>139</sup> Ks. vastaavasti soveltuvin osin nyttemmin jo kumotun TilinpäätösVMA:n edeltäjän osalta Harju – Syyrilä 2001, s. 298.

<sup>140</sup> Harju – Syyrilä 2001, s. 299.

<sup>141</sup> Neljäs neuvoston direktiivi 78/660/ETY, annettu 25 päivänä kesäkuuta 1978, perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla, yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä.

<sup>142</sup> Sijoitusyhtiöillä tarkoitettiin direktiivin 5 artiklan 2 kohdan mukaan yhtiöitä, joiden ainoana tarkoituksena on sijoittaa varansa erilaisiin arvopapereihin, kiinteään omaisuuteen ja muuhun omaisuuteen sijoitusriskien jakamiseksi ja voiton tuottamiseksi osakkeenomistajille heidän omaisuutensa hoitamisesta, sekä kiinteäpääomaisia sijoitusyhtiöitä lähellä olevia yhtiöitä, jos näiden lähellä olevien yhtiöiden ainoana tarkoituksena on hankkia näiden sijoitusyhtiöiden liikkeeseen laskemia täysin maksettuja osakkeita.

<sup>143</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/34/EU, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013, tietentyypisten yritysten vuositilinpäätöksistä, konsernitilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2006/43/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivien 78/660/ETY ja 83/349/ETY kumoamisesta.

<sup>144</sup> Tilinpäätösdirektiivin valmisteluaineistossa COM 2011/0684, s. 10 poistoa perustellaan seuraavasti: ”’Hallintayhtiön’ ja ’sijoitusyhtiön’ määritelmät ja niitä koskevat poikkeukset on poistettu ehdotuksesta, sillä niihin sovellettavat erilliset tilinpäätöskäytännöt estävät yhdenmukaistamisen. Lisäksi kyseiset säännökset eivät ole vielä laaja-alaisessa käytössä koko EU:ssa.”

keuksesta luopuminen jättää yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien sijoitusyhtiöiden (yhteissijoitusyritykset ja vaihtoehtorahastot) aseman jokseenkin epäselväksi, koska tilinpäätösdirektiiviin on otettu korvaava sijoitusyrityksen käsite, mutta sen osalta ei ole säädetty yhtä laajaa poikkeusta direktiivin soveltamisalasta kuin aiemmin.<sup>145</sup> Kysymys on relevantti niissä valtioissa, joissa vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt voivat olla tilinpäätösdirektiivin liitteissä I ja II tarkoitettuja yhtiömuotoja, jolloin yhtiöoikeudelliset EU-säännökset voivat asettaa sijoitusyhtiöt epäedulliseen kilpailuasetelmaan muihin rahastojen oikeudellisiin muotoihin nähden.<sup>146</sup> Yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen erityinen luonne on huomioitu myös tilintarkastusdirektiivin 2006/43/EY<sup>147</sup> 39 artiklan 3 kohdan b alakohdassa, jossa säädetään tarkastusvaliokunnan perustamista koskevasta poikkeuksesta.<sup>148</sup>

### 3.4 Varojenjako

Osakeyhtiöistä poiketen sijoitusyhtiöissä on tavanomaisesti sekä kasvu-että tuotto-osakkeita. Tuotto-osakkeiden omistajille maksetaan osinkoja, kun taas kasvuosakkeiden tuotot jätetään jakamatta ja ne lisätään kas-

<sup>145</sup> Tilinpäätösdirektiivin 2 artiklan 14 kohtaan on otettu sijoitusyrityksen käsite (joka olenaisilta osin vastaa aiempaa sijoitusyhtiön käsitettä), jonka tarkoituksena on jättää sijoitusyritykset mikroyrityksiin sovellettavien yksinkertaistamisesta koituvien etujen ulkopuolelle direktiivin 36 artiklan 7 kohdan mukaisesti. Tilinpäätösdirektiivin 11 artikla mahdollistaa vaihtoehtoisen taseen esittämiskaavan käyttämisen, ja 13 artiklan 2 kohta mahdollistaa vaihtoehtoisen tuloslaskelmakaavan käyttämisen, mutta poikkeaminen direktiivin kaikista velvoitteista ei ole sijoitusyhtiöille mahdollista.

<sup>146</sup> Yhtiöoikeudelliset direktiivit soveltuvat yhteissijoitusyrityksiin ja vaihtoehtorahastoihin, jotka ovat direktiivien soveltamisalan mukaisia yhtiömuotoja. Ks. esim. EC 2009, s. 15, jossa todetaan yhtiöoikeudellisten direktiivien soveltuvan myös vaihtoehtorahastoihin niiden oikeudellisesta muodosta riippuen.

<sup>147</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2006/43/EY, annettu 17 päivänä touku-kuuta 2006, tilinpäätösten ja konsolidoitujen tilinpäätösten lakisäätöisestä tilintarkastuksesta, direktiivien 78/660/ETY ja 83/349/ETY muuttamisesta sekä neuvoston direktiivin 84/253/ETY kumoamisesta.

<sup>148</sup> Uudesta EU:n tilintarkastusasetuksesta (EU) N:o 537/2014 ja tilintarkastusdirektiivin muutosdirektiivistä 2014/56/EU johtuen OYL:iin on otettu säännökset hallituksen tehtävistä ja tarkastusvaliokunnasta yleisen edun kannalta merkittävässä yhteisössä (OYL 6:16 a–c). Tilintarkastusdirektiivin 39 artiklan 1 kohdan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että jokaisella yleisen edun kannalta merkittävällä yhteisöllä on tarkastusvaliokunta, mutta 39 artiklan 3 kohdan b alakohdan poikkeuksen mukaan jäsenvaltiot voivat päättää, etteivät yhteissijoitusyritykset ja vaihtoehtorahastot ole direktiivissä tarkoitettuja yleisen edun kannalta merkittäviä yhteisöjä. Suomessa kyseinen poikkeus on otettu käyttöön; ks. HE 70/2016 vp, s. 48.

vuosakkeiden osakepääomaan. Tuotto-osakkeiden osinko ”irtoaa” tuotto-osakkeiden osakepääomasta ja vähentää sitä maksetun osingon verran. Kun tuotto-osakkeille maksetaan osinkoja, kasvuosakkeille allokoitava osa alarahaston nettoarvosta kasvaa hiljalleen. Kun kasvuosakkeiden arvo kasvaa korkeammaksi kuin tuotto-osakkeiden (joiden arvo laskee aina maksetun osingon verran), näille kahdelle osakesarjalle allokoitavien varojen nettoarvo jatkaa eriytymistään koko sijoitusyhtiön elinkaaren ajan.<sup>149</sup> Kasvu- ja tuotto-osakkeet eivät ole käytännössä mahdollisia osakeyhtiöissä. Osakeyhtiöissä kasvu- ja tuotto-osuuksiin verrannollista järjestelmää voidaan toki tavoitella scrip dividend -järjestelyllä<sup>150</sup>, mutta sen asema on etenkin verotuksellisesti epäselvä, minkä takia sijoittajan verokohtelu ei olisi yhtä kilpailukykyinen kuin sijoitusrahastojen kasvuosuuksissa.<sup>151</sup> Tässä syystä tällaista ei ole käytössä osakeyhtiöissä.

Osingonjaossa on kyse sijoitusyhtiön kaupallisesta päätöksestä, eikä sääntelyllä tyypillisesti ohjata osingonjaon tarkkoja yksityiskohtia, vaan niistä määrätään sijoitusyhtiön yhtiöjärjestyksessä. Sijoitusyhtiöihin eivät sovellu myöskään rajoitteet väliosinkojen maksamisesta.<sup>152</sup> Sijoitusyhtiön osingonjakopolitiikka (sisältää mahdollisen oikeuden jakaa osinkoja osakepääomasta) ja siihen liittyvät riskit ilmoitetaan selvästi rahastoesitteessä.<sup>153</sup> Sijoitusyhtiöiden varojenjakosäännöksenä toimii yksityiskohtainen arvonalaskentaa koskeva sääntely, joka on varojenjaon näkökulmasta ikään kuin maksukykyä arvioiva tasetesti, jonka perusteella määräytyvät jakokelpoiset varat.

Velkojien suoja toteutuu nettoarvoon perustuvan arvostuksen kautta kuten lunastuksissa. Sijoitusyhtiön nettoarvo lasketaan vähentämällä sijoitusyhtiön varoista sen velat, ja osinkoa voidaan jakaa ainoastaan sijoitusyhtiön nettovaroista. Kääntäen tämä tarkoittaa, että sijoitusyhtiö voi maksaa osinkoja vain, jos sen varat ylittävät sen velat ja ylijäämä riittää osingonmaksuun.<sup>154</sup> Useimmiten edes koko nettoarvoa ei voida jakaa osinkoi-

<sup>149</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 245–246.

<sup>150</sup> Haapaniemi – Rasinaho 2021, s. 93–107 käyttää englanninkielistä termiä *scrip dividend -järjestely*. Olisi tavoittelemisen arvoista, että asiantuntijat keksisivät uusille ilmiöille aidosti suomalaisia nimityksiä. Scrip dividendiä voitaisiin kuvata esimerkiksi merkintäoikeusosinkona ja scrip-kuponkeja osinkojen sijaan annettuina merkintäoikeuksina.

<sup>151</sup> Ks. tämän artikkelin alaviitteet 64 ja 65. Haapaniemi – Rasinaho 2021, s. 107 esittää, että scrip dividend -järjestely tulisi huomioida verosääntelyssä. Tämän ohella kirjoittajat puoltavat asian huomioimista selvytyden vuoksi myös OYL:ssä.

<sup>152</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 218–219. Suomessa väliosinkojen maksamista koskeva oikeustila osakeyhtiöiden osalta on jossain määrin epäselvä, mistä ks. Mähönen – Villa 2020, s. 458–459.

<sup>153</sup> FSTB 2014, s. iv, 5 ja 24.

<sup>154</sup> Treasury (Australia) 2018, s. 112 ja Treasury (Australia) 2021, s. 118.



na, koska tavanomaisesti sijoitusyhtiöille on asetettu sääntelyssä vähimmäisosakepääomavaatimus, jonka alle osakepääoma ei saa laskea.<sup>155</sup> Lisäksi velkojen panttioikeudet saattavat olla käytännössä varsinaista velan määrää suurempia. Sijoitusyhtiön nettoarvon ollessa negatiivinen ei osinkoja voida jakaa, vaan jäljellä olevat varat kuuluvat velkojille.

Esimerkki:

OB Sijoitusyhtiö koostuu kahdesta alarahastosta: OB Maailma Indeksi ja OB Globaalit Osakkeet. Sijoitusyhtiön yhtiöjärjestys ei aseta osingonjaolle rajoitteita. OB Maailma Indeksi -alarahaston varat ovat 200 € ja velat 50 €. OB Globaalit Osakkeet -alarahaston varat ovat 100 € ja velat 80 €. Osinkoa on esitetty jaettavaksi kummankin alarahaston osakkeenomistajille 30 €.

OB Maailma Indeksi -alarahaston nettoarvo on  $200 \text{ €} - 50 \text{ €} = 150 \text{ €}$ . Kyseisen alarahaston varat ylittävät sen velat ja osingonjaon jälkeen alarahaston nettoarvo olisi  $150 \text{ €} - 30 \text{ €} = 120 \text{ €}$ . Osinkojen jakamiselle ei ole esteitä.

OB Globaalit Osakkeet -osakkeet alarahaston nettoarvo on  $100 \text{ €} - 80 \text{ €} = 20 \text{ €}$ . Kyseisen alarahaston varat ylittävät sen velat, mutta osinkojen jakamisen jälkeen sen nettoarvo olisi  $20 \text{ €} - 30 \text{ €} = -10 \text{ €}$ . OB Sijoitusyhtiö voi jakaa osinkoa OB Globaalit Osakkeet -alarahaston osalta ainoastaan 20 € ja loput 80 € tulee käyttää velkojen maksamiseen.

OB Sijoitusyhtiö ei voi myöskään järjestää OB Globaalit Osakkeet -alarahaston osingonjakoa käyttämällä osingonjakoon paremman maksukyvyn omaavalle alarahastolle allokoitavia varoja, koska alarahastojen varat ja veloitteet on eriytetty.<sup>156</sup>

### 3.5 Suositukset

Kansainväliset sääntelykäytännöt puoltavat sijoitusyhtiöissä pääomajärjestelmää, joka perustuu osakkeiden liikkeeseen laskemiseen ja lunastamiseen ja osakepääoman määrän muuttamiseen. Tämän luvun sääntelyvertailusta käy ilmi, että kaikissa vertailun kohteena olevissa valtioissa ja erityishallintoalueilla sijoitusyhtiön vaihtuvapääomaisuus perustuu vaihtuvaan

<sup>155</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 261.

<sup>156</sup> Ks. alarahastojen varojen ja veloitteiden erillisyydestä yksityiskohtaisemmin Vepsä 2021b, s. 104–118.

osakepääomaan eikä esimerkiksi muunlaisten oman pääoman ehtoisten sijoitusten tekemiseen (kuten esimerkiksi Suomen OYL:n tuntema SVOP-sijoitus). Kansainvälisesti vaihtuvapääomaisiin sijoitusyhtiöihin ei ylipäättään ole mahdollista tehdä muunlaista oman pääoman ehtoista sijoitusta kuin osakepääomasijoitus, eikä niiden tekemistä olisi syytä mahdollistaa Suomessakaan, jotta pääomarakenne ei muodostuisi tarpeettoman monimutkaiseksi ja vakiintuneesta kansainvälisestä käytännöstä poikkeavaksi. Sijoitusyhtiössä tulisi olla vaihtuva osakepääoma, jonka määrä olisi aina yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön varojen nettoarvo.

Sijoitusyhtiön tulisi voida luoda ja mitätöidä osakkeita markkinoiden tarpeiden mukaisesti, jollei sen yhtiöjärjestyksen rajoituksista tai tarkentavista viranomais määräyksistä muuta johdu. Avoimen sijoitusyhtiön osakkeiden tulisi olla tavallisesti lunastettavissa osakkeenomistajille jokaisena kaupankäyntipäivänä rahastoesitteen ehtojen mukaisesti. Jotta sijoitusyhtiö olisi yhteissijoitusyritys, täytyy osakkeiden lunastusmahdollisuus sallia vähintään kahdesti kuukaudessa.<sup>157</sup> Lunastuksia voitaisiin myös rajoittaa sääntelyn sallimissa rajoissa.<sup>158</sup> Osakkeenomistajat kävisivät kaupaa osakkeista suoraan sijoitusyhtiön kanssa, jolloin esimerkiksi salkunhoitoyhtiön tai muun yhteisön toimiminen välikätenä ei olisi perusteltua.<sup>159</sup> Alarahastojen ollessa kyseessä olisi otettava huomioon, että ristiinsijoitukset sijoitusyhtiön alarahastojen välillä sijoitustarkoituksessa tulisi mahdollistaa, eikä tällöin olisi kyse takaisinostosta tai lunastuksesta.<sup>160</sup>

<sup>157</sup> UCITS-direktiivin 76 artiklan 1 kohta: ”Yhteissijoitusyrityksen on aina kun se laskee liikkeeseen, myy, ostaa takaisin tai lunastaa osuuksiaan ja ainakin kaksi kertaa kuukaudessa julkistettava niiden liikkeeseenlasku-, myynti-, takaisinosto- tai lunastushinta asianmukaisella tavalla.”

<sup>158</sup> FSTB 2014, s. 23 ja ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 7.

<sup>159</sup> Vrt. Isossa-Britanniassa pitkään jatkuneeseen käytäntöön, jossa salkunhoitoyhtiö pystyi käymään kauppaa osuuksista omaan lukuunsa suoraan sijoittajien kanssa. Ks. esim. SIB 1995, s. 17, 58 ja 62; SIB 1996, s. 40 ja 44; IMA 2005, s. 31 ja Vepsä 2021a, s. 15. Vuosikymmeniä aktiivisena jatkunut käytäntö oli sijoittajien näkökulmasta epäreilu, koska se mahdollisti salkunhoitoyhtiöille riskittömät tuotot kaksinkertaisesti hinnoitelluissa rahastoissa. FCA kielsi menettelyn hyväksikäytön taloudellisen hyötymisen tarkoituksessa, eivätkä salkunhoitoyhtiöt saa nykyään enää pitää osuukseen kaupankäynnillä ansaitsemaan riskittömiä tuottoja. Ks. uudistuksesta FCA 2017, s. 12 ja 91 ja FCA 2018, s. 26–28 ja 38.

<sup>160</sup> General Scheme of the ICAV Bill 2014, s. 52–56 ja ICAV Bill Explanatory Memorandum 2015, s. 7. Kyseessä on tärkeä ominaisuus sijoitusyhtiön alarahastorakenteen kilpailukyvyyn kannalta. Esimerkiksi 1990-luvulla Isossa-Britanniassa OEIC-sijoitusyhtiön houkuttelevuuteen vaikutti negatiivisesti se, että alun perin sijoitukset saman sijoitusyhtiön alarahastojen välillä eivät olleet mahdollisia. Ks. SIB 1995, s. 80 ja SIB 1996, s. 62, joissa todetaan: ”No sub-fund of an umbrella company may invest in shares in another sub-fund of the same umbrella company.”

Osakeyhtiölain merkintätuoikeuksien soveltuminen olisi epäkäytännöllistä sijoitusyhtiöille ja tekisi tyhjäksi mahdollisuuden laskea liikkeeseen uusia osakkeita. Tämän takia aiemmilla osakkeenomistajilla ei tulisi olla merkintätuoikeuksia suhteessa uusiin potentiaalisiin osakkeenomistajiin, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä.<sup>161</sup> Rahastotoiminnan näkökulmasta on vieras ajatus, että osakkeita annettaisiin merkittäväksi aikaisemman osakeomistuksen suhteessa. Lähtökohtaisesti kenellä tahansa sijoittajalla, joka täyttää merkintäehdot, tulisi olla mahdollisuus tulla sijoittajaksi eli sijoitusyhtiön osakkeenomistajaksi. OYL 9:3.3:n mukaan osakeyhtiöissä voidaan yhtiöjärjestyksellä poiketa oletusarvoisesta merkintätuoikeudesta, mutta sijoitusyhtiöiden näkökulmasta olisi tarkoituksenmukaista, että sääntelyn oletama olisi päinvastainen kuin OYL:ssa. Osakeyhtiöistä poiketen myös osakkeiden murto-osien liikkeeseen laskeamisen tulisi sijoitusyhtiöissä olla mahdollista kuten sijoitusrahastoissakin ilman tarvetta erillisen osakesarjan perustamiseen murto-osia varten.

Koska sijoitusyhtiö on puhtaasti yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen tarkoitettu oikeudellinen rakenne, ei sijoitusyhtiöille tulisi asettaa osakepääoman vähimmäis- tai enimmäismäärää, vaan tämä tulisi jättää markkinoiden päätettäväksi, jos sijoitusyhtiö on ulkoisesti hoidettu.<sup>162</sup> Tästä johtuen sijoitusyhtiön osakepääoman suuruus voisi olla ääretön, jos sitä ei ole yhtiöjärjestyksessä rajoitettu.<sup>163</sup>

Kuten sijoitusrahastoja myös vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä tulisi sen toiminnan tarkoituksen vuoksi tarkastella tilinpäätöksen näkökulmasta yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavana rahastona eikä osakeyhtiönä.<sup>164</sup> Sijoitusyhtiöiden tase poikkeaisi sekä osakeyhtiöiden että sijoitusrahastojen taseesta. Taseen vastaavissa olisivat sijoitusyhtiön varat, kuten arvopaperit ja saatavat, ja vastattavissa velat ja sijoitusyhtiön osakkeille allokoitava nettoarvo, joka on samalla osakepääomaan linkittyvä erä, koska sijoitusyhtiön osakepääoma olisi aina yhtä suuri kuin sen nettoarvo.

Sijoitusyhtiön ollessa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava rahasto sen pitäisi pystyä jakamaan osinkoja osakepääomastaan edellyttäen, että

<sup>161</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 218 ja 264 ja Dietrich – Müller 2016, s. 47. Ks. esim. Invesco Funds SICAV, articles of incorporation 30.9.2016, artikla 7 ja Danske SICAV, articles of incorporation 31.7.2020, artikla 7, joissa asiasta on määrätty seuraavasti: ”The Board is authorized without limitation to issue an unlimited number of shares at any time without reserving the existing shareholders a preferential right to subscribe for the shares to be issued.”

<sup>162</sup> Vähimmäispääomavaatimukset koskevat UCITS-direktiivin 7 artiklan mukaisesti rahastoyhtiötä eivätkä yhteissijoitusyritystä, joten vähimmäispääomasta säättäminen ei ole pakollista ulkoisesti hoidetuille sijoitusyhtiöille.

<sup>163</sup> Kremer – Lebbe 2014, s. 218–219 ja FSTB 2014, s. 22.

<sup>164</sup> Vastaavasti myös ICAV Bill RIA 2014, s. 8.

sijoitusyhtiön maksukyky säilyy ja tiedonantovelvoitteita noudatetaan. Mikäli sijoitusyhtiöiden toiminta järjestettäisiin kansainvälisen käytännön mukaisesti, jossa niillä on vaihtuva osakepääoma (eikä esimerkiksi vaihtuva muu vapaa oma pääoma), tulisi niillä olla mahdollisuus jakaa osinkoja osakepääomastaan. Osinkojen jakaminen osakepääomasta ei ole lähtökohdaisesti OYL:n mukaan mahdollista ilman velkojien suostumusta. Vaihtuvalla osakepääomalla toimiviin sijoitusyhtiöihin ei tulisi soveltaa OYL:n osakepääoman pysyvyyttä turvaavia ja osakepääoman jakamista rajoittavia säännöksiä. Yhteisen sijoitustoiminnan erityisen luonteen ja pääomajärjestelmän toimivuuden takia osinkojen jakamista osakepääomasta ei saisi rajoittaa.<sup>165</sup> Jos osakepääomaa ei voitaisi jakaa, ei osinkojen jakaminen olisi mahdollista, koska sijoitusyhtiöllä oman pääoman eränä toimii ainoastaan osakepääoma (eikä niillä ole muuta jakokelpoista omaa pääomaa). Mikäli osingonjako ei olisi joustavasti mahdollista osakepääomasta, olisivat sijoitusyhtiöt kilpailullisesti epäsuotuisassa asemassa sijoitusrahastoihin nähden.<sup>166</sup>

## 4 LOPUKSI

Suomessa ei ole mahdollista perustaa yhteissijoitusyritystä yhtiömuodossa, vaikka UCITS-direktiivi sen mahdollistaisi.<sup>167</sup> Tässä artikkelissa on tutkittu, millainen pääomajärjestelmä olisi tarkoituksenmukainen vaihtuvapääomaisissa sijoitusyhtiöissä, jos niistä päätettäisiin Suomessa säätää. Ensiksi on analysoitu OYL:ssä tarkoitettun osakeyhtiön pääomajärjestelmän soveltuvuutta yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen. Tarkastelussa on havaittu, että säännökset osakepääoman ja osakkeiden lukumäärän muuttamisprosesseista ovat monimutkaisia, hallinnollisesti sopimattomia ja aikaa vieviä yhteisen sijoitustoiminnan näkökulmasta, koska prosessit vaativat usein sekä yhtiöorganien että viranomaisen myötävaikutusta. Näin ollen yhteisen sijoitustoiminnan harjoittaminen osakeyhtiömuodossa muuttamalla osakkeiden ja osakepääoman määrää ei ole tarkoituksenmukaisin keino, vaan tätä joustavampaan lopputulokseen päästäisiin hyödyntämällä osakeyhtiön sijoitettua vapaata omaa pääomaa.

<sup>165</sup> MAS 2017, s. 10.

<sup>166</sup> Vastaavasti Australian kontekstissa toteaa Treasury (Australia) 2021, s. 118.

<sup>167</sup> Yhdeksää jäsenvaltiota sekä Norjaa ja Yhdysvaltoja koskeneessa kansainvälisessä vertailussa ilmeni, että vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö oli mahdollinen kahdeksassa silloisessa jäsenvaltiossa (Tanska, Iso-Britannia, Irlanti, Saksa, Ranska, Luxemburg, Espanja ja Italia sekä Yhdysvallat). Ks. VM 14/2018, s. 240–250.

Periaatteessa OYL:n säännökset mahdollistavat yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamisen, mutta OYL:n reunaehtojen rajoissa osakeyhtiön kautta harjoitettu yhteinen sijoitustoiminta olisi epäedullisemmässä asemassa verrattuna sopimusperusteisen sijoitus- tai erikoissijoitusrahastomuodon käyttämiseen, koska sijoitusyhtiöiden toiminnan kannalta jäykät OYL:n osakepääoman ja osakkeiden määrän muuttamista koskevat säännökset ohjaisivat hyödyntämään osakeyhtiön sijoitettua vapaata omaa pääomaa. SVOP-sijoitusten kautta toimiva osakeyhtiömuotoinen rahasto olisi kokonaan uudenlainen rakenne, jollaista ei ennestään tunneta. Kansallisen markkinan epäsuotuisan aseman ohella tällaiset rakenteet eivät olisi ongelmitta markkinoitavissa ulkomaille, koska ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta rakenne olisi tuntematon ja vaatisi huomattavia oppimiskustannuksia. Lisäksi osakeyhtiö on verotuksellisesti epäedullisessa asemassa sijoitusrahastoihin verrattuna eikä osakeyhtiömuoto mahdollista sijoitusyhtiöiden tyypillisiä ominaisuuksia, kuten alarahastorakennetta. OYL:n sääntelyn epäsovius yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen ja siihen liittyvän verosääntelyn puuttuminen ovat keskeisiä syitä sille, miksi osakeyhtiömuodossa on perustettu Suomessa vain muutamia vaihtoehtorahastoja, vaikkei sääntely tätä suoraan estäkään<sup>168</sup>.

Osakeyhtiön pääomajärjestelmän ja osakepääoman muuttamiseen liittyvien prosessien heikko soveltuvuus yhteisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen on laaja kansainvälinen ilmiö. Asia on tunnistettu monissa valtioissa, joissa on uudistettu rahastosääntelyä tai valmisteltu sen uudistamista. Esimerkkeinä voidaan mainita Luxemburg<sup>169</sup>, Iso-Britannia<sup>170</sup>, Irlanti<sup>171</sup>, Sak-

<sup>168</sup> Ks. Viitala 2018, s. 513, jossa todetaan osakeyhtiömuotoisen rahastotoiminnan olevan Suomessa harvinaista. HE 94/2013 vp, s. 114 toteaa vaihtoehtorahaston oikeudellista muotoa koskevasta vapaudesta seuraavaa: ”Pykälän määritelmän mukaisesti vaihtoehtorahasto voi olla yhteisö tai sopimusperusteinen järjestely. Määritelmä ei ota kantaa siihen, missä oikeudellisessa muodossa tai rakenteessa yhteissijoitus tulisi järjestää tai minkälaiset yksittäiset oikeudelliset muodot katsotaan kuuluviksi lain soveltamisalaaan.”

<sup>169</sup> Ks. tämän artikkelin luku 3.2 ja alaviite 107.

<sup>170</sup> Yhtiösääntelyn jäykkyydestä johtuen 1990-luvulla alettiin valmistella erityissääntelyä yhtiömuotoisille rahastoille, mikä johti The Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996 (SI 1996 No. 2827) -sääntelyn säätämiseen. Sin 1997, s. 43:n mukaan sääntelyn valmistuminen vaati toimialalta yli vuosikymmenen ajan jatkunutta lobbauksia. Ks. OEIC-sääntelyn taustoista myös SIB 1993, s. 10–11 ja Cornick 1997, s. 29.

<sup>171</sup> Ensin mahdollistettiin VCC-sijoitusyhtiöt (Variable Capital Company) sallimalla tietyt poikkeukset yhtiösääntelyyn, kunnes vuonna 2015 säädettiin ICAV-laki, joka erityislakina mahdollistaa täysin yhteistä sijoitustoimintaa varten räätälöidyn yhtiömuodon. Browne 2015, s. 23–24 toteaa, että vaikka VCC-muoto on toiminut verrattain hyvin, pohjautuu sen sääntely kuitenkin osakeyhtiöitä koskevaan sääntelyyn ja yhtiöoikeuteen, jolloin sääntelyä ei ole suunniteltu rahastotoimintaa varten ja se sisältää tiettyjä rahastotoimintaan epäsovi-

sa<sup>172</sup>, Ruotsi<sup>173</sup>, Hongkong<sup>174</sup>, Singapore<sup>175</sup> ja Australia<sup>176</sup>. Kansainvälisen sääntelykäytännön ja sääntelyn kilpailukyvyyn näkökulmasta sijoitusyhtiön rakentaminen Suomen nykyisen osakeyhtiösääntelyn varassa toimivaksi olisi keinotekoinen ja pakonomainen ratkaisu, joka ei tunnusta sijoitusyhtiöiden erityissääntelyn tarvetta. Mikäli sijoitusyhtiöiden sääntely rakennettaisiin huolimattomasti ja kansainvälisistä vakiintuneista käytännöistä poiketen, riskinä olisi, ettei yhtiömuotoa otettaisi toimialalla käyttöön.<sup>177</sup>

Mikäli sijoitusyhtiöistä päätetään Suomessa säätää, tarvitsevat ne aidosti vaihtuvan osakepääoman, jolloin niillä tulisi olla mahdollisuus muuttaa osakepääomansa suuruutta, jotta merkintöjä ja lunastuksia pystyttäisiin hoitamaan joustavasti.<sup>178</sup> Sijoitusyhtiön koko osakepääoman olisi aina oltava yhtä suuri kuin sen varojen nettoarvo. Vastaavasti sijoitusyhtiön osak-

---

via säännöksiä. Ks. ICAV-lain taustoista myös Department of Taoiseach 2011, s. 14, jossa korostetaan rahastosektorin merkittävyyttä Irlannille 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.” Sääntelyn taustalla vaikuttaneen tavoitteen nostaa esille Bohan 2015, s. 46.

<sup>172</sup> Rounds – Dehio 2007, s. 501 ja Steck – Fischer 2010, s. 2: kirjoittajien mukaan kansallisen kilpailukyvyyn säilyttämiseksi Saksassa lanseerattiin sijoitusyhtiömuoto (InvestmentAG) vuonna 1998, mutta vaihtuva osakepääoma sallittiin vasta vuonna 2004. Uusi organisoitumismuoto ei edelleenkään saanut suosiota toimialalla, joten sääntelyä päätettiin korjata vuoden 2007 lopussa, mikä johti organisoitumismuodon parempaan adaptointiin toimialalla.

<sup>173</sup> SOU 2016:45, s. 253.

<sup>174</sup> Ks. esim. FSDC 2013, s. 1 ja FSTB 2014, s. ii: ”Currently, an open-ended investment fund may be established under the laws of Hong Kong in the form of a unit trust but not in corporate form due to various restrictions on capital reduction under the Companies Ordinance (“CO”) (Chapter 622).”

<sup>175</sup> Ks. MAS 2017, s. 5, jossa todetaan: ”In Singapore, CIS [Collective Investment Scheme] constituted as investment companies are relatively uncommon because of the restrictions under the CA on the return of capital to shareholders.” Toisaalta todetaan, että kansainvälisesti ongelmat on ratkaistu erityisillä yhtiömuodoilla: ”To address these issues, most international fund jurisdictions have established specialised corporate structures for CIS.”

<sup>176</sup> Treasury (Australia) 2017, s. 45 toteaa: ”Reflecting that CCIVs are intended to operate as investment funds, rather than carrying on active businesses, Chapter 7A takes a more flexible approach to the circumstances in which a CCIV can reduce its capital than for other types of companies.”

<sup>177</sup> Ks. tämän artikkelin alaviite 172 ja Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 175–177. Esimerkki Saksasta osoittaa, että heikosti valmisteltu sääntely ei toimi. Ensin sijoitusyhtiöistä puuttui vaihtuva osakepääoma, mutta senkin mahdollistamisen jälkeen sääntelyä jouduttiin korjaamaan uudelleen, koska InvestmentAG-sijoitusyhtiön katsottiin poikkeavan liikaa esikuvastaan SICAV:sta.

<sup>178</sup> Ks. vastaavasti esim. CLRG First Report 2001, s. 330; FSTB 2016, s. 1 ja Treasury (Australia) 2021, s. 10.

keen kirjanpidollisen vasta-arvon tulisi olla yhtä suuri kuin yhdelle osakkeelle allokoitava osuus sijoitusyhtiön nettoarvosta, jolloin osakkeilla ei olisi nimellisarvoa. Sijoitusyhtiön osakkeet tulisi laskea liikkeeseen, lunastaa tai takaisinostaa hinnasta, joka on yhtä suuri kuin sijoitusyhtiön nettoarvo jaettuna sijoitusyhtiön liikkeeseen laskettujen osakkeiden lukumäärällä. Sijoitusyhtiön olisi mitätöitävä lunastetut osakkeet<sup>179</sup>, jolloin osakkeet olisi alennettava sen verran kuin sijoitusyhtiö maksoi lunastettavista osakkeista.

Vaihtuvapääomaiselta sijoitusyhtiöltä edellytettävän osakeyhtiöstä poikkeavan pääomajärjestelmän ja kansainvälisesti omaksuttujen sääntelykäytäntöjen takia ei ole tarkoituksenmukaista ajatella vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä osakeyhtiönä vaan rahastona. Vaihtuvapääomaisista sijoitusyhtiöistä säätäminen ei ole puhtaasti osakeyhtiöoikeudellinen kysymys, vaikka toisinaan näin on vanhastaan esitetty.<sup>180</sup> Kysymystä tulisi arvioida yhteisen sijoitustoiminnan erityistarpeet tiedostaen, mikä tarkoittaa ratkaisujen hakemista sijoitusrahastosääntelystä ja vastaavia ulkomaisia rakenteita koskevasta sääntelystä. Oikeudellisena ilmiönä tyypillinen vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö ei ole kuin mikä tahansa muu kaupallinen osakeyhtiö, vaan se on yhteisen sijoitustoiminnan tarpeisiin räätälöity erityinen yhtiömuoto.<sup>181</sup> Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on eräänlainen erityistä tarkoitusta varten perustettu<sup>182</sup> *lex specialis* -yhtiö, jossa rahastospesifillä

<sup>179</sup> Ks. esim. Treasury (Australia) 2021, s. 112.

<sup>180</sup> Ks. mm. 1990:VM 21, s. 26 ja 29, jossa vuoden 1990 sijoitusrahastolakityöryhmä esitti, että vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskevaa sääntelyä tulisi valmistella osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä. Sijoitusrahastolakityöryhmä ei itse tarkastellut kysymystä ja vetosi siihen, ettei vuoden 1978 OYL (734/1978, kumottu) kyseistä rakennetta tuntenut, ja samalla rajasi asian oman toimivaltansa ulkopuolelle. Samansuuntaisesti lausui HE 309/1992 vp, s. 27, jossa todettiin, että vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden toimintaedellytysten selvittäminen tapahtunee osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä. Epäiltiin myös, että äänioikeudettomien osakkeiden mahdollistaminen vuoden 1978 OYL:ssa lisäisi sijoitusyhtiöiden perustamismahdollisuuksia. Vaihtuvapääomaisten sijoitusyhtiöiden toimintaedellytysten selvittämistä pidettiin kuitenkin siinä määrin osakeyhtiöoikeudellisena kysymyksenä, ettei siihen otettu kantaa vuonna 1992 vuoden 1987 SRL:iin (480/1987, kumottu) tehdyn osittaisuudistuksen yhteydessä vaan päädyttiin ainoastaan toteamaan lyhyesti, että toistaiseksi sijoitusrahastotoimintaa voitaisiin harjoittaa Suomessa vain rahastomuotoisena yhteisönä.

<sup>181</sup> Ks. vastaavasti esim. SFC 2017, s. 5; Vepsä 2021a, s. 31 ja Treasury (Australia) 2021, s. 17. Esimerkiksi Saksassa (ks. Ruk – Filipovic – Vuletic 2020, s. 178) on käyty debattia siitä, onko sikäläinen InvestmentAG ylipäättään osakeyhtiö vaiko täysin oma yhtiömuotonsa. Jos sääntely rakennetaan Irlannin tapaan täysin osakeyhtiösääntelystä erillisenä, on selvää, että kyseessä on oma yhtiömuotonsa.

<sup>182</sup> Ks. esim. OECD 2000, s. 19, jossa todetaan SICAV-sijoitusyhtiöiden olevan erityistä tarkoitusta varten perustettuja yhtiöitä (special purpose company).

sääntelyllä poiketaan yhtiöoikeuden asettamista etenkin osakepääomaa ja sen määrän muuttamista koskevista vaatimuksista.<sup>183</sup> Suomen kannalta sijoitusyhtiö on perusteltu, ja toimiakseen sen tulee täyttää kansainväliset kriteerit.

---

<sup>183</sup> Hooghiemstra 2019, s. 141 toteaa osuvasti: ”Finally, the strict capital requirements laid down in corporate law that are applicable to (public and private) limited companies and equivalent corporate legal forms are being derogated by (most) Member States under the ‘lex specialis’ Fund Forms in fund law.”



# LÄHTEET

## Kirjallisuus

- Aarnio, Aulis, Mitä lainoppi on? Tammi 1978.
- Aarnio, Aulis, Laintulkinnan teoria. Yleisen oikeustieteen oppikirja. WSOY 1989.
- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki I. 2., uudistettu painos. Talentum Media 2010. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a)
- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki II. 2., uudistettu painos. Talentum Media 2010. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b)
- ALFI, Guidance on the UCITS borrowing principles. Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI) 2009.
- Armour, John – Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier – Pargendler, Mariana, What Is Corporate Law?, s. 1–28 teoksessa Paul Davies – Wolf-Georg Ringe – Gerard Hertig – John Armour – Hideki Kanda – Edward Rock – Reinier Kraakman – Henry Hansmann – Mariana Pargendler – Luca Enriques – Klaus Hopt, The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach. Oxford University Press 2017.
- Barker, Roger M. – Chiu, Iris H.-Y., Corporate Governance and Investment Management: The Promises and Limitations of the New Financial Economy. Edward Elgar Publishing 2017.
- Bohan, Anne-Marie, Investing in the Future. International Financial Law Review 33(10) 2015, s. 46–47.
- Boire, L. – Kiswanto, L. – Wiklund, M. – Liu, J., Exploring Corporate Structure for Funds in Sweden. CEMS Business Project 2016.
- Browne, Mark, ICAV – the New Irish Collective Asset-Management Vehicle. The Investment Lawyer 22(6) 2015, s. 23–28.
- Bullard, Mercer, The rise and fall of the mutual fund brand, s. 22–56 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.
- Cornick, Tim, UK Introduces Open-Ended Investment Companies. International Financial Law Review 16(2) 1997, s. 29–32.
- DeMott, Deborah A., Fiduciary Contours: Perspectives on Mutual Funds and Private Funds, s. 57–78 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.
- Dietrich, Manfred – Müller, Nic, Das Gesetz von 2010 (OGAW/OGA), s. 10–161 teoksessa Jürgen F. Baur – Falko Tappen (Hrsg.), Investmentgesetze: Grosskommentar 3., neu bearbeitete Auflage. De Gruyter 2016.
- Ervasti, Kaijus, Oikeussosiologia ja oikeuspoliittinen tutkimus osana oikeustiedettä. Oikeustiede – Jurisprudentia XLIV:2011, s. 61–132.
- ESMA, EU Alternative Investment Funds. ESMA Annual Statistical Report 2021.
- European Central Bank, Financial Stability Review. November 2016.
- Financial Services Development Council (Hong Kong), Proposals on Legal and Regulatory Framework for Open-ended Investment Companies in Hong Kong. FSDC Research Paper No. 05. November 2013.

- Haapaniemi, Ossi – Rasinaho, Vesa, Scrip dividend ja muita tapoja tarjota varojenjaon vaihtoehtona oikeus saada tai myydä yhtiön osakkeita, s. 93–107 teoksessa Veikko Vahtera – Krista Rantasaari (toim.), Yhtiö, velka, velvoite: juhlaulkaisu Seppo Villa. Alma Talent 2021.
- Hanharan, Pamela – Ramsay, Ian, Regulation of mutual funds in Australia, s. 414–445 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.
- Harju, Ilkka – Syyrilä, Jarkko, Sijoitusrahastolainsäädäntö. WSOY Lakitieto 2001.
- Harju, Ilkka, Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto. Oikeushenkilöopillinen vertailu. Oikeustiede – Jurisprudentia LIII:2020, s. 5–102.
- Hazenberg, Jan, Investment Fund Governance: An empirical investigation of Luxembourg UCITS. Doctoral thesis, University of Luxembourg 2012.
- Hidén, Paulus – Ruotsalainen, Henri, Vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain soveltamisalasta. Defensor Legis 3/2014, s. 367–391.
- Hirvonen, Ari, Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja. Helsingin yliopisto 2011.
- Hooghiemstra, Sebastiaan, Towards Modernization of the Luxembourg Legal Form ‘Toolbox’ for Funds. JurisNews – Investment Management 8(3–4) 2019, s. 135–144.
- Horváthová, Alexandra, Protection of Retail Investors Through Their Empowerment. Regulation of Investment Companies in the European Union, the United Kingdom and the United States of America. Doctoral thesis, Central European University 2015.
- Hudson, Matthew, Fund Managers: The Complete Guide. John Wiley & Sons, Incorporated 2019.
- Husa, Jaakko, Oikeusvertailu. Teoria ja metodologia. Lakimiesliiton Kustannus 2013.
- Investment Management Association, Review of the Governance Arrangements of United Kingdom Authorised Collective Investment Schemes. Report by the Investment Management Association. February 2005.
- IOSCO, Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes. September 1997.
- IOSCO, Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds. November 2004.
- Isomaa-Myllymäki, Anita – Myllymäki, Janne, Omaa vai vierasta pääomaa – hybridilaina yhtiöoikeuden, kirjanpidon ja verotuksen pääomarakenteessa. Liikejuridiikka 1/2017, s. 33–82.
- Kolehmainen, Antti, Tutkimusongelma ja metodi lainopillisessa työssä. Edilex-sarja 2015/29.
- Kremer, Claude – Lebbe, Isabelle, Collective Investment Schemes in Luxembourg. Law and Practice. Second edition. Oxford University Press 2014.
- Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle, Osakeyhtiö 1–2. Kahdeksas uudistettu painos. Edita Publishing 2020.
- Lautjärvi, Kari, Välipääomarahoitus suomalaisen osakeyhtiön rahoituksen vaihtoehtona. Lakimies 7–8/2011, s. 1341–1362.
- Leppiniemi, Jarmo – Lounasmeri, Sari, Yrittäjärahoitus. Alma Talent Fokus 2020.

- Luca, Nicola de, Share Classes in Investment Funds and Fair Treatment of All Investors. *European Business Law Review* 32(4) 2021, s. 727–742.
- Marjosola, Heikki, Pörssiyhtiöiden omistuksen julkisuus Suomessa: EU-oikeudellinen selvitys. Valtiovarainministeriön julkaisu 30/2018. Valtiovarainministeriö 12.10.2018.
- Morley, John, The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation. *The Yale Law Journal* 123(5) 2010, s. 1228–1287.
- Morley, John, Collective Branding and the Origins of Investment Fund Regulation. *Virginia Law and Business Review* 6(3) 2012, s. 341–402.
- Morley, John, The Regulation of Mutual Fund Debt. *Yale Journal on Regulation* 30(2) 2013, s. 343–376.
- Morley, John – Curtis, Quinn, Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds. *The Yale Law Journal* 120(1) 2010, s. 84–142.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö I, Yleiset opit. 3., uudistettu painos. Talentum Media 2015.
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö II, Pääomarakenne ja rahoitus. 4., uudistettu painos. Alma Talent 2020.
- OECD, Standard rules for the operations of institutions for collective investment (Report by the Committee on Financial Markets). C(71)234. February 1972.
- OECD, Corporate governance and collective investment instruments: Secretariat background report. October 2000.
- Roiter, Eric D., Disentangling mutual fund governance from corporate governance. *Harvard Business Law Review* 6(1) 2016, s. 1–82.
- Roiter, Eric D., Exchange-traded funds: neither fish nor fowl, s. 247–266 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Edward Elgar Publishing 2018.
- Rounds, Charles E. Jr. – Dehio, Andreas, Publicly-Traded Open End Mutual Funds in Common Law and Civil Law Jurisdictions: A Comparison of Legal Structures. *New York University Journal of Law & Business* 3(2) 2007, s. 473–518.
- Ruk, M. – Filipovic, M. – Vuletic, S., Investment funds with legal personality – a true rival to mutual funds? *InterEULawEast: Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations* 7(2) 2020, s. 167–194.
- Schonfeld, V. – Kerwin, T., Organization of a Mutual Fund. *The Business Lawyer* 49(1) 1993, s. 107–161.
- Sillanpää, Matti J. – Vahtera, Veikko – Koski, Pauli, Yhtiöoikeus. Alma Talent Fokus 2021.
- Siltala, Raimo, Johdatus oikeusteoriaan. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut 2001.
- Siltala, Raimo, Oikeustieteen tieteenteoria. *Suomalainen Lakimiesyhdistys* 2003.
- Sin, Kam Fan, *The Legal Nature of the Unit Trust*. Clarendon Press 1997.
- Stafford, D. C., Mutual Funds in the European Economic Community. *Journal of Common Market Studies* 14(3) 1975, s. 240–254.
- Steck, Kai-Uwe – Fischer, Carsten, Better than Sicav. *International Financial Law Review*. February 2010.
- Turtiainen, Matti, *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Edita Publishing 2004.

- Vahtera, Veikko, Osakeomistuksen riski ja sääntely. CC Lakimiesliiton Kustannus 2011.
- Vahtera, Veikko, Sopimusajattelun käyttö osakeyhtiöoikeudessa. Lakimies 7–8/2012, s. 1048–1069.
- Vandamme, Roger, Towards a European market for the undertakings for collective investment in transferable securities. Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985. Luxembourg, Office for Official Publications of the European Communities 1988.
- Vepsä, Antti, Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot. Edilex-sarja 2021/18. (Vepsä 2021a)
- Vepsä, Antti, Sateenvarjomuotoisen sijoitusyhtiön oikeudelliset erityiskysymykset – oikeusvertailevia näkökohtia. Liikejuridiikka 2/2021, s. 84–140. (Vepsä 2021b)
- Viitala, Tomi, Rahastot – muoto, sääntely ja verotus. Defensor Legis 4/2018, s. 528–546.
- Warburton, A. Joseph, Should Mutual Funds Be Corporations – A Legal & Econometric Analysis. Journal of Corporation Law 33(3) 2008, s. 745–776.
- Warburton, A. Joseph, Trusts Versus Corporations: An Empirical Analysis of Competing Organizational Forms. Journal of Corporation Law 36(1) 2010, s. 183–220.
- Warburton, A. Joseph, Mutual fund capital structure. Marquette Law Review 100(3) 2017, s. 671–755.
- Wegman, Hanneke, Investor protection: towards additional EU regulation of investment funds? Doctoral thesis, Leiden University 2016.
- Zetzsche, Dirk, Competitiveness of Financial Centers in Light of Financial and Tax Law Equivalence Requirements. IFS – Propter Homines Chair Working Paper 005/2015.
- Zetzsche, Dirk, The Anatomy of European Investment Fund Law, s. 302–359 teoksessa William A. Birdthistle – John Morley (eds), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds. Edward Elgar Publishing 2018.

## **Virallisaineisto**

### *Kotimaiset virallislähteet*

- Suomen Pankki, Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö. Suomen Pankki 1971.
- 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 (Hallituksen esitys n:o 22/1977 vp).
- Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 238/1986 vp).
- Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolakityöryhmän muistio. Työryhmämuistio, 1990:VM 21.
- Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 309/1992 vp).
- Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 59/1996 vp).
- Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 109/2005 vp).

Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi (HE 94/2013 vp).  
 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi tilintarkastuslain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 70/2016 vp).  
 Valtiovarainministeriö, Arviomuistio sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisesta. 2.11.2016.  
 Valtiovarainministeriö, Lausuntopalaute arviomuistiosta sijoitusrahastolain uudistamisesta. 19.1.2017.  
 Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus: työryhmämuistio. Valtiovarainministeriön julkaisu 5/2018.  
 Valtiovarainministeriö, Lausuntoyhteenveto Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus -työryhmämuistiosta. 31.5.2018.  
 Valtiovarainministeriö, Eri sijoitusmuotojen verokohtelu: Työryhmäraportti. Valtiovarainministeriön julkaisu 14/2018.  
 Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (243/2018 vp).

## *Ulkomaiset säädökset*

### **Hongkong**

Securities and Futures Ordinance (Cap. 571).

### **Irlanti**

Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015.

### **Iso-Britannia**

The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).  
 The Financial Conduct Authority, Collective Investment Scheme Sourcebook. Release 14, December 2021.

### **Luxemburg**

Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales (en vigueur au 1er janvier 2020). (Loi de 1915)  
 Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et portant  
 – modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif,  
 – modification de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée.  
 (Mém. A 2007, N° 13). (Loi de 2007)  
 Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et  
 – portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte) ;

- portant modification :
- de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif ;
- de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d’investissement spécialisés ;
- de l’article 156 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l’impôt sur le revenu (Mém. A 2010, N° 239). (Loi de 2010)

## **Ranska**

Code monétaire et financier. Version en vigueur au 24 juin 2021.

## **Singapore**

Variable Capital Companies Act 2018 (No. 44 of 2018).

## *Muut ulkomaiset virallislähteet*

- Securities and Exchange Commission, United States, Institutional investor study report of the Securities and Exchange Commission. March 1971.
- Kungl. Maj:ts proposition med förslag till aktiefondslag, m.m. Proposition 1974:128.
- Securities and Investments Board, Regulated Collective Investment Schemes. Key Policy Issues. Discussion Paper. October 1993.
- Securities and Investments Board, Open Ended Investment Companies. Consultative Paper 93. October 1995.
- Securities and Investments Board, Proposed Regulations for Open Ended Investment Companies. October 1996.
- Company Law Review Group (Ireland), First Report (2000 - 2001).
- Investeringsfonder förslag till ny lag. SOU 2002:56.
- European Commission, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Accompanying the Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC. IMPACT ASSESSMENT. {COM(2009) 207} {SEC(2009) 577} /\* SEC/2009/0576 final \*/.
- Department of Taoiseach, Strategy for the International Financial Services Industry in Ireland 2011–2016. July 2011.
- Ehdotus EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI tietyntyyppisten yritysten vuositilinpäätöksistä, konsolidoiduista tilinpäätöksistä ja niihin liittyvistä kertomuksista. KOM/2011/0684 / 3 - 2011/0308 (COD). (COM 2011/0684).
- ESMA, Guidelines on key concepts of the AIFMD. 13 August 2013.
- General Scheme of the Irish Collective Asset-management Vehicle Bill 2014.
- Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Open-ended Fund Companies consultation paper. March 2014.
- Regulatory Impact Analysis (RIA) of the Irish Collective Asset-management Vehicles Bill 2014.

- ESMA, Guidelines for competent authorities and UCITS management companies. Guidelines on ETFs and other UCITS issues. 1 August 2014. (ESMA 2014a)
- ESMA, Discussion paper. Share classes of UCITS. 23 December 2014. (ESMA 2014b)
- Irish Collective Asset-Management Vehicles Bill 2014. Explanatory Memorandum. January 2015.
- FCA, UCITS V implementation and other changes to the Handbook affecting investment funds. Consultation Paper 15/27. September 2015.
- Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong), Open-ended Fund Companies. Consultation conclusions. January 2016.
- ESMA, Discussion paper. UCITS share classes. 06 April 2016.
- En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad. Slutbetänkande av 2014 års fondutredning. SOU 2016:45.
- ESMA, Share classes of UCITS. Opinion. 30 January 2017.
- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Singapore Variable Capital Companies. March 2017.
- The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Paper on the Securities and Futures (Open-ended Fund Companies) Rules and Code on Open-ended Fund Companies. June 2017.
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2017. Exposure draft explanatory materials.
- Regeringens proposition 2017/18:5. Bättre förutsättningar för fondsparande och hållbara val.
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2018. Exposure draft explanatory materials.
- Monetary Authority of Singapore, Response to feedback received on the proposed framework for Singapore Variable Capital Companies. September 2018.
- Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Variable Capital Companies. Part 2. Response to Feedback Received. January 2020.
- The Securities and Futures Commission of Hong Kong, Consultation Conclusions on Proposed Enhancements to the Open-ended Fund Companies Regime and Further Consultation on Customer Due Diligence Requirements. September 2020.
- ESMA, Guidelines on Article 25 of Directive 2011/61/EU. Final report. 17 December 2020.
- Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021. Exposure draft explanatory materials.

## Muut lähteet

- CSSF, Basic statistical data on UCIs – March 2022, <https://www.cssf.lu/en/Document/basic-statistical-data-on-ucis-march-2022/> (viitattu 21.5.2022).
- Danske Invest SICAV, articles of incorporation 31.7.2020.
- Invesco Funds SICAV, articles of incorporation 30.9.2016.
- Rolinco N.V. Prospectus 10 March 2021.

Suomen Pankki, sijoitusrahastolista 31.3.2022, <https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/sijoitusrahastolista/> (viitattu 10.5.2022)

## OIKEUSTAPAUKSET

Helsingin HAO 09.07.2020 20/1327/3.

E v. Veronsaajien oikeudenvallontayksikkö, C-480/19, ECLI:EU:C:2021:334.

A SCPI v. Veronsaajien oikeudenvallontayksikkö, C-342/20, ECLI:EU:C:2022:276.



## LYHENTEET

AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
ALFI	Association of the Luxembourg Fund Industry
CCIV	Corporate Collective Investment Vehicle
CIS	Collective Investment Scheme
CLRG	Company Law Review Group (Ireland)
COLL	Collective Investment Schemes sourcebook
COM	European Commission
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
EC	Commission of the European Communities
ECB	European Central Bank
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETF	Exchange-Traded Fund
ETY	Euroopan talousyhteisö
EU	Euroopan unioni
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
EY	Euroopan yhteisö
FCA	Financial Conduct Authority
FSDC	Financial Services Development Council (Hong Kong)
FSTB	Financial Services and the Treasury Bureau (Hong Kong)
HAO	Hallinto-oikeus
HE	Hallituksen esitys
ICAV	Irish Collective Asset Management Vehicle
IMA	Investment Management Association (UK)
InvestmentAG	Investmentaktiengesellschaft
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
KHO	Korkein hallinto-oikeus
MAS	Monetary Authority of Singapore
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OEIC	Open-Ended Investment Company
OYL	Osakeyhtiölaki (646/2006)
PRH	Patentti- ja rekisterihallitus
RIA	Regulatory Impact Analysis
SFC	Securities and Futures Commission of Hong Kong
SI	Statutory Instrument
SIB	Securities and Investments Board
SICAF	Société d'Investissement à Capital Fixe
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SOU	Statens offentliga utredningar
SRL	Sijoitusrahastolaki (213/2019)
SVOP	Sijoitettu vapaa oma pääoma

TilinpäätösVMA	Valtiovarainministeriön asetus rahastoyhtiön, sijoitusrahaston ja vaihtoehdorahaston tilinpäätökseen sisältyvän tuloslaskelman ja taseen kaavasta, tilinpäätökseen liitettävästä toimintakertomuksesta sekä sijoitusrahaston puolivuotiskatsauksesta (231/2014)
TVL	Tuloverolaki (1535/1992)
UCI	Undertakings for collective investment
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
VCC	Variable Capital Company
VM	Valtiovarainministeriö
Vuoden 1978 OYL	Osakeyhtiölaki (734/1978, kumottu)
Vuoden 1987 SRL	Sijoitusrahastolaki (480/1987, kumottu)

## ABSTRACT

In Finland, a UCITS cannot be set up in the form of an investment company, even though the UCITS Directive allows it. The purpose of this article is to examine what kind of capital system would be appropriate for investment companies with variable capital if their establishment were allowed under Finnish law. The examination found that, as far as collective investment activities are concerned, the provisions of the Limited Liability Companies Act (osakeyhtiölaki 646/2006, “the Companies Act”) on varying the share capital and the amount of shares are complex, administratively inappropriate and time consuming, as the processes often require the involvement of both corporate bodies and authorities. Therefore, conducting collective investment activities as a limited liability company by varying the number of shares and share capital is not the most appropriate solution; instead, a more flexible outcome would be achieved by utilizing the limited liability company’s invested unrestricted equity fund.

In principle, the Companies Act’s provisions do allow for collective investment activities, but the framework of the Companies Act’s requirements would make collective investment activities more disadvantageous for a limited liability company compared to using existing contractual fund forms, namely investment funds or special investment funds. Inflexible provisions on the varying of share capital and the number of shares for the operation of investment companies would force them to use the limited liability company’s unrestricted equity capital. A limited liability company operating through investments in the unrestricted equity fund would be a completely new and as yet unknown structure. In addition to the unfavourable position of the national market, such structures would not be easily marketable abroad, as the structure would be unfamiliar for foreign investors and require considerable learning costs. In addition, the limited liability company is at a tax disadvantage compared to investment funds and its form does not allow for the typical characteristics of investment companies, such as the umbrella fund structure. The unsuitability of the Companies Act’s provisions for conducting collective investment activities and the lack of related tax regulations are the main reasons why only a few alternative investment funds have been established in the form of a limited liability company in Finland, although this is not directly prevented by legislation.

From the international regulatory practice and regulatory competitiveness point of view, building an investment company to operate based on the current Companies Act would be an artificial and coercive solution that

would not recognize the need for special regulation of investment companies. If the regulation of investment companies were built imprecisely and in deviation from established international practice, the new fund form would risk not being introduced in the fund industry. Investment companies need genuinely variable share capital, so they should be able to vary the size of their share capital in order to organize subscriptions and redemptions flexibly. The total share capital of an investment company must always be equal to the net asset value of investment company. Correspondingly, the book value of an investment company's share is equal to the share of the investment company's net asset value allocated to one share, in which case the shares have no nominal value. The shares of the investment company must be issued, redeemed or repurchased at a price equal to the net asset value of the investment company divided by the number of shares issued by the investment company. The investment company must cancel the redeemed shares, in which case the share capital must be reduced for the amount that the investment company paid for the redeemed shares.

Due to the different capital regime required for a variable capital investment company and the internationally accepted regulatory practices, it is not appropriate to think of a variable capital investment company as a limited liability company but as an investment fund. The regulation of variable capital investment companies should not be based on the regulation and principles of limited liability companies. The issue should be assessed in the light of the specific needs of collective investment schemes, which means seeking solutions from fund regulations and regulation of similar foreign structures. As a legal phenomenon, a typical variable capital investment company is not like any other commercial limited liability company but is a special purpose company tailored for the needs of collective investment activities. A variable capital investment company is a kind of special purpose company, where fund-specific regulations deviate in particular from the requirements of the company law regarding the capital system. From Finland's point of view, the investment company is a justified construction and in order to operate successfully, it must meet the international standards of similar structures.