



---

# Sopimusperusteisesta rahastosta yhtiömuotoon - konversion oikeudellinen rakenne ja de lege ferenda -malli

---

Antti Vepsä

## TIIVISTELMÄ

Artikkeli tarkastelee sopimusperusteisen sijoitusrahaston muuntamista yhtiömuotoiseen rakenteeseen – vaihtuvapääomaiseksi sijoitusyhtiöksi – jatkuvuusperiaatteen nojalla. Artikkelin keskeinen argumentti on, että sulautuminen ei muodosta tehokkaasti skaalautuvaa siirtymäinstrumenttia tilanteissa, joissa tavoitteena on mahdollistaa laajamittainen siirtymä uuteen yhtiömuotoiseen rahastorakenteeseen. Sulautuminen on menettelyintensiivinen transaktio, johon liittyy pakollinen lunastusikkuna, tuottohistorian jatkuvuuden viranomais-arvionvaraisuus sekä merkittävät transaktiokustannukset. Suora konversio on näistä syistä funktionaalisesti perustellumpi siirtymäinstrumentti, kun tavoitteena on rahaston oikeudellisen identiteetin, sopimussuhteiden, prosessuaalisen aseman ja tuottohistorian katkeamaton säilyminen.

*De lege ferenda* -näkökulmasta tarkoituksenmukaisin ratkaisu on määräaikainen, yksisuuntainen ja verotuksellisesti jatkuvuuteen perustuva konversiomekanismi. Sen avulla voidaan poistaa rakenteellinen epäsymmetria uusien ja olemassa olevien rahastojen välillä: uusille rahastoille yhtiömuotoinen vaihtoehto on välittömästi saatavilla, kun taas vanhat sopimusperusteiset rahastot ovat perustamishetkellä toimineet tilanteessa, jossa tämä vaihtoehto ei ollut käytettävissä. Vertaileva tarkastelu osoittaa, että uuden rahastorakenteen käyttöönotto ilman erillistä konversiomekanismia ei välttämättä johda sen laajamittaiseen omaksumiseen olemassa olevan rahastokannan osalta.

## 1 Johdanto

### 1.1 Konversion käsite, lähtökohdat ja tutkimuskohteen oikeudellinen luonne

Nykyisin Suomen rahastosääntely tuntee ainoastaan yhteistä sijoitustoimintaa varten tarkoitettuina erityisinä oikeudellisina rakenteina sopimusperusteiset sijoitusrahastot ja erikoissi-

joitusrahastot. Konversiolla<sup>1</sup> tarkoitetaan tässä artikkelissa menettelyä, jossa olemassa oleva sijoitusrahastolain (213/2019, SRL) mukainen sopimusperusteinen sijoitusrahasto tai vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (162/2014, AIFML) mukainen erikoissijoitusrahasto muunnetaan yhtiömuotoiseksi rahastoksi eli vaihtuvapääomaiseksi sijoitusyhtiöksi (tarkalleen ottaen sen alarahastoksi) ilman rahaston purkamista. Tämä artikkeli lähestyy kysymystä *de lege ferenda* -näkökulmasta: tarkoituksena on hahmottaa tarkoituksenmukaisin sääntelymalli konversiomekanismille.

Sopimusperusteisen sijoitusrahaston oikeudellinen luonne on suomalaisessa oikeustieteessä tunnustettu haastavaksi eikä se palaudu ongelmitta perinteisiin yksityisoikeudellisiin kategorioihin. Sijoitusrahasto on erityissääntelyn varaan rakentuva, sopimusverkkoon perustuva jaoton yhteisomistussuhde, jossa varat kuuluvat osuudenomistajille yhteisesti, mutta rahasto ei ole oikeushenkilö eikä oikeustoimikelpoinen; rahastoyhtiö toimii rahaston puolesta ja lukuun. *Harjun* mukaan sijoitusrahasto voidaan vallitsevasta oikeushenkilöopista poiketen hahmottaa passiivisesti oikeuskelpoisena – rakenteena, joka voi saada oikeuksia ja tulla velvoitetuksi ilman aktiivista oikeustoimikelpoisuutta tai prosessuaalista asianosaisasemaa.<sup>2</sup> *Wuolijoki* on todennut, ettei rahaston oikeusasemaa koskeva käsitteistö asetu ongelmitta perinteiseen oikeushenkilöoppiin ja pitää oikeuskelpoisuuteen vetoamista terminologisesti jännitteellisenä.<sup>3</sup> *Vepsä* on puolestaan katsonut, ettei passiivisen oikeuskelpoisuuden käsite ole välttämätön lähtökohta: oikeuksia ja velvollisuuksia kirjataan rahaston nimiin käytännöllisistä syistä, mutta kyse on ennemmin sopimusjärjestelyyn ja pakottavaan erityislainsäädäntöön nojaavasta kollektiivirakenteesta, jota rahastoyhtiö edustaa osuudenomistajien lukuun.<sup>4</sup>

Tämä oikeudellinen monitulkintaisuus taustoittaa jäljempänä tarkasteltavaa konversiomallia. On kuitenkin syytä korostaa, että konversio ei ratkea oikeushenkilöopillisten luokittelukysymysten varassa: muuntamisen kannalta ratkaisevaa on rahaston taloudellinen identiteetti – sen varallisuus, sopimussuhteet, tuottohistoria ja sijoittajien oikeudet – sekä se, miten nämä elementit voidaan siirtää yhtiömuotoiseen rakenteeseen jatkuvuusperiaatetta noudattaen. Se, pidetäänkö sopimusperusteista rahastoa oikeussubjektina vai ei, ei ole konversiomekanismin toimivuuden kannalta määräävä tekijä.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Termillä konversio viitataan tässä artikkelissa jatkuvuusperiaatteeseen perustuvaan rahaston oikeudellisen muodon muutokseen, jossa rahasto ei lakkaa olemasta, vaan jatkaa toimintaansa uudessa oikeudellisessa muodossa. Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa samasta ilmiöstä on käytetty ilmaisua rahastomuodon muuttaminen; ks. Antti Vepsä, *Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö*. Väitöskirja, Tampereen yliopisto 2023, s. 224–226. Tässä artikkelissa käsitteellisesti konversio on kuitenkin analyttisesti täsmällisempi valinta erityisesti kahdesta syystä. Ensinnäkin se erottaa nyt tarkasteltavan jatkuvuusperiaatteeseen perustuvan mekanismin muista rahastomuodon muuttamisen tekniikoista – ennen muuta sulautumisesta. Toiseksi termi ”conversion” on vakiintunut kansainvälisessä aineistossa juuri tämän tyyppisten, purkautumatta tapahtuvien muodonmuutosten kuvaamiseen.

<sup>2</sup> Ilkka Harju, *Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto*. Oikeushenkilöopillinen vertailu. Oikeustiede – Jurisprudentia LIII:2020, s. 5–102, 76.

<sup>3</sup> Sakari Wuolijoki, *Sijoitusrahasto-osuuden panttaus*. Defensor Legis 3/2007, s. 406–418, 408.

<sup>4</sup> Antti Vepsä, *Yhteissijoitusyritysten oikeudelliset muodot*. Edilex-sarja 2021/18, s. 22.

<sup>5</sup> Kuten edellä on todettu, tämän artikkelin tarkoituksena on pääasiallisesti arvioida *de lege ferenda*, millaisella sääntelymallilla sopimusperusteinen sijoitusrahasto voidaan muuntaa yhtiömuotoiseksi rahastoksi. Sopimusperusteisen rahaston oikeudellista perusluonnetta koskeva oikeushenkilöopillinen kysymys muodostaa tärkeän taustan mutta ei artikkelin itsenäistä tutkimuskohdetta.

Vaihtuvapääomaisella sijoitusyhtiöllä tarkoitetaan yhtiömuotoista rahastoa, jonka osakepääoma on vaihtuva ja jonka määrä muuttuu osakkeiden merkitsemisen ja lunastamisen seurauksena. Sijoitusyhtiömuodossa rahaston varallisuuden omistaa yhteiseen sijoitustoimintaan tarkoitettu erillinen oikeushenkilö, jonka osakkeet rahastosijoittajat omistavat. Osakkeenomistajan vastuu rajoittuu sijoitettuun pääomaan. Rakenteelle on tyypillistä sateenvarjomalli: sijoitusyhtiö jakaantuu alarahastoihin, joiden varat ja velvoitteet pidetään erillään toisistaan. Tämä mahdollistaa useita sijoitusstrategioita yhden oikeushenkilön sisällä ja rajaa alarahastojen välisiä riskejä.<sup>6</sup>

Sijoitusyhtiöt jakautuvat EU-säätelykehikossa kahteen pääluokkaan: yhteissijoitusyritysmuotoisiin sijoitusyhtiöihin (UCITS) ja vaihtoehtorahastomuotoisiin sijoitusyhtiöihin (AIF). Erottelu on konversiomekanismin kannalta keskeinen, koska SRL:n mukainen sijoitusrahasto muuntuu yhteissijoitusyritysmuotoiseksi sijoitusyhtiöksi ja AIFML:n mukainen erikoissijoitusrahasto vaihtoehtorahastomuotoiseksi sijoitusyhtiöksi.

Konversio tarkoittaa käytännössä sitä, että rahastoyhtiön tai vaihtoehtorahastojen hoitajan hoitama sopimusperusteinen rahasto muuttuu sijoitusyhtiön alarahastoksi. Jos muunnettava rahasto on jo sateenvarjorahasto, jolla on useampia alarahastoja, nämä olemassa olevat alarahastot vastaavat muuntamisen jälkeen sijoitusyhtiön alarahastoja. Konversion seurauksena rahasto-osuudenomistajista tulee sijoitusyhtiön osakkeenomistajia.

Konversion oikeudellinen perusidea on jatkuvuusperiaate: sopimusperusteinen rakenne päättyy muuntamispäivänä muodollisena oikeusmuotona, mutta rahaston toiminnallinen identiteetti, varallisuus ja oikeudelliset suhteet jatkuvat keskeytymättä yhtiömuotoisessa rakenteessa. Tavoitteena on säilyttää mahdollisimman täydellisesti rahaston identiteetti, tuottohistoria, rekisteröinnit sekä asiakas- ja sopimussuhteet. Muunnon tulee olla sekä hallinnollisesti että markkinoinnillisesti keskeytymätön.

## 1.2 Miksi konversio tarvitaan

### 1.2.1 Taustaa ja aiheen ajankohtaisuus

Suomessa vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön käyttöönottoa on harkittu useaan otteeseen – ja yhtä monta kertaa hanke on jäänyt toteutumatta. Rakennekeskustelu käynnistyi jo 1970-luvulla: Suomen Pankin vuonna 1970 asettama toimikunta otti lähtökohdakseen nimenomaan sijoitusyhtiömuodon<sup>7</sup>, ja asiasta laadittiin mietintö ja hallituksen esitys (HE 22/1977 vp)<sup>8</sup>, joka kuitenkin raukesi poliittisten erimielisyyksien seurauksena. Tämän jälkeen Suomi päätyi vuoden 1987 sijoitusrahastolaissa (480/1987) sopimusperusteiseen rahastorakenteeseen.<sup>9</sup> Hankkeesta tuli institutionaalinen polkuriippuvuus, joka on sittemmin jatkunut: monet myöhemmät sääntelyn uudistushankkeet ovat päätyneet siirtämään yhtiömuotokäytännön

<sup>6</sup> Ks. esim. Vepsä 2021, s. 30–31 ja 33–35.

<sup>7</sup> Ks. Suomen Pankki, Sijoitusyhtiötoimikunnan mietintö. Suomen Pankki 1971, s. 2–3.

<sup>8</sup> 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 pankkitarkastuslain muuttamisesta (1977 vp n:o 22), s. 1.

<sup>9</sup> Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 238/1986 vp), s. 6.

jatkovalmisteluun.<sup>10</sup> Viimeisin tilaisuus avautui sijoitusrahastolain kokonaisuudistushankkeessa (2016–2019), jossa sijoitusyhtiörakenne oli jälleen esillä; tälläkin kertaa kysymys siirrettiin jatkovalmisteluun oikeudellisen monimutkaisuuden vuoksi, ja vuoden 2018 mietinnössä arvioitiin sääntelyvaihtoehtoja (osakeyhtiölainsäädäntöpohjainen ratkaisu, erillislaki tai sijoitusrahastolain muutos) – mutta varsinaiseen sääntelyratkaisuun ei päädytty.<sup>11</sup>

Tähän historialliseen taustaan nähden kysymys on nyt erittäin ajankohtainen. Valtiovarainministeriö asetti 23.9.2025 rahastorakenne-työryhmän, jonka nimenomaisena tehtävänä on kehittää Suomeen kansainvälisiä toimintamalleja vastaava yhteisömuotoinen rahastorakenne ja laatia ehdotukset tarvittavista muutoksista myös verolainsäädäntöön.<sup>12</sup> Taustalla on hallituksen puoliväliriihen (23.4.2025) kasvutoimikirjaus, joka pohjautuu Kasvuriihi-loppuraportin (*Murto ym.* 2025) suositukseen, joissa todetaan nimenomaisesti kotimaisen rahastorakenteen kehittämistarpeen kytkeytyvän pääomamarkkinoiden ja pääomasijoitus-toiminnan kilpailukyyn vahvistamiseen.<sup>13</sup> Asettamispäätöksessä todetaan, että työryhmän tehtävänä on kehittää yhteissijoittamisen rahastorakenteita tavoitteenaan parantaa Suomen kykyä houkuttaa ainoana pohjoismaisena euromaana riski- ja muuta pääomaa. Puoliväliriihen kirjauksissa 23.4.2025 tavoitteeksi asetettiin nimenomaisesti kansainvälisiä toimintamalleja vastaavan yhteisömuotoisen rahastorakenteen kehittäminen Suomeen.<sup>14</sup>

Yhtä kiinnostavaa on, mitä tapahtuu Suomen lähinaapurissa. Ruotsissa on selvitetty vastaavaa rakennetta nyt kolmatta kertaa 2000-luvulla. Aiemmat selvitykset (SOU 2002:56 ja SOU 2016:45) eivät johtaneet lainsäädäntötoimiin – viimeisin osaksi siksi, että selvitykseen ei sisällynyt verosääntelyä koskevia ehdotuksia.<sup>15</sup> Tuoreimmassa hankkeessa Ruotsiin asetettiin maaliskuussa 2024 uusi selvitys, jonka osaselvitys valmistui toukokuussa 2025 ja lopullinen pääraportti (SOU 2025:117) joulukuussa 2025. Selvitys ehdottaa *fondandelsbolag*-rakenteen luomista UCITS-rahastoille ja AIF-rahastoille ja lakiehdotusten voimaantuloksi ehdotetaan 1.7.2027.<sup>16</sup> Ruotsin selvityksen mukaan rahastotoiminta muodostaa Euroopassa selkeästi ra-

---

<sup>10</sup> Vuoden 1990 sijoitusrahastolakityöryhmä katsoi tarkoituksenmukaiseksi, että vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskevaa sääntelyä olisi perusteltua kehittää osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä (Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolakityöryhmän muistio. Työryhmämuistio 1990:VM 21, s. 26 ja 29). Myöhemmin Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 309/1992 vp), s. 27, kuitenkin rajasi asian kyseessä olevan hallituksen esityksen ulkopuolelle ja siirsi sääntelyn jatkovalmistelun nimenomaan osakeyhtiölain uudistamishankkeen yhteyteen.

<sup>11</sup> Ks. Valtiovarainministeriö, Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus: työryhmämuistio. Valtiovarainministeriön julkaisuja 5/2018, s. 14 ja 52 ja Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 243/2018 vp), s. 53.

<sup>12</sup> Valtiovarainministeriö, Yhteissijoittamisen rahastorakenteiden kehittäminen. Asettamispäätös VN/17468/2025. Valtiovarainministeriö 23.9.2025, s. 1–2.

<sup>13</sup> Risto Murto – Pekka Sinko – Saara Tamminen, Kasvuriihi-loppuraportti. Valtioneuvoston julkaisuja 2025:25. Valtioneuvosto 2025, s. 43 ja VN/17468/2025, s. 2.

<sup>14</sup> VN/17468/2025, s. 1–2.

<sup>15</sup> Fondandelsbolag – för en mer konkurrenskraftig fondmarknad. SOU 2025:117, s. 349–352. Vuoden 2002 selvityksessä (Investeringsfonder – förslag till ny lag. SOU 2002:56. Stockholm 2002) tunnistettiin yhtiömuotoisten rahastojen edut mutta katsottiin, ettei kysymystä voitu ratkaista toimeksiannon puitteissa. Toisaalta vuoden 2016 selvityksessä (En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad. Slutbetänkande av 2014 års fondutredning. SOU 2016:45. Stockholm 2016) ehdotettiin *investeringsbolag*-rakennetta mutta jätettiin verosääntelyehdotukset kokonaan esittämättä, mitä kritisoiitiin lausuntokierroksella voimakkaasti.

<sup>16</sup> SOU 2025:117, s. 23 ja 36.

jat ylittävän markkinan, jossa yhtiömuotoiset rahastot – erityisesti SICAV-rakenteet – ovat vakiintunut ja markkinoita hallitseva toimintamalli. Selvitys tuo esiin, että tämän rakenteellisen kehityksen vuoksi Ruotsilla on todettavissa konkreettinen kilpailuhaitta: ruotsalaiset rahastoyhtiöt joutuvat perustamaan yhtiömuotoisia rahastoja ulkomaille voidakseen tarjota niitä Ruotsin markkinoilla.<sup>17</sup>

Kansainvälinen kehitys on 2010- ja 2020-luvuilla ollut nopeaa ja useisiin suuntiin etenevää. Useat merkittävät rahastokeskittymät ovat ottaneet käyttöön omat sijoitusyhtiörakenteensa: Hongkong vuonna 2018<sup>18</sup>, Singapore 2020<sup>19</sup>, Australia 2022<sup>20</sup> ja Mauritius<sup>21</sup> samana vuonna. Euroopan keskeisissä rahastokeskittymissä – Luxemburgissa ja Irlannissa – yhtiömuotoiset rahastot ovat jo pitkään muodostaneet markkinoiden pääasiallisen rakenneratkaisun, ja esimerkiksi Irlannin ICAV-malli on ollut niin menestyksekkäs, että se on lyhyessä ajassa syrjäyttänyt aiemmin vakiintuneen VCC-rakenteen.

Tässä kansainvälisessä kontekstissa Suomen tilannetta ei voida pitää marginaalisena poikkeamana, vaan kyse on kehittyneen sijoitusmarkkinan rakenteellisesta puutteesta, jonka korjaaminen edellyttää sekä uuden rahastomuodon käyttöönottoa että sen toimivuutta varmistavia siirtymämekanismia. Nykyisessä suomalaisessa sääntelyvalmistelussa olennainen kysymys ei siten ole ainoastaan uuden rahastorakenteen luominen, vaan myös se, miten olemassa oleva laaja sopimusperusteinen rahastokanta voidaan tuoda tasavertaisesti uuden rakenteen piiriin. Tämä näkökulma muodostaa perustan myös jakson 1.2.3 analyysille.

### 1.2.2 Kansainvälinen standardi ja Suomen kilpailuasema

Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö on ollut etenkin avointen rahastojen kansainvälinen standardirakenne 1990-luvulta lähtien, ja rahastotoiminta on keskittynyt lainkäyttöalueille, jotka tarjoavat toimivia ja monipuolisia rakenteita rahastojen perustamiseen ja hallintointiin. Suomen kilpailuasema on tässä suhteessa epäedullinen, sillä maassa ei ole ollut tarjolla vaihtuvapääomaista yhtiörakennetta rahastotoiminnan käyttöön. Tämän rakenteellisen puutteen seurauksena suomalaiset toimijat ovat siirtäneet rahastotoimintaa ulkomaisiin lainkäyttöalueisiin, mikä on johtanut verotulojen menetyksiin ja heikentänyt alan kotimaista työllisyyskehitystä.<sup>22</sup>

Sopimusperusteinen rahastorakenne on Pohjoismaiden ulkopuolella usein heikosti tunnettu, mikä voi lisätä rahaston kansainväliseen markkinointiin ja jakeluun liittyviä toiminnallisia esteitä ja monimutkaistaa sijoittajaviestintää. Kansainvälisesti vakiintunut sijoitusyhtiörakenne voi vähentää ulkomaisten sijoittajien *due diligence* -kustannuksia ja parantaa rajat ylittävän markkinoinnin edellytyksiä. Lisäksi rahastojen kotipaikan ja rahastotoiminnan tukipalveluiden – hallinnoinnin, kirjanpidon, säilytyksen, tilintarkastuksen ja lakipalvelui-

<sup>17</sup> SOU 2025:117, s. 26–27 ja 363–366.

<sup>18</sup> OFC-rakenne (Open-ended Fund Company).

<sup>19</sup> VCC-rakenne (Variable Capital Company).

<sup>20</sup> CCIV-rakenne (Corporate Collective Investment Vehicle).

<sup>21</sup> Mauritius VCC.

<sup>22</sup> Vepsä 2023, s. V ja 171.

den – sijainnin välillä on todettu olevan yhteys, jolloin rahastojen kotipaikan turvaaminen Suomeen tukee kansallista työllisyyttä ja verokertymää.<sup>23</sup>

Vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä tarkastelevan kotimaisen tutkimuksen mukaan Suomessa tulisi harjoittaa puolustavaa sääntelykilpailua rahastotoiminnan siirtymisen estämiseksi ja tasavertaisten toimintaedellytysten turvaamiseksi suhteessa muihin maihin. Puolustava sääntelykilpailu tarkoittaa muualla toimiviksi osoittautuneiden rakenteiden omaksumista sen sijaan, että kehitettäisiin omintakeisia sääntelyinnovaatioita, joiden kilpailuvaikutuksia ei tunneta. Rakenne, joka vastaa tunnettuja kansainvälisiä malleja, pitää *due diligence*- ja oppimiskustannukset alhaisina sekä kotimaisille että ulkomaisille toimijoille.<sup>24</sup>

### 1.2.3 Konversion tarve

Jos vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiörakenne otetaan käyttöön ilman konversiomekanismia, olemassa oleva sopimusperusteinen rahastokanta voi jäädä erilliseksi kokonaisuudeksi vanhaan muotoon, joka elää rinnakkain uuden rakenteen kanssa. Tällainen rakenteellinen kahtiajako on hallinnollisesti raskas ja voi viestiä markkinatoimijoille ja sijoittajille sääntelyn epäjärjestelmällisyydestä. Sääntelyn tarpeetonta monimutkaisuutta tulee välttää, eikä Suomen tulisi ottaa käyttöön malleja, jotka lisäävät oikeudellista epävarmuutta.<sup>25</sup>

Lisäksi ilman konversiomekanismia pienet ja keskiuuret rahastoyhtiöt, joilla ei ole resursseja perustaa uusia rahastoja vanhojen rinnalle tai toteuttaa raskaita sulautumis- ja rakenejärjestelyjä, voivat jäädä uudistuksen ulkopuolelle. Konversio on siten edellytys sille, että uudistuksen hyödyt voivat levitä tehokkaasti koko rahastosektorille.

Kansainvälinen vertailu (ks. jakso 3 jäljempänä) osoittaa, että menestyksekkäät rahastorakenteen uudistukset sisältävät tyypillisesti nimenomaiset siirtymämekanismit. Ruotsin tuoreessa selvityksessä (SOU 2025:117) ehdotetaan uutta *fondandelsbolag*-rakennetta ja esitetään muun muassa voimaantuloa sekä lupien jatkumista koskevia siirtymäsäännöksiä, mutta olemassa olevan rahastokannan ”muuntoreittiä” ei erikseen rakenneta sääntelyyn.<sup>26</sup>

Käynnissä olevan suomalaisen sääntelyhankkeen kannalta keskeinen kysymys on, miten nykyinen laaja sopimusperusteinen rahastokanta voidaan saattaa uuden yhtiömuotoisen rakenteen piiriin siten, että siirtymä on sekä hallinnollisesti toteuttamiskelpoinen että sijoittajansuojan kannalta hyväksyttävä. Konversiomekanismi toimii tällöin rakenteellisena sillanrakentajana nykyisen sopimusperusteisen rahastorakenteen ja uuden sijoitusyhtiömallin välillä – ja ilman tätä siirtymäreittiä uudistuksen vaikutukset saattaisivat jäädä rajallisiksi.

<sup>23</sup> Vepsä 2023, s. 161–162, 176 ja 184–185.

<sup>24</sup> Vepsä 2023, s. 115–117, 145, 172, 180 ja 232.

<sup>25</sup> Ks. esim. Ilkka Harju, Osuudenomistajien vähimmäismäärä, tuotonmaksuvelvollisuus, yleisön käsite – sijoitusrahastosääntelyn ja verotuksen yhtymäkohta, s. 14–62 teoksessa Vakuutus- ja rahoitusneuvonta (toim.), FINE 50 vuotta. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2021, s. 23–24. Harjun kuvaus SRL:n säätämispöytäkirjasta havainnollistaa, miten rahastosääntelyn uudistuksissa voi käydä, jos sisällöllisesti avoimia kysymyksiä ei ratkaista ennen uuden sääntelyn voimaantuloa: vuoden 1999 sijoitusrahastolain (48/1999) useiden muutosten lopputuloksena erikoissijoitusrahaston yksityisoikeudellinen sääntely muodostui vaikeaselkoiseksi, kun eri lainsäädäntöhankkeissa syntyneen sääntelyn sisältöä ei yhtenäistetty uuden SRL:n säätämisen yhteydessä, minkä seurauksena aiheutui ylimääräisiä kustannuksia sekä markkinatoimijoille että valvontaviranomaiselle.

<sup>26</sup> SOU 2025:117, s. 809–810.

Tässä yhteydessä on syytä todeta, että tarkastelu ei ulotu kommandiittiyhtiömuotoisiin vaihtoehtorahastoihin (ky-rahasto). Suomessa tällaiset rahastot ovat tyypillisesti suljettuja ja määräaikaaisia, eikä jo toimintavaiheessa olevilla ky-rahastoilla ole taloudellista tai toiminnallista kannustinta konversioon: rahasto on jo perustettu, varat pääosin kerätty ja sijoittajarakenne suhteellisen muuttumaton, eikä vaihtaminen uuteen yhtiömuotoon toisi olennaista lisäarvoa suhteessa järjestelyn kustannuksiin. Toisaalta jos ky-rahaston perustaminen olisi vielä alkuvaiheessa, toimijalla on puolestaan mahdollisuus perustaa suoraan uusi sijoitusyhtiömuotoinen rahasto. Näin ollen suljettujen kommandiittiyhtiörahastojen konversiolle ei ole tunnistettavissa systemaattista tarvetta, eikä kansainvälisessä käytännössä ole muodostunut tällaista konversiomallia.

### 1.3 Tutkimuskysymykset ja metodi

Artikkelin tutkimuskysymys on kaksitasoinen. Ensinnäkin tarkastellaan, mitä oikeudellista sisältöä ja oikeusvaikutuksia konversiomekanismilta on perusteltua edellyttää, jotta rahaston identiteetti, toiminnan jatkuvuus, sopimussuhteet ja tuottohistoria voivat säilyä mahdollisimman katkeamattomina. Toiseksi arvioidaan *de lege ferenda*, millainen konversiomalli Suomen oikeuteen tulisi säätää, jotta siirtymä uuteen rakenteeseen olisi hallinnollisesti toteuttamiskelpoinen, sijoittajansuojan kannalta hyväksyttävä ja verotuksellisesti neutraali.

Tutkimusote on *de lege ferenda* -painotteinen: artikkelin tarkoituksena on kartoittaa, systematisoida ja justifioida tarkoituksenmukaisia tapoja ratkaista sopimusperusteisen rahastokannan siirtymä yhtiömuotoiseen rakenteeseen lainsäädännöllistä tietä.<sup>27</sup> *De lege ferenda* -arviointia tuetaan oikeusvertailulla.<sup>28</sup> Vertailu on luonteeltaan käytännöllistä (praktista) ja funktionaalista: tarkastelun kohteena ovat erityisesti kahden keskeisen siirtymätekniikan – sulautumisen ja suoran konversion – toiminnalliset erot ja niiden soveltuvuus olemassa olevan rahastokannan muuntamiseen.<sup>29</sup> Vertailu kohdistuu nimenomaan siirtymätekniikoiden käytännölliseen toimivuuteen, vaikka eri valtioiden sääntely käyttää niistä toisistaan poik-

<sup>27</sup> Raimo Siltala, Johdatus oikeusteoriaan. Forum Juris, Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut 2001, s. 12; Kaijus Ervasti, Oikeussosiologia ja oikeuspoliittinen tutkimus osana oikeustiedettä. Oikeustiede – Jurisprudentia 2011, s. 61–132, 86–87 ja laajasti Minni Leskinen, De lege ferenda -tutkimuksesta metodina ja tieteenä. Lakimies 7–8/2022, s. 1158–1185. De lege ferenda -tutkimus tarkastelee oikeutta lainsäätäjän näkökulmasta poiketen oikeusdogmaattisen tutkimuksen ”tuomarin” näkökulmasta; pyrkimyksenä on kartoittaa, systematisoida sekä justifioida tarkoituksenmukaisia tapoja ratkaista tietty epäkohta lainsäädännöllistä tietä; ks. mm. Matti Engelberg, Yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely. Suoja hold-out -positioiden väärinkäyttöä vastaan yhtiön velkaan tai osakkeeseen perustuvan yhteisen taloudellisen intressin turvaamiseksi. Väitöskirja, Helsingin yliopisto 2019, s. 26–28 ja Leskinen 2022, s. 1163–1164.

<sup>28</sup> Siltala 2001, s. 11–12 ja 19; Leskinen 2022, s. 1169; Tapio Määttä, Näkökulmia oikeuteen ja oikeustieteisiin, s. 7–30 teoksessa Tapio Määttä (toim.), Oikeudellisen ajattelun perusteita. Oikeustieteiden pääsykoekirja 2012. University of Eastern Finland, Oikeustieteiden laitos 2012, s. 22–23 ja Jaakko Husa, Oikeusvertailu. Teoria ja metodologia. Lakimiesliiton kustannus 2013, s. 13 ja 30 (Husa 2013a). Oikeusvertailussa on kysymys oikeuden – normiston, käytännön ja kulttuurin – tutkimuksesta, ei pelkästään oikeudellisten normistojen vertailusta; ks. Jaakko Husa, Oikeudellisten siirrännäisten ongelmallisuus – esimerkkinä oikeussystematiikka ja hallintolainkäytön organisointi. Lakimies 3/1999, s. 376–397, 397.

<sup>29</sup> Husa 1999, s. 376–378 ja Husa 2013a, s. 77–84. Praktinen oikeusvertailu voi toimia apuvälineenä pro et contra -argumentaation rakentamisessa ja uudentyyppisiin ongelmiin ratkaisuja etsittäessä; ks. Jaakko Husa, Praktinen oikeusvertailu ja ratkaisuarargumentaatio: opittavaa Euroopasta?, s. 3–16 teoksessa Mirja Paso – Petri

keavia oikeudellisia konstruktioita ja terminologiaa. Vertailutulokset sidotaan Suomen sääntelyn tavoitteisiin ja institutionaaliseen kontekstiin, ja vertailuun liittyvät rajoitteet otetaan huomioon.<sup>30</sup>

#### *1.4 Aineisto, rakenne ja artikkelin kontribuutio*

Aineistona käytetään EU:n rahastosääntelyn keskeisiä primäärilähteitä (UCITS- ja AIFM-direktiivit sekä niitä täydentävä EU-oikeudellinen ohjeistus), Suomen voimassa olevaa rahastosääntelyä (SRL ja AIFML) sekä lainvalmisteluaineistoa. Lisäksi hyödynnetään vertailulainkäyttöalueiden keskeisiä virallislähteitä, kuten lainsäädäntöä, valvontaviranomaisten ohjeita, sääntelyratkaisujen perusteluasiakirjoja ja lainvalmisteluraportteja. Näitä aineistoja täydennetään koti- ja ulkomaisella oikeuskirjallisuudella.

Artikkeli etenee seuraavasti. Jaksossa 2 jäsenetään konversion oikeudellinen rakenne ja esitetään eräitä keskeisiä arviointinäkökohtia, joiden avulla erilaisia siirtymekniikoita voidaan punnita. Jaksossa 3 tarkastellaan valikoitujen vertailulainkäyttöalueiden ratkaisuja konversiokysymykseen oikeusvertailun keinoin. Jaksossa 4 esitetään vertailuun ja edellä jäsenettyihin arviointinäkökohtiin perustuvat *de lege ferenda* -johtopäätökset Suomen sääntelyratkaisuksi, mukaan lukien konversiomekanismin ajallinen rajaus ja veroneutraalisuuden toteuttamistapa. Jakso 5 sisältää yhteenvedon.

Artikkeli konstruoi systemaattisen oikeudellisen mallin rahaston konversiosta jatkuvuusperiaatteen nojalla ja erottaa tämän mallin sulautumislogiikkaan perustuvista ratkaisuksista. Samalla artikkeli esittää suomalaiselle lainvalmistelulle konkreettisen, määräaikaisen konversiomekanismin, jonka avulla sopimusperusteisen rahastokannan rakenteellinen epäsymmetria suhteessa uuteen yhtiömuotoiseen rakenteeseen voidaan poistaa.

## **2 Konversion oikeudellinen rakenne ja keskeisiä arviointinäkökohtia**

### *2.1 Jatkuvuusperiaate*

Konversion ”ydin” voidaan tiivistää jatkuvuusperiaatteeksi, jonka käytännön sisältö on neliosainen. Ensinnäkin rahaston varojen ja velkojen tulee siirtyä uuteen rakenteeseen siten, ettei tarvita varallisuuserä- tai sopimuskohtaisia luovutustoimia (kuten yksittäisten arvopaperi- ja johdannaispositioiden siirtokejuja). Toiseksi rahaston sopimussuhteiden, viranomaisrekisteröintien ja muiden oikeussuhteiden tulee jatkua katkeamattomasti tai ainakin mahdollisimman vähin vastapuoliriskein. Kolmanneksi rahaston prosessuaalisen aseman (vireillä olevat riidat, hallintomenettelyt) tulee jatkua ilman erillisiä siirtotoimia. Neljänneksi

---

Saukko – Matti Tolvanen (toim.), *Iura novit curia*. Juhlakirja Veijo Tarukannel. Edita Publishing Oy 2013, s. 4–5 ja 15–16 (Husa 2013b).

<sup>30</sup> Ks. esim. Husa 2013b, s. 16 ja Engelberg 2019, s. 71–72. Vertailevia argumentteja hyödynnettäessä on otettava huomioon, että vierasta oikeutta koskeva informaatio on asetettava omaan oikeuskulttuuriseen kontekstiinsa; ks. Husa 2013b, s. 10.

tuottohistorian<sup>31</sup> ja rahaston identiteetin tulee säilyä tavalla, joka on sijoittajien, jakelijoiden ja viranomaisvalvonnan kannalta hyväksyttävä.

Jatkuvuusperiaate ei ole rahastokontekstissa vain ”tekninen” tavoite, vaan se vaikuttaa suoraan siihen, voidaanko olemassa olevien rahastojen asema saattaa tosiasiallisesti tasaver-taiseksi lain voimaantulon jälkeen perustettavien uusien sijoitusyhtiöiden kanssa. Sijoitus-yhtiösääntelyn voimaantulon jälkeen uudet toimijat voivat valita rahastolleen oikeudellisen muodon vapaasti, kun taas aiemmin markkinoilla toimineet rahastoyhtiöt ovat perustaneet hoitamansa rahastot tilanteessa, jossa yhtiömuotoinen vaihtoehto ei ollut voimassa olevan sääntelyn nojalla käytettävissä. Näin ollen niiden mahdollisuudet rakenteellisiin valintoi-hin ovat olleet lähtökohtaisesti rajoitetummat. Konversiomekanismi on siten ennen kaikkea rakenne-epäsymmetrian korjausväline, ei keino ohjata markkinaa tiettyyn muotoon. Tässä mielessä jatkuvuusperiaatteella on myös sääntelypoliittinen merkitys: selkeä ja hallinnolli-sesti kevyt siirtymä vähentää epävarmuutta ja mahdollistaa sen, että myös olemassa olevat sopimusperusteiset rahastot voivat harkita uuden yhtiömuotoisen rakenteen käyttöönottoa aitona vaihtoehtona. Mikäli siirtymään liittyisi merkittäviä epävarmuuksia tai transaktio-kustannuksia, riski olisi, että valinnan mahdollisuus käytännössä rajoittuisi vain uusiin toi-mijoihin, eikä vanhoille rahastoille muodostuisi tosiasiallisesti yhtä laajaa rakennevalinnan mahdollisuutta.

## *2.2 Konversio ja muodonmuutos: analogia yhtiöoikeuteen ja EU-oikeuteen*

Konversio ei oikeudellisena ilmiönä ole poikkeuksellinen. Oikeusjärjestykset mahdollista-vat yleisesti sen, että toiminnan oikeudellinen muoto voidaan muuttaa ilman, että toimin-taa tarvitsee purkaa tai käynnistää uudelleen. Suomen oikeudessa tämä näkyy esimerkiksi osakeyhtiölain (624/2006, OYL) yritysmuodon muuttamista koskevissa säännöksissä (OYL 19 luku), joissa muodonmuutos kytketään rekisteröintiin ja siihen liitetään sidosryhmäsuo-jan elementtejä (muun muassa edellytyksiä siitä, että muodonmuutoksen jälkeen täytetään uuden muodon vaatimukset).

OYL:n muodonmuutossääntelyn keskeinen periaate on nimenomaisesti se, että yritysmuo-toaan muuttava yhtiö ei purkaudu. Lainsäätäjä on tietoisesti jättänyt purkautumista koskevan maininnan sääntelystä pois korostaakseen yrityksen identiteetin jatkuvuutta: kaikki yhtiön omistus- ja muut oikeudet sekä sopimussidonnaisuudet säilyvät muuttumattomina, eikä yhtiön tarvitse solmia uusia sopimuksia aiemmin tekemiensä sopimusten tilalle. Omaisuuden ei katsota siirtyvän toimintaa jatkavalle yritykselle saannonkaltaisesti, ja yhtiön Y-tunnus säilyy muuttumattomana.<sup>32</sup> Muodonmuutos tulee voimaan rekisteröintihetkellä eikä edelly-

<sup>31</sup> Ks. tuottohistoriasta sulautumisen osalta esim. European Securities and Markets Authority (ESMA), UCITS – Questions and Answers, Question ID ESMA\_QA\_964, ”Performance reference period in case of funds’ mergers”, julkaistu 1.5.2021. Saatavilla osoitteessa: <https://www.esma.europa.eu/questions-and-answers>. Viitattu 14.4.2026.

<sup>32</sup> Manne Airaksinen – Pekka Pulkkinen – Vesa Rasinaho, Osakeyhtiölaki I–II. 4. uud. p. Alma Insights (jatkuvasti päivittyvä verkkoteos, päivitetty toukokuussa 2025), 19 luku. Yritysmuodon muuttaminen – Yksi-tyisen osakeyhtiön muuttaminen toiseen yritysmuotoon, OYL 19:4, kohta ”Yritysmuotoaan muuttava yhtiö ei purkaudu”. Ks. myös Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 109/2005 vp), s. 179–181.

tä selvitystilaa tai lopputilitystä.<sup>33</sup> Tämä yhtiöoikeudellinen identiteettijatkuvuuden periaate on suoraan rinnastettavissa rahastokontekstin jatkuvuusperiaatteeseen: kuten OYL:n yritys-  
muodon muutoksessa, myös rahaston konversiossa tavoitteena on toiminnallisen identiteetin  
säilyminen ilman, että muodonmuutos rinnastuu purkamiseen ja uudelleenperustamiseen.

EU-oikeudessa muodonmuutoksen ajatus on tunnistettu yhä eksplisiittisemmin, joskin  
käsitteellinen tarkkuus on tarpeen. Direktiivillä (EU) 2019/2121<sup>34</sup> säädetään rajat ylittävistä  
yhtiömuodon muutoksista, sulautumisista ja jakautumisista, mutta direktiivin tarkoittama  
rajat ylittävä muodonmuutos on luonteeltaan kaksoistoimi: se edellyttää oikeudellisen muo-  
don muuttamisen ohella sääntömääräisen kotipaikan siirtoa kohdejäsenvaltioon.<sup>35</sup> Lisäksi  
direktiivi sulkee yhteissijoitusyritykset soveltamisalansa ulkopuolelle.<sup>36</sup> Direktiivi on silti pe-  
riaatteellisesti informatiivinen kahdessa suhteessa: se vahvistaa, että muodonmuutos ilman  
purkautumista on EU-oikeudessa tunnistettu erillinen oikeudellinen tekniikka, jossa yhtiö  
säilyttää oikeushenkilöllisyytensä sekä kaikki oikeutensa ja velvoitteensa,<sup>37</sup> ja se havainnollis-  
taa sulautumisen ja muodonmuutoksen funktionaalisen eron – sulautumisessa varat siirre-  
tään vastaanottavalle yhtiölle omaisuuden siirtotapahtumana, kun taas muodonmuutoksessa  
on kyse oikeushenkilön statuksen muutoksesta jatkuvuusperiaatteen nojalla.<sup>38</sup>

Rahastokonversion kannalta edellä kuvattu analogia on informatiivinen kahdella taval-  
la. Ensinnäkin se osoittaa, että lainsäätäjällä on käytössään vakiintunut oikeudellinen tek-  
niikka – muodonmuutos ilman purkamista – jonka soveltaminen rahastokontekstiin ei  
edellytä oikeudellista innovaatiota, vaan olemassa olevan ajattelun sovittamista erityiseen  
sääntely-ympäristöön.<sup>39</sup> Toiseksi se havainnollistaa, että sulautuminen ja muodonmuutos  
ovat funktionaalisesti erilaisia instrumentteja: sulautuminen on omaisuuden ja vastuiden  
siirtotapahtuma, muodonmuutos puolestaan oikeushenkilön tai oikeudellisen järjestelyn jat-  
kuvuuteen perustuva statuksen muutos. Tämä ero on rahastokontekstissa merkityksellinen  
erityisesti tuottohistorian ja sopimussuhteiden jatkuvuuden kannalta, kuten jäljempänä jak-  
sossa 2.3 kuvataan.

<sup>33</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2025, 19 luku. Yritysmuodon muuttaminen – Yksityisen osakeyhtiön muuttaminen toiseen yritysmuotoon, OYL 19:8, kohta ”Rekisteröimisen edellytykset”.

<sup>34</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2019/2121, annettu 27. päivänä marraskuuta 2019, direktiivin (EU) 2017/1132 muuttamisesta rajat ylittävien yhtiömuodon muutosten, sulautumisten ja jakautumisten osalta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti).

<sup>35</sup> Direktiivi (EU) 2019/2121, 86 b artiklan 2 kohta.

<sup>36</sup> Direktiivi (EU) 2019/2121, 86 a artiklan 2 kohta.

<sup>37</sup> Direktiivi (EU) 2019/2121, johdanto-osan 47 perustelukappale.

<sup>38</sup> Direktiivi (EU) 2019/2121, johdanto-osan 48 perustelukappale.

<sup>39</sup> Sovittaminen edellyttää kuitenkin käsitteellistä tarkkuutta: direktiivin muodonmuutostekniikat rakentuvat oikeushenkilöllisyyden jatkuvuuden varaan, kun taas sopimusperusteinen sijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö. Rahastokontekstissa jatkuvuusperiaate ilmenee siten toiminnallisen identiteetin, varallisuuden ja oikeudellisten suhteiden katkeamattomana jatkumisena – ei oikeushenkilöllisyyden säilymistä koskevana vaatimuksena.

## 2.3 Sulautuminen vaihtoehtoisena siirtymätekniikkana ja konversion lisäarvo

### 2.3.1 Sulautumisreitti on olemassa – mutta se ei vastaa muodonmuutosta

On perusteltu väite, että sopimusperusteisen rahaston siirtymä yhtiömuotoiseen rahastoon<sup>40</sup> voidaan periaatteessa toteuttaa UCITS-sääntelyn sulautumiskehityksen kautta: perustetaan vastaanottava sijoitusyhtiö tyhjine alarahastoineen ja sulautetaan olemassa olevat sijoitusrahastot niihin. UCITS-direktiivin sulautumissäännökset edellyttävät ennakkolupaa ja sisältävät menettelyllisiä sijoittajansuojamekanismeja (muun muassa yhteiset sulautumisehdot, säilytysyhteisön varmistukset ja sijoittajainformaation vaatimukset).<sup>41</sup> Sama sulautumiskehitys soveltuu myös erikoissijoitusrahastoihin.<sup>42</sup>

Tämä havainto korostaa sulautumisen ja konversion välistä rakenteellista eroa. Sulautuminen on luonteeltaan transaktio- ja menettelyintensiivinen järjestely, joka edellyttää useita teknisiä vaiheita sekä informaatio- ja hyväksymismenettelyjä. Konversio voidaan sen sijaan suunnitella muodonmuutoksena, jossa oikeudellinen ja toiminnallinen jatkuvuus säilyy ja jossa varojen, velkojen ja sopimussuhteiden siirtyminen toteutuu mahdollisimman vähin erillisin luovutus- tai menettelytoimin. Näin ollen sulautuminen voi olla yksittäistapauksissa juridisesti käyttökelpoinen ja sijoittajansuojan kannalta toimiva ratkaisu, mutta se ei välttämättä muodosta tehokkaasti skaalautuvaa siirtymäinstrumenttia tilanteissa, joissa tavoitteena on tarjota olemassa oleville rahastoille laajamittaisesti toteuttamiskelpoinen mahdollisuus siirtyä uuteen yhtiömuotoiseen rakenteeseen.

### 2.3.2 Prosessikitka ja skaalautuvuus

UCITS-sulautuminen on säädetty monivaiheiseksi ja menettelyintensiiviseksi prosessiksi, johon sisältyy yhteinen sulautumissuunnitelma, toimivaltaisten viranomaisten hyväksyntä, säilytysyhteisön ja riippumattoman tilintarkastajan vahvistukset sekä laajat sijoittajainformointivelvoitteet. Tällainen menettelyarkkitehtuuri on sijoittajansuojan kannalta perusteltu, mutta se kasvattaa siirtymän toteuttamiskustannuksia verrattuna tilanteeseen, jossa tavoitteena on rahaston oikeudellisen muodon muuttaminen jatkuvuusperiaatteen nojalla ilman erillisiä luovutus- tai hyväksymisvaiheita. Jos rahastojen siirtyminen uuteen rakenteeseen toteutetaan esimerkiksi sulautumisina rahasto kerrallaan, prosessi rakentuu käytännössä yksit-

<sup>40</sup> Vaikka sijoitusrahaston muuntaminen yhtiömuotoon olisi mahdollista myös erilaisten sopimus- ja varallisuussirtojärjestelyjen avulla, tällaiset tapauskohtaiset rakenteet eivät muodosta lakisäätteistä eivätkä skaalautuvaa siirtymäinstrumenttia, minkä vuoksi tarkastelu rajataan tässä artikkelissa sulautumiseen ja suoraan konversioon.

<sup>41</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 (uudelleenlaadittu) (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti), erityisesti sulautumisia koskevat artiklat 37–48.

<sup>42</sup> AIFML 16a:1.2:n nojalla erikoissijoitusrahaston sulautumiseen sovelletaan SRL:n 16 lukua niiltä osin kuin SRL 16:1.3:ssa säädetään sijoitusrahaston muusta kuin rajat ylittävästä sulautumisesta tai sellaisesta kotimaisesta sulautumisesta, jossa on kansainvälinen kytkentä.

täisiksi projekteiksi, mikä heikentää mahdollisuutta standardoituun ja laajasti skaalautuvaan siirtymäpolkuun.<sup>43</sup>

### 2.3.3 Sijoittajavirrat, diluutio ja sulautumiseen liittyvä lunastusikkuna

UCITS-sääntelyssä sijoittajainformaation tulee sisältää muun muassa kuvaus sulautumisen mahdollisista vaikutuksista sijoittajaan sekä sijoittajan oikeuksista. Direktiivi edellyttää myös, että sijoittajille järjestetään mahdollisuus lunastukseen tai osuuksien muuntamiseen ”ilman lisämaksua” tietyssä ajassa ennen sulautumisen voimaantuloa.<sup>44</sup> Kyse ei ole oikeudellisesta riskistä siinä mielessä, että sulautumisjärjestelyn toteutuminen olisi epävarmaa, vaan sijoittajansuojamekanismista. Kuitenkin laajassa siirtymässä tällainen lunastusikkuna voi käytännössä lisätä sijoittajien ulosvirtausta, realisointipaineita ja transaktiokustannuksia, ja se näkyy sääntelyssäkin nimenomaisena varoitettavana vaikutuksena (”mahdolliset suoritusongelmat”).<sup>45</sup>

Konversiomallissa lunastusoikeuden sääntely voidaan rakentaa toisin kuin UCITS-sulautumisessa. Erillistä sulautumiseen kytkeytyvää maksutonta lunastusoikeutta ei välttämättä tarvita, vaan sijoittajaa ohjataan käyttämään rahaston sääntöihin perustuvaa tavanomaista lunastusmekanismia silloin, kun se on sovellettavissa. Tällainen ratkaisu voi tehdä siirtymästä ennakoitavamman ilman, että sijoittajan oikeudellinen asema heikkenee, sillä rahaston lunastusehdot, lunastushinnan määräytymisperusteet ja sijoittajainformaatio säilyvät edelleen samanlaisina ja valvonnan kohteena.<sup>46</sup> Erityisesti suljettujen erikoissijoitusrahastojen osalta nykysääntelyn mukainen erillisen lunastusikkunan vaatimus sulautumisen yhteydessä on rakenteellisesti ongelmallinen myös toisesta syystä: suljetussa rahastossa sijoittajalla ei rahaston luonteen vuoksi ole tavanomaisessa tilanteessa lainkaan lunastusoikeutta ennen rahaston toimikauden päättymistä ja lakkauttamista.

### 2.3.4 Tuottohistoria ja identiteetti: sulautumisessa jatkuvuus on osin ehdollista

Rahastokontekstissa tuottohistoria on käytännössä rahaston ”identiteetin” ydin ja kaupallinen arvo. Sulautumiseen liittyy tässä suhteessa kaksijakoinen dynamiikka. Yhtäältä sulautuminen voi markkinakäytännössä toimia keinona häivyttää epäedullinen tuottohistoria: kun

---

<sup>43</sup> Vaikka sulautumisia voidaan käytännössä tavallaan toteuttaa myös useamman rahaston samanaikaisina järjestelyinä, tämä ei poista menettelyn luonteesta johtuvia pakollisia vaiheita eikä niihin liittyviä kustannuksia.

<sup>44</sup> Direktiivi 2009/65/EY, 43 artiklan 3 kohdan c alakohta ja 45 artikla. Kansallisessa sääntelyssä asiasta säädetään SRL 16:11.1:ssä.

<sup>45</sup> Direktiivi 2009/65/EY, 43 artiklan 3 kohdan b alakohta. Englanninkielisen kieliversiön ”*possible dilution in performance*” on suomenkielistä ilmaisua kuvaavampi.

<sup>46</sup> Konversiomallin sijoittajansuoja voidaan rakentaa tavanomaisiin rahaston lunastusmekanismeihin, koska avoimissa rahastoissa sijoittajan ensisijainen suojakeino on irtautuminen (*exit*) eikä osallistuminen päätöksentekoon. Ks. Dirk Zetzsche, *Die Irrelevanz und Konvergenz des Organisationsstatuts von Investmentfonds*, ZVglRWiss 111 (2012), s. 381–382, jossa todetaan, että sijoittajat eivät tyypillisesti pyri aktiiviseen äänivallan käyttöön, vaan heidän oikeussuhteensa rahastoon hahmottuu sopimus pohjaisena palvelusuhteena hoitajaan; tästä seuraa, ettei sijoittajansuoja perustu ensisijaisesti hallinnollisiin vaikutuskeinoihin vaan mahdollisuuden irtautua sijoituksesta.

sulautuva rahasto sulautuu vastaanottavaan rahastoon, aiemman rahaston tuottohistoria ei välttämättä siirry vastaanottavalle rahastolle. Toisaalta hyvää tuottohistoriaa omaavan rahaston näkökulmasta juuri tämä on ongelma: ESMA:n UCITS Q & A:ssa on linjattu, että sulautumisen yhteydessä vastaanottavan (uuden) rahaston tuottohistorian vertailujakso voi jatkua sulautuvan rahaston perusteella vain, jos toimivaltainen viranomaisen arvioi, ettei sulautuminen olennaisesti muuta rahaston sijoituspolitiikkaa. Tämä tarkoittaa, että tuottohistorian säilyminen on aina jossain määrin viranomaisarviosta riippuvainen eikä automaattinen.<sup>47</sup>

Konversiossa voidaan säätää nimenomaisesti rahaston identiteetin ja tuottohistorian jatkuvuudesta. Tällöin markkinoinnillinen jatkuvuus ei ole (vain) viranomaisarvioon sidottu jälkikäteinen kysymys, vaan osa konversion oikeudellista rakennetta.

### 2.3.5 Veroneutraalisuuden tarve

Rahastojen sulautumiset toteutetaan EU-alueella pääsääntöisesti veroneutraalisti sekä rahaston että sijoittajan tasolla. Veroneutraalisuus ei kuitenkaan ole sulautumisen oikeudelliseen luonteeseen sisäänrakennettu ominaisuus, vaan edellyttää erillistä verosääntelyä tai veroviranomaisen tulkintaa. Tämä ilmenee jo UCITS-direktiivistä, joka velvoittaa rahastoja antamaan sijoittajille näkyvän varoituksen<sup>48</sup> mahdollisista verovaikutuksista (43 artiklan 3 kohdan b alakohta). Säännös osoittaa, että vaikka sulautuminen on yleensä veroneutraali, sen verokohteluun voi liittyä jäsenvaltiokohtaisia eroavaisuuksia tai tilanteita, joissa realisaatiovaikutus voi syntyä sijoittajan toimien kautta.

UCITS-sulautumiseen sisältyy myös sääntelyelementti, joka voi johtaa veroseuraamuksiin riippumatta sulautumisen muodollisesta veroneutraalisuudesta. Direktiivin mukaan sijoittajille on annettava mahdollisuus maksuttomaan lunastukseen tai osuuksien muuntamiseen ennen sulautumisen voimaantuloa (45 artiklan 1 kohta). Jos sijoittaja käyttää tätä oikeutta, syntyy verotuksessa luovutustilanne, mikä voi johtaa veron realisoitumiseen tilanteissa, joissa sijoittaja ei muuten olisi tehnyt luovutusta. Näin ollen sulautumisen kokonaisvaikutukset sijoittajan verokohteluun voivat vaihdella, vaikka itse sulautumistoimen veroneutraalisuus olisikin lainsäädännöllä turvattu.

Konversion verokohtelu perustuu toisenlaiseen lähtökohtaan. Koska konversio voidaan säätää oikeudelliseen ja toiminnalliseen jatkuvuuteen perustuvaksi menettelyksi, jossa rahaston varat ja velat säilyvät samassa varallisuuskokonaisuudessa eikä sijoittajan omistusasema muodollisesti katkea, verokohtelun jatkuvuus voidaan kirjoittaa suoraan konversiota koskevaan erityissääntelyyn. Tällöin hankintameno ja hankinta-aika säilyvät, eikä konversio muodostaisi verotuksellista luovutusta ennen sijoittajan omatoimista myöhempää luovutus-tapahtumaa. Tällainen ratkaisu ei tee konversiosta sisällöllisesti ”veroneutraalimpaa” kuin sulautuminen, mutta se voi vähentää tilanteita, joissa veroseuraamuksia syntyy teknisten menettelyvaiheiden, lunastusoikeuden käytön tai rajat ylittävien tulkintojen kautta.

<sup>47</sup> ESMA UCITS Q&A, ESMA\_QA\_964 (1.5.2021).

<sup>48</sup> Direktiivin englanninkielisessä kieliversiossa käytetään termiä ”*prominent warning*”.

## 2.4 Keskeisiä arviointinäkökohtia

Sulautumisen ja konversion vertailusta saatava kokonaiskuva saa tukea myös yhteisen sijoitustoiminnan oikeustieteellisestä tutkimuksesta. Funktionaalisen ekvivalenssin doktriinin mukaan eri oikeudelliset rakenteet – sopimusperusteinen rahasto, trust ja yhtiö – ovat yhteisen sijoitustoiminnan kontekstissa keskenään substituotavissa, kun ne toteuttavat saman taloudellisen sijoitusfunktion. Tämä tarjoaa dogmaattisen perustan sille lähtökohdalle, että konversio voidaan oikeudellisesti hahmottaa sijoitusfunktion jatkuvuutena eikä rahaston purkamisena ja uudelleenperustamisena – toisin kuin sulautuminen, jossa varojen siirto rakentuu erillisen oikeudellisen transaktion varaan.<sup>49</sup>

Jaksossa 2.3 esitetty analyysi osoittaa, että sulautumisen ja konversion väliset erot koskevat käytännössä neljää toisiinsa kytkeytyvää ulottuvuutta: menettelykuormaa ja skaalautuvuutta, sijoittajavirtojen ennakoitavuutta, tuottohistorian ja rahaston identiteetin jatkuvuutta sekä veroneutraalisuuden rakentumistapaa. Näiden havaintojen pohjalta konversiomallia – ja sen vaihtoehtoja – on perusteltua arvioida ainakin seuraavilla kriteereillä:

1. Sijoittajansuoja (informaatio, oikeudet, yhdenvertaisuus, valvonnan ennakoitavuus).
2. Oikeudellinen jatkuvuus (varat/velat, sopimukset, prosessit, rekisterit).
3. Toiminnallinen jatkuvuus (katkottomuus, prosessien säilyminen, hallinnon jatkuvuus).
4. Markkinoinnillinen jatkuvuus (tuottohistoria / *track record* ja ”rahaston identiteetti”).
5. Hallinnollinen toteutettavuus ja skaalautuvuus (massasiirtymä).
6. Veroneutraalisuus (hankintameno- ja hankinta-aikajatkuvuus; ei luovutusta muuntamishetkellä).

## 3 Kansainvälistä käytäntöä

### 3.1 Irlanti – konversio VCC:stä ICAV-muotoon

Irlannissa säädettiin vuonna 2015 *Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015*, jolla luotiin uusi yhtiömuotoinen rahastorakenne ICAV. Uuden rakenteen käyttöönoton yhteydessä tiedettiin, että Irlannissa oli jo huomattava kanta *Companies Act* -lain nojalla perustettuja sijoitusyhtiöitä (*variable capital company*, VCC), joita ei voitu tehokkaasti siirtää uuteen ICAV-muotoon ilman nimenomaista konversiomekanismia.

ICAV-laissa säädetään konversiosta olemassa olevasta sijoitusyhtiöstä ICAV:ksi. Konversio tapahtuu lain sanamuodon mukaan rekisteröintinä ”*by way of continuation*”. Tämä ilmentää jatkuvuusajattelua: keskeistä on se, että muutos ei ole omaisuuden siirtoketju vaan oikeudellisen ”jatkumon” varaan rakennettu muodonmuutos. Lisäksi sääntelyyn sisältyy va-

<sup>49</sup> Dirk Zetsche, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*. Mohr Siebeck 2015, s. 483–498, jossa kehitetään kollektiivisen sijoitustoiminnan funktionaalisen ekvivalenssin doktriinia. *Zetsche* osoittaa, että eri oikeudelliset rakenteet (sopimus, trust, yhtiö) ovat yhteissijoittamisen kontekstissa keskenään funktionaalisesti substituotavissa, kun ne toteuttavat saman taloudellisen sijoitusfunktion ja altistavat sijoittajat vastaville riskeille (erityisesti s. 495–498). Tästä seuraa, että oikeusmuodon vaihtuminen ei sellaisenaan merkitse sijoitustoiminnan identiteetin katkeamista, vaan tarjoaa dogmaattisen perustan arvioida rakennejärjestelyjä sijoitusfunktion jatkuvuuden näkökulmasta.

kavaraisuusvakuutus (*solvency declaration*), jolla rahaston hallinto vahvistaa, että yhtiö on muuntamisen jälkeen maksukykyinen – tämä on tyypillinen sidosryhmäsuojan elementti muodonmuutoksissa, joissa ei toteuteta selvitystilaa tai purkamista.<sup>50</sup>

Vaikka Irlannin konversio koskee kahden yhtiömuodon välistä muutosta eikä suoraan muutosta sopimusperusteisesta rahastosta yhtiömuotoiseksi, se on Suomen kannalta relevantti kolmesta syystä. Ensinnäkin taustalla on sama sääntelypoliittinen logiikka: uutta rakennetta haluttiin edistää aktiivisesti ja saattaa se tasavertaiseksi olemassa olevien rakenteiden kanssa. Toiseksi jatkuvuusperiaate – mukaan lukien rahaston identiteetin ja tuottohistorian säilymisen tavoite – on linjassa Suomen tavoitteen kanssa. Kolmanneksi esimerkki havainnollistaa, että nimenomaisella konversiomekanismilla voidaan madaltaa siirtymäkynnystä uuden rakenteen käyttöönottamisessa<sup>51</sup>.

### 3.2 Yhdistynyt kuningaskunta – konversiopolku osuustrustista OEIC:ksi

Yhdistynyt kuningaskunta otti OEIC (*Open-Ended Investment Company*) -sijoitusyhtiörakenteen käyttöön *OEIC Regulations 1996* -säädöksellä.<sup>52</sup> OEIC:tä on pidetty osuustrustimuotoisen rahaston (*authorised unit trust*) yhtiöoikeudellisena vastineena siinä mielessä, että molemmat toteuttavat samaa kollektiivisen sijoitustoiminnan perusmallia eri oikeudellisessa muodossa. Oikeudelliselta rakenteeltaan ne kuitenkin poikkeavat merkittävästi toisistaan: osuustrustin oikeudellinen perusta on trust-oikeudessa ja se on sopimus pohjainen järjestely ilman oikeushenkilöllisyyttä<sup>53</sup>, kun taas OEIC on itsenäinen oikeushenkilö yhtiömuodossa. Tämä oikeudellinen ero on konversion kannalta relevantti, koska juuri oikeushenkilöllisyyden puuttuminen tekee osuustrustista lähtökohtaisesti sopimusperusteisen sijoitusrahaston kaltaisen rakenteen, ja muodonmuutoksen toteuttaminen edellyttää erityistä lainsäädännöllistä kehikkoa.

Yhdistyneessä kuningaskunnassa mahdollistettiin osuustrustien muuntaminen OEIC-rakenteeseen siten, että markkinoiden oli mahdollista siirtyä joustavammin sijoitusyhtiömuodon käyttöön. Lainsäädäntö loi puitteet konversiolle, ja viranomainen täydensi niitä yksityiskohtaisilla määräyksillä. Konversiota tuettiin alkuvaiheessa myös määräaikailla verotuksellisia kannustimilla, kuten leimaveron ja eräiden muiden siirtoverojen helpotuksilla, jotta siirtymä yhtiörakenteeseen olisi taloudellisesti neutraalia ja toimialaa ohjaavaa.<sup>54</sup>

<sup>50</sup> Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015, Part 8.

<sup>51</sup> Ks. A&L Goodbody, Fund structures: ICAVs / Irish Collective Asset-management Vehicles. Lexology, 2025. Saatavilla osoitteessa: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=a866135e-fa3e-4c3f-97ba-1b5139f10daf>. Viitattu 14.3.2026. Lähteen mukaan: ”The ICAV is the current vehicle of choice for promoters establishing regulated funds in Ireland, having largely replaced the VCC since its introduction in 2015.”

<sup>52</sup> The Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996 (SI 1996 No. 2827). Voimassa oleva säädös on The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001 No. 1228).

<sup>53</sup> Ks. tarkemmin Vepsä 2021, s. 11–16.

<sup>54</sup> Vepsä 2023, s. 225. Ks. taustoista tarkemmin myös Securities and Investments Board, Open Ended Investment Companies. Consultative Paper 93. October 1995, s. 25–26 ja Securities and Investments Board, Proposed Regulations for Open Ended Investment Companies. October 1996, s. 10–11. Ks. verotuksellisista ratkaisuista myös Stamp Duty and Stamp Duty Reserve Tax (Open-Ended Investment Companies) Regulations 1997 (SI 1997/1156), regs. 7–8 ja HM Revenue & Customs, STSM041220 – Exemptions and Reliefs:

Samanaikaisesti lainsäätäjät pyrkivät takaamaan sen, ettei yksittäinen osuudenomistaja tai pieni vähemmistö voinut perusteettomasti estää konversiota. Siksi siirtymävaiheessa rajoitettiin tapoja, joilla konversioon liittyviä järjestelyjä voitiin viivyttää tai torjua, kuitenkin poistamatta keskeisiä sijoittajansuojaperiaatteita. Lähtökohtana oli, että rakenteellinen uudistus ei saisi kaataa tekniseen veto-oikeuteen, ja että rahaston omistajat saisivat jatkaa sijoituksiaan uudessa rakenteessa samoilla taloudellisilla ehdoilla.

UK:n malli on Suomen kannalta kiinnostava myös siksi, että se osoittaa ”kaksitasoisen” sääntelytavan: lainsäädäntö luo kehyksen ja verosäännöt, ja viranomainen täydentää käytäntöä ohjeilla ja valvontakäytännöillä. Näin voidaan sekä turvata oikeusvarmuus että säilyttää hallinnollinen joustavuus.

### *3.3 Hongkong – osuustrustien uudelleenjärjestely OFC-muotoon ja tuottohistorian säilyttäminen*

Hongkong otti *Open-Ended Fund Company* (OFC) -sijoitusyhtiörakenteen käyttöön vuonna 2018 osana laajempaa strategiaa kehittää Hongkongista kansainvälinen varainhoidon keskus ja houkutteleva rahastojen kotipaikka. Sitä ennen Hongkongin rahastotoiminta perustui pääosin osuustrustirakenteisiin. OFC-rakenteen käyttöönoton yhteydessä valvontaviranomainen SFC vahvisti nimenomaisesti, ettei osuustrustin uudelleenjärjestelylle OFC-muotoon ole lainsäädännöllisiä esteitä: muuntaminen on mahdollinen edellyttäen, että OFC-sääntelyn vaatimukset täyttyvät ja että järjestely on toteutettavissa osuustrustin perustamisasiakirjojen puitteissa. SFC on lisäksi vahvistanut, että SFC:n hyväksymien osuustrustien muuntaminen OFC-muotoon ei estä aiemman tuottohistorian säilyttämistä. Mikäli muunnettu OFC jatkaa vastaavilla sijoitustavoitteilla ja hallinnollisella rakenteella, tuottohistoriaa voidaan edelleen käyttää rahaston markkinoinnissa. Tämä on kaupallisesti merkittävä kannanotto: se tarkoittaa, että uudelleenjärjestely ei katkaise rahaston identiteettiä markkinoinnillisesta näkökulmasta.<sup>55</sup>

Hongkongin ratkaisu havainnollistaa institutionaalisesti merkittävän seikan: konversion toteuttaminen ei aina edellytä nimenomaista konversiolakia, vaan siirtymä voidaan mahdollistaa myös valvojan selkeällä tulkintakannalla voimassa olevan oikeudellisen kehyksen nojalla. SFC:n linjaus siitä, että osuustrustin uudelleenjärjestely OFC-muotoon on sallittu ja että rahaston historiallista tuottoa voidaan jatkaa markkinoinnissa, loi markkinoille oikeusvarmuuden ilman erillistä lainsäädäntötoimea. Kyse on pragmaattisesta, hallinnolliseen ohjaukseen perustuvasta mallista, joka on toiminut Hongkongissa käytännössä: konversio on toteutettavissa markkinatoimijoiden sopimusvapauden ja valvojan hyväksynnän yhteisvaikutuksella.

Suomen tilanteessa Hongkongin esimerkki korostaa erityisesti yhtä suunnitteluperiaatetta: tuottohistorian jatkuvuus ei ole pelkästään markkinointitekniinen kysymys, vaan keskeinen osa siirtymän uskottavuutta ja oikeusvarmuutta. Malli osoittaa, että kun sijoittajien näkö-

---

Exemptions: conversion of an authorised unit trust to an OEIC. HMRC Internal Manual, Stamp Taxes on Shares Manual. Julkaistu 7.3.2016, päivitetty 15.1.2026.

<sup>55</sup> 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, s. 18.

kulmasta keskeiset jatkuvuuselementit – kuten historiallisen tuoton käyttö – ratkaistaan selkeästi, konversiosta muodostuu aidosti toimiva ja markkinoiden hyväksymä siirtymäväline.

### 3.4 Ranska – FCP ja SICAV: sulautumiseen perustuva malli

Ranska tarjoaa vertailussa erilaisen lähtökohdan: siellä sopimusperusteisen FCP:n<sup>56</sup> ja yhtiömuotoisen SICAV:n<sup>57</sup> välinen siirtymä toteutetaan sulautumisena, ei suorana rakennemuutoksena. AMF:n *Règlement général* sisältää sulautumista koskevaa sääntelyä, jossa todetaan muun muassa, että SICAV tai FCP voi sulautua toiseen SICAV:iin tai FCP:hen ja että sulautumishankkeet edellyttävät AMF:n ennakkohyväksyntää.<sup>58</sup>

Ranskan malli on oikeudellisesti vakiintunut ja toimii yksittäisissä järjestelyissä sijoittajan-suojalähtöisenä rakennejärjestelytekniikkana. Sulautumisen (*fusion par absorption*) käyttö sopimusperusteisen rahaston muuntamisessa yhtiömuotoiseksi ei kuitenkaan tarjoa sellaista rakenteellista jatkuvuutta kuin suora muodonmuutos: sulautuminen on omaisuuden ja vastuiden siirtotapahtuma, jossa siirtyvän rahaston oikeushenkilöllisyys (sikäli kuin sillä sellainen on) tai eräänlainen oikeussubjektiviteetti lakkaa ja varat vastaanotetaan uuteen rakenteeseen. UCITS-direktiivi tarjoaa tälle menettelylle EU-tason oikeudellisen perustan, mutta se ei poista sulautumiseen liittyvää menettelykuormaa suhteessa suoraan konversioon.

Ranskan malli havainnollistaa siten tilanteen, jossa sopimusperusteisen ja yhtiömuotoisen rahaston välinen siirtymä on oikeudellisesti täysin mahdollinen, mutta toteutetaan mekaniismeilla, joka on suunniteltu yksittäisiä rakennejärjestelyjä varten eikä laajamittaisen rahastokannan standardoituun muuntamiseen. Tätä selittää myös Ranskan konteksti: koska sekä FCP että SICAV ovat olleet pitkään rinnakkaisia ja vakiintuneita rahastomuotoja, erillisen konversiomenettelyn kehittämiseksi ei ole syntynyt tarvetta. Näin tarkasteltuna Ranska osoittaa, että sulautumiseen perustuva ratkaisu voi toimia toimivana yksittäistapauksen instrumenttina, mutta sen systematiikka ei tarjoa samaa rakenteellista skaalautuvuutta kuin suora muodonmuutos silloin, kun tavoitteena on laaja-alainen siirtymä uuteen rahastomuotoon.

### 3.5 Australia – CCIV-rakenne ilman konversioreittiä

Australia otti 1.7.2022 käyttöön *Corporate Collective Investment Vehicle* (CCIV) -rakenteen, jossa rahasto muodostetaan yhtiömuotoisena sateenvarjorakenteena (*umbrella company*) ja jota täydentävät erilliset alarahastot (*sub-funds*). CCIV kehitettiin osana Australian pyrkimystä tarjota kansainvälisesti tunnetumpi yhtiömuotoinen sijoitusrakenne perinteisen *managed investment scheme* (MIS) -mallin rinnalle. Rakenteen käyttöönotto toteutettiin li-

<sup>56</sup> FCP on ranskalainen vastine suomalaiselle sijoitusrahastolle.

<sup>57</sup> SICAV on Ranskassa käytössä oleva yhtiömuotoinen rahastorakenne.

<sup>58</sup> Autorité des marchés financiers, *Règlement général de l'Autorité des marchés financiers*, homologué par arrêté du 12 novembre 2004 (JORF du 24 novembre 2004), version en vigueur du 1.1.2026, art. 422-98. Viitattu 14.4.2026.

säämillä *Corporations Act 2001* -lakiin kokonaan uusi *Chapter 8B*, ja sen tueksi säädettiin erillinen verokehys.<sup>59</sup>

CCIV-malli eroaa useista muista vertailulainkäyttöalueista siinä, ettei Australia säätänyt erillistä muuntomekanismia, jonka avulla olemassa olevat MIS-rahastot voisivat siirtyä uuteen rakenteeseen. CCIV on näin ollen puhtaasti vaihtoehtoinen uusi rahastomuoto eikä sääntely sisällä erillistä muuntoreittiä vanhasta rakenteesta uuteen rakenteeseen. Ensimmäiset käyttökokemukset osoittavat kuitenkin, että uuden yhtiömuotoisen rakenteen omaksuminen ei välttämättä tapahdu nopeasti, jos siirtymistä ei tueta erikseen. Vanha MIS-malli on jatkanut hallitsevana markkinarakenteena, ja CCIV-muoto on toistaiseksi yleistynyt hitaasti. Syitä tähän on arvioitu useissa ammattilaiskommenteissa: markkinatoimijat tuntevat MIS-kehikon hyvin, sen dokumentaatio ja käytännöt ovat vakiintuneita, ja ilman selkeää muuntoreittiä tai nimenomaista veroneutraalisuutta CCIV-muotoon siirtyminen ei ole kaikissa tilanteissa näyttäytynyt riittävän houkuttelevana.<sup>60</sup> Nämä havainnot on kuitenkin syytä tulkita varovaisesti, sillä CCIV on ollut käytössä vasta lyhyen ajan ja sen markkina-asema voi kehittyä ajan myötä.

Australian esimerkki on tärkeä vertailukohta myös Suomen sääntelytyölle. Se osoittaa, että uuden rahastorakenteen käyttöönotto ei yksinään riitä varmistamaan sen laajamittaista omaksumista, vaan markkinoiden todelliset siirtymämekanismit vaikuttavat ratkaisevasti siihen, nähdäänkö uusi rakenne käytännössä varteenotettavana vaihtoehtona. Vaikka Suomen konteksti on erilainen, CCIV-malli havainnollistaa, että uusi yhtiömuotoinen rakenne on syytä ankkuroida selkeään sääntelyyn, ennakoitavaan verokohteluun ja hallinnollisesti toimivaan siirtymäpolkuun, jotta se voi realistisesti toimia vaihtoehtona vakiintuneen rahastorakenteen rinnalla.

## **4 De lege ferenda**

### *4.1 Suoran konversiomallin edut aiempien arviointinäkökohtien valossa*

Edellä jaksossa 2 jäsenetyt arviointinäkökohdat – sijoittajansuoja, oikeudellinen ja toiminnallinen jatkuvuus, markkinointijatkumo, hallinnollinen skaalautuvuus ja veroneutraalisuus – tarjoavat viitekehyksen, jonka pohjalta voidaan arvioida, mitä lisäarvoa nimenomaisella konversiomekanismilla saavutetaan verrattuna sulautumiseen. Jaksossa 3 esitetty oikeusvertailu on tätä arviointia täydentävä ja konkretisoiva elementti: vertailuhavainnot vahvistavat, että jatkuvuusperiaate on toteuttamiskelpoinen siirtymätekniikka yhtiömuotojen välillä, että siirtymän ennakoitavuus edellyttää riittävän täsmällistä sääntelykehikkoa, ja että uusi rahas-

---

<sup>59</sup> Ks. The Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021: Regulatory Framework – Exposure Draft Explanatory Materials (2021), s. 3–5 ja verokehyksen osalta ks. The Treasury (Australia), Treasury Laws Amendment (Corporate Collective Investment Vehicle) Bill 2021: Tax Treatment – Exposure Draft Explanatory Materials (2021).

<sup>60</sup> Ks. esim. Kane Barnett, Australia: Why You Should (or Shouldn't) Use a CCIV. K&L Gates Global Investment Law Watch, 3.5.2023. Saatavilla osoitteessa: <https://www.investmentlawwatch.com/2023/05/03/australia-why-you-should-or-shouldnt-use-a-cciv/>. Viitattu 15.4.2026.

torakenne ei itsessään takaa sen laajamittaista omaksumista ilman erillistä ja toimivaa siirtymäpolkua. Nämä havainnot ohjaavat *de lege ferenda* -mallin keskeisiä rakenteellisia valintoja.

Suoran konversion ydin on jatkuvuusperiaatteen systemaattinen toteuttaminen. Konversiossa uusi sijoitusyhtiö voidaan säätää rahaston oikeudelliseksi seuraajaksi tavalla, joka turvaa rahaston identiteetin, tuottohistorian ja sopimussuhteiden katkeamattoman jatkumisen. Tätä ei välttämättä saavuteta sulautumisessa. Lisäksi konversiomalli mahdollistaa toiminnallisen jatkuvuuden: muuntamispäivä voidaan rakentaa niin, että rahaston viimeinen toimintapäivä vanhassa muodossa on uuden muodon ensimmäinen toimintapäivä ilman keskeytyksiä arvonlaskennassa, sijoittajaviestinnässä tai hallinnollisissa prosesseissa.

Hallinnollisesta näkökulmasta konversio voidaan muotoilla menettelyltään olennaisesti kevyemmäksi kuin UCITS-sulautuminen, joka sisältää useita erillisiä vahvistus- ja informointivaiheita. Sulautuminen on siten käyttökelpoinen yksittäisen rahaston rakennejärjestely, mutta vähemmän soveltuva laajamittaiseksi siirtymävälineeksi. Konversio on puolestaan luonteeltaan skaalautuva instrumentti, jonka menettely voidaan suunnitella standardoiduksi ja siten hallinnollisesti ennakoitavaksi, kuitenkin tinkimättä sijoittajansuojasta.

Sijoitusrahastojen sulautumisissa verokohtelu perustuu Suomessa elinkeinoverolain (360/1968, EVL) yritysjärjestelysäännösten analogiseen soveltamiseen. Tämä järjestely on toiminut käytännössä verrattain hyvin, mutta se ei perustu rahastokohtaiseen normipohjaan, vaan yhtiöoikeudellisiin yritysjärjestelysäännöksiin tukeutuvan verotulkinnan varaan, jonka soveltamisala ja tulevat muutokset voivat heijastua rahastoihin ilman, että niitä on nimenomaisesti suunniteltu rahastotoiminnan erityispiirteisiin. Konversiossa verokohtelu voidaan sen sijaan rakentaa nimenomaisesti rahastomuodon jatkuvuuteen perustuvaksi, mikä mahdollistaa veroneutraalisuuden ankkuroimisen suoraan erityissääntelyyn eikä yritysjärjestelynormien tulkintarakenteeseen. Tämä ei tee konversiosta sulautumista ”veroneutraalimpaa”, mutta tarjoaa institutionaalisesti selkeämmän perustan verokohtelun ennakoitavuudelle.

Edellä kuvatut elementit eivät tarkoita, että sulautuminen olisi oikeudellisesti puutteellinen väline yksittäisissä rakennejärjestelyissä. Konversion lisäarvo liittyy nimenomaan tilanteeseen, jossa lainsäädäntöön tuodaan uusi rahastorakenne olemassa olevan rinnalle ja markkinoilla on jo laaja olemassa oleva rahastokanta. Tällöin konversio voidaan säätää nimenomaiseksi ja standardoiduksi siirtymäreitiksi, joka turvaa oikeudellisen ja toiminnallisen jatkuvuuden tavalla, jota on laajassa siirtymätilanteessa vaikea saavuttaa sulautumismenettelystä käsin. Konversiomalli siis vastaa erityisesti rakenteelliseen tarpeeseen mahdollistaa tasavertainen pääsy uuteen muotoon ilman, että siirtymä riippuu tapauskohtaisista sulautumisprojekteista.

#### 4.2 Yhteissijoitusyritysmuotoisen ja vaihtoehtorahastomuotoisen sijoitusyhtiön erottelu

Konversiomallia laadittaessa on huomioitava, että sijoitusrahastot ja erikoissijoitusrahastot kuuluvat eri EU-sääntelykehikoihin. Konversio sijoitusrahastosta johtaa yhteissijoitusyritysmuotoiseen sijoitusyhtiöön, kun taas erikoissijoitusrahaston konversio johtaa AIFM-direktiivin alaiseen vaihtoehtorahastomuotoiseen sijoitusyhtiöön.

Tämä eriytyminen on funktionaalisesti rinnakkainen nykyiselle rakenteelle ja noudattaa jo olemassa olevia lupamenettelyjä ja sääntelyvaatimuksia. Tältä osin konversio ei ole rakenteellinen poikkeama, vaan järjestää siirtymän tavalla, joka säilyttää EU-oikeudellisten kategorioiden loogisen jatkuvuuden.

#### *4.3 Ruotsin ehdotus vertailukohtana (siirtymän rakentaminen)*

Ruotsin mallissa (SOU 2025:117) ehdotettu *fondandelsbolag*-rakenne tarjoaa hyödyllisen vertailupisteen. Ruotsin selvityksessä painopiste on uuden yhtiömuotoisen rahastorakenteen luomisessa ja voimaantuloa koskevilla siirtymäsäännöksissä, mutta siinä ei rakenneta erillistä muuntoreittiä olemassa oleville rahastoille. Ruotsin lähtötilanne on tässä suhteessa rakenteellisesti sama kuin Suomen: sopimusperusteinen rakenne on ollut ainoa käytettävissä oleva kotimainen UCITS-muoto kummassakin maassa. Rakenteellinen epäsymmetria suhteessa maihin, joissa yhtiömuotoinen UCITS on ollut vaihtoehto jo pitkään – kuten Luxemburgissa ja Irlannissa – on siten molemmille maille yhteinen lähtökohta.

Tästä syystä konversiomekanismi ei ole vain tekninen lisä, vaan keino varmistaa, että olemassa olevat rahastot voivat tosiasiallisesti kilpailla uudessa sääntely-ympäristössä tasa-vertaisin edellytyksin. Ruotsin ehdotus osoittaa, että uuden yhtiömuotoisen rakenteen käyttöönotto ilman erillistä muuntoreittiä jättää olemassa olevan rahastokannan rakenteellisen epäsymmetrian ratkaisematta – uusi rakenne on saatavilla vain uusille rahastoille, kun taas vanhat rahastot eivät pääse siihen siirtymään ilman merkittäviä transaktiokustannuksia. Suomalaisessa lainvalmistelussa tähän haasteeseen on mahdollista vastata nimenomaisella konversiomekanismilla, jonka Ruotsin malli jättää avoimeksi.

#### *4.4 Konversiomekanismi siirtymäsääntelynä – ajallinen rajausta ja yksisuuntaisuus*

Konversiomekanismi voidaan nähdä luonteeltaan siirtymäinstrumenttina eikä pysyvänä oikeudellisena instituutiona. On perusteltua säätää mekanismi ajallisesti rajattuna, esimerkiksi kahden tai kolmen vuoden määräajaksi sijoitusyhtiölain voimaantulosta lukien. Tällöin mekanismi toimii rakenteellisen epäsymmetrian korjauskeinona ja antaa toimijoille riittävän ajan arvioida rakennevalintojaan.

Siirtymäsääntelynä toteutetun konversiomahdollisuuden oikeudellinen perustelu on seuraava. UCITS-direktiivi on sallinut alusta alkaen yhteissijoitusyrityksen perustamisen joko sopimusperusteisena rahastona, osuustrustina tai vaihtuvapääomaisena sijoitusyhtiönä. Suomen lainsäätäjä on kuitenkin tosiasiallisesti toteuttanut UCITS-sääntelyn kotimaisessa järjestelmässä sopimusperusteisen sijoitusrahaston muodossa. Tällöin rahastoyhtiöiden nykyinen rahastokanta on syntynyt ympäristössä, jossa yhtiömuotoinen kotimainen vaihtoehto ei ole ollut käytettävissä samalla tavalla kuin monissa kilpailijamaissa. Konversiomekanismi voidaan nähdä tämän rakenteellisen epäsymmetrian korjaamisena siirtymäkauden ajan.

Siirtymäajan päätyttyä markkinatoimijoilla on ollut riittävästi aikaa harkita rakennevalintansa, ja lain voimaantulon jälkeen perustetuilla rahastoilla on alusta alkaen tasapuolinen mahdollisuus valita sijoitusrahasto- ja sijoitusyhtiömuodon välillä. Erityiselle konversiomekanismille ei tällöin enää ole oikeuspoliittista perustetta. Konversiomekanismin pysyvä salliminen voisi myös luoda kannustinongelman: se viestisi epäsuorasti, että sopimusperusteinen rahasto on vain väliaikainen rakenne, vaikka tarkoituksena on molempien rakenteiden tasa-vertainen rinnakkaiselo.

Konversion yksisuuntaisuus on niin ikään perusteltua. Konversio tulisi sallia ainoastaan sopimusperusteisesta rahastosta sijoitusyhtiömuotoon, ei toisin päin. Tämä johtuu siitä, että siirtymäsääntelynä toteutetun konversion tarkoitus on korjata menneisyydessä syntynyt rakenteellinen epäsymmetria, ei luoda pysyvää liikkuvuutta muotojen välillä. Sijoitusyhtiöstä

sopimusperusteiseen rahastoon tapahtuvan muutoksen osalta toimijat voivat tukeutua normaaleihin sulautumis- ja rakennejärjestelymekanismeihin.

#### 4.5 Veroneutraalisuus *de lege ferenda* -ratkaisun edellytyksenä

Veroneutraalisuus on konversiossa käytännöllisesti yksi kolmesta ratkaisevasta osa-alueesta (hallinnollinen kitka, tuottohistoria, verokohtelu). Jos muunto aiheuttaisi rahastolle tai sijoittajalle verotuksen realisoitumisen, mekanismi menettäisi käytännön merkityksensä. Veroneutraalisuus koskee periaatteessa sekä rahasto- että sijoittajatasoa, vaikka sijoitusrahastojen erityisen veroaseman vuoksi rahastotason riskit ovat käytännössä rajatummalla. Sijoittajatasolla sen sijaan hankintameno ja hankinta-aika eivät saa katketa: konversio ei ole verotuksessa luovutus, joka laukaisisi pääomatuloverotuksen.

Tämän vuoksi konversion verokohtelu on kirjoitettava selkeästi verolainsäädäntöön: muunto ei ole verotuksessa luovutus, ja sijoittajan hankintameno sekä hankinta-aika siirtyvät uuteen instrumenttiin. Tämä vastaa Suomen yritysjärjestelyjen verojatkuvuutta koskevaa logiikkaa ja on systemaattisesti yhdenmukainen myös EU-oikeudellisen muodonmuutoksen käsitteen kanssa.

Sulautumisen veroneutraalisuus ei perustu menettelyn omaan rakenteeseen, vaan edellyttää erillistä verosääntelyä ja EVL:n yritysjärjestelysäännösten soveltamisedellytysten täyttymistä. Konversiossa verokohtelu voidaan sen sijaan rakentaa suoraan muuntamista koskevaan erityissäännökseen, koska menettely ei sisällä varojen siirtymistä eikä omistussuhteen katkeamista. Tällöin neutraalisuus ei riipu yritysjärjestelyjä koskevan sääntelyn edellytyksistä tai tulkintavaihtoehdoista. Konversiomallin uskottavuus edellyttääkin, että verokohtelun jatkuvuus vahvistetaan nimenomaisella jatkuvuussäännöksellä.

## 5 Yhteenveto

Konversiomekanismi ei ole oikeudellisesti uusi ilmiö, vaan vakiintuneen muodonmuutoksen tekniikan soveltamista rahastotoimintaan. Artikkelissa esitetyn analyysin perusteella sen lisäarvo syntyy jatkuvuusperiaatteesta: konversio mahdollistaa rahaston oikeudellisen, toiminnallisen ja markkinointiin liittyvän jatkumon tavalla, jota sulautumisen transaktioluonne ei aina kykene varmistamaan erityisesti silloin, kun tavoitteena on uuden rakenteen omaksuminen laajasti olemassa olevassa rahastokannassa.

Kansainväliset esimerkit tukevat havaintoa. Suomen sääntelytilanteessa konversion tarkoituksena ei ole ohjata markkinaa tiettyyn muotoon, vaan mahdollistaa tasavertainen pääsy uuteen yhtiömuotoiseen rakenteeseen myös niille toimijoille, jotka ovat perustaneet rahastonsa tilanteessa, jossa kotimainen yhtiömuotoinen vaihtoehto ei ollut saatavilla. *De lege ferenda* -näkökulmasta tarkoituksenmukaisiin ratkaisuihin on määrääväkäs, yksisuuntainen ja verotukselliseen jatkuvuuteen perustuva konversiomekanismi, joka turvaa sijoittajansuojan ja ennakoitavuuden ja muodostaa rakenteellisen sillan vanhan ja uuden rahastorakenteen välille.