

TAMPEREEN YLIOPISTO

Johtamiskorkeakoulu

Karoliina Jaskari

Kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistö pääomarahastojen toiminnasta yleisesti

Pro gradu -tutkielma

Yritysjuridikka

Tampere 2018

Tiivistelmä

Tampereen yliopisto

Johtamiskorkeakoulu

Jaskari, Karoliina: Kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistöpääomarahastojen toiminnasta yleisesti

Pro gradu -tutkielma: IX + 62 s.

Yritysjuridiikka

Syksy 2018

Avainsanat: kiinteistöpääomarahastot, kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistöpääomarahastot, laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä, kiinteistöpääomasijoittaminen

Kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistöpääomarahastot ovat kasvattaneet suosiotaan Suomessa institutionaalisten sijoittajien keskuudessa 2000-luvun puolesta välistä alkaen. Institutionaaliset sijoittajat ovat siirtäneet suoria kiinteistösijoituksiaan kiinteistöpääomarahastoihin. Näiden rahastojen toimintaa eivät sääntele erityislait vaan niiden toimintaa harjoitetaan yleisten sopimus- ja yhtiöoikeudellisten normien pohjalta. Oikeustieteellisiä tutkimuksia aiheesta on vähän, ja tämä on toinen oikeustieteellinen tutkimus kiinteistöpääomarahastoista.

Kiinteistömarkkinan kasvaessa tulisi suomalaisessakin lainsäädännössä luoda puitteet toimivalle epäsuoralle kiinteistösijoitustuotteelle. Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää, miten kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistöpääomarahastoja tällä hetkellä säännellään ja onko sääntelyssä kehitettävää. Koska kommandiittiyhtiöitä säännellään lailla avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (389/1988), sen esitöillä on suuri merkitys tutkimuksessa.

Tutkielman toinen painopiste on kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistöpääomarahastojen rakenteessa ja toiminnassa. Kiinteistöpääomarahastojen suurimpia sijoittajia ovat institutionaaliset sijoittajat, jotka haluavat ulkoistaa kiinteistösijoituksensa rahastoihin, sillä he voivat niissä paremmin hyödyntää vierasta pääomaa, saavuttaa kustannussäästöjä ulkopuolisen hallinnon myötä ja sijoittaa varallisuuttaan laajempi alaisesti. Kuitenkin jo lainsäädännössä asetettujen velvoitteiden myötä institutionaalisilla sijoittajilla on vahva intressi olla mukana rahaston toiminnassa ja päätöksenteossa, ja se on vaikuttanut merkittävästi kiinteistöpääomarahaston sidosryhmien välillä laadittaviin sopimuksiin.

Systematisoimalla voimassaolevaa oikeutta kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistöpääomarahastojen osalta ja vertailemalla sitä muiden maiden sääntelyyn voidaan arvioida kiinteistöpääomasijoittamisen sääntelyä de lege ferenda. Lakiin avoimista yhtiöistä ja kommandiittiyhtiöistä ehdotettiin jo Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n toimesta muutoksia, jotka jäivät toteutumatta ja jotka olisivat tehostaneet rahastojen toimintaa. Kiinteistömarkkinan kasvaessa on odotettavissa, että muutostarpeet kasvavat edelleen ja tutkielmassa on analysoitu mitä nämä kehityskohteet avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain osalta ovat.

Sisällysluettelo

LÄHDELUETTELO	V
OIKEUSTAPAUKSET	IX
LYHENTEET	IX
KUVIOT JA TAULUKOT	IX
1. JOHDANTO	1
1.1 TUTKIELMAN TAUSTA.....	1
1.2 TUTKIMUSMETODI JA -TAVOITTEET.....	2
1.3 LÄHTEET.....	3
1.4 TUTKIMUKSEN RAKENNE.....	4
2. KOMMANDIITTIYHTIÖISTÄ YLEISESTI	6
2.1 KOMMANDIITTIYHTIÖIDEN TAUSTA.....	6
2.2 KOMMANDIITTIYHTIÖN TUNNUSMERKIT.....	7
2.3 KOMMANDIITTIYHTIÖN SYNTYMINEN.....	8
2.4 VASTUU KOMMANDIITTIYHTIÖSSÄ.....	9
2.5 KOMMANDIITTIYHTIÖIDEN KEHITYS JA NIITÄ KOSKEVA LAINSÄÄDÄNTÖ.....	10
2.5.1 <i>Kommandiittiyhtiöitä koskevan sääntelyn kehitys</i>	10
2.5.2 <i>Kommandiittiyhtiöt toimialoittain tarkasteltuna</i>	11
2.6 LAKI AVOIMESTA YHTIÖSTÄ JA KOMMANDIITTIYHTIÖSTÄ ANNETUN LAIN MUUTTAMISESTA (1444/2015).....	12
2.6.1 <i>Suomen pääomasijoitusyhdistyksen henkilöyhtiölain muutosehdotus</i>	12
2.6.2 <i>Lausuntokierros ja lakiehdotuksen viimeistely</i>	13
2.6.3 <i>Muutostarpeet ennen ja nyt</i>	14
3. SOPIMINEN KOMMANDIITTIYHTIÖISSÄ	18
3.1 SOPIMISEN TAUSTAA.....	18
3.2 LÄHTÖKOHTANA SOPIMUSVAPAAUS.....	18
3.3 YHTIÖSOPIMUKSEN MUOTOVAATIMUKSESTA.....	19
3.4 YHTIÖSOPIMUKSEN MUUTTAMINEN.....	21
3.5 YHTIÖOSUUDEN LUOVUTTAMINEN.....	24
3.6 YHTIÖMIESTEN OIKEUDET.....	25
3.6.1 <i>Tarkastusoikeus</i>	27
3.6.2 <i>Tilintarkastus ja oikeus tilinpäätöksen moittimiseen</i>	28
3.6.3 <i>Yhtiösopimuksen kohtuullistaminen</i>	29
3.6.4 <i>Yhtiösopimuksen pätemättömyys</i>	31
3.7 YHTIÖMIESTEN VELVOITTEET JA YHTIÖOIKEUDELLISTEN PERIAATTEET KOMMANDIITTIYHTIÖSSÄ.....	32
3.7.1 <i>Yhtiöoikeudelliset periaatteet kommandiittiyhtiössä</i>	32
3.7.2 <i>Vastuunalaisen yhtiömiehen rooli</i>	34
3.7.3 <i>Äänettömän yhtiömiehen rooli yhtiöoikeuden mukaan</i>	36
4. PÄÄMIES–AGENTTI-TEORIA JA PÄÄOMARAHASTOT	37
4.1 PÄÄMIES–AGENTTI-TEORIASTA YLEISESTI.....	37
4.2 PÄÄOMARAHASTOT JA PÄÄMIES–AGENTTI-TEORIA.....	38
5. KOMMANDIITTIYHTIÖMUOTOISET KIINTEISTÖPÄÄOMARAHASTOT JA NIIDEN TOIMINTA	40
5.1 KOMMANDIITTIYHTIÖMUOTO KIINTEISTÖSJOITUSTOIMINNASSA.....	40
5.1.1 <i>Kommandiittiyhtiömuotoisista kiinteistöpääomarahastoista yleisesti</i>	40
5.1.2 <i>Institutionaalisten sijoittajien vaikutus kiinteistöpääomarahastoihin</i>	41
5.2 KIINTEISTÖPÄÄOMARAHASTON RAKENNE JA OSAPUOLET.....	43

5.2.1 Kiinteistö pääomarahaston osapuolet.....	43
5.2.2 Rahaston manageri.....	44
5.2.3 Sijoitusneuvosto.....	45
5.3 RAHASTON STRATEGIA JA ELINKAARI	46
5.3.1 Erilaiset sijoitusstrategiat kiinteistö pääomarahastoissa.....	46
5.3.2 Rahaston elinkaaresta	47
5.4 SOPIMUKSET KIINTEISTÖ PÄÄOMARAHASTOSSA	48
5.4.1 Sopimisesta yleisesti	48
5.4.2 Kassavirtoihin liittyvät ehdot.....	49
5.4.3 Muut kassavirtoihin liittyvät ehdot.....	51
5.4.4 AKL ja kiinteistö pääomarahaston kassavirta.....	52
5.4.5 Hallinnointipalkkio.....	53
5.4.6 Sijoitussitoumusten muutokset ja uudet sijoittajat.....	53
5.5 KANSAINVÄLINEN KIINTEISTÖSIIJOITTAMINEN	54
5.5.1 Kiinteistö pääomasijoittamisen sääntely kansainvälisesti.....	54
5.5.2 Muut kiinteistö sijoittamisen trendit.....	56
5.6 SUOMALAISEN KIINTEISTÖSIIJOITUSMARKKINAN TRENDIT	57
6. YHTEENVETONA	60

Lähdeluettelo

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria. Juva 1989.

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki: Suomen yhtiöoikeus. Vantaa 2000.

Airaksinen, Manne: Avoin yhtiö ja kommandiittiyhtiö. Teoksessa Rissanen, Kirsti – Airaksinen, Manne – Bärlund, Johan – Jauhiainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo – Knuts, Marten – Kivivuori, Antti – Kuoppamäki, Petri – Kymäläinen, Seppo – Mähönen, Jukka – Pihlajarinne, Taina – Raitio, Juha – Viitanen, Klaus - Wilhelmsson, Thomas: Yritysoikeus, s. 119–187. Viro 2014.

Hidén, Paulus – Tähtinen, Tuomas: Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta. Jyväskylä 2005.

Husa, Jaakko – Mutanen, Anu – Pohjalainen, Teuvo: Kirjoitetaan juridiikkaa. Helsinki 2008.

Hyvönen, Olavi – Caselius, Ilmari: Avoin yhtiö ja kommandiittiyhtiö. Porvoo 1966.

Hyvönen, Olavi – Caselius, Ilmari: Avoin yhtiö ja kommandiittiyhtiö. 2. painos. Porvoo 1972.

Immonen, Raimo – Ossa, Jaakko – Villa, Seppo: Henkilöyhtiön pääoman hallinta. 2012.

Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle: Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Tampere 1996.

Lauriala, Jari: Pääomasijoittaminen. Helsinki 2004

Mähönen, Jukka - Villa, Seppo: Osakeyhtiö. 1, Yleiset opit. Helsinki 2015.

Nial, Håkan: Om handelsbolag och enkla bolag. Tredje upplagan omarbetad i samverkan med Carl Hemström. Göteborg 1992.

Olkkonen, Olli - Kaleva, Hanna – Land, Petri: Toimitilasijoittaminen - Markkinat, Strategia, Analyysi. Turku 1997.

Pönkä, Ville: Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Helsinki 2012.

Wilhelmsson, Thomas: Vakiosopimus, 2. painos. Vammala 1995.

Wilhelmsson, Thomas – Jääskinen, Niilo: Avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt. Jyväskylä 1992.

Wilhelmsson, Thomas – Jääskinen, Niilo: Avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt. Kolmas uudistettu painos. Jyväskylä 2001.

Miettinen, Tarmo. Oikeustieteellinen opinnäytetyö. Joensuu 2004.

Rouhento Jussi: Kiinteistö pääomarahaston hallinnointi- ja managementriskit. Espoo 2007.

Viljanen, Jukka: Oikeudellisten tutkimusten kirjoittamisopas. Tampere 2004.

Villa, Seppo: Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. Helsinki 2013.

Villa, Seppo – Ossa, Jaakko: Henkilöyhtiöt ja verotus. Helsinki 2017.

Artikkelit

Hiden, Paulus: Epäsuoran epälikvidin sijoitustoiminnan sääntelystä. Defensor Legis N.o 4/2010. s. 431 – 442.

Jensen, Michael ja Meckling, Michael: Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economic 10/1976. Saatavilla:

<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>. Sivustolla vierailtu: 11.8.2018.

Kaleva, Hanna ja Soutamo, Mikko: Epäsuorien kiinteistösijoitusinstrumenttien kirjo kasvaa. Locus 4/2013. s. 52-54.

KTI Kiinteistötieto Oy: KTI Markkinakatsaus Kevät 2018. Saatavilla: https://kti.fi/wp-content/uploads/post/KTI_Markkinakatsaus_K2018.pdf Sivustolla vierailtu: 21.11.2018.

Laininen, Jenni: Iktivihreät kommandiittiyhtiöt pääomasijoitustoiminnassa. Defensor Legis N.o 3/2017. s. 310-321.

Nevell, Grame ja Marzuki, Muhammad Jufri Bin: The Signicance and performance of UK-REITs in a mixed-asset portfolio. The Journal of European Real Estate Research Vol. 9/2016, Issue 2, s. 171 -182. Saatavilla: <https://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/JERER-08-2015-0032>. Sivustolla vierailtu: 21.10.2018.

Phalippou, Ludovic ja Gottschalg, Oliver: The Performance of Private Equity Funds. The Review of Financial Studies Vol. 22, No. 4 4/2009, s. 1747 -1776. Saatavilla: <https://www-jstor-org.helios.uta.fi/stable/pdf/30225708.pdf>. Sivustolla vierailtu: 21.10.2018.

Pönkä, Ville: Avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain muutos – huomioita yhtiömiesten keskinäisistä suhteista. Tilisanomat – Yritystalouden ja laskennan ammattilehti. 23.5.2017. Saatavilla: <https://tilisanomat.fi/yritysjuridiikka/avoimesta-yhtiosta-ja-kommandiittiyhtiosta-annetun-lain-muutos-huomioita-yhtiömiesten-keskinäisista-suhteista>. Sivustolla vierailtu: 21.10.2018.

Tomperi, Ilkka: Performance of the private equity real estate funds. Journal of European Real Estate Research. Vol. 3 Issue 2, s. 96 -116. Saatavilla: <https://doi.org/10.1108/17539261011062592>. Sivustolla vierailtu: 21.10.2018.

Komiteanmietinnöt

Komiteanmietintö 1983:56. Pienyhtiötoimikunnan mietintö. Helsinki 1983.

Muut lähteet

EPRA: Global REIT Survey, European Public Real Estate Association. Brussels 2017. Saatavilla: <http://www.epra.com/application/files/9515/0366/6834/Global-REIT-Survey-complete.pdf>. Sivustolla vierailtu: 10.11.2018.

EVLI: EPI Healthcare I - Rahaston pääkohdat vuokralaisen näkökulmasta. 2010. Saatavilla: https://www.hel.fi/static/helsinki/paatosasiakirjat/Kh2010/Esityslista22/Liitteet/EPI_Healthcare_I_Ky_n_esite.pdf?Action=sd&id=%7BA6F15173-C50A-454F-84EC-BBF7C17F7071%7D. Sivustolla vierailtu: 21.10.2018.

EY: Global Market Outlook - Trends in real estate private equity. 2017. Saatavilla: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-market-outlook-report-2017/\\$FILE/EY-global-market-outlook-report-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-market-outlook-report-2017/$FILE/EY-global-market-outlook-report-2017.pdf). Sivustolla vierailtu: 15.10.2018.

INREV: Management Fees and Terms Study 2011, KTI Finland 2011. Saatavilla: https://www.inrev.org/system/files/2012-09/INREV_Fees_Terms_Management_201112.pdf. Sivustolla vierailtu: 15.5.2018

Kiinteistörahastotyöryhmän loppulausunto. Työryhmämuistioita. Valtionvarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston julkaisu 10/2006. Saatavilla: <http://vm.fi/dms-portlet/document/0/438270>. Sivustolla vierailtu: 15.10.2017.

Minerva-yhtiöt: Hyvä hallintotapa Minervassa. Saatavilla: <http://www.minerva.fi/hallintotapa>. Sivustolla vierailtu: 15.10.2018.

Rakli: Kiinteistöalan yhteiskunnallinen ja kansantaloudellinen merkitys. 2014. Saatavilla: http://www.rakli.fi/media/tietoa-kiinteistoalasta/faktaa-alasta/2014_kiinteistoalan-yhteiskunnallinen-ja-kansantaloudellinen-merkitys_netires.pdf. Sivustolla vierailtu: 15.10.2017.

Oikeusministeriö: Mietintöjä ja lausuntoja. Henkilöyhtiölain muuttaminen - Lausuntoyhteenveto avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain muutostarpeesta. Oikeusministeriön julkaisu 34/2013. Saatavilla: <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-259-313-9>. Sivustolla vierailtu: 5.10.2017.

Valtioneuvosten kanslia: Vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuus, kilpailutilanne ja kehittämistarpeet. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 9/2018. Maaliskuu 2018. Saatavilla: <http://julkaisut.valtioneuvosto.fi/handle/10024/160708>. Sivustolla vierailtu: 15.10.2018.

Tilastokeskus: Yritykset toimialoittain ja oikeudellisen muodon mukaan muuttujina vuonna 2016. Saatavilla www-muodossa: http://pxnet2.stat.fi/PXWeb/pxweb/fi/StatFin/StatFin_yri_yrti/statfin_yrti_pxt_005.px/table/tableViewLayout2/?rxid=83eabf24-332a-4fe7-84ee-2c20f33ea33c. Sivustolla vierailtu: 15.11.2018.

Valtiovarainministeriö: Eri sijoitusmuotojen verokohtelu. Työryhmäraportti. Valtiovarainministeriön julkaisu 14/2018. Saatavilla: http://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/160825/14_18_Eri%20sijoitusmuotojen%20verokohtelu_Tyoryhmara-portti_web.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Sivustolla vierailtu: 15.11.2018.

Oikeustapaukset

KHO 2007:10

KKO 2012:41

KKO 1999:24

KKO 1977 II 86

KKO 1966 II 99

KKO 1957 II 6

Lyhenteet

AKL	Laki avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä (389/1988)
HE	Hallituksen esitys
Ibid.	Ibidem, samassa paikassa. Viittaus samaan lähteeseen kuin edellinen alaviite.
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KKO	Korkein oikeus
KRA	Kaupparekisteriasetus (208/1979)
KRL	Kaupparekisterilaki (129/1979)
OikTL	Laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista (228/1929)
OM	Oikeusministeriö
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
TTL	Tilintarkastuslaki (1141/2015)
ts.	toisin sanoen
U.K. LPA	Limited Partnership Act (1907)

Kuviot ja taulukot

Kuvio 1. Kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistö pääomarahasto.

Kuvio 2. Kiinteistö pääomarahaston elinkaari.

1. Johdanto

1.1 Tutkielman tausta

Ensimmäinen kiinteistöpääomarahasto perustettiin Suomeen vuonna 2005. Nykyään rahastoja on useampia ja ammattimaisen kiinteistösijoitusmarkkinan koko Suomessa oli vuoden 2017 lopussa noin 63,7 miljardia euroa.¹ Suomalaisissa listaamattomissa kiinteistösijoitusyhtiöissä ja -rahastoissa merkittävämpiä omistajia ovat institutionaaliset sijoittajat, joilla oli vuoden 2017 lopussa kiinteistösijoituksia yli 23 miljardin euron arvosta. Epäsuorien sijoitusten osuus tästä on noin viisi miljardia euroa, mikä jakautui tasaisesti koti- ja ulkomaalaisten sijoitusten kesken.² Institutionaaliset sijoittajat suosivat epäsuorista sijoitusmuodoista kiinteistöpääomarahastoja, jotka usein perustetaan kommandiittiyhtiömuotoisena.³ Vaikka kiinteistöalalla liikkuu huomattava määrä varallisuutta, oikeustieteellistä tutkimusta siitä ylittävä vähän.

Oikeustieteellisestä perspektiivistä tarkasteltuna kiinteistöpääomarahastot ovat mielenkiintoinen tutkimuskohde, sillä niitä eivät säätele erityislait vaan niiden toimintaa harjoitetaan yleisten sopimus- ja yhtiöoikeudellisten normien pohjalta. Laki avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksesta (1444/2015, myöhemmin ”avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutos”) astui voimaan 1.1.2016. Lain avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (389/1988, myöhemmin ”AKL”) muutostarpeita alettiin kartoittamaan, kun Suomen pääomasijoitusyhdistys ry toimitti oikeusministeriöön ehdotuksen avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muuttamiseksi. Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksen esitöissä tavoitteeksi ilmoitettiin *pitkäaikaisia investointeja edellyttävän yritys- ja sijoitustoiminnan helpottaminen*.⁴ Tutkimusta siitä, helpottiko kyseinen lakimuutos yritys- ja sijoitustoimintaa, ei ole.

Kiinteistötalouden alalla kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistöpääomarahastoja on tutkittu jonkin verran. Jussi Rouhento on kirjoittanut lisensiaatintyönsä *Kiinteistöpääomarahaston*

¹ KTI Kiinteistötieto Oy 2018, s. 4.

² *ibid.*

³ HE 94/2014, s. 64.

⁴ HE 17/2015 vp, s. 14.

hallinnointi- ja managementriskit vuonna 2006. Mikael Hjorth on kirjoittanut diplomityönsä *Kiinteistöpääomarahaston exit-strategiat – Asuntorahaston näkökulma* vuonna 2011. Iida Kuusenahon työ *Asuntorahastot Suomessa – Katsaus markkinaan* (2014) käsittelee asuntorahastoja yleisellä tasolla. Edilexissä ainut oikeustieteellinen pro gradu -tutkielma, joka käsittelee kiinteistöpääomarahastoja, on Mari Latikan *Sijoittajan riskinhallinta kiinteistöpääomarahastossa* (2007). Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksen vaikutuksesta pääomasijoitustoimintaan ei ole tehty tutkimusta. Ei ole tutkimusta, joka käsittelee syvästi kiinteistöpääomarahastolle optimaalista yhtiömuotoa.

Usein kommandiittiyhtiömuotoisissa kiinteistöpääomarahastoissa vastuunalainen yhtiömies on rahastoa hallinnoiva osakeyhtiö ja äänettöminä yhtiömiehinä sijoittajat. Varsinaisen yhtiösopimuksen lisäksi näissä yhtiöissä laaditaan yhtiömiesten ja mahdollisesti rahaston kesken myös hallinnointi- tai osakassopimus, jossa sovitaan tarkemmin yhtiön toimintaan liittyvistä seikoista.⁵

1.2 Tutkimusmetodi ja -tavoitteet

AKL:ssa lähtökohtana on avoimen ja kommandiittiyhtiön tahdonvaltaisuus ja yhtiömiesten keskinäisen sopimisen vapaus. Kommandiittiyhtiömuotoisiin rahastoihin pätevät sopimus- ja yhtiöoikeudelliset normit. Tutkimus on oikeuspositivistinen ja tarkoituksena on selvittää kiinteistöpääomarahastoja koskevaa sääntelyn tilaa, eli tutkimusote on selkeästi lainopillinen. Työssä halutaan selkeyttää, mitä muutoksia lakimuutos avoimen ja kommandiittiyhtiöstä aiheutti kiinteistöpääomarahastoihin liittyen ja onko tämä sääntely riittävää. Jälkimmäisestä seikasta johtuen tutkimuksessa käsitellään myös *de lege feranda* kiinteistöpääomarahastoihin liittyvää sääntelyä.

Koska laki avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä on laadittu alun perin pienimuotoista yritystoimintaa tukevaksi, sieltä tulevat säännökset suhteellistuvat sijoitustoiminnassa. Kiinteistöpääomarahastoissa laista tuleva sääntely ohitetaan luomalla laajat sopimusverkostot paikkaamaan AKL:n puutteita. Tutkimuskysymyksiä ovat, mikä on kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistöpääomarahastoja koskevan sääntelyn nykytila ja voisiko sääntely olla parempaa.

⁵ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 52.

Jotta tutkimuskysymykseen voidaan vastata, tulee selvittää, mistä asioista nykyisin säännellään. Lisäksi tutkimuksessa avataan kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistöpääomarahastojen toimintaa yleisesti ja selvitetään, mitä rahastosopimuksissa yleensä sovitaan. Tarkastelu tapahtuu vahvasti oikeustaloustieteellisissä kehyksissä niin tutkimusasetelmasta kuin lakimuutoksen taustoista johtuen.

1.3 Lähteet

Tutkimus on rajattu Habernasin tiedonintressien luokittelun mukaisesti kolmeen ryhmään:

- 1) Tekninen
- 2) Hermeneuttinen
- 3) Emansipatorinen ⁶

Ensimmäinen keskittyy sääntöjen ja kontrollien hahmottamiseen. Oikeustieteissä tätä alaa kuvaa lainoppi, joka jäsentää voimassa olevan oikeuden tilaa. Myös tässä tutkimuksessa on olennaista ymmärtää olemassa olevan sääntelyn tila. Hermeneuttinen tiedonintressi taas on ilmiöiden ymmärtämistä ja jäsentämistä. Oikeustieteissä tätä kuvastaa parhaiten oikeushistoriallinen tutkimus, joka pyrkii ymmärtämään sääntelyn muodostumisen taustan. Tässä työssä tutkin kommandiittiyhtiön sääntelyn taustaa ja pyrin ymmärtämään siihen vaikuttaneita tekijöitä. Emansipatorinen tiedonintressi pyrkii selkeyttämään sääntelyn taustalla olevia arvoja.⁷

Oikeuslähteet jakautuvat vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin ja sallittuihin oikeuslähteisiin. Vahvasti velvoittavia oikeuslähteitä ovat EU-säännökset ja direktiivit sekä kansallinen lainsäädäntö. Heikosti velvoittavia oikeuslähteitä ovat lainsäätäjän tarkoitus ja oikeustapaukset. Niihin kuuluvat lainvalmisteluaineisto, kuten hallituksen esitykset, valiokuntienmietinnöt ja muut lausunnot, jotka tulisi huomioida oikeudellisessa päätöksenteossa.⁸

Sallittuja oikeuslähteitä ovat muun muassa oikeuskirjallisuus ja yleiset oikeusperiaatteet sekä reaaliset argumentit. Sallittuja oikeuslähteitä käytetään oikeudellisessa tulkinnassa.

⁶ Miettinen 2004, s. 6-7.

⁷ *ibid.*

⁸ Husa ym. 2008, s. 33.

Yleiset oikeusperiaatteet auttavat meitä ymmärtämään lakien taustalla olevien arvoja ja tavoitteita.⁹ Koska tämän tutkimuksen tarkoituksena on systematisoida vallitsevaa oikeustilaa, kirjallisuuden painoarvo on huomattava.

Vaikka suomalaisessa oikeusajattelussa ylimpien tuomioistuinten ratkaisulla ei ole juridisesti sitovaa vaikutusta, ne antavat viitteitä siitä, miten lainsäädäntöä tulisi tulkita.¹⁰ Oikeustapauksia on tässä tutkimuksessa käytetty tilanteeseen sopien. Oikeustapauksia on kuitenkin vähän, koska kiinteistö pääomarahastojen sopimusrikkomuksiin liittyvät sanktiot on määrätty rahastosopimuksissa etukäteen ja niitä ei ole tarpeen selvittää oikeudessa. Kommandiittiyhtiön toimintaan liittyviä oikeustapauksia on sen sijaan hieman useampia ja niitä on myös käsitelty tässä tutkielmassa sopivissa kohdin.

Tässä tutkimuksessa pyritään hyödyntämään suomalaista oikeuskirjallisuutta mahdollisimman paljon. Keskeisimmät työssä käytetyt teokset ovat Thomas Wilhelmssonin ja Niilo Jääskisen kirjoittama *Avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt* sekä Paulus Hidénin ja Jyrki Tähtisen toimittama *Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta*. Hidénin ja Tähtisen teos on ainoita suomalaisia oikeustieteellisiä kirjoja pääomasijoittamisesta. Kyseinen kirja käsittelee pääomasijoittamista kokonaisuutena, mikä käsittää myös muihin kohteisiin, kuten kasvuyrityksiin sijoittavat rahastot. Koska kiinteistö pääomarahastot noudattelevat kuitenkin samoja periaatteita kuin muut pääomarahastot, on pääomasijoittamiseen liittyvää kirjallisuutta käytetty lähdeaineistona.¹¹

Lähdemateriaalina on käytetty myös ulkomaista aineistoa, sillä muutamien lainvalmisteluaineistojen lisäksi kiinteistö pääomarahastoja ei juuri käsitellä kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa. Kehittyneintä pääomasijoittaminen on USA:ssa ja Isossa-Britanniassa, ja näissä maissa on julkaistu enemmän niin pääomarahastoihin kuin kiinteistö pääomarahastoihin liittyvää kirjallisuutta, joihin tutkimuksessa viitataan.

1.4 Tutkimuksen rakenne

⁹ Aarnio 1989, s. 220 - 221.

¹⁰ Husa ym. 2008, s. 60.

¹¹ Tomperi 2010, s. 99; Hidén ja Tähtinen 2005, s. 32. Hidén ja Tähtinen pitävät merkittävimpinä eroina pääomarahastojen ja kiinteistö pääomarahastojen erilaista kustannusrakennetta ja tuotto profiilia.

Rakenteellisesti tämä tutkielma syventyy kahteen aiheeseen: suomalaisen avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiön sääntelyyn ja kiinteistöpääomarahastojen toimintaan. Toisessa luvussa käsitellään kommandiittiyhtiöitä, sen historiaa ja siihen liittyvää sääntelyä. Tarkoituksena on saada käsitys kommandiittiyhtiöön vaikuttavasta lainsäädännöstä ja ymmärtää miten nykytilanteeseen on päädytty. Sen jälkeen käydään läpi, mitä muutostarpeita lainsäätäjät tunsivat säätäessään avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksesta ja mitkä olivat suurimmat muutokset AKL:ssa.

Kolmannessa luvussa on käyty läpi kommandiittiyhtiöille tyypillisiä sopimuksia ja sopimusvapauden lähtökohtia. Lisäksi siinä syvennyttään yhtiömiesten oikeuksiin ja velvollisuuksiin. Luvussa avataan myös yhtiöoikeudelliset periaatteet, jotka vaikuttavat kommandiittiyhtiöiden toimintaan.

Vahvan oikeustaloustieteellisen kontekstin vuoksi tutkielman neljännessä luvussa käydään läpi klassinen oikeustaloustieteellinen päämies–agentti-teoria. Pääomarahastojen hallintoyhtiön ja sijoittajien välinen oikeussuhde on päämies–agentti-teorialle tyypillinen pitkäaikaisuutensa ja prosessinomaisen luonteensa vuoksi. Koska kiinteistöpääomarahastoihin sijoittavat ovat ammattimaisia sijoittajia ja rahastoja johtaa palkattu johto, omistajien ja johdon intressit poikkeavat toisistaan. Lisäksi päämiehen ja agentin välillä vallitsevalla informaatioepäsymmetrialla on olennainen vaikutus pääomarahastojen sopimusjuridiikkaan.

Viidennen pääluvun tavoitteena on antaa kokonaisvaltainen kuvaus siitä, miten kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistöpääomarahasto toimii. Luvussa käydään läpi kiinteistöpääomarahastojen rakennetta, toimintaa ja tyypillisimpiä sopimusehtoja. Sen jälkeen käsitellään avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksen vaikutuksia kiinteistöpääomarahastojen toimintaan. Viimeisessä luvussa analysoidaan myös kiinteistösijoittamisen harjoittamista ulkomailla ja kehitysmahdollisuuksia suomalaisessa kiinteistösijoitustoiminnassa.

2. Kommandiittiyhtiöistä yleisesti

2.1 Kommandiittiyhtiöiden tausta

Kommandiittiyhtiömuoto on ollut tunnettu jo 1600-luvulta asti, mutta ensimmäinen sitä koskeva asetus, asetus kommandityhdyskunnasta, annettiin vasta vuonna 1864. Myöhemmin katsottiin aiheelliseksi laajentaa kommandiittiyhtiöihin liittyvää lainsäädäntöä. AKL astui voimaan 1980-luvun loppupuolella. Siinä säännellään kahta yhtiömuotoa: avoimia yhtiöitä ja kommandiittiyhtiöitä. Yhdessä näitä yhtiöitä kutsutaan henkilöyhtiöiksi. Yhtiöiden eroavaisuudet määritetään yhtiösopimuksessa ja suurimmat erot yhtiöiden välillä liittyvät yhtiömiesten asemaan. Viimeisimmän kerran AKL:ia on muutettu lailla avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain muuttamisesta (626/2016).

Avoimessa yhtiössä ei ole kommandiittiyhtiön tapaan äänettämiä yhtiömiehiä, vaan jokainen yhtiömies on henkilökohtaisesti vastuussa yhtiön velvoitteista, jokainen yhtiömies on vastuunalainen yhtiömies. Ero äänettömän ja vastuunalaisen yhtiömiehen välillä on se, että ääneton yhtiömies on sidottu yhtiöön vain yhtiösopimuksessa mainitun pääomapanoksen verran. Oikeuskirjallisuudessa äänetöntä yhtiömiestä on verrattu osakeyhtiön äänivallattomaan ja jako-osattomaan yhtiömieheen.¹²

Suurin osa avointa ja kommandiittiyhtiötä koskevasta sääntelystä on tahdonvaltaista. Henkilöyhtiöiden sopimusvapautta pyritään lailla rajoittamaan vain välttämättömissä tilanteissa.¹³ Kommandiittiyhtiö sopiikin sen joustavuuden puolesta sijoitustoiminnan välineeksi. Sijoittajat ja rahastonhoitaja voivat keskenään sopia rahaston strategiasta, pääoman vaateista ja muista vastaavista asioista.¹⁴

Oikeuskirjallisuudessa avoimia ja kommandiittiyhtiöitä on pitkään pidetty sopivina yritystoimintaan, jossa yhtiömiesten osaaminen on liiketoiminnan olennaisin voimavara ja liiketoiminta melko pienimuotoista. Lisäksi kirjallisuudessa tuetaan vastuunalaisen yhtiömiehen

¹² Ks. esim. Immonen, Ossa ja Villa 2012, s. 7.

¹³ HE 6/1987 vp s. 4 ja HE 17/2015 vp s. 3.

¹⁴ Hiden ja Tähtinen 2005, s. 40.

yhtiön toiminnan tiukkaa kontrollia. Vasta 2010-luvulla ilmestyneessä kirjallisuudessa puhutaan kommandiittiyhtiöstä sijoitustoiminnassa.¹⁵ Elinkeinon harjoittamisen muotojen moninaistuttua esitettiin, että kommandiittiyhtiöt saattavat yhä useammin syntyä yhtiömiesten tietämättä.¹⁶ Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksen esitöissä ehdotettiin, että yhtiö muutettaisiin syntyväksi rekisteröimällä.¹⁷

Koska vastuunalaiset yhtiömiehet ovat henkilökohtaisesti vastuussa yhtiötä koskevista velvoitteista, ei AKL:iin ole ollut tarpeen ottaa säännöksiä liittyen oman pääomaan esim. oman pääoman minimimäärään tai pysyvyyteen liittyen.¹⁸ Lisäksi lainsäädännössä ei ole myöskään määrätty pakottavasti yhtiöön tulokseen liittyvästä voitonjaosta (AKL 7:9).

2.2 Kommandiittiyhtiön tunnusmerkit

Kommandiittiyhtiön toiminnan tarkoitus on lain mukaan (AKL 1:1), että

- a) kaksi tai useampi harjoittaa
- b) sopimuksen perusteella
- c) yhdessä elinkeinotoimintaa
- d) yhteisen taloudellisen tavoitteen saavuttamiseksi.¹⁹

Taloudellinen tavoite on helppo käsittää osakeyhtiölain 1:5 (624/2006, myöhemmin ”OYL”) tapaan voiton tuottamiseksi omistajille, mutta kyseessä voi olla myös halu säästää kustannuksissa tai jakaa yritystoiminnan riskit jonkun kanssa. Kommandiittiyhtiössä olennaista on, että yhtiön toiminnan tavoite on yhtiömiesten jakama, ja se edistää joko välillisesti tai välittömästi heidän taloudellisia etujaan.²⁰

Elinkeinotoiminnan käsitettä ei ole yksiselitteisesti laissa määritelty, mutta vakiintuneena tulkintana pidetään toimintaa, joka on itsenäistä, suunnitelmallista ja jatkuvaa. Lisäksi elinkeinotoimintaan liittyy taloudellisen riskin olemassaolo ja toiminnan suuntautuminen rajoit-

¹⁵ Ks. Immonen, Ossa ja Villa 2012, s. 2.

¹⁶ HE 17/2015 vp, s. 4.

¹⁷ HE 17/2015 vp, s. 14.

¹⁸ Ks. Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 120.

¹⁹ Immonen, Ossa ja Villa 2012, s. 11.

²⁰ Villa 2013, s. 65.

tamattomaan tai laajaan henkilökoukkoon. Lainvalmisteluaineistossa kuvataan elinkeinotoimintaa ammattimaisesti harjoitetuksi taloudelliseksi toiminnaksi, jota ei harjoiteta työsuhteen omaisesti toisen valvonnassa.²¹ Elinkeinotoiminnalle ominaisena pidetään myös jatkuvuutta ja sitä, että se muodostuu useista taloudellisista toimista, ei vain yhdestä liiketoi-
mesta.²²

Oikeuskäytännössä on katsottu, että yhtiöllä tulee olla yhteinen taloudellinen päämäärä (KKO 1957 II 6). Yhden hankkeen suorittamiseksi harjoitettua yhteistoimintaa ei pidetä elinkeinotoimintana, ellei kyseessä ole laaja rakennushanke. Työsuhteesta poiketen elinkeinotoimintaa harjoitettaessa ei työskennellä johdon ja valvonnan alaisena.²³

2.3 Kommandiittiyhtiön syntyminen

Ennen avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutosta AKL:n 1:2 §:n mukaan kommandiittiyhtiöstä tuli oikeuskelpoinen, kun yhtiösopimus astui voimaan. Oikeuskelpoisena yhtiö voi hankkia oikeuksia ja velvollisuuksia itselleen (AKL 1:3 §), ja siten se muodostaa yhtiömiehistä erillisen varallisuuspiiriin eikä vastaa yhtiömiesten sitoumuksista yhtiöomaisuudella. Oikeustoimikelpoisena kommandiittiyhtiö voi kantaa tai vastata tuomioistuimessa ja muiden viranomaisten luona. Yhtiön oikeuskelpoisuus päättyy, kun selvityksen jälkeen yhtiömiehet ovat jakaneet yhtiön omaisuuden tai yhtiö on muulla tavalla purkautunut.²⁴

Ennen AKL:n 1:1 §:n muuttamista avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksella oli joissakin tapauksissa epäselvää, milloin kommandiittiyhtiö syntyi. Riitti, että kaksi tai useampi harjoitti sopimuksen perusteella elinkeinotoimintaa. Sopimus saattoi olla suullinen, kirjallinen tai konkludenttinen eikä kaupparekisteriin merkitseminen ollut pakollista. Tämä aiheutti epäselvyyksiä siitä, milloin kommandiittiyhtiö voitiin katsoa syntyneeksi. Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutos selkeytti oikeustilaa. Nyt avoin yhtiö ja kommandiittiyhtiö syntyy, kun se rekisteröidään kaupparekisteriin.

²¹ HE 6/1987 vp, s. 16.

²² Ks. Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 124.

²³ Ks. Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 122 - 125.

²⁴ Villa 2013, s. 74.

Ennen avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutosta kommandiittiyhtiön syntyä tarkastellessa etsittiin kommandiittiyhtiösuhteeseen viittaavia seikkoja, joita yleensä olivat äänettömän yhtiömiehen olemassaoloon liittyvät havainnot. Rahoittajan tai vastuusitoumuksen myöntäjän olemassaolo tuli ilmaista ulospäin. Tämän korvauksen tuli riippua toiminnan nettutuloksesta ja hänellä tuli olla oikeus tarkastaa yhtiön toimintaa. Lisäksi hänellä ei tosiasiallisesti ollut oikeutta periä vastuusitoumusta tai sijoitusta konkurssissa.²⁵ Tätä tuki myös KKO 2012:41, jossa todettiin, että vastuunalaisen yhtiömiehen asema saattoi syntyä tosiasiallisesti vastuunalaisena yhtiömiehenä toimimalla. Tapauksessa A oli ainoa vastuunalaiseksi yhtiömieheksi rekisteröity kaupparekisterissä, mutta tosiasiallisesti X Ky:n päätöksentekoon olivat osallistuneet myös B ja C.

2.4 Vastuu kommandiittiyhtiössä

Olettamuksena kommandiittiyhtiöissä on, että toiminta perustuu esimerkiksi osakeyhtiöstä poiketen, yhtiömiesten väliseen yhteistyöhön ja näiden henkilökohtaiseen varallisuusasemaan.²⁶ Koska vastuunalaiset yhtiömiehet ovat henkilökohtaisesti vastuussa yhtiön velvoitteista, ei lakiin avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä ole nähty tarpeelliseksi ottaa velkojia suojaavia säännöksiä, kuten vaatimuksia omasta pääomasta.²⁷ Kommandiittiyhtiöiden luottokelpoisuus on riippuvainen vastuunalaisen yhtiömiehen varallisuudesta, tosin yhtiömiehen henkilökohtaista vastuuta voidaan laimentaa nimeämällä vastuunalaiseksi yhtiömieheksi osakeyhtiö.²⁸

Perinteisesti kommandiittiyhtiöiden johtoon ei ole nimitetty ulkopuolisia henkilöitä, sillä nämä voivat sitoa omistajat lähes rajoittamattomiin vastuisiin. Osakeyhtiöt ovat tyypillisiä yhtiötä, joissa omistus ja johto on eriytetty. Johdon ja omistuksen eriyttämisen etuna on nähty se, että näin johtoon saadaan valittua johtamiskykyisiä henkilöitä. Lisäksi eriyttämisessä on nähty tehokkuushyötyjä.²⁹

²⁵ Ks. tarkemmin Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 49 ss.

²⁶ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 26.

²⁷ Airaksinen ja Jauhiainen 2000, s. 55 ja Airaksinen 2014, s. 120.

²⁸ Villa 2018, s. 104.

²⁹ Villa 2018, s. 43.

Vaikka kommandiittiyhtiö on itsenäinen oikeushenkilö, vastuunalaisten yhtiömiesten henkilökohtainen vastuu yhtiön sitoumuksista mahdollistaa sen, että heillä on oikeus edustaa yhtiötä yksin suhteessa kolmansiin osapuoliin ja myös ryhtyä yhtiötä koskeviin hallintotoimiin.³⁰

Tapauksessa KKO 2012:41 korkein oikeus katsoi, että vain A:n merkitseminen vastuunalaiseksi yhtiömieheksi kommandiittiyhtiöön, jossa valtaa vastuunalaisen yhtiömiehen tavoin käyttivät myös äänettömät yhtiömiehet B ja C, antoi väärän kuvan liiketoiminnasta vastuussa olevista henkilöistä. Korkeimman oikeuden mukaan yhtiömiehiä A ja B tuli siten rangaista rekisterimerkintärikoksesta. Kommandiittiyhtiömuotoisissa pääomarahastoissa äänettömiä yhtiömiehiä koskevia tietoja ei päivitetä kaupparekisteriin välttämättä ajoissa.³¹ Oikeustapauksen perusteella olisi mahdollista, että kaupparekisteri-ilmoituksesta vastuussa olevia yhtiömiehiä rangaistaisiin rekisterimerkintärikoksesta KRL 30 §:n mukaisesti.

2.5 Kommandiittiyhtiöiden kehitys ja niitä koskeva lainsäädäntö

2.5.1 Kommandiittiyhtiöitä koskevan sääntelyn kehitys

Kun ensimmäinen kommandiittiyhtiöitä koskeva asetus annettiin 1864, avoimia yhtiöitä ja kommandiittiyhtiöitä käytettiin tuolloin pääsääntöisesti pienyhtiötoiminnassa,³² mihin ne sopivat erityisesti joustavuutensa ja yksinkertaisuutensa vuoksi. Kun näitä yhtiömuotoja säänneltiin vain seitsemällä säännöksellä, monet kysymykset jäivät oikeuskäytännön ratkaistaviksi.³³

Tämän seurauksena syntyi oikeudellista epävarmuutta ja ristiriitoja sääntelyn ja oikeuskäytännön välille. Esimerkiksi asetuksessa kommandityhdyskunnista vuodelta 1864 1 §:ssä säädetään, että yhtiön äänettömänä yhtiömiehenä voi olla joko yksityinen henkilö tai avoin yhtiö. Osakeyhtiö jätettiin pykälässä mainitsematta. Tapauksessa KHO 1946 I 42 korkein hal-

³⁰ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 120.

³¹ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 134 – 135.

³² Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 9. Ks. lisäksi HE 6/1987 s. 15. Eesityksen tavoitteena oli helpottaa pienyritysten toimintaa.

³³ Villa 2018, s. 50.

linto-oikeus salli kuitenkin kommandiittiyhtiön vastuunalaiseksi yhtiömieheksi osakeyhtiön. Keskustelu osakeyhtiön asemasta äänettömänä yhtiömiehenä jatkui vielä 1960-luvulle asti.³⁴

Vuonna 1981 oikeusministeriö asetti toimikunnan, joka valmisteli ehdotuksen avointa yhtiötä ja kommandiittiyhtiötä koskevasta uudesta lainsäädännöstä. Lainvalmisteluaineiston mukaan suurimmat ongelmat liittyivät yhtiön selvitystilaa ja purkamista koskevan lainsäädännön puuttumiseen. Yksittäinen yhtiömies saattoi viivyttää selvitystä kohtuuttomasti ja vaarantaa toisten yhtiömiesten aseman. Lunastussäännösten puuttuminen loi epävarmuutta yhtiön toiminnan jatkamisesta, kun yhtiömiehillä ei ollut mahdollisuutta lunastaa toisinajatelevien yhtiömiesten osuuksia.³⁵

Laki avoimista ja kommandiittiyhtiöistä annettiin 29.4.1988 ja se astui voimaan 1.1.1989. Lain tarkoituksena oli ennen kaikkea korjata aikaisempaa puutteellista sääntelyä ja päivittää lainsäädäntö vastaamaan oikeuskäytäntöä. Lakiin kirjattiin avoimia ja kommandiittiyhtiötä koskevat periaatteet, joita oli selvennetty pienyritystoiminnan ongelmatilanteiden ratkaisemiseksi. Samalla haluttiin pitää huolta, että yhtiömuotojen joustava luonne säilyy.³⁶

Tahdonvaltaisuutta kommandiittiyhtiöiden sääntelyssä ei haluttu rajata tarpeettomasti, sillä tuolloin avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt olivat pääsääntöisesti pieniä tai keskisuuria yhtiöitä, jotka eivät keränneet suuria pääomia suurelta yleisöltä. Sopimusvapautta haluttiin rajata vain niiltä osin kuin se katsottiin välttämättömäksi yhtiömiesten tai ulkopuolisten kannalta. Tämä toteutettiin siten, että AKL:n astuessa voimaan siinä oli erikseen mainittu ne kohdat, joissa toisin sopiminen oli mahdollista.³⁷

2.5.2 *Kommandiittiyhtiöt toimialoittain tarkasteltuna*

³⁴ Ks. Hyvönen ja Caselius 1966, s. 78 - 79. Koska osakeyhtiöllä oli oikeushenkilöasema, osakeyhtiön mainitsematta jättäminen asetuksessa kommandityhdyskunnista voinut tarkoittaa kieltoa, vaan asetusta tuli tulkita laajentavasti.

³⁵ Pienyhtiötoimikunnan mietintö 1983, s. 8.

³⁶ HE 6/1987 vp, s. 3.

³⁷ HE 6/1987 vp, s. 4. Ks. HE 17/2015. Esityksen mukaan AKL oli edelleen epäselvä ja yhtiökäytäntö ristiriitaisista AKL:iin nähden.

1980 -luvulla kommandiittiyhtiöiden määrä kasvoi huomattavasti. Vuoden 1982 lopussa kommandiittiyhtiöitä oli vajaa 12 000.³⁸ Yhtiömuodon yleistymistä edesauttoi uuden osakeyhtiölain voimaantulo ja verotukselliset seikat.³⁹ Vuonna 1982 kommandiittiyhtiöitä toimi eniten tukku- ja vähittäiskaupan, ravitsemis- ja majoitustoiminnan alalla (6001) sekä teollisuudessa (3153). Kiinteistöalan toimijat luettiin tuolloin osaksi rahoitus-, vakuutus-, kiinteistö- ja liike-elämän palvelutoimintaa, ja koko alalla toimi vuonna 1982 yhteensä 372 yritystä.⁴⁰

Osana pieniyhtiötoimikunnan mietintöä laadittiin selvitys voimassa olevasta yhtiökäytännöstä, josta kävi ilmi, että 1980-luvulla suurin osa kommandiittiyhtiöistä oli kahden henkilön yhtiöitä, joissa toinen tarjosi rahoituksen ja toinen toimi vastuunalaisena yhtiömiehenä. Tällaisia yhtiöitä toimikunnan selvityksen mukaan oli kolmesta sadasta 130. Lisäksi yhtiöpanosten määrät ovat tuolloin olleet hyvin vähäisiä: 148:lla yrityksellä pääomapanos oli alle 40 000 markkaa.⁴¹

Patentti- ja rekisterihallituksen yritystilastojen mukaan 2.1.2018 kaupparekisterissä oli 28 279 kommandiittiyhtiötä.⁴² Tilastokeskuksen toimialakohtaisten yritystilastojen mukaan vuonna 2016 kiinteistötoimialan kommandiittiyhtiöitä oli 419. Luku ei pidä sisällään vuoden 1982 tapaan rahoitus- ja vakuutustoimintaa, missä itsestään toimi vuonna 2016 422 kommandiittiyhtiötä. Suurimmat toimialat tuona vuonna olivat tukku- ja vähittäiskaupan alan yritykset 3 317 ja rakentamisan yritykset, joita oli 2 795.⁴³

2.6 Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain muuttamisesta (1444/2015)

2.6.1 Suomen pääomasijoitusyhdistyksen henkilöyhtiölain muutosehdotus

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry toimitti 25.5.2011 oikeusministeriölle ehdotuksen avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain muuttamiseksi pääomasijoitustoimialan tarpeet

³⁸ Pieniyhtiötoimikunnan mietintö 1983, s. 110.

³⁹ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 5.

⁴⁰ HE 6/1987 vp, s. 4.

⁴¹ Pieniyhtiötoimikunnan mietintö 1983, s. 110 – 111.

⁴² Patentti- ja rekisterihallitus, Yritysten lukumäärät kaupparekisterissä.

⁴³ Tilastokeskus, Yritykset toimialoittain ja oikeudellisen muodon mukaan.

huomioiden. Ehdotuksessa vaadittiin muutoksia henkilöyhtiön perustamista ja rekisteröintiä, yhtiökaudesta sopimista, yhtiön purkamista ja yhtiöosuuden lunastamista koskeviin säännöksiin. Ehdotuksen pohjalta oikeusministeriössä laadittiin arviomuistio lain muutostarpeista.

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n ehdotti, että avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä annettua lakia muutettaisiin siten, että avoin ja kommandiittiyhtiö syntyisivät rekisteröinnillä ja yhtiösopimuksessa voisi pätevästi sopia tiettyjen ehtojen täytyessä yli kymmenen vuoden yhtiökaudesta. Perusteena oli oikeustilan selkeyttäminen, oikeussuhteisiin liittyvän epävarmuuden vähentäminen, ja tarve yhtenäistää avoimia ja kommandiittiyhtiöitä koskeva sääntely vastaamaan muita yhteisömuotoja koskevaa sääntelyä. Samoilla perusteilla lakia ehdotettiin muutettavaksi siten, että laissa säädettäisiin yhtiösopimuksen vähimmäisisältö. Tämän lisäksi ehdotettiin, että äänettäviä yhtiömiehiä ei enää lueteltaisi yhtiösopimuksessa, vaan yhtiö itse pitäisi yllä yhtiömiesluetteloa.⁴⁴

2.6.2 Lausuntokierros ja lakiehdotuksen viimeistely

Arviomuistio lähetettiin lausuntokierrokselle keväällä 2013 65 taholle, jotka oikeusministeriön mukaan edustivat henkilöyhtiön sidosryhmiä. Oikeusministeriölle tuli vastauksia 25 kappaletta. Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n toimittamasta muutosehdotuksesta ehdotus äänettömien yhtiömiesten ja heidän yhtiöpanoksensa poistaminen yhtiösopimuksesta jakoi sidosryhmien mielipiteet. Viranomaiset kuten verohallinto ja rekisteriviranomaiset kannattivat äänettämiin yhtiömiehiin liittyvien tietojen säilymistä julkisena.⁴⁵

Perustamiseen liittyvä muutosehdotus koski avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiön syntymistapaa. Aiemmin avoin yhtiö ja kommandiittiyhtiö ovat syntyneet, kun niiden yhtiösopimus on tullut voimaan⁴⁶. Koska kaupparekisterimerkinnällä on ollut vain deklaratiivinen vaikutus, oikeustila on ollut epäselvä. Oikeustilan selkeyttämiseksi ja oikeusvarmuuden parantamiseksi myös lausunnon antajat kannattivat muutosta avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiön syntymistä rekisteröimällä⁴⁷.

⁴⁴ Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2011, s. 1.

⁴⁵ OM:n Lausuntoja ja mietintöjä, s. 8 - 10.

⁴⁶ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 53.

⁴⁷ OM:n Lausuntoja ja mietintöjä, s. 10.

Toinen muutosehdotus oli yhtiösopimusmuutoksen voimaantuleminen rekisteröimällä. Edellytyksenä oli myös, että yhtiösopimuksen on oltava kirjallinen. Arviomuistion kommentit kannattivat myös tätä muutosta, sillä siten yhtenäistettiin rekisteröintikäytäntöä osakeyhtiötä muistuttavaksi. Yhtiösopimuksen kirjallisuusvaatimus koettiin myös oikeustilaa selkiyttävänä.⁴⁸ Esimerkiksi tapauksessa KKO 2012:41 yhtiösopimuksen muutoksen rekisteröinti olisi saattanut auttaa yhtiömiehiä välttämään rekisterimerkintärikoksen.

Keskeisenä osana arviomuistiota oli myös yhtiösopimuksen irtisanomista koskeva ehdotus. Tämän osalta haluttiin mahdollisuus sopia sitovasti yli kymmenen vuoden yhtiökaudesta. Yli kymmenen vuotinen yhtiökausi nähtiin tärkeänä sen sijoittamista edistävän luonteen ja sopimussuhteiden selkeyttämisen vuoksi. Koska kyseinen ehto asetettiin pääomasijoitustoiminnan helpottamiseksi, nähtiin lain valmistelutöissä tärkeänä suojata luonnollisten henkilöiden ja pienyritystoiminnan etuja. Lakia muutettiin siten, että siinä säännellään erikseen oikeushenkilöä ja luonnollista henkilöä koskevasta sääntelystä.⁴⁹

Yhtiön purkamista haluttiin helpottaa ja mahdollistaa siitä ennalta sopiminen. Suomen pääomasijoitusyhdistys ehdotti, että yhtiömiehet voisivat sopia yhtiön purkamisesta esimerkiksi osakassopimuksessa.⁵⁰ Konkurssiasiamies nosti esille kahden rinnakkaisen purkamismenettelyn mahdollisuuden ja huomautti, että ehdotettu muutos saattaisi lisätä niitä tilanteita, joissa purkamismenettely käynnistettäisiin konkurssimenettelyn venyessä. Kuvatut tilanteet olisivat luoneet myös epäselvyyttä velallisen oikeuksien käyttämiseen. Konkurssiasiamies ehdotti, että laissa selvennettäisiin konkurssin ja muiden purkamismenettelyjen välistä suhdetta.⁵¹

2.6.3 Muutostarpeet ennen ja nyt

1980-luvulla avointa yhtiötä ja kommandiittiyhtiötä koskevan lain esitöissä pidettiin tärkeänä, että pakottavia säännöksiä on vain niissä kohdissa, jotka on katsottu ehdottoman välttämättömiksi joko yhtiömiesten tai ulkopuolisten oikeuksien suojaamiseksi. Teknisesti tämä suoritettiin AKL:ia säätäessä siten, että laissa mainittiin erikseen ne kohdat, joissa laista

⁴⁸ OM:n Lausuntoja ja mietintöjä, s. 18.

⁴⁹ Ks. tarkemmin OM:n Lausuntoja ja mietintöjä, s. 19.

⁵⁰ OM:n Lausuntoja ja mietintöjä, s. 18.

⁵¹ OM:n Lausuntoja ja mietintöjä, s. 19.

poikkeaminen sopimuksin oli mahdollista.⁵² Yhtiökäytäntö osoitti kuitenkin vuosien saatossa, että laki on epäselvä, sillä siinä ei ollut johdonmukaisesti mainintaa, mikäli säännös oli dispositiivinen.⁵³

Koska 2000-luvulta alkaen yhä useampi kommandiittiyhtiö oli pääomasijoitustoimintaa harjoittava, koettiin myös tarpeelliseksi selkeyttää osakassopimusten vaikutusta kommandiittiyhtiön toiminnassa. Kyseisillä sopimuksilla ei ole yhtiöoikeudellista vaikutusta, vaan niiden vaikutus on velvoiteoikeuteen perustuva.⁵⁴ Tämä merkitsee sitä, että sopimuksissa on sovittava sanktiot sopimuksen rikkomisesta, mikäli haluaa korvausta sopimuksesta poikkeamisesta.

Aiemmin avointa ja kommandiittiyhtiötä koskevan lain soveltamisala tuli määritellä. Ei ollut yksiselitteistä tunnusmerkkiä, josta yhtiöt tunnisti. Lisäksi yhtiöt saattoivat syntyä konkluudenttisesti, joten oli tarpeen määritellä tarkemmat tunnusmerkit yhtiöiden tunnistamiseksi. Lain soveltamisalaksi tuli elinkeinotoimintaa harjoittavat yhtiöt.⁵⁵ Oikeuskäytäntö osoitti, että elinkeinotoiminnan määritelmä oli epäselvä ja yhtiösuhde saattoi muodostua ilman yhtiömiesten nimenomaista sitoumusta ennen avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutosta.

KKO 1966 II 99: kahden henkilön kesken heidän harjoittaessaan yhteiseen lukuun linja-autoliikennettä katsottiin muodostuneen avoin yhtiö.

KKO 1977 II 86: Avioliittoa solmimatta jatkuvasti yhteisessä taloudessa avioliitonomaisissa olosuhteissa eläneiden A:n ja B:n kesken heidän harjoittaessaan yhteisesti omistamallaan kiinteistöllä yhteiseen lukuun vanhain tavarain kauppaa katsottiin muodostuneen avoin yhtiö. Ään

Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksella selkeytettiin vallitsevaa tilannetta siten, että lain soveltamisala tarkennettiin vastaamaan yhteistoimintaa, jossa

⁵² HE 6/1987 vp, s. 3-4.

⁵³ HE 17/2015 vp, s. 3.

⁵⁴ HE 17/2015 vp, s. 23.

⁵⁵ HE 6/1987 vp, s. 3.

*yhtiömiesten nimenomainen tarkoitus on perustaa kaupparekisteriin ilmoitettava avoin yhtiö tai kommandiittiyhtiö.*⁵⁶

Yhtiön rekisteröinnin *konstitutiivista* vaikutusta pidettiin kyseisessä lakimuutoksessa tärkeänä. Osaltaan esitöissä katsottiin, että vastuunalaisen yhtiömiehen henkilökohtainen vastuu yhtiön sitoumuksista suojaa velkojia tilanteessa, jossa yhtiö ei ole vielä virallisesti syntynyt⁵⁷. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty argumentteja sekä rekisteröimisen puolesta⁵⁸ että vastaan⁵⁹.

Yhtiösopimuksen sisältövaatimukset haluttiin muuttaa vastaamaan kaupparekisterilaissa avoimille ja kommandiittiyhtiöille asetettuja vaatimuksia.⁶⁰ Ennen avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksen voimaantuloa kaupparekisterilain (129/1979, myöhemmin ”KRL”) mukaan ilmoitettavia asioita olivat: toiminimi, yhtiösopimuksen allekirjoituspäivämäärä, yhtiömiesten henkilötiedot, yhtiön toiminnan laatu, kunta, josta yhtiön toimintaa johdetaan, yhtiön postiosoite, mahdollisen toimitusjohtajan henkilötiedot, ne henkilöt, joilla on oikeus kirjoittaa yhtiön toiminimi ja äänettömien yhtiömiesten panokset rahamääräisinä.

Kommandiittiyhtiön yhtiösopimusta voidaan muuttaa, ja muutos tulee viivytyksettä ilmoittaa rekisteröitäväksi.⁶¹ Tiedot kaupparekisteriin viedään ilmoituksen perusteella. KRL:n 26 §:n mukaan muutoksen merkitseminen kaupparekisteriin tarkoittaa sitä, että sopimus muuttuu julkiseksi. Kun sopimus on muuttunut julkiseksi, voidaan katsoa, että se on tullut myös sivullisten tietoon.

Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksesta säädettäessä tärkeänä pidettiin selkeää rajausta yhtiösopimuksen ja muun sopimisen välillä. Yhtiösopimuksen osalta sisältövaatimuksia tarkennettiin. Arviomuistiolla esitetty ehdotus, että yhtiösopimuksen muutos tulee voimaan vasta rekisteröinnillä, otettiin myös osaksi AKL:ia. Oletus on, että uusilla yhtiömiehillä on tiedossa vain se, mitä rekisteröidyssä yhtiösopimuksessa on. Täten voidaan

⁵⁶ HE 17/2015 vp, s. 14.

⁵⁷ HE 17/2015 vp, s. 5.

⁵⁸ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 125. Airaksinen ja Kymäläinen esittävät, että niille, joille tahattomasti syntyy yhtiösuhte AKL:n säännökset saattavat aiheuttaa yllättäviä seurauksia.

⁵⁹ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 19. Wilhelmsson ja Jääskeläinen toteavat, että yhtiösuhteen syntymistavan sääntelyn joustavuuden vuoksi yhtiön ei tulisi syntyä rekisteröinnillä ja että yhtiömiehen oikeuksien suojaamisen tarve liittyy yhtiön purkamista koskeviin säännöksiin.

⁶⁰ *ibid.*

⁶¹ Villa 2018, s. 106.

katsoa, että muut yhtiömiesten välillä tehdyt sopimukset koskevat vain kyseisiä sopimusosapuolia. Lisäksi nähtiin, että säännös, jossa yhtiöosuuden luovuttamiseen ja hankkimiseen vaaditaan kaikkien yhtiömiesten hyväksyntä, suojaa vanhoja yhtiömiehiä. Ongelmallista on, että tämä säännös on dispositiivinen ja siitä voidaan yhtiösopimuksella poiketa. Säännöksestä poikkeaminen saattaa myöhemmissä vaiheissa johtaa ongelmiin, mikäli asia viedään tuomioistuimen ratkaistavaksi. Lainvalmisteluaineistossa ei kuitenkaan haluttu puuttua liikaa yhtiösopimuksen ulkopuoliseen sopimiseen, sillä aineistossa nähtiin, että yhtiösopimukset ja osakassopimukset muodostavat yhtenäisen kokonaisuuden.⁶²

Yhtiösopimuksen purkamiseen liittyvä sääntely koettiin epäselväksi ja lausuntokierroksella purkamiseen liittyen saatiin monipuolisesti kommentteja.⁶³ Kommenttien perusteella luotiin ehdotus, että yhtiömiesten tulisi voida sopia etukäteen, mitä menettelyä yhtiö noudattaa sen mahdollisessa purkautumistilanteessa ja yhtiömiehen lunastaessa osuuden siitä. Tämän lisäksi haluttiin tarkentaa niitä edellytyksiä, joilla voidaan määrätä purkamismenettelystä.⁶⁴

⁶² HE 17/2015 vp, s. 14.

⁶³ Ks. OM:n mietintöjä ja lausuntoja, s. 18-19.

⁶⁴ HE 17/2015 vp, s. 15.

3. Sopiminen kommandiittiyhtiöissä

3.1 Sopimisen taustaa

Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksen tultua voimaan kommandiittiyhtiön yhtiömiehet voivat edelleen hyvin vapaasti sopia yhtiösopimuksissa yhtiössä noudatettavissa periaatteista. Yhtiömuodon tarkoituksen on säilyä joustavana organisoitumismuotona.⁶⁵ Näin yhtiömiehet voivat varsin yksilöllisesti huomioida yhtiösopimuksissa kulloisenkin tosiasiallisen tilanteen mukaisesti. Yleisesti yhtiösopimuksissa voidaan sopia yhtiön toiminnan sisällöstä, tehtävienjaosta, yhtiöpanosten määristä ja voiton ja tappion jaosta.⁶⁶

Yhtiösopimuksen osapuolina voivat olla niin juridiset kuin luonnolliset henkilöt. Myös kunnat, valtio ja muut julkisoikeudelliset yhteisöt voivat perustaa kommandiittiyhtiön. Kyseisten yhteisöjen osalta niiden oma erityislainsäädäntö voi kuitenkin rajoittaa mahdollisuutta kommandiittiyhtiön perustamiseen.⁶⁷ Aiemmin ulkomaisten omistusten seuranta kommandiittiyhtiöissä oli tiukempaa ja ulkomaalaiset, ulkomaalaiset yhteisöt ja tietyt suomalaiset yhteisöt, joilla oli ulkomaalaisia kytkentöjä saattoivat toimia suomalaisen kommandiittiyhtiön yhtiömiehenä vain valtioneuvoston luvalla (laki ulkomaalaisten sekä eräiden yhteisöjen oikeudesta ryhtyä yhtiömieheksi kauppayhtiöön ja kommandiittiyhtiöön 322/1973, joka kumottiin lailla ulkomaalaisten yritysostojen seurannasta 1612/1992). Ammattimaisessa sijoitustoiminnassa käytettävissä kommandiittiyhtiöissä yleistä on, että rekisteröitävän yhtiösopimuksen lisäksi yhtiömiehet laativat erillisen rahaston toimintaa koskevan sopimuksen tai sopimuksia, jotka eivät ole julkisia.⁶⁸

3.2 Lähtökohtana sopimusvapaus

AKL:n muutoksen myötä 1.1.2016 alkaen kommandiittiyhtiön yhtiösopimuksessa on tullut käsitellä AKL:n 1:4.1:n 1-4 kohtien edellyttämät asiat. Vaikka oikeuskirjallisuudessa on hyväksytty laaja sopimusvapaus kommandiittiyhtiön perustamisen lähtökohdaksi, esiintyy kirjallisuudessa ristiriitoja sopimusvapauden määrittämisen suhteen.⁶⁹

⁶⁵ HE 17/2015 vp, s. 15.

⁶⁶ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 67-68.

⁶⁷ HE 6/1987 vp, s. 18.

⁶⁸ Lauriala 2004, s. 40.

⁶⁹ Ks. esim. Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 128. He ovat koostaneet yhteen oikeuskirjallisuudessa esiintyneitä ristiriitaisia tulkintoja.

Aiemmin lähtökohtana on pidetty sitä, että pakottavista säännöksistä poikkeavasti voidaan sopia sitovasti yhtiömiesten välisissä suhteissa.⁷⁰ Uudemmassa kirjallisuudessa⁷¹ on todettu, että AKL:ssa on pakottavia säännöksiä, joista ei voida poiketa. Tällaisina säännöksinä pidetään julkisen edun vuoksi säädettyjä tai säännöksiä, jotka vaikuttavat yhtiön ulkopuoliseen asemaan mutta samassa yhteydessä todetaan, että yhtiömiesten keskinäisissä sopimuksissa sovitaan joissakin tapauksissa toisin.⁷²

Siviilioikeudellisesta näkökulmasta tarkasteltuna yhtiösopimus muodostuu kaikista yhtiömiesten välillä laadituista sopimuksista.⁷³ Yhtiöoikeudellisessa mielessä tarkasteltuna yhtiösopimuksen ulkopuoliset yhtiömiesten välillä solmitut sopimukset, joissa on AKL:n vastaisia säännöksiä, eivät ole päteviä.⁷⁴ Sopimusoikeudellisesti sopimuksen rikkomisesta asetetut seuraamukset (esim. sopimussakko) ovat kuitenkin riittävän tehokkaita takaamaan toiminnan jatkamisen sopimuksen mukaisena.⁷⁵

3.3 Yhtiösopimuksen muotovaatimuksesta

Vaikka yhtiösopimus oli ennen avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutosta hyvin vapaamuotoinen, kommandiittiyhtiön kaupparekisteriin rekisteröimisen yhteydessä tuli noudattaa kaupparekisterilain (129/1979, myöhemmin ”KRL”) 6 §:n ja 9 §:n mukaisia muotovaatimuksia ja kaupparekisteriasetuksen (208/1979, myöhemmin ”KRA”) 9 §:n mukaan perusilmoitukseen tuli liittää yhtiösopimus alkuperäisenä.

KRL:n 6 §:n mukaan kommandiittiyhtiön perusilmoituksessa tulee mainita muun muassa seuraavat asiat:

- 1) *yhtiön toiminimi;*
- 2) *päivä, jona yhtiösopimus on allekirjoitettu;*
- 3) *kaikkien yhtiömiesten henkilötiedot;*

⁷⁰ esim. Villa 2013, s. 82.

⁷¹ esim. Villa 2018, s. 103.

⁷² Villa 2018, s. 103.

⁷³ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 65.

⁷⁴ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 128. Lisäksi ks. esim. Airaksinen ja Jauhiainen 2000, s. 64. Airaksinen ja Jauhiainen pitävät hyväksyttävänä AKL:n säännöksistä poikkeamista yhtiösopimuksen ulkopuolella, vaikka se ei olekaan yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta pätevää.

⁷⁵ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 128.

- 4) *yhtiön toiminnan laatu;*
- 5) *kunta, josta yhtiön toimintaa johdetaan;*
- 6) *yhtiön postiosoite;*
- 7) *äänettömien yhtiömiesten panosten arvo rahana ilmaistuna.*

Oikeuskirjallisuudessa on lähdetty siitä, että kyseiset asiat pitää myös mainita rekisteröitävässä yhtiösopimuksessa.⁷⁶ Kirjallisuudessa on myös esitetty, että yhtiösopimuksessa mainittujen tietojen tulisi olla edellä mainittua kattavampia ja siinä tulisi myös ilmaista yhtiömiesten tarkoitus perustaa yhdessä yhtiö ja yhtiön tilikausi.⁷⁷

AKL:n muutoksen yhteydessä oikeustilaa haluttiin selkeyttää ja ohjata yhtiömiehiä laatimaan selkeämpiä yhtiösopimuksia. Kun avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutos astui voimaan AKL 1:4 § muuttui siten, että sen mukaan yhtiösopimuksessa on mainittava seuraavat asiat: yhtiön toiminimi, kotipaikkana oleva Suomen kunta, toimiala ja yhtiömiehet. Lakimuutoksen myötä epävarmuus kommandiittiyhtiön yhtiösopimukseen sisällytettävistä asioista poistui.

Ennen avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutosta oli yleistä, että yhtiösopimuksesta osa oli laadittu kirjallisena ja sopimusta saatettiin myöhemmin muuttaa suullisesti. Tätä suullisesti tehtyä muutosta pidettiin siviilioikeudellisesti pätevänä.⁷⁸ Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksella haluttiin parantaa kolmannen osapuolen asemaan ja päätettiin, että yhtiösopimuksen muutos tulee myös rekisteröidä kaupparekisteriin. Näin yhtiömiehet eivät voi esimerkiksi heikentää konkurssipesän, ulosmittausvelkojan ja pakkohuutokauppaostajan oikeuksia sopimalla purkamismenettelystä yhtiösopimuksen muutoksella.⁷⁹

Kaupparekisterissä olevat yhtiösopimukset ovat julkisia asiakirjoja ja on perusteltua olettaa, että kolmannet osapuolet nojaavat niihin päätöksenteossaan. Näitä asiakirjoja ei kuitenkaan rekisteröidä varsinaiseen kaupparekisteriin saati kuuluteta kaupparekisterilehdessä. Muita

⁷⁶ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 129. Kirjassa viitataan KRL 5 §:ään, joka koskee avointa yhtiötä mutta on perusteltua olettaa, että he tarkoittavat myös samaa kommandiittiyhtiön suhteen.

⁷⁷ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 66 – 67.

⁷⁸ Ks. Villa 2013, s. 80 - 81.

⁷⁹ HE 17/2015 vp, s. 25.

keinoja arvioida kolmannen osapuolen tietoja yhtiöstä ovat yleiset sopimusoikeudelliset periaatteet.⁸⁰

Kirjallisen sopimuksen etuna on se, että yhtiömiehet joutuvat pohtimaan keskinäisiä suhteitaan etukäteen ja luomaan keskinäiset säännöt toiminnalleen. Kirjallinen yhtiösopimus on myös helpompi katsoa tahdonilmaisuksi yhtiösuhteen perustamiselle.⁸¹ Myös lainvalmistelutöissä esitettiin, että kirjallisen sopimuksen laatimista puoltaa yhtiömiesten keskinäisten suhteisiin liittyvien seikkojen toteaminen.⁸² Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiönlain muutoksen yhteydessä jo olemassa oleville, rekisteröimättömille avoimille yhtiöille ja kommandiittiyhtiöille annettiin yhtiösopimuksen rekisteröintiin siirtymäaika, joka päättyi 31.12.2017.

Yhtiön tilikauden pituus voidaan määrätä joko kaupparekisterin perusilmoituksella tai yhtiösopimuksella. Tilikauden ei tarvitse olla kalenterivuosi, vaikka se onkin yleisin tilikausi. Mikäli tilikausi on sovittu yhtiösopimuksella ja sitä halutaan muuttaa, tarvitaan siihen AKL:n 1:4.2:n mukaan kaikkien yhtiömiesten hyväksyntä.⁸³

Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiönlain muutoksen astuttua voimaan yhtiösopimuksen rekisteröinnille asetettiin aikaraja. Yhtiö tulee rekisteröidä kolmen kuukauden kuluessa yhtiösopimuksen allekirjoittamisesta tai perustaminen raukeaa (AKL 1:2 §). Lisäksi yhtiö ei ole enää oikeustoimikelpoinen ennen rekisteröintiä (AKL 1:3a §) toisin kuin aiemmin.

3.4 Yhtiösopimuksen muuttaminen

Kommandiittiyhtiöiden toiminta saattaa jatkua useiden vuosien ajan, jolloin yhtiösopimuksen muuttaminen saattaa jo olosuhteiden muuttumisesta johtuen olla pakollista. Aiemmin yhtiösopimusta voitiin muuttaa tai täydentää vapaamuotoisesti sopimusoikeuden yleisiä periaatteita noudattaen. Käytännössä yhtiösopimuksen muutokset saatettiin siis laatia suulli-

⁸⁰ Ks. Villa 2013, s. 80 – 81.

⁸¹ Villa 2013, s. 83.

⁸² HE 6/1987 vp, s. 18.

⁸³ Ks. Villa 2018, s. 102 - 103.

sesti tai konkludenttisesti, kirjallisen muutoksen sijaan. Konkludenttinen eli hiljainen muutos oli käytännössä mahdollista, jos käytäntöä harjoitettiin yhtiössä pitkäaikaisesti, yhtiömiehet olivat käytännöstä tietoisia eivätkä he esittäneet siitä poikkeavaa mielipidettä.⁸⁴

Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksen astuttua voimaan AKL 1:4 §:n 4 momentti muuttui siten, että yhtiösopimuksen muutosta koskeva päätös on ilmoitettava viivytyksettä rekisteröitäväksi eikä muutosta saa panna täytäntöön ennen rekisteröintiä. Yhtiösopimuksen muutokseen liittyy myös *yksimielisyysvaatimus*. Muutoksen tulee olla kaikkien yhtiömiesten hyväksymä, ja jos muutos hyväksytään ilman yksimielisyyttä, muutos ei sido niitä, jotka ovat sitä vastustaneet. Ne, jotka ovat hyväksyneet muutokset, ovat sidottuja noudattamaan muutoksia keskinäisissä suhteissaan.⁸⁵

AKL 1:4 §:n 2 momentti on dispositiivinen ja siten yhtiömiesten yksimielisyysvaatimuksesta voidaan yhtiösopimuksella poiketa. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että lainsäädännös, jossa yhtiösopimuksen muutokseen tarvitaan myös äänettömän yhtiömiehen suostumus, antaa äänettömälle yhtiömiehelle liikaa valtaa etenkin ottaen huomioon vastuunalaisen yhtiömiehen henkilökohtaisen velkavastuu yhtiöstä. Kuitenkin toisin sopimisen mahdollisuutta on pidetty riittävänä keinona rajata äänettömien yhtiömiesten valtaa yhtiössä.⁸⁶

Mikäli äänetön yhtiömies halutaan rajata yksimielisyysvaatimuksen ulkopuolelle, oikeuskirjallisuudessa on nähty kaksi tapaa toteuttaa tämä. Joko yhtiömiehet tekevät yhtiön perustamisvaiheessa suppean yhtiösopimuksen, jossa sovitaan, että vastuunalaiset yhtiömiehet päättävät keskenään yhtiön asioista. Tässä tapauksessa konkludenttisesti tapahtuvat sopimusmuutokset kuten esimerkiksi pitkäaikaiset käytänteet, joita saadaan muuttaa vain äänettömän yhtiömiehen hyväksynnällä, voivat aiheuttaa ristiriitoja. Toiseksi vaihtoehdoksi jäi, että yhtiösopimukseen otetaan ehto, jonka mukaan vastuunalaisilla yhtiömiehillä on rajatuissa määrin mahdollista muuttaa yhtiösopimusta ilman äänettömien yhtiömiesten hyväksyntää.⁸⁷

⁸⁴ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 74.

⁸⁵ Villa 2013, s. 106.

⁸⁶ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 75 – 76. Ks. myös Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 134 - 135. Ks. myös Villa 2013, s. 88.

⁸⁷ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 75 -76.

Yhtiösopimuksessa voidaan myös sopia, että yhtiösopimusta voidaan muuttaa täysin tai osittain yhtiömiesten määränemmistö päätöksellä. Kuitenkaan vähemmistöä ei saa asettaa muita yhtiömiehiä huonompaan asemaan. Äänettömien yhtiömiesten osalta esimerkiksi yhtiösopimuksen ehto, jossa määrätään että heidän suostumustaan ei tarvita yhtiösopimuksen muutoksiin, jotka eivät kosketa välittömästi heidän asemaansa, olisi ehto, jota lienee pidettäväksi pätevänä ja perusteltuna.⁸⁸

Yhteisöoikeudessa on tyypillistä, että sääntöjä voidaan muuttaa tiettyyn pisteeseen asti määränemmistö päätöksellä. Osakeyhtiön yhtiöjärjestys ja osuuskunnan säännöt ovat esimerkkejä yhteisöoikeudellisista säännöistä, joita pystytään määränemmistö päätöksillä muuttamaan. Jotta kaikkia osakkeenomistajia kohdeltaisiin oikeudenmukaisesti, OYL:iin on otettu vähemmistöä suojaavia säännöksiä kuten 21 luvun mukainen yhtiökokouksen päätöksen moittimismenettely. Vaikka vähemmistön asemaa suojellaan myös AKL:ssa, ei se kuitenkaan tarjoa samanlaista suojaa vähemmistöön jääneille yhtiömiehille kuin OYL. Täten tehokkaimmaksi keinoksi kommandiittiyhtiössä jää sovittelu.⁸⁹

Määränemmistöperiaatteen noudattamisesta voidaan sopia myös kommandiittiyhtiön yhtiösopimuksessa. Tyypillisesti näitä ehtoja otetaan niin kutsuttujen kommandiittiosakeyhtiöiden yhtiösopimuksiin. Nämä yhtiöt ovat kommandiittiyhtiöitä, jotka noudattavat AKL:ia mutta niiden päätöksenteko ja hallinto on organisoitu kuten osakeyhtiössä. Tyypillistä näille yhtiöille on, että niissä on lukuisia äänettömiä yhtiömiehiä. Päätöksenteko näissä yhtiöissä edellyttää vastuunalaisten yhtiömiesten ja määränemmistön hyväksyntää.⁹⁰

Lainvalmisteluaineiston mukaan sopimusta muuttavia tilanteita ovat elinkeinon laadun tai laajuuden, yhtiömiesten oikeuksien tai velvollisuuksien tai muun yhtiön toimintaan, olemassaoloon tai toiminnan perusteisiin vaikuttavan seikan muuttaminen.⁹¹ Ennen avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutosta oikeustila yhtiösopimusten muutoksia koskien oli epäselvä KRL:ssa edellytettiin, että kaikki sopimusmuutokset ilmoitetaan rekisteriin, kun taas

⁸⁸ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 133 – 134.

⁸⁹ *ibid.*

⁹⁰ Villa ja Ossa 2017, s. 52 -53.

⁹¹ HE 6/1987 vp, s. 19.

oikeuskirjallisuudessa katsottiin, että kaikki yhtiömiesten välillä laaditut sopimukset eivät olleet julkisia⁹².

Lainvalmistelutöissä tehtiin myös kannanotto yhtiömiesten välisten erillisten sopimusten osalta, toteamalla, että ne eivät ole osa yhtiösopimusta. Myös lainvalmistelutöiden mukaan yhtiömiesten väliset muut sopimukset velvoittavat vain niihin sitoutuneita yhtiömiehiä. Koska yhtiöosuuden luovuttamiseen ja hankkimiseen edellytetään usein kaikkien yhtiömiesten yksimielistä päätöstä, pystytään samalla huolehtimaan siitä, että uusi yhtiömiestä otetaan myös osakassopimuksen osapuoleksi.⁹³ Tässä yhteydessä ei mainita rahastojen muita mahdollisia sopimuksia mutta on perusteltua olettaa, että uusi yhtiömiestä otetaan osaksi myös muita yhtiömiesten välisiä sopimuksia.

3.5 Yhtiöosuuden luovuttaminen

Yhtiöosuuden luovuttaminen vastaa yhtiösopimuksen muutosta. AKL 1:4.3 mukaan yhtiöosuutta ei saa luovuttaa ilman toisen yhtiömiehen suostumusta. Tämä kiello koskee myös äänettömän yhtiömiehen osuuden luovutusta. Kielto koskee niin yhtiöosuuden osittaista luovuttamista kuin yhtiöosuuteen sisältyvien oikeuksien luovuttamista.⁹⁴

AKL 1:4.3 on kuitenkin tahdonvaltainen ja halutessaan yhtiömiehen voivat sopia siitä toisin yhtiösopimuksessa.⁹⁵ Lain tarkoituksena on varmistaa, että yhtiömiehet ovat yhtiösuhteessa vain henkilöiden ja yhtiöiden kanssa, joihin he luottavat. Ilman sääntelyä yhtiömiesten olisi mahdollista joutua tilanteeseen, jossa he olisivat henkilökohtaisessa vastuussa tuntemattoman yhtiökumppanin toiminnasta.⁹⁶

Yhtiömiesten ainutlaatuisen luottamuksellisen sopimussuhteen vuoksi on nähty tärkeäksi, että suostumus yhtiöosuuden luovuttamisesta voidaan antaa yhtiömiehille sopivalla tavalla. Suostumus voidaan antaa joko ennen luovutusta tai sen jälkeen, miten yhtiömiehet katsovat

⁹² Airaksinen 1999, s. 156. Vrt. Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s.74. Wilhelmsson ja Jääskinen esittävät, että vain rekisteröityä sopimusta koskevat muutokset tulee ilmoittaa kaupparekisteriin.

⁹³ HE 17/2015 vp, s. 14 – 15.

⁹⁴ Villa 2013, s. 89.

⁹⁵ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 135.

⁹⁶ Villa 2013, s. 90.

parhaaksi. Mikäli yhtiösopimuksessa vaaditaan yhtiömiesten suostumusta ja luovutus tehdään ilman yhtiömiesten suostumusta, voidaan luovutus todeta pätemättömäksi.⁹⁷ Luvaton yhtiöosuuden luovutus ei vapauta yhtiömiestä hänen velvollisuuksistaan yhtiötä kohtaan. Jos yhtiöosuus luovutetaan luvattomasti, muilla yhtiömiehillä on oikeus vedota AKL 5:15 §:n mukaiseen yhtiösuhteen edellytysten raukeamiseen.

Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin kritisoitu luovutuskiellon soveltamista kommandiittiyhtiön äänettämiin yhtiömiehiin. Syinä on pidetty muun muassa sitä, että heidän yhtiösuhteensa ei ole syvästi luottamukseen perustuva kuin vastuunalaisilla yhtiömiehillä.⁹⁸ Kirjallisuudessa onkin suositeltu sopimaan ennakkoon äänettömän yhtiömiehen osuuden luovutuksesta ja tämän asemasta etenkin sijoitustoiminnassa käytettävien kommandiittiyhtiöiden osalta.⁹⁹

Luovutuskielto koskee yhtä lailla niin osaa yhtiöstä kuin koko yhtiöosuuden luovuttamista. Lain esitöissä katsottiin, että osittaisluovutuksilla ei ole minkäänlaista yhtiötä sitovaa vaikutusta vaan kyseessä on luovuttajan ja luovutuksensaajan keskinäinen velvoiteoikeudellinen suhde. He voivat myös tehdä sopimuksen asiasta keskenään. Tämä poikkeaa Ruotsin kauppayhtiölain 21 §:n mukaisesta säännöksessä, joka taasen mahdollisti yhtiöosuuden taloudellisen luovutuksen siten, että luovutuksensaajalla on oikeus ostaa yhtiöpanokselle kuuluva korko ja voitto-osuus.¹⁰⁰

Huolimatta yhtiömiesten asemaa suojelevista säännöksistä on mahdollista, että yhtiömieheksi tulee ulkopuolinen jota yhtiömiehet eivät halua osaksi yhtiötä. Yhtiöosuus voidaan ulosmitata AKL 5 luvun säännösten mukaisesti ja tällöin yhtiöosuus voi siirtyä vieraalle osapuolelle. Yhtiömiehillä on kuitenkin oikeus vaatia yhtiön asettamista selvitystilaan tai yhtiöosuuden lunastamista.¹⁰¹

3.6 Yhtiömiesten oikeudet

⁹⁷ Villa ja Ossa 2017, s. 55.

⁹⁸ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 135.

⁹⁹ Airaksinen 1999, s. 157.

¹⁰⁰ HE 6/1987 vp, s. 19-20.

¹⁰¹ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 135.

Vaikka kommandiittiyhtiön toiminnan lähtökohtana on sopimusvapaus, sen ulkopuolelle on rajattu julkista etua ja yhtiömiehen asemaa suojaamaan tarkoitetut säännökset. Oikeuksia, joista ei voida sopia sopimuksella toisin ovat yhtiömiehen oikeus tarkastaa yhtiön kirjanpitoa ja saada tietoa yhtiön toiminnasta. Yhtiömiehellä on myös oikeus moittia yhtiön tilinpäätöstä. Kun yhtiösuhteen edellytykset ovat rauenneet, hänellä on myös oikeus vaatia selvitystilaa. Julkisen edun vuoksi kirjanpidosta ja pakollisesta tilintarkastuksesta on myös säännelty.¹⁰² Tilintarkastuslaissa (1141/2015, myöhemmin ”TTL”) 1:2 §:ssä säädetään tilintarkastusvapaudesta pienten yhtiöiden osalta.

Ennen avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksen voimaantuloa kaikki yhtiömiehet pystyivät irtisanomaan eliniäksi tai yli kymmenen vuoden määräajaksi perustetun yhtiösopimuksen kun yhtiökauden alkamisesta oli kulunut kymmenen vuotta. Lain esitöissä sääntelyn muuttaminen luonnollisten henkilöiden osalta koettiin tarpeettomaksi mutta pitkäaikaisia investointeja koskevan sijoitustoiminnan osalta katsottiin että yhtiömiesten tulisi pystyä sopimaan pätevästi yli kymmenen vuoden toimikaudesta.¹⁰³

Koska yhtiösopimus on varallisuus oikeudellinen sopimus, siihen pätee myös oikeustoimilain (myöhemmin ”OikTL”) mukaiset *pätemättömyysperusteet*. Tilanteet, jotka saattavat aiheuttaa yhtiösopimuksen pätemättömyyden ovat: pakottaminen, petollinen viettely, kiskominen, erehdys sekä kunniaattomuus ja arvottomuus vedota oikeustoimen syntymisolosuhteisiin (OikTL 3 luku). Myös yhtiömiehen oikeustoimikelvottomuus voi johtaa yhtiösopimuksen pätemättömyyteen. Mikäli yhtiösopimus on pätemätön, se ei luonnollisesti aikaan saa siinä tarkoitettuja oikeusseuraamuksia tai velvoita sopimuksen mukaiseen suoritukseen. OikTL ei kuitenkaan täysin sääntele jokaista tilannetta, jossa yhtiösopimus voi olla pätemätön.¹⁰⁴

Varallisuus oikeudellisen sopimuksen sopimisvapautta rajaa myös sopimus oikeudellinen *kohtuullistamisperiaate*. Näin voidaan päätellä tapauksen KKO 1999:24 perusteella, jossa osakeyhtiön yhtiöjärjestyksestä oltiin kohtuullistettu OikTL 36 §:n perusteella. Tapauksessa oli

¹⁰² Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 68 – 69. Ks. myös Villa 2013, s. 84. Ks. tarkemmin Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 69. Kolmannen osapuolen suhteen yhtiön edustamista, yhtiömiehen velkavastuuta ja joitakin selvitystilaa koskevia säännöksiä voidaan pitää pakottavina.

¹⁰³ HE 17/2015 vp, s. 15.

¹⁰⁴ Villa 2013, s. 84 - 85.

kyse asunto-osakeyhtiön yhtiöjärjestyksen lunastuslausekkeesta, jossa määrättiin, että osakkeenomistajilla oli oikeus lunastaa osakkeet itselleen viimeksi laaditun tilinpäätöksen mukaiseen arvoon. Korkein oikeus katsoi pykälän olevan kohtuuton osakkeiden luovuttamisen kannalta. Tapauksen perusteella OikTL 36 §:n säännöksiä voidaan soveltaa myös kommandiittiyhtiön yhtiösopimukseen¹⁰⁵.

3.6.1 Tarkastusoikeus

Jokaisella yhtiömiehellä on AKL:n 2:15 mukaan tarkastusoikeus yhtiön kirjanpitoon ja sen asioihin liittyen huolimatta siitä, että yhtiömies on suljettu hallinnon ulkopuolelle. Säännöksellä on haluttu turvata yhtiömiehelle mahdollisuus valvoa yhtiöön sijoittamia pääomiaan ja seurata, että yhtiön toiminta on asianmukaista.¹⁰⁶

Yhtiömiehellä on tarkastusoikeuden puitteissa oikeus tarkastaa yhtiön kassa, tositteet, liikeasiakirjat, arkisto, kirjanpitojärjestelmien menetelmäkuvaukset ja muut tiedostot.¹⁰⁷ Lisäksi yhtiömiehellä on oikeus haastatella edellä lueteltujen seikkojen parissa työskenteleviä yhtiömiehiä. Yhtiömiehellä on myös tarkastusoikeutensa myötä mahdollisuus saada tietoonsa yhtiösalaisuuksia, tästä huolimatta AKL:ssa ei ole nähty tarpeelliseksi rajoittaa yhtiömiehen tiedonsaantioikeuksia. Tämä poikkeaa siitä mitä esimerkiksi osakeyhtiöistä on säädetty (OYL 9:12).¹⁰⁸

AKL 2:15:3:ssa on tehty tarkennuksia tarkastusoikeuteen liittyen. Tarkastus ei saa tapahtua kohtuuttomaan aikaan, eikä se saa aiheuttaa kohtuutonta haittaa yhtiön toiminnalle. Lisäksi yhtiön toiminnan tarkastusoikeutta tulee käyttää oikeassa paikassa. Käytännössä se tarkoittaa yhtiön toimitiloja tai kirjanpitotoimistoa. Tämän lisäksi oikeutta tulee käyttää soveliaasti eikä se ei esimerkiksi saa estää yhtiön työntekijöiden rutiinitehtäviä.¹⁰⁹ Yhtiömiesten tarkastusoikeus on henkilökohtainen eivätkä he saa luovuttaa sitä kenellekään. Yhtiömiehillä on kuitenkin oikeus käyttää asiantuntijaa tarkastaessaan yhtiön kirjanpitoa, avustaja tulee tosin olla muiden yhtiömiesten hyväksymä.¹¹⁰

¹⁰⁵ Villa 2013, s. 85.

¹⁰⁶ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 108.

¹⁰⁷ HE 6/1987 vp, s. 34.

¹⁰⁸ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 108.

¹⁰⁹ *ibid.*

¹¹⁰ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 109.

3.6.2 Tilintarkastus ja oikeus tilinpäätöksen moittimiseen

Sidosryhmille tärkein tapa saada tietoa yhtiön taloudesta on tilinpäätös. Sen laatiminen on lakisääteistä ja se tulee laatia kultakin tilikaudelta, jolla yhtiöllä on ollut toimintaa. Kommandiittiyhtiöön liittyvästä tilintarkastuksesta säädetään AKL 10 luvussa ja sen lisäksi siihen sovelletaan TTL:n säännöksiä. TTL:ssa säädetään myös minkä kokoiseen yhtiöön tulee suorittaa tilintarkastus.

Tilinpäätös osoittaa tilikauden tuloksen ja yhtiön taloudellisen aseman tilinpäätöspäivältä. Vaikka tieto on arvokasta ja sidosryhmät käyttävät yrityksen saatavilla olevista tiedoista tilinpäätöstietoja hyväkseen lienee eniten, on tilinpäätösinformaatiota vastaan esitetty kritiikkiä sen viiveellisen luonteen vuoksi. Tieto saattaa olla vanhentunutta, kun ulkopuolinen saa sen tietoonsa ja lisäksi se osoittaa yhtiön taloudellisen tilanteen vain yhdeltä hetkeltä. Tilinpäätöksestä saatava tieto ei välttämättä anna oikeaa kuvaa yhtiön taloudellisesta tilanteesta nykyhetkessä.¹¹¹

Velvollisuus tilinpäätöksen laatimisesta on hallinnosta vastuunalaisilla yhtiömiehillä ellei yhtiösopimuksessa ole muuta sovittu. Koska tilinpäätös on julkista tietoa, on sen informaatioarvo myös yhtiön muille intressiosapuolille huomattava. Näitä kolmansia osapuolia ovat esimerkiksi yrityksen velkojat ja mahdolliset rahoittajat.¹¹²

AKL 2:16:1:n mukaisesti jokaisella yhtiömiehellä on oikeus moittia yhtiön tilinpäätöstä. Tämä oikeus on tärkeä etenkin äänettömälle yhtiömiehelle, sillä ilman tilinpäätöksen moiteoikeutta hänen keinonsa vaikuttaa yhtiön toimintaan olisivat olemattomat. On jopa todettu, että ilman moiteoikeutta äänettömillä yhtiömiehillä ei olisi lainkaan oikeussuojaa. Kanne voidaan kohdistaa tilinpäätöksen oikeellisuuteen tai tosiasialliseen virheeseen. Mikäli moitekanne todetaan paikkansapitäväksi, tilinpäätöstä tulee korjata.¹¹³

Kanne tulee nostaa vastuunalaisia yhtiömiehiä vastaan (AKL 7:7). Sääntö perustuu siihen, että tilinpäätöksen laatijoina lähtökohtaisesti tulisi olla kommandiittiyhtiön vastuunalaiset

¹¹¹ Villa 2018, s. 152.

¹¹² *ibid.*

¹¹³ Villa 2018, s. 152 – 153.

yhtiömiehet¹¹⁴. Koska vastuunalaiset yhtiömiehet allekirjoittavat kommandiittiyhtiön tilinpäätöksen, katsotaan heidän luopuneen moiteoikeudesta, jos he allekirjoittavat tilinpäätöksen. Mikäli joku tilinpäätöksen allekirjoitukseen velvoitettu ei halua allekirjoittaa tilinpäätöstä, tulee eriävä mielipide vaadittaessa liittää tilinpäätökseen.¹¹⁵

AKL 2:16 §:n mukaan kanne yhtiömiehiä vastaan tulee laittaa vireille vuoden kuluessa sen tilikauden päättymisestä, johon kanne kohdistuu. Mikäli tilinpäätöstä ei laadita määräajassa, voidaan kanne nostaa vuoden kuluessa tilinpäätöksen laatimisesta. Äänettömän yhtiömiehen tulee nostaa kanne vuoden kuluessa siitä, kun hän on saanut tiedon tilinpäätöksestä (AKL 7:7).

3.6.3 Yhtiösopimuksen kohtuullistaminen

Yhtiösopimuksen kohtuullistamiseen saatetaan päätyä kahdessa tilanteessa: sovittelua voidaan tehdä jo sopimuksen solmimishetkellä ja myöhemmin yhtiön toiminnan jatkuessa, kun muuttuneiden olosuhteiden myötä havaitaan, että jokin sopimusehto on muuttunut kohtuuttomaksi.¹¹⁶ On mahdollista, että kommandiittiyhtiön toimikausi on useita vuosia pitkä, jolloin sopimushetkellä laadittu ehto saattaa muuttua kohtuuttomaksi jo olosuhteiden muutoksen vuoksi.¹¹⁷ Esimerkiksi kiinteistö pääomarahastoilla toimikausi on lähtökohtaisesti useita vuosia, jonka jälkeen on mahdollisuus sopia jatkokaudesta.¹¹⁸

OikTL 36 §:n mukaan kohtuutonta sopimusehtoa voidaan joko sovittaa tai se voidaan jättää täysin huomiotta. Samoin voidaan tehdä, jos sopimusehdon soveltaminen johtaisi kohtuuttomuuteen. Kuitenkin nämä tilanteet saattavat johtaa siihen, että sopimus ei enää ole kokonaisuutena kohtuullinen, jolloin sitä voidaan sovittaa muiltakin osin tai määrätä koko sopimus raukeamaan.

¹¹⁴ Villa 2018, s. 152.

¹¹⁵ Villa 2018, s. 152 - 153.

¹¹⁶ Villa 2013, s. 86.

¹¹⁷ Wilhelmsson 1995, s. 108.

¹¹⁸ Kiinteistörahastotyöryhmän lausunto 2006, s. 131.

Oikeuskirjallisuudessa on nähty, että tilanteet, joissa sovittelu voinee tulla etenkin kommandiittiyhtiön osalta tarpeeseen ovat: yhtiösuhteen jatkuminen, yhtiön purkaminen, yhtiösuhteen irtisanominen ja voiton ja tappion jakaminen.¹¹⁹ Oikeuskirjallisuudessa on nähty, että tulevaan toimintaan liittyvä sovittelu ei kommandiittiyhtiöiden pienyhtiömuodon vuoksi ole ongelmatonta. Toiminnan lähtökohtana pidetään erittäin läheistä ja luottamuksellista yhteistyötä, jonka yhteistyö kärsii, jos tuomioistuin julistaa yhtiösopimuksen määräyksiä tehottomaksi.¹²⁰

Pienyhtiötoiminnassa yhtiösopimuksen sovittelua todennäköisempänä ratkaisuna pidetään, että yhtiö puretaan tai joku yhtiökumppaneista lunastetaan yhtiöstä ulos. Koska äänetön yhtiömies ei osallistu yleensä kommandiittiyhtiön toimintaan tai kannaa henkilökohtaista velkavastuuta yhtiön sitoumuksista, kommandiittiyhtiöiden osalta sovittelu äänettömän ja vastuunalaisen yhtiömiehen tai äänettömien yhtiömiesten välillä tulevaan toimintaan liittyen on helpompaa kuin muiden yhtiömiesten välillä tai avoimissa yhtiöissä. Äänettömän yhtiömiehen välinen luottamussuhde muihin yhtiömiehiin ei ole kommandiittiyhtiön toiminnan jatkuvuuden kannalta yhtä olennaista.¹²¹

Käytännössä tilanteet, joissa sovittelua useimmiten tarvitaan, ovat yhtiömiehen eroaminen yhtiöstä tai yhtiön purkautuminen. Kohtuuttomuutta arvioidessa tehdään tilanteesta kokonaisarviointi, jossa merkitystä saavat seuraavat asiat:

- *koko oikeustoimen sisältö*
- *osapuolten asema*
- *yhtiösopimusta tehtäessä ja sen jälkeen vallinneet olosuhteet, ja*
- *muut seikat.*¹²²

Konkreettisia kohtuullistamiseen johtavia tilanteita voisivat olla tilanteet, joissa joku yhtiömiehistä saa sopimuksen ehtojen avulla kohtuuttomasti hyötyä toisen osapuolen kustannuksella. Tätä periaatetta tukee myös yhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate. Toinen peri-

¹¹⁹ Yhtiösuhteen jatkumisesta ja yhtiön purkamisesta ks. esim. Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 71. Yhtiösuhteen irtisanomisesta ja voiton ja tappion jakamisesta ks. esim. Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 132-133.

¹²⁰ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 70 - 71.

¹²¹ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 71.

¹²² Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 72.

aate taustalla on, että sopimuksessa ei voida kohtuuttomalla tavalla puuttua sopimusosapuolten perusturvallisuuteen. Kolmantena periaatteena on, että sopimusosapuolet eivät saa pitää olennaisiin kysymyksiin liittyen yksipuolista päätösvaltaa. Esimerkiksi AKL 1:4 §:n mukaan yhtiösopimuksen muuttamiseen tarvitaan kaikkien yhtiömiesten hyväksyntä. Tästä pykälästä poikkeaminen siten, että jollakulla olisi rajaton yksipuolinen muuttamisoikeus yhtiösopimukseen, lienee mahdotonta OikTL 36 §:n mukaan. Pitkäaikainen tai muulla vastaavalla tavalla voimakas rajoitus toisen sopijapuolen vapauteen tulkittaneen myös kohtuuttomaksi. Myöskään toisen sopijapuolen henkilökohtaiseen toimialueeseen puuttuminen, ei ole kohtuullisena pidettävää toimintaa.¹²³

Tärkeää on myös se, että sopimusrikkomuksen seuraamus ei olisi liian ankara verrattaessa rikkomuksen laatuun. Tähän liittyen sopijapuolen ei tulisi kohtuuttomasti vapauttaa itseään omien sopimusrikkomusten suhteen sovitusta sanktioista. Useimmiten korvaussäännökset ovat kommandiittiyhtiöissä linjassa sopimusrikkomuksiin, sillä ne perustuvat tuottamusperiaatteeseen ja kanneoikeuden vanhenemisaika niiden suhteen on lyhyt.¹²⁴

3.6.4 Yhtiösopimuksen pätemättömyys

Toinen varallisuus oikeudellinen oikeussääntö, joka pätee kommandiittiyhtiöihin, on sopimuksen pätemättömyys.¹²⁵ Myös sopimuksen pätemättömyydestä säädetään OikTL:ssa. Pätemättömyysperusteita ovat pakottaminen (OikTL 28 ja 29 §:t), petollinen viettely (OikTL 30 §), kiskonta (OikTL 31 §), erehdys (OikTL 32 §) ja sopimuksen syntymisolosuhteet ovat kunnianvastaiset tai arvottomat.

Mikäli yhtiön toimintaa pidetään pätemättömänä jo ennen toiminnan aloittamista, osapuolet palauttavat suorituksena ja yhtiömiesten keskinäiset velvollisuudet lakkaavat. Toiminta vastaa tuolloin mitä tahansa pätemättömyystilannetta.¹²⁶ Jos yhtiön toiminta on alkanut ennen kuin pätemättömyyteen vedotaan, purkaminen toteutetaan selvitysmenettelyn kautta.¹²⁷

¹²³ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 73.

¹²⁴ *ibid.*

¹²⁵ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 132.

¹²⁶ *ibid.*

¹²⁷ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 61.

Selvitysmenettelystä säädetään AKL:n 5 luvussa. Tällä menettelyllä saadaan selville yhtiön velkojat. Jos yhtiö on rekisteröity kaupparekisteriin, yhtiön velkojat ovat voineet olettaa, että kaupparekisteriin merkityt yhtiömiesten panokset ovat olemassa olevia ja tehneet sitoumuksia yhtiöön sen pohjalta. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty kysymys, tulisiko velkojan tiedossa ollut yhtiösopimuksen pätemättömyys vaikuttaa yhtiömiehen velkavastuuseen.¹²⁸

3.7 Yhtiömiesten velvoitteet ja yhtiöoikeudellisten periaatteet kommandiittiyhtiössä

3.7.1 Yhtiöoikeudelliset periaatteet kommandiittiyhtiössä

Koska kommandiittiyhtiöiden taustalla vaikuttaa ajatus yhtiömiesten välisestä jatkuvasta yhteistyöstä, ei voida määritellä tyhjentävää listaa oikeanlaisesta toiminnasta yhtiömiehenä. Kuitenkin kommandiittiyhtiön joustavan toiminnan vuoksi on hyvä luoda periaatteita, joiden mukaan arvioida yhtiömiehen suoriutumista yhtiössä. Koska pakottavaa lainsäädäntöä on vähän, myös yleiset yhtiöoikeudelliset periaatteet vaikuttavat kommandiittiyhtiöiden toimintaan, kuten *yhdenvertaisuusperiaate*.¹²⁹

Vaikka yhdenvertaisuusperiaatetta ei ole mainittu AKL:ssa, katsotaan sen silti koskevan kommandiittiyhtiöitä, koska jokaisella vastuunalaisella yhtiömiehellä on lähtökohtaisesti oikeus edustaa yhtiöitä (AKL 3:1.1) ja hoitaa yhtiön asioita itsenäisesti (AKL 2:2.1). Mikäli kyseessä on merkittävistä päätöksistä, vaaditaan niihin kaikkien yhtiömiesten hyväksyntä (AKL 2:2.2). Vapauksien tasapainoksi yhtiömiehillä on myös oikeus AKL 2:3.1 mukaan kieltää toista yhtiömiestä ryhtymästä toimenpiteeseen, joka koskee yhtiöitä. Kuitenkin tämä lainsäädäntö on tahdonvaltaista ja siitä voidaan poiketa yhtiösopimuksella.¹³⁰

Vaikka yhtiösopimukseen otettaisiin ehdoksi yhtiömiesten oikeus tehdä muutoksia yhtiösopimukseen, ei sen voida katsoa koskevan yhtiösopimuksen osia, jotka koskevat yhtiömiesten

¹²⁸ Immonen ym. 2012, s. 26. Mikäli velkoja ei ole tietoinen yhtiösopimuksen pätemättömyydestä, velkavastuu on olemassa.

¹²⁹ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 154.

¹³⁰ Pönkä 2012, s. 193.

asemaa yhtiössä tai heidän oikeuksia tai velvollisuuksiaan. Yhdenvertaisuusperiaatteen mukaan yhtiösopimusta ei tulisi esimerkiksi muuttaa yksipuolisesti siten, että muutoksen kohteena olevat yhtiömiehet eivät anna suostumustaan muutoksille.¹³¹

Perustavanlaatuisella tavalla kommandiittiyhtiön toimintaan vaikuttaa myös *uskollisuusvelvollisuus*, joka juontaa juurensa ajatuksesta välittömästä ja jatkuvasta yhteistyöstä yhtiömiesten välillä.¹³² Uskollisuusvelvollisuus käsitettä voidaan pitää vakiintuneena terminä, sillä sen on katsottu sisältyvän Suomessa voimassaolevaan oikeuteen.¹³³ Oikeuskirjallisuuden mukaan uskollisuusvelvollisuus on velvollisuus edistää yhtiön etua parhaan kykynsä mukaan.¹³⁴ Yhtiön edun ajaminen parhaan kykynsä mukaan voi myös tarkoittaa muiden yhtiömiesten etujen ajamista. Koska yhtiömiehillä on huomattavia oikeuksia yhtiötä kohtaan, voidaan uskollisuusvelvollisuuden ajatella tasapainottavan noita oikeuksia. Yhtiömiehellä on velvollisuus toimia yhtiön hyväksi yhtiön edun niin vaatiessa.¹³⁵

Täytyy huomioida, että yhtiömiehen roolista riippuen myös uskollisuusvelvollisuuden ovat kullekin yhtiömiehelle erilaiset. Äänettömän yhtiömiehen osalta uskollisuusvelvollisuuden merkitys on hyvin rajattua. Äänettömällä yhtiömiehellä on kuitenkin passiivinen velvollisuus vaikuttaa positiivisesti yhtiön asioihin. Uskollisuusvelvollisuuden puitteissa äänettömällä yhtiömiehellä on vaitiolovelvollisuus yhtiöstä saamistaan tiedoista. Tämä on kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistö-pääomarahaston kannalta myös huomattava seikka, koska sijoittajat saavat säännöllisesti näistä rahastoista haltuunsa tietoa, joka on salassa pidettävää.¹³⁶

Osana uskollisuusvelvoitetta on *huolellisuusvelvollisuus*. Yhtiömiehen tulee parhaan kykynsä mukaan edistää yhtiön etua.¹³⁷ Huolellisuutta arvioidaan objektiivisesti ja velvollisuuden sisältö määräytyy yhtiösopimuksen mukaisesti.¹³⁸

¹³¹ Ks. tarkemmin Pönkä 2012, s. 194.

¹³² *ibid.*

¹³³ Ks. esimerkiksi HE 6/1987 vp, s. 23. ja Hyvönen ja Caselius 1972, s. 30.

¹³⁴ Hyvönen ja Caselius 1972, s. 30, näin myös Wilhelmsson ja Jääskinen s. 159.

¹³⁵ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 159.

¹³⁶ *ibid.*

¹³⁷ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 160.

¹³⁸ HE 6/1987 vp, s. 31.

Molemmilla yhtiömiehillä on myös *myötävaikutusvelvollisuus*: heidän tulee edistää yhtiön tavoitteiden saavuttamista. Määrittelemällä yhtiömiesten roolit yhtiösopimuksella yhtiömiehet määrittelevät myös tarkemmin myötävaikutusvelvollisuuden sisällön. Myötävaikutusvelvollisuuden sisältö voi siis vaihdella yhtiöstä riippuen, etenkin vastuunalaisen yhtiömiehen osalta. Äänettömän yhtiömiehen osalta laista tuleva myötävaikutusvelvollisuuden piiriin kuuluva toimenpide on yhtiöpanoksen maksaminen yhtiölle.¹³⁹

Koska yhtiömiehillä on lähes rajaton oikeus saada yhtiön toiminnasta tietoa, ei hänellä ole oikeutta harjoittaa kilpailevaa toimintaa sellaisen kommandiittiyhtiön kanssa, jossa hän on töissä (AKL 2:11). Säännöksestä voidaan kuitenkin poiketa, mikäli muut yhtiömiehet kilpailevan toiminnan sallivat.¹⁴⁰

3.7.2 Vastuunalaisen yhtiömiehen rooli

Allekirjoittamalla yhtiösopimuksen vastuunalaisella yhtiömiehellä on velvollisuus toimia aktiivisesti yhtiössä sen hyväksi. Kullakin vastuunalaisella yhtiömiehellä on lähtökohtaisesti hallinnoimisoikeus yhtiön asioihin mutta samalla heillä on myös velvollisuus edistää yhtiön etua parhaansa mukaan ja osallistua aktiivisesti sen toimintaan. Vaikka yhtiösopimuksella ei muuta olisikaan sovittu, yhtiömiehellä ei ole oikeutta olla passiivinen yhtiötä kohtaan.¹⁴¹

Yhtiön tarkoitusta voidaan tarkastella AKL:n 1:1:1 mukaisen taloudellisen tarkoituksen kautta, jotta kommandiittiyhtiö voi olla olemassa sen toiminnalla tulee olla taloudellinen perusta esimerkiksi voiton tuottaminen yhtiömiehille. Tämän tarkoituksen vastaiseksi ja hallintovaltuuden ylittäväksi toiminnaksi voidaan katsoa esimerkiksi yhtiön varallisuuteen merkittävästi vaikuttavat lahjoitukset.¹⁴²

Toiminnan tarkoitusta voidaan tarkastella myös konkreettisemmalla tasolla, josta voidaan poimia tarkoituksen vastaisia toimenpiteitä. Esimerkiksi turhat laitehankinnat tai luoton myöntäminen voivat olla yhtiön tarkoituksen vastaisia, jos ne eivät vastaa yhtiön strategiaa. Turhina laitehankintoina voidaan pitää esimerkiksi pääomasijoitusyhtiön hankkimia suurtuotannon laitteita.¹⁴³

¹³⁹ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 120-121.

¹⁴⁰ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 162.

¹⁴¹ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 159.

¹⁴² Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 88.

¹⁴³ *ibid.*

Vastuunalaisen yhtiömiehen hallintovaltuus on dispositiivista sääntelyä, joten siitä voidaan yhtiösopimuksella poiketa huomattavastikin. Yhtiömiehet voivat yhtiösopimuksessa sopia, että jokaisella yhtiömiehellä on rajattu hallintoalueensa, jolla he voivat vapaasti toimia tai että jotkut yhtiömiehistä suljetaan yhtiön päätöksen teon ulkopuolelle.¹⁴⁴ Lienee perusteltua olettaa, että yhtiömiehellä kuitenkin säilyy velvollisuus edistää yhtiön toimintaa, vaikka hänen valtuuksiaan rajattaisiinkin.

Hallintovaltuuteen on tiukasti sidoksissa toinen kommandiittiyhtiöihin liittyvä periaate, jota kutsutaan kielto- tai veto-oikeudeksi. Vastuunalaisella yhtiömiehellä on oikeus käyttää kielto-oikeuttaan ja kieltää toista yhtiömiestä ryhtymästä yksittäiseen tekoon yhtiön nimissä. Kielto-oikeutta on perusteltu sillä, että yhtiömiehille on haluttu tarjota mahdollisuus rajoittaa niitä riskejä, joita yhtiön toiminnan harjoittamiseen liittyy.¹⁴⁵ AKL 7:3:1:n mukaan äänettömällä yhtiömiehellä ei ole kielto-oikeutta muiden yhtiömiesten suorittamia toimenpiteitä kohtaan.

Vaikka lähtökohtaisesti vain vastuunalaisilla yhtiömiehillä on kielto-oikeus, voidaan yhtiösopimuksessa kuitenkin sopia kielto-oikeudesta myös äänettömien yhtiömiesten kohdalla. Vielä aikaisemmissa lain esitöissä kehoitetaan äänettömille yhtiömiehille myönnettyä kielto-oikeutta tulkitsemaan suppeasti.¹⁴⁶ 2010-luvun oikeuskirjallisuudessa¹⁴⁷ taas todetaan, että esityksen näkökulmaa voidaan pitää vanhentuneena. Sijoittajien ottaessa kommandiittiyhtiömuoto käyttöön on äänettömille yhtiömiehille alettu myöntää laajoja oikeuksia koskien yhtiön hallinnointia.¹⁴⁸

Koska vastuunalainen yhtiömies on henkilökohtaisessa vastuussa yhtiön velvoitteista, on luonnollista antaa hänelle laajemmat oikeudet yhtiötä koskevien päätösten suhteen kuin äänettömälle yhtiömiehelle. Vastuunalainen yhtiömies on henkilökohtaisessa vastuussa koko velvoitteesta. Lisäksi vastuunalainen yhtiömies on vastuussa kommandiittiyhtiön velasta koko omaisuudellaan. Yhtiömiehen vastuuta ei voida yhtiösopimuksessa tai muullakaan sopimuksella rajoittaa koskemaan vain osaa yhtiön sitoumuksista. Velkoja voi periä saataviaan

¹⁴⁴ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 92.

¹⁴⁵ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 141.

¹⁴⁶ HE 6/1987 vp, s. 57.

¹⁴⁷ Villa 2013, s. 102.

¹⁴⁸ *ibid.*

suoraan vastuunalaiselta yhtiömieheltä, eikä velkomisen edellytyksenä ole yhtiön maksukyvyttömyys tai -haluttomuus.¹⁴⁹ Kommandiittiyhtiön vastuu on suoraan verrannollinen yhtiömiehen vastuuseen. Vastuu ei ole myöskään rajattu pelkkiin rahallisiin suorituksiin, vaan kaikki muutkin velvoitteet, joihin yhtiö on sitoutunut, voidaan vaatia suorituksina vastuunalaisilta yhtiömiehiltä.¹⁵⁰

3.7.3 Äänettömän yhtiömiehen rooli yhtiöoikeuden mukaan

AKL 7:6 §:n 1 momentin mukaisesti kommandiittiyhtiön äänettömällä yhtiömiehellä on velvollisuus maksaa yhtiölle yhtiösopimuksen mukainen pääomapanos. Yhtiömiehet voivat vapaasti sopia millainen äänettömän yhtiömiehen omaisuuspanos on.¹⁵¹ Jos annettu panos on muuta kuin rahaa, se tulee arvostaa enintään käypään arvoon.¹⁵²

Äänetön yhtiömies on yhtiön rahoittajan roolissa¹⁵³ ja hänellä ei ole oikeutta osallistua yhtiön asioiden hoitoon (AKL 7:3.1). Äänettömällä yhtiömiehellä ei myöskään ole oikeutta osallistua yhtiön hallinnollisten asioiden hoitoon. Näiden seikkojen perusteella voidaan katsoa, että äänettömällä yhtiömiehellä on velkavastuu yhtiöpanoksen suorittamisesta. Äänettömän yhtiömiehen velkavastuuta voidaan pitää toissijaisena, eli yhtiön velkojat voivat kääntyä äänettömän yhtiömiehen puoleen vain jos yhtiö todetaan maksukyvyttömäksi ja yhtiömies ei ole suorittanut yhtiöpanosta.¹⁵⁴

¹⁴⁹ Airaksinen ja Kymäläinen 2014, s. 180.

¹⁵⁰ *ibid.*

¹⁵¹ Immonen ym. 2012, s. 31.

¹⁵² Wilhemsson ja Jääskinen s. 128.

¹⁵³ Wilhemsson ja Jääskinen s. 127.

¹⁵⁴ HE 6/1987 vp, s.59.

4. Päämies–agentti-teoria ja pääomarahastot

4.1 Päämies–agentti-teoriasta yleisesti

Päämies–agentti-suhteena pidetään sopimussuhdetta, jonka toinen osapuoli valtuuttaa toisen osapuolen suorittamaan puolestaan jonkin tehtävän.¹⁵⁵ Osapuolet asettavat sopimuksessa yhdessä tavoitteet, joilla tehtävä voidaan katsoa suoritetuksi, mutta keinot, joilla tavoitteet saavutetaan jätetään valtuutetun osapuolen määritettäväksi. Tämän sopimussuhteen suorittavaa osapuolta kutsutaan *agentiksi*.¹⁵⁶ Useimmiten *päämiehenä* pidetään toiminnan rahoittajaa, joka antaa likvidejä varoja yhtiön käyttöön.¹⁵⁷ Pääsääntöisesti päämies palkkaa agentin suorittamaan tehtävän, josta hän ei itse esimerkiksi ajan- tai osaamisen puutteen vuoksi selviydy.¹⁵⁸

Agenttuurisuhteissa on yleistä, että päämies ei pysty täysin havainnoimaan tai varmistumaan agentin toiminnasta. Havainnoiminen ja suoriutumisen arviointi ovat vaikeaa jo siitäkin syystä, että useat ulkopuoliset tekijät vaikuttavat suoritukseen agentin toiminnan lisäksi.¹⁵⁹ Hän voi kuitenkin sopimuksen avulla luoda itselleen keinoja valvoa eli *monitoroida* agenttia.¹⁶⁰ Sopimuksen kontrollimekanismien avulla hän voi ohjata agentin toimintaa haluamaansa suuntaan.¹⁶¹ Sopimusten kontrollimekanismeihin liittyy kustannuksia, jotka lankeavat päämiehen maksettavaksi. Näistä johtuvia kuluja pidetään kuitenkin verrattain kohtuullisena kustannuksena toiminnan tehokkaasta järjestämisestä.¹⁶²

Usein päämies–agentti-suhteisiin liittyvät ongelmat johtuvat osapuolten välisistä intressiristiriidoista. Päämiehen ja agentin käsitys halutusta riskitasosta voi olla toisistaan poikkeava ja heidän käsityksensä parhaasta lopputuloksesta voi myös olla toisistaan eriävä. Agentti pyrkii maksimoimaan oman etunsa, mikä saattaa johtaa hillitympään sijoitusstrategiaan kuin mitä päämiehet toivovat.¹⁶³ Jotta omistajat voivat varmistua siitä, että agentti ajaa heidän etujaan, agentilla tulisi myös olla kannustimia sitoutua työpanoksellaan riittävästi, kehittää

¹⁵⁵ Jensen ja Meckling, 1976, s. 6.

¹⁵⁶ Mähönen ja Villa, 2015, s. 341-342.

¹⁵⁷ Lauriala 2001, s. 55-56.

¹⁵⁸ Kanniainen ja Määttä 1996, s. 38.

¹⁵⁹ Kanniainen ja Määttä 1996, s. 38-39.

¹⁶⁰ Lauriala 2001, s. 55.

¹⁶¹ Jensen – Meckling 1976 s. 308.

¹⁶² Lauriala 2001, s. 55.

¹⁶³ Ks. tarkemmin Pönkä 2012, s. 89.

sijoituskohteita innovatiivisesti ja ottaa riskejä harkiten. Esimerkiksi *kannustinpalkkausta* on pidetty tehokkaana keinona ratkaista päämiehen ja agentin välillä vallitsevaa intressiritiriitaa. Ajatuksena on, että tuloksesta riippuvainen palkkaus saa agentin ajamaan päämiehen etua paremmin. Lisäksi osa sijoitukseen liittyvästä riskistä siirretään myös hänelle.¹⁶⁴ Mikäli kannustinpalkkaus epäonnistuu, riski moraaliseksi uhkapelille (*moral hazard*) kasvaa.¹⁶⁵

Taloustieteellisesti tehokkainta olisi allokoida sijoitukseen liittyvät riskit vain omistajille, joilla on myös parhaat edellytykset hajautetun salkkunsa vuoksi kantaa sijoitukseen liittyviä riskit. Agentti maksaisi tällöin päämiehille vakuutusmaksun, jonka suuruus määräytyy sen odotetun tulon perusteella, joka menetetään kun agentti ei osallistu riskien jakamiseen. Samalla agenteilta siirrettäisiin kuitenkin riiksi kokonaan pois ja heidän kannustimensa parempaan suoritukseen ja tulokseen häviäisivät. Täten tehokkain tapa järjestää agentin toiminta informaation epäsymmetrian vallitessa on liittää agentin palkkio yrityksen kasvuun.¹⁶⁶

Osakeyhtiölaissa päämies–agentti-ongelmien ratkaisemiseksi on tarjottu agenttikustannuksia minimoiva sopimusmalli.¹⁶⁷ Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksen myötä myös henkilöyhtiöille on olemassa sopimusmalli mutta se ei ole riittävä agenttikustannusten alentamiseksi etenkin, kun yhtiömiesten välillä laaditaan hyvin usein toinen sopimus, jossa sovitaan yhtiön toiminnan jäsentämisestä.

4.2 Pääomarahastot ja päämies–agentti-teoria

Oikeustaloustieteissä havaittu päämies–agentti-teoria on tyypillinen oikeussuhteelle, joka kestää pitkään ja toimii prosessin omaisesti.¹⁶⁸ Pääomarahastoissa päämies–agentti-teoria liitetään usein sijoittajan ja hallinnointiyhtiön väliseen suhteeseen, jossa päämiehenä pidetään kontrolloivaa sijoittajaa.¹⁶⁹ Tyypillisesti päämies–agentti-suhteeseen liitettävät ongelmat kuten tiedon epätasainen jakautuminen ja riski toisen osapuolen opportunistisesta käyttäytymisestä ovat olennaisia myös pääomarahastojen suhteen.¹⁷⁰

¹⁶⁴ Kanniainen ja Määttä 1996, s. 38-39.

¹⁶⁵ Lauriala 2001, s. 58.

¹⁶⁶ Kanniainen ja Määttä 1996, s. 110.

¹⁶⁷ Pönkä 2012, s. 90.

¹⁶⁸ Taskinen 2002, s. 8.

¹⁶⁹ Lauriala 2001, s. 55.

¹⁷⁰ Taskinen 2002, s. 8.

Portfolioteorian mukaisista sijoittajista poiketen institutionaaliset sijoittajat eivät voi jättää rahastoja monitoroimatta, sillä sijoittaminen pääomarahastoon tarkoittaa sitoutumista hallinnointiyhtiöön ja rahastoon koko rahaston elinkaaren ajaksi, joka on noin kymmenen vuotta mahdollisia jatkokausia huomioimatta. Hallinnointiyhtiön toimintaa voidaan luotetavasti arvioida vasta, kun sijoitusten likvidointi ja pääomanpalautukset on aloitettu. Rahaston loppuvaiheen toimenpiteet harvoin vaikuttavat olennaisesti rahaston arvoon, joten loppuvaiheen sopimusten irtisanomista, rahaston purkamista tai hallintoyhtiön vaihtoa voidaan pitää turhina.¹⁷¹

Sijoittajat pyrkivätkin sopimuksilla takaamaan tietyn määrän informaatiota ja säännöllisen raportointivälin, jotta he saavat tietoa rahaston toiminnan tuottavuudesta, riskien kehitymisestä ja suunnitelmien noudattamisesta koko rahaston elinkaaren ajan. Huolellisen sopimus suunnittelun avulla sijoittajat saavat säännöllisesti tietoonsa rahaston ajankohtaisia asioita ja avainlukuja, joiden avulla he voivat monitoroida rahastoa.¹⁷² Kontrollimekanismeista huolimatta sijoittajien on vaikea määrittää tarkkoja mittareita, joiden ylittyessä tai alitessa he voisivat puuttua hallinnointiyhtiön toimintaan. Sopimuksista irtisanoutuminen edellyttää usein määränemmistö päätöstä, eivätkä sijoittajat mielellään pura rahastoa sillä siitä saattaa aiheutua heille tappiollista rahastoa huomattavasti suurempia kustannuksia.¹⁷³ Tämän vuoksi myös pääomarahastoissa tarvitaan kannustinpalkkausta.

Kannustinpalkkaus pääomarahastoissa on toteutettu siten, että hallinnointiyhtiö sitoutuu maksamaan tietyn sitoumuksen rahastolle,¹⁷⁴ ja näin sijoittajien ja hallinnointiyhtiön intressejä saadaan yhtenäistettyä. Lisäksi hallinnointiyhtiön perimät palkkiot ovat usein riippuvaisia rahaston menestyksestä. Mikäli rahasto saavuttaa tavoitteensa hallinnointiyhtiö on oikeutettu perimään lisäpalkkioita¹⁷⁵. Näin pääomarahaston agentin toiminnan kannustimet on järjestetty taloustieteellisesti optimaalisesti informaatioasymmetrian vallitessa.

¹⁷¹ Taskinen 2002, s. 5.

¹⁷² Taskinen 2002, s. 10.

¹⁷³ *ibid.*

¹⁷⁴ Lauriala 2004, s. 35

¹⁷⁵ *ibid.*

5. Kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistöpääomarahastot ja niiden toiminta

5.1 Kommandiittiyhtiömuoto kiinteistösijoitustoiminnassa

5.1.1 Kommandiittiyhtiömuotoisista kiinteistöpääomarahastoista yleisesti

Kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistöpääomarahasto on institutionaalisten sijoittajien suosima epäsuoran kiinteistösijoittamisen muoto.¹⁷⁶ Kiinteistöalalla hyvistä kohteista on mahdollisuus saada jatkuvasti vuokratuloja. Harva toimiala pystyy tarjoamaan yhtä säännöllistä kassavirtaa, mikä nostaa huomattavasti kiinteistöalan kilpailukykyä.¹⁷⁷ Kiinteistöjen ylläpitämiseen, hoitamiseen ja muuhun hallinnointiin vaaditaan kuitenkin ammattitaitoa ja kokemusta, mikä on saanut sijoittajat siirtämään suorat kiinteistösijoituksensa osin epäsuoriin kiinteistösijoituksiin.¹⁷⁸

Kiinteistöpääomarahastot muistuttavat pitkälti sekä toimintatapojensa että kommandiittiyhtiömuotonsa vuoksi pääomarahastoja, jotka myös toimivat kommandiittiyhtiömuotoisina.¹⁷⁹ Institutionaaliset sijoittajat ovat kommandiittiyhtiön äänettömiä yhtiömiehiä ja kantavat siten vain yhtiösopimuksessa sovitun pääomapanoksen verran vastuuta yhtiön sitoumuksista. Vastuunalaisena yhtiömiehenä yhtiössä on kiinteistösijoitustoiminnasta vastaava hallinnointiyhtiö.¹⁸⁰ Tuloverotuksessa kommandiittiyhtiö katsotaan elinkeinoyhtymäksi, jolloin sitä ei kohdella yhtiömiehistä erillisenä verovelvollisena vaan saatuja tuloja verotetaan vasta osakkaiden tasolla.¹⁸¹

Tyypillisesti kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistöpääomarahastot panostavat isohkojen kiinteistöjen omistamiseen ja hallintaan kotimaisilla markkinoilla. Ne sijoittavat asuntoja lukuun ottamatta kaikenlaisiin kiinteistöihin tavoitteenaan yleisesti hyvä arvonsäilyvyys ja tasainen kassavirta.¹⁸²

¹⁷⁶ HE 94/2013 vp, s. 64.

¹⁷⁷ Olkkonen ym. 1997, s. 17.

¹⁷⁸ HE 77/1997 vp, s. 3.

¹⁷⁹ HE 94/2013 vp, s. 64. Ks. lisäksi Hidén ja Tähtinen 2005, s.26 viite 16. Pääpiirteissään kiinteistöpääomarahastot toimivat samojen periaatteiden mukaisesti. Merkittävimmän ero luo rahaston erilainen tuottoprofiili ja siihen liittyvä velkavipu sekä erilainen kustannus- ja palkkiorakenne.

¹⁸⁰ HE 175/2008 vp, s. 11.

¹⁸¹ *ibid.*

¹⁸² HE 175/2008 vp, s. 12.

Aluksi kiinteistö pääomarahastot sijoittivat toimisto-, teollisuus- ja varastokiinteistöihin ja joissakin määrin vuokra-asuntoihin. Tämän jälkeen ne laajenivat terveydenhuolto-, hoiva- ja hotellialan kiinteistöihin.¹⁸³ Asuntoja lukuun ottamatta kiinteistö pääomarahastot sijoittavat kaikenlaisiin kiinteistöihin tavoitteenaan yleisesti hyvä arvonsäilyvyys ja tasainen kasvavirta.¹⁸⁴ Ensimmäinen hoiva-alan kiinteistö pääomarahasto oli EVLI Property Investments Oy:n perustama EPI Healthcare I Ky -rahasto¹⁸⁵. Näiden rahastojen strategialle oli tyypillistä, että ne pyrkivät saamaan kohteisiinsa niin sanotun ankkurivuokralaisen, joiden kanssa he sopivat pitkäaikaisen ja vakaan kassavirran tarjoavan vuokrasopimuksen. Ankkurivuokralaiselle tyypillistä on, että sillä on hyvä maksuvalmius ja että ne ovat luotettavia vuokramaksajia.¹⁸⁶

Viime vuosina markkinoille on alkanut tulla yhä enemmän kiinteistö pääomarahastoja, jotka investoivat tontteihin. Näitä rahastoja kutsutaan tonttirahastoiksi. Ne ovat vähentäneet rakennusyhtiöiden pääoman tarvetta. Sen sijaan että rakennusyhtiö lunastaisi tontin itselleen rakentamisen ajaksi, tonttirahasto lunastaa tontin rakennusyhtiöltä itselleen ja perii vuokraa rakennusyhtiöltä rakennusajan.¹⁸⁷

5.1.2 Institutionaalisten sijoittajien vaikutus kiinteistö pääomarahastoihin

Institutionaalisten sijoittajien tehtävä on hoitaa asiakkaiden ja edunsaajien niille uskomaa varallisuutta. Tehtävä on yhteiskunnallisesti merkittävä, joten institutionaalisten sijoittajien toimintaa on katsottu tarpeelliseksi säädellä lailla muita sijoittajaryhmiä yksityiskohtaisemmin.¹⁸⁸ Esimerkiksi laissa työeläkeyhtiöistä (354/1997) säädetään, että yhtiön varat tulee sijoittaa tuottavasti ja turvaavasti (9:26 §).

Institutionaalisten sijoittajien sijoitussalkku on myös edellä mainituista syistä hyvin hajautettu, heillä on varallisuutta useissa eri varallisuuslajeissa kuin myös maantieteellisesti hajautettuna. Muiden portfolioteorian sijoittajien tapaan myös institutionaalisille sijoittajille on

¹⁸³ HE 175/2008 vp, s. 11.

¹⁸⁴ HE 175/2008 vp, s. 12.

¹⁸⁵ EVLI 2010, s. 3.

¹⁸⁶ HE 175/2008 vp, s. 11.

¹⁸⁷ Valtioneuvoston kanslia 2018, s.21.

¹⁸⁸ Kaleva ym. 2017, s. 42.

merkityksellistä sijoituskohteiden tuotto-odotukset ja niihin liittyvä riski. Esimerkiksi työeläkevakuutusyhtiöt tavoittelevat mahdollisimman hyvää tuottoa etukäteen määritetyllä riskillä. Työeläkevakuutusyhtiöiden riskejä säännellään vakavaraisuussäännöksillä.¹⁸⁹

Myös ylikansallinen sääntely on kiristynyt vuoden 2008 rahoitusmarkkinakriisin myötä ja institutionaalisiin sijoittajiin on vaikuttanut esimerkiksi muun muassa Solvenssi II -direktiivi ja Basel -sopimukset. Vuonna 2017 työeläkevakuutusyhtiöitä koskevaa kansallista lainsäädäntöä uudistettiin siten, että sijoitusten jakoa eri riskiluokkiin selkeytettiin ja yhdenmukaisettiin. Aiemmin työeläkevakuuttajat arvioivat sijoitusten riskin sijoitusluokan perusteella. Kaikki sijoitustuotteet eivät kuitenkaan soveltuneet olemassa olleisiin luokkiin ja ne jaettiin luokkaan, joka oli riskiltään lähimpänä tai vaihtoehtoisesti sijoitus jaettiin useampaan luokkaan. Eläkelaitosten subjektiivinen näkemys sijoitusten luokittelusta myös heikensi vakavaraisuuslaskennan yhdenmukaisuutta ja vaikeutti laitosten valvontaa.¹⁹⁰

Vaikka institutionaaliset sijoittajat ovat aiemmin käyttäneet velkavipua hyödyksi niin kiinteistö pääomarahastoissa kuin muissa epäsuorissa kiinteistö sijoituksissa, on niille silti ominaista keskipitkä tai pitkä sijoitushorisontti ja useimmiten ne ovat sijoittajina riskiä karttavia. Pääsääntöisesti riskiä karttavat sijoittajat pyrkivät välttämään ylivelkaantumista. Vakavaraisuussääntelyä uudistaessa eläkeyhtiöt kuitenkin veloitettiin raportoimaan epäsuoriin kiinteistö sijoituksiin liittyvistä velkavivuista,¹⁹¹ mikä osoittaa viranomaisten huolen liiallisen velkavivun käytöstä kiinteistö sijoituksissa.

Kiinteistö sijoitustoiminnan osalta institutionaalisten sijoittajien pääpainotus on suorissa kotimaisissa sijoituksissa (vuonna 2016 niiden kiinteistö sijoitusten arvo oli lähes 22 miljardia euroa, joista 72 prosenttia oli suoria kiinteistö sijoituksia) mutta vuodesta 2005 asti epäsuorien sijoitusten kiinnostavuus alkoi näiden sijoittajien silmissä kasvaa. Kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistö pääomarahastojen etuja institutionaaliselle sijoittajalle ovat vieraan pääoman käyttömahdollisuudet, kustannussäästöt ulkopuolisen hallinnon myötä ja laajemat sijoitusmahdollisuudet.¹⁹²

¹⁸⁹ *ibid.*

¹⁹⁰ HE 279/2014 vp, s. 11.

¹⁹¹ HE 279/2014 vp, s. 10.

¹⁹² Kaleva ym. 2017, s. 45.

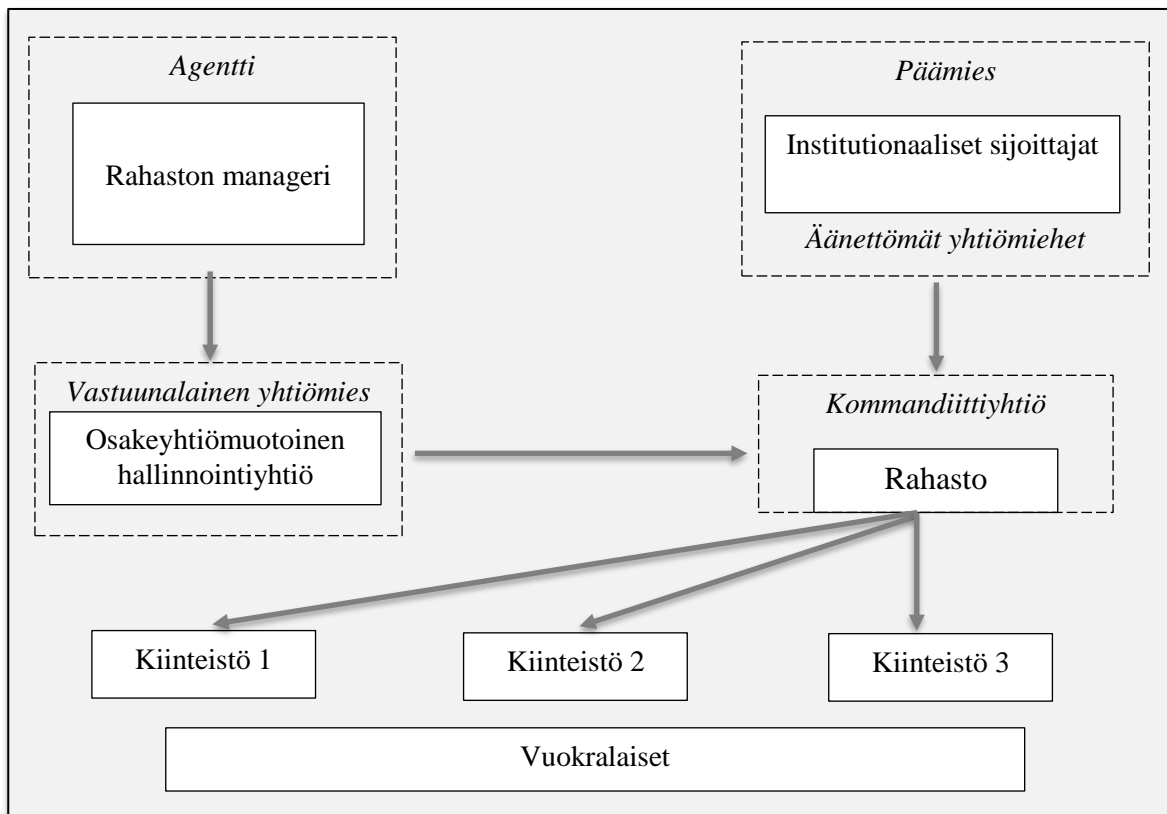
5.2 Kiinteistöpääomarahaston rakenne ja osapuolet

5.2.1 Kiinteistöpääomarahaston osapuolet

Yksinkertaisimmillaan kiinteistöpääomarahasto muodostuu hallinnointiyhtiöstä, joka on osakeyhtiömuotoinen ja kommandiittiyhtiömuotoisesta rahastosta. Rahastoon sijoittavat institutionaaliset sijoittajat ovat rahastossa äänettömiä yhtiömiehiä ja hallinnointiyhtiö toimii vastuunalaisena yhtiömiehenä. Sijoittajat tuovat rahastoon 99 prosenttia sen yhtiöpanoksesta ja hallinnointiyhtiö osallistuu jäljelle jäävällä osalla yhtiön pääomittamiseen.¹⁹³

Yhtiön perusrakenne on kuvattu alla olevassa kuvassa.

Kuvio 1, kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistöpääomarahasto¹⁹⁴



Hallinnointiyhtiö huolehtii yhtiön päivittäisestä toiminnasta ja hoitaa rahaston sijoitusesitykset. Se myös toteuttaa rahastosopimuksen mukaisesti rahaston sijoitusstrategiaa. Lisäksi

¹⁹³ Lauriala 2004, s. 34.

¹⁹⁴ Rouhento 2007, s. 54. Lisätty päämies ja agentti -termit, samoin yhtiömiehet.

hallinnointiyhtiö vastaa myös muista rahastoon liittyvistä velvoitteista, kuten viranomaisraportoinnista ja riskienhallinnasta.¹⁹⁵

Koska sijoittajat luovuttavat päätösvaltansa vastuunalaiselle yhtiömiehelle, on heille usein tärkeä riskienhallinnan keino sopia rahastosopimuksissa nk. *key man clause* -lausekkeista. Näillä avainhenkilölausekkeilla sijoittajat varmistavat, että hallinnointiyhtiön palveluksessa on läpi sopimuskauden ammattitaitoisia ja osaavia henkilöitä.¹⁹⁶ Suppeimmillaan määräykset koskevat nimenomaisesti hallinnointiyhtiön henkilökunnan riittävyttä rahaston sijoitustoiminnan hoitamiseen. Mikäli hallinnointiyhtiö rikkoo näitä ehtoja, tulevat rahastosopimuksessa laaditut sopimusrikkomuksia yleisesti koskevat lausekkeet noudatettavaksi.¹⁹⁷

5.2.2 Rahaston manageri

Manageri on kommandiittiyhtiön vastuunalaisen yhtiömiehen emoyhtiö. Managerin rooli on tärkeintä rahastoa perustettaessa, sillä se laatii taustaselvitykset toiminnan edellytyksille ja tekee perustamiseen johtavat aloitteet.¹⁹⁸ Myöhemmin myös rahastoon liittyvät tehtävät ja päätäntävalta saatetaan ulkoistaa rahaston managerille.¹⁹⁹

Käytännössä manageri yhdessä vastuunalaisen yhtiömiehen kanssa muodostaa rahaston hallinnointiyhtiön. Laaja käsite hallinnointiyhtiöstä sisältää myös managerin neuvonantajat, osakkaat ja holdingyhtiöiden kokonaisuuden. Hallinnointiyhtiöllä on oikeus päättää rahastosopimuksen puitteissa yhtiön asioista. Kuten monessa muussa yhteydessä, niin myös tässä tutkielmassa viitataan hallinnointiyhtiö -termillä rahaston vastuunalaisen yhtiömiehen ja sen emoyhtiön muodostamaan kokonaisuuteen.²⁰⁰

Eri rahastoihin liittyvät vastuut halutaan eriyttää ja helpoin tapa toteuttaa se on perustaa kullekin rahastolle hallintoyhtiö, jonka manageri omistaa täysin. Näin rahastoihin liittyvät vas-

¹⁹⁵ Laininen 2017, s. 215.

¹⁹⁶ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 127.

¹⁹⁷ *ibid.*

¹⁹⁸ Rouhento 2006, s. 56.

¹⁹⁹ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 57.

²⁰⁰ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 43.

tuut eivät kulminoidu yhteen yhtiöön ja epäonnistumiseen liittyvä riski rajataan yhteen yhtiöön.²⁰¹ Suomessa oli vuonna 2013 noin 50 erilaista kiinteistörahastoa ja yli 20 kiinteistörahastomanageria, joiden hallitseman varallisuuden yhteenlaskettu arvo oli tuolloin noin seitsemän miljardia euroa.²⁰²

5.2.3 Sijoitusneuvosto

Suomalaisille tyypillistä on käyttää sijoitusneuvostoa osana rahastorakennetta. Sijoitusneuvoston avulla sijoittajat ovat pystyneet säilyttämään kontrollin sijoituksia koskevassa päätöksenteossa. Pääomasijoittamisen alkutaipaleella sijoitusneuvostolla oli valtaa päätöksenteossa. Nytemmin sijoitusneuvostojen valta perustuu sijoituksia ja niiden realisoiteja koskevaan veto-oikeuteen.²⁰³ Sijoitusneuvosten jäsenien määrästä sovitaan jo rahastosopimuksilla. Yksittäisen sijoittajan ja hallinnointiyhtiön välisellä sopimuksella taas voidaan sopia montako paikkaa sijoittaja saa neuvostossa.²⁰⁴ Jotkin kiinteistöpääomarahastoja hallinnoivat yhtiöt perustavat sijoitusneuvoston jokaiseen rahastoonsa. Yhtiöt haluavat tarjota sijoittajille paremmat vaikutusmahdollisuudet rahaston toimintaan ja suojella hyvää hallintotapaa rahastoissa.²⁰⁵

Äänettömien yhtiömiesten veto-oikeuden käyttäminen on vastoin kommandiittiyhtiöön liittyviä yhtiöoikeudellisia periaatteita, joiden mukaan kielto-oikeus on vastuunalaisen yhtiömiehen oikeus. AKL 7:3.1 mukaan äänettömällä yhtiömiehellä ei ole kielto-oikeutta muiden yhtiömiesten suorittamia toimenpiteitä kohtaan. Sijoitusneuvostoissa veto-oikeutta käytetään pääsääntöisesti määränemmistön päätöksellä.²⁰⁶

Muualla on yleisempää, että hallinnointiyhtiö hoitaa sijoitustoiminnan sovitun palkkion mukaisesti ja sopimuksen rikkomisesta aiheutuvilla sanktiolla huolehditaan, että hallinnointiyhtiö sijoittaa sijoittajien tahdonmukaisesti. Lisäksi joissakin maissa on lainsäädännöllisiä esteitä, joiden vuoksi äänetön yhtiömies ei osallistu yhtiön päätöksentekoon. Esimerkiksi

²⁰¹ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 57.

²⁰² Kaleva ja Soutamo, 2013, s. 53.

²⁰³ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 133.

²⁰⁴ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 59 - 60.

²⁰⁵ Minerva-yhtiöt 2018, kohta Hyvä hallintotapa Minervassa.

²⁰⁶ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 133.

Isossa-Britanniassa äänetön yhtiömies menetti aiemmin oikeutensa velkavastuusta vapauttamiseen, jos hän osallistui rahaston päätöksentekoon.²⁰⁷ Vuonna 2017 lainsäädäntöä uusittiin siten, että Limited Partnership -muodossa toimivien rahastojen äänettömät yhtiömiehet saavat jossain määrin osallistua yhtiön päätöksentekoon, ilman että ne menettävät vastuuvapausoikeutensa (Limited Partnership Act 1907, 6A §, myöhemmin ”U.K LPA”). Sijoittajille pitää myös raportoida säännöllisesti rahaston sijoitustoiminnasta, jolloin päämies-agentti-ongelmaan liittyvä tiedon epäsuhta ei pääse kasvamaan liian suureksi.

5.3 Rahaston strategia ja elinkaari

5.3.1 Erilaiset sijoitusstrategiat kiinteistöpääomarahastoissa

Vaikka kiinteistöpääomarahastojen sijoitusstrategiat saattavat vaihdella huomattavasti, voidaan ne kuitenkin jakaa karkeasti kolmeen luokkaan, jotka ovat *core*, *value added* ja *opportunity*.²⁰⁸ Erilaisilla strategiavalinnoilla rahastot määrittävät, kuinka paljon ne ovat valmiita kantamaan riskiä toiminnassaan. Rahaston strategia vaikuttaa myös siihen, kuinka paljon se toiminnassaan haluaa hyödyntää velkavipua. Korkotason ollessa alhainen sijoittaja saa sijoitukselleen huomattavasti parempaa tuottoa ottamalla lisää lainaa, sillä kiinteistöistä odotettu tuotto ylittää korkojen kustannukset.²⁰⁹

Core -rahastojen tuotto-odotukset ovat kaikista alhaisimpia ja niissä käytetty velkavipu on muihin rahastoluokkiin verrattuna matala. Näiden rahastojen suhteen sijoitetulle pääomalle odotetaan 3-6 prosentin tuottoa. *Value added* -luokkaan kuuluvien rahastojen velkavipu on *core*-rahastoihin verrattuna suurempi ja niiden tuotto-odotukset ovat myös korkeammat ja ovat 7-9 prosenttia sijoitetulle omalle pääomalle. *Opportunity* -rahastojen tuotto-odotus on kaikista kolmesta luokasta suurin ja niihin liittyy myös kaikista voimakkain velkavipu. Näistä rahastoista odotettaville tuotoille on myös suurimmat odotukset, sillä tuottojen odotetaan olevan yli 10 prosenttia.²¹⁰

Tyypillisesti rahastoissa sovitaan sijoitusstrategiaan liittyen muun muassa rahaston sijoituskohteiden geografisesta keskittymisestä, rahaston sijoituskauden pituudesta ja rahaston si-

²⁰⁷ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 134.

²⁰⁸ HE 94/2013 vp, s. 65.

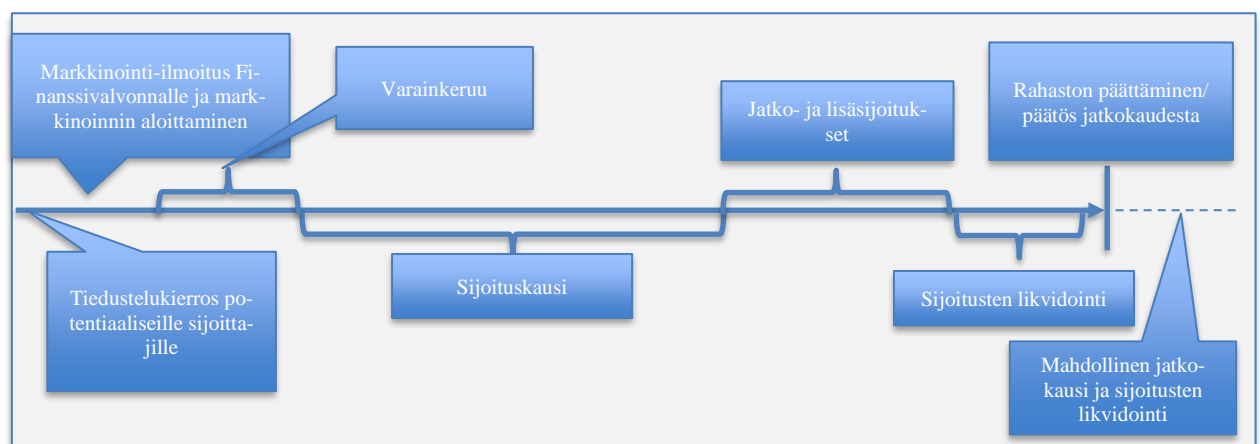
²⁰⁹ HE 175/2008 vp, s. 10.

²¹⁰ HE 94/2013 vp, s. 65.

joitustyylistä. Lisäksi hallinnointiyhtiöllä voi olla sopimuksen ulkopuolisia, ääneen lausumattomia kriteerejä sijoituskohteille. Riskienhallinnallinen sopimusehto on rajoittaa yksittäisen sijoituskohteen osuus rahaston koosta tiettyyn prosentiosuuteen, esimerkiksi 20 prosenttiin.²¹¹

5.3.2 Rahaston elinkaaresta

Ensimmäinen vaihe rahaston toiminnassa on sijoittajien etsintä ja rahaston perustaminen. Alkuvaiheessa hallinnointiyhtiö etsii rahastolle sijoittajia. Yleensä tämä vaihe on noin vuoden pituinen.²¹² Kukin sijoittaja tekee rahastoon sijoitussitoumuksen, jonka suuruus vaihtelee sijoittajakohtaisesti. Jos rahasto suljetaan, kun se saavuttaa tavoitellun pääoman sijoitussitoumuksina, sitä kutsutaan kiinteäpääomaiseksi (close-ended). Suurin osa suomalaisista kiinteistöpääomarahastoista on tällaisia rakenteeltaan. Sijoittajien lukumäärästä päätetään usein ennen varainkeruuta.²¹³ Yhtiöosuuksia tarjotaan usein vain ammattimaisille sijoittajille, jotka tuntevat rahastoihin liittyvät riskit ja pystyvät sitoutumaan rahastoon yksityisiä sijoittajia suuremmilla pääomilla.²¹⁴



Kuvio 2, Kiinteistöpääomarahaston elinkaari.

Varainkeruvaiheen jälkeen alkaa sijoituskausi, jolloin hallinnointiyhtiö etsii rahaston sijoitusstrategiaan sopivia sijoituskohteita. Löytäessään sopivan kohteen hallinnointiyhtiö kut-

²¹¹ Hidén ja Tähtinen 2005, s.131.

²¹² Tomperi 2010, s. 98.

²¹³ HE 175/2008 vp, s. 11.

²¹⁴ HE 175/2008 vp, s. 29.

suu sijoittajilta sopimuksen mukaisesti osan näiden sijoitussitoumuksesta ja kokoaa sijoitukseen tarvittavan pääoman heiltä.²¹⁵ Investointeja tehdään usein noin kymmenestä kahteenkymmeneen kohteeseen, ja sijoituskausi kestää tyypillisesti noin kolmesta neljään vuoteen. Kohteet pidetään usein rahaston hallussa kahdesta viiteen vuoteen, jonka jälkeen ne myydään ja takaisinsaatu pääoma ja mahdolliset voitot jaetaan sijoittajille.²¹⁶

Usein sijoitusstrategiassa pyritään määrittämään rahaston toiminta-aika siten, että rahasto pystyisi sen puitteissa realisoimaan kaikki sijoituksensa. Toiminnan kannalta on kuitenkin tärkeää, että rahastosta irtautuminen voidaan tehdä oikealla hetkellä, jolloin kaikkia realisoituja ei tehdä ennakkoon sovitun aikataulun mukaisesti.²¹⁷ Rahaston pyrkii mahdollisimman hyvään tuottoon sijoituksia realisoimallaan. Joskus sijoituksia voidaan alkaa realisoimaan myös aiemmin kuten esimerkiksi kun sijoittajat sitä jostain syystä haluavat ja markkinatilanne on suotuista.²¹⁸

Rahastosopimuksessa sovitaan myös mahdollisuudesta jatkaa rahaston toimintaa toimintakauden päätyttyä. Kauden jatkoa voidaan perustella esimerkiksi paremmalla irtautumisajankohdalla. Usein päätökset rahaston toiminta-ajan muuttamisesta vaativat joko kaikkien sijoittajien tai enemmistön hyväksyntää.²¹⁹

5.4 Sopimukset kiinteistö-pääomarahastossa

5.4.1 Sopimisesta yleisesti

AKL:ssa on säännelty yhtiösopimuksen pakottavasta sisällöstä. Kommandiittiyhtiön yhtiösopimuksessa tulee mainita yhtiön toiminimi, kotipaikka, toimiala ja yhtiömiehet (AKL 1:4). Tämä lainkohta asettaa minimivaatimukset kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistö-pääomarahastojen sopimusdokumentaatiolle. Hyvin usein rekisteröidyssä yhtiösopimuksessa onkin ilmoitettu vain lain vaatimat asiat ja varsinainen rahaston toimintaa koskeva so-

²¹⁵ Phalippou ja Gottschalg, 2009, s. 1750.

²¹⁶ Tomperi 2010, s. 98.

²¹⁷ HE 94/2013 vp, s. 60.

²¹⁸ HE 175/2008 vp, s. 11.

²¹⁹ Kaleva ym. 2017, s. 108.

pimus on rekisteröitävästä yhtiösopimuksesta erillinen yhtiömiesten ja mahdollisesti rahaston kesken laadittu salainen sopimus.²²⁰ Yhtiösopimuksesta erillinen sopimus laaditaan usein myös siksi, että palvellakseen ulkomaisia sijoittajia rahastojen on laadittava ensisijainen sopimus englanniksi.²²¹

Usein kiinteistöpääomarahastoissa sovitaan poikkeavasti joistakin AKL:n dispositiivisista säännöksistä. Tyypillisesti sovitaan, että vastuunalainen yhtiömies voi jonkin aikaa rahaston perustamisen jälkeen hyväksyä uusia äänettämiä yhtiömiehiä yhtiöön. Tämä poikkeaa AKL:n 1:4 §:n 2 momentista. Poikkeaminen johtuu siitä, että perustamisen jälkeen rahastoihin otetaan tietyn aikaa uusia sijoittajia ja prosessista halutaan tehdä mahdollisimman sujuva. Uusien yhtiömiesten liittyminen yhtiösopimukseen todetaan lyhyellä asiakirjalla, josta käy ilmi uuden yhtiömiehen pääomapanos.²²²

Rahaston sopimukset laaditaan yleensä monimutkaisen prosessin kautta. Sopimusta lähdetään työstämään hallinnointiyhtiön laatiman ehdotuksen pohjalta. Tämä ehdotus saattaa pohjautua hallinnointiyhtiön aiempiin rahastosopimuksiin ja sijoittajien kanssa käytyihin alustaviin keskusteluihin. Ennen kuin ensimmäiset sijoittajat tulevat rahastoon äänettömiksi yhtiömieheksi sopimusluonnokset kiertävät jokaisella ehdokkaalla ja he voivat esittää sopimukseen muutoksia.²²³

Monet pienemmät sijoittajat saattavat kokea rahastoon jälkijunassa liittymisen miellyttävämmäksi, sillä tällöin isot institutionaaliset sijoittajat ovat jo neuvotelleet rahaston sopimusehdot sijoittajille edullisiksi. Yleistä myös on, että samat sijoittajat sijoittavat saman hallinnointiyhtiön rahastoon, jolloin sopimusdokumentaation arvioimiseen ei käytetä yhtä paljon vaivaa kuin ensimmäisellä kerralla. Tällöin uusien sijoittajien vastuulle jää neuvotella edullisista sopimusehdoista.²²⁴

5.4.2 Kassavirtoihin liittyvät ehdot

²²⁰ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 52.

²²¹ *ibid.*

²²² Hidén ja Tähtinen 2005, s. 53 - 54.

²²³ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 93 - 94.

²²⁴ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 94.

Lähettyessään pääomakutsuja sijoittajille rahasto yleensä ilmoittaa, mihin varat on tarkoitus käyttää.²²⁵ Usein sopimusehdoissa sovitaan, että sijoittajat maksavat rahastoon varoja vain tarvittaessa. Sopivan sijoituskohteen löytymisen lisäksi pääomakutsu voidaan lähettää, jos rahaston täytyy maksaa erinäisiä toimintaan liittyviä kuluja. Rahaston saadessa tuottoa tai pääoman palautusta sijoituksista, sen tulee maksaa ne välittömästi sijoitussitoumusten suhteessa takaisin sijoittajille.²²⁶

Tyypillisesti kunkin sijoittajan rahastolle tekemä maksu on prosentuaalisesti sijoitussitoumukseen verrattuna kullakin yhtä suuri. Pääsääntöisesti maksuaika pääomakutsuissa on muutaman pankkipäivän (5-10) mutta rahastosopimuksilla voidaan varautua tilanteisiin, joissa rahaa kutsutaan lyhyemmällä aikataululla. Tällaisia tapauksia voi olla esimerkiksi, kun yksittäinen sijoittaja laiminlyö maksuvelvollisuutensa.²²⁷

Pääomakutsun maksamisen jälkeen raha ohjataan kommandiittiyhtiöiden läpi kiinteistökohteisiin. Kommandiittiyhtiömuotoisilla kiinteistörahastoilla rahat voivat mennä rahaston sijoitusstrategian kohteiden mukaiseen hankintaan tai investointeihin jo omistettuihin kohteisiin. Sijoituksesta saadaan ajan kanssa tuottoa, joka muodostuu hallitun tilan vuokrauksesta ja kohteiden myynnissä realisoituvasta voitosta.²²⁸ Sijoituksista aikoinaan realisoituvat varat ohjataan sijoittajille, ja hallinnointiyhtiön ollessa sidottu yhtiön tulokseen myös hallinnointiyhtiöllle maksetaan nk. carried interest eli voitonjako.²²⁹

Rahastoille tyypillistä on alkuvaiheessa tehty tappio, sillä tuolloin sillä ei ole tuloja, jotka kattaisivat toimintaan liittyvät hallinnointipalkkiot ja perustamiseen liittyvät kustannukset. Kun sijoituksia aletaan realisoimaan tai niistä alkaa tulla vuokratuloja, nettokassavirta kääntyy myös positiiviseksi. Yleensä rahaston varojenjako koskevat sopimusehdot koskevat nimenomaisesti tätä hiljalleen kertyvää kassavirran jakoa yhtiömiehille. Usein kassavirtaa koskevat määräykset koskevat kaikista sijoituskohteista saatua kassavirtaa.²³⁰

²²⁵ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 96

²²⁶ ibid.

²²⁷ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 97.

²²⁸ Rakli 2014, Liite II s. 51.

²²⁹ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 97.

²³⁰ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 99.

Vaikka rahastojen varojenjakoa on yksilöllisesti sovittavissa, on havaittavissa joitakin tyypillisiä varojen jakamiseen liittyviä periaatteita. Ensisijaisesti kaikissa rahastoissa maksetaan ensin sijoittajan sijoitussitoumusten mukaiset pääomat takaisin. Palautetulle pääomalle maksetaan usein myös korkoa, jotka kutsutaan aitakoroksi. Tämä korko sovitaan rahastoa perustaessa rahastosopimuksissa. Tyypillistä on, että korko lasketaan sisäisen korkokannan menetelmällä, jolloin korkoa lasketaan myös kertyneelle korolle.²³¹ Kyseinen menetelmä on käytössä jopa 41% prosentilla rahastoista.²³²

Aitakoron maksamisen jälkeinen pääoma jaetaan sijoittajan ja hallinnointiyhtiön kesken. Hallinnointiyhtiön osuutta kutsutaan voitonjako-osuudeksi tai carried interestiksi ja se on noin 20 - 25 prosenttia kyseisestä voitonjaosta. Estääkseen turhan varojen keräämisen hallinnointisopimuksiin on usein otettu ehdoksi hallinnointiyhtiön voitonjako-osuuden pieneminen sen mukaisesti, miten paljon hallinnointiyhtiölle on kertynyt aitakorkoa maksettavaksi.²³³²³⁴ Loppuosa jaetaan sijoittajille heidän rahastoon maksaman pääomapanoksen suhteessa. On myös mahdollista sopia, että hallinnointiyhtiön voitonjako-osuus riippuu rahaston menestyksestä. Sijoittajille maksetaan voittoa, kunnes he saavat sijoittamalleen pääomalle ensimmäistä aitakorkoa korkeamman vuotuisen koron. Tämän jälkeen loppuosa voitosta jaetaan siten, että hallinnointiyhtiön osuus ylitetystä korosta kasvaa.²³⁵

5.4.3 Muut kassavirtoihin liittyvät ehdot

Rahastosopimuksessa sovitaan usein maksuvelvoitteiden laiminlyönnistä. Koska rahastoissa ei ole tarkoituksena säilyttää sijoittajien varallisuutta, ovat maksuvelvoitteiden laiminlyömiin liittyvät ehdot ankaria. Tyypillistä on, että viivästyneelle maksulle maksetaan korkoa. Jos laiminlyönnit jatkuvat hallinnointiyhtiö voi harkintansa mukaan joko toteuttaa seuraamukset tai jättää ne toteuttamatta.²³⁶

Tyypillisiä seuraamuksia velvoitteiden laiminlyönnistä ovat yhtiömiesosuuden pakkomyynti tai oikeuksien menettäminen. Yhtiömiesosuuden pakkomyynti saatetaan toimittaa

²³¹ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 100.

²³² INREV 2011, s. 10.

²³³ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 95 -96.

²³⁴ Ks. lisää INREV 2011, s. 12.

²³⁵ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 101 - 102.

²³⁶ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 116.

hintaan, joka aiheuttaa sijoittajalle huomattavaa tappiota, eikä siten ole sijoittajan edun mukainen. Rahastosopimuksen mukaiset edut menettäessään sijoittaja taas menettää mahdollisuuden tulevaan tuottoon. Jos rahastosopimuksessa on sovittu maksuvelvoitteet laiminlyöneen yhtiömiehen toissijaisesta oikeudesta muihin sijoittajiin nähden, on maksuvelvoitteet laiminlyöneellä yhtiömiehellä muihin sijoittajiin nähden huonompi asema myös sijoitettua pääomaa palautettaessa.²³⁷

5.4.4 AKL ja kiinteistöpääomarahaston kassavirta

Äänettömän yhtiömiehen velvoitteena on maksaa yhtiölle omaisuuspanos, johon hän on yhtiösopimuksella sitoutunut (AKL 1:1 ja 7:1). Laki ei tarkemmin säätele milloin yhtiömiehen yhtiöpanos tulee maksaa, joten kiinteistöpääomarahastoissa käytössä oleva omaisuuspanoksen vähitellen maksamista voidaan pitää hyväksyttävänä tapana. Velkojat eivät voi kohdistaa maksuvaatimuksiaan äänettömään yhtiömieheen, sillä tämän vastuu on toissijaista ja yhtiön maksukyvyttömyys tulee ensin osoittaa konkurssissa. Ennen maksukyvyttömyyden osoittamista vaateen voi kohdistaa äänettömään yhtiömieheen vain yhtiö.²³⁸

Kiinteistöpääomarahastoissa sijoittajien rahastolle maksama pääoma pyritään palauttamaan mahdollisimman nopeasti takaisin sijoittajille. AKL:n lähtökohtana taas on, että äänettömän yhtiömiehen yhtiöpanos pysyy vastuunalaisen yhtiömiehen käytössä koko yhtiön toiminnan ajan ja äänettömille yhtiömiehille jaetaan kommandiittiyhtiön toiminnan tuloksellisuuden perusteella korkoa kunkin yhtiöön asettaman panoksen suhteessa. Kiinteistöpääomarahastoissa ajatusmalli on päinvastainen. Tämä on olennaista äänettömän yhtiömiehen vastuun kannalta.²³⁹

Jos äänettömän yhtiömiehen pääomapanoksen alentamisesta on tehty ilmoitus kaupparekisteriin, äänetön yhtiömies vastaa velvoitteistaan alennetulla panoksellaan.²⁴⁰ Kun panoksen alentaminen on merkitty kaupparekisteriin ja kuulutettu, sen voidaan katsoa tulleen yleiseen tietoon. Yhtiösopimuksessa sovitaan harvoin, että kaupparekisteriin ilmoitettuja alkuperäisiä yhtiöpanoksia alennettaisiin sitä mukaan, kun rahasto palauttaa pääomapanoksia sijoitta-

²³⁷ *ibid.*

²³⁸ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 120 -121.

²³⁹ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 121 - 122.

²⁴⁰ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 230.

jille. Tämä siitä huolimatta, että usein rahastosopimuksissa sovitaan pääomarahaston varojen jaon ensisijaisuudesta siten, että sijoittajalle palautetaan ensin hänen sijoittamansa pääomat ja vasta sen jälkeen sijoituksista saatuja tuottoja. Lisäksi rahastosopimuksissa harvoin ohjeistetaan, miten varojenjako tulisi kohdella kirjanpidossa.²⁴¹

5.4.5 Hallinnointipalkkio

Hallinnointipalkkiolla katetaan hallinnointiyhtiön toimintaan liittyvät juoksevat kulut. Palkkion suuruus määritellään usein tiettyinä prosentteina rahaston koosta. Usein suurissa rahastoissa saavutetaan synergiahyötyjä, jolloin rahastojen hallinnointipalkkio on verrattain alhainen. Tyypillisesti sijoituskauden ollessa käynnissä hallinnointipalkkio on sidottu yhtiön kokoon ja myöhemmin hallinnointipalkkio suhteutetaan niihin pääomiin, jotka rahaston kautta on sijoitettu.²⁴²

Sijoitusstrategian valinta vaikuttaa myös hallinnointiyhtiön perimiin hallinnointipalkkioihin. *Core* ja *value added*-luokittelun rahastoille on tyypillistä määrittää hallinnointipalkkio rahaston kiinteistöomaisuuden kokonaispääoman markkina-arvolla nk. GAV:lla, ja *opportunity* -luokan rahastoilla hallinnointipalkkion määräytymisperusteet ovat moninaisemat.²⁴³

5.4.6 Sijoitussitoumusten muutokset ja uudet sijoittajat

Usein kiinteistöpääomarahastot ovat kiinteöpääomaisia suljettuja rahastoja, ja rahasto suljetaan sen jälkeen kun tavoiteltu pääoma on saavutettu.²⁴⁴ Sijoittajat voivat tulla äänettömiksi yhtiömiehiksi erissä, ja ensimmäisten sijoittajien rahastoon liittymistä kutsutaan *first closingiksi*. Rahastosopimuksessa määritetään, miten pitkään ensimmäisten sijoittajien rahastoon liittymisen jälkeen rahastoon voidaan ottaa osallisiksi muita sijoittajia. Useimmiten tämä kausi kestää pisimmillään vuoden. Kun rahaston aikaraja täyttyy, kutsutaan viimeisen sijoittajan mukaan tulemistä *final closingiksi*.²⁴⁵

²⁴¹ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 121 - 122.

²⁴² Hidén ja Tähtinen 2005, s. 124 – 125.

²⁴³ INREV 2011, s. 2.

²⁴⁴ Rakli 2014, s. 51.

²⁴⁵ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 130.

Useimmiten rahaston säännöissä sovitaan, että myöhemmin mukaan tulevien sijoittajien tulee maksaa nk. *late entry interestiä* rahastoon aiemmin liittyneille sijoittajille. Tämä johtuu siitä, että aiemmin rahastoon liittyneet sijoittajat ovat joutuneet kantamaan rahastoon liittyvää riskiä myös uuden osapuolen puolesta ja ovat oikeutettuja korvaukseen siitä. Toinen syy, miksi *late entry interestiä* maksetaan, on että uusien sijoittajien tulee myös maksaa korvaus sille ajalle, jolloin yhtiömiehen varallisuuden olisi tullut olla rahaston käytettävissä. Edellä mainitusta syystä johtuen, myös rahastositoumustaan myöhemmin kasvattavan sijoittajan tulee usein maksaa *late entry interestiä*.²⁴⁶

5.5 Kansainvälinen kiinteistösijoittaminen

5.5.1 Kiinteistöpääomasijoittamisen sääntely kansainvälisesti

Kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistöpääomarahastoihin sopimusmallit ovat omaksuttu pitkälti Yhdysvalloista, josta pääomasijoittaminen on lähtöisin ja jossa siihen liittyvä sijoitustoiminta on kehittyneempää kuin Suomessa.²⁴⁷ Kansainvälisesti olennainen piirre kiinteistöpääomarahastoissa on sopimusvapaus. Merkittävää on myös, että sijoittajien vastuu on rajattu, rahasto on verotuksellisesti läpinäkyvä ja kustannustehokas.²⁴⁸ Ulkomaisissa kiinteistöpääomarahastoissa on usein käytössä suomalaista kommandiittiyhtiömuotoa läheisesti vastaava yhtiömuoto. Tärkeimpiä kriteerejä yhtiömuotoa valitessa on, että yhtiömiehet saavat sopia mahdollisimman joustavasti keskinäisistä suhteistaan ja että sijoittajien ei tarvitse sitouttaa varallisuutta turhaan rahastoon. Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa tällainen yhtiömuoto on limited partnership,²⁴⁹ Luxembourgiassa on käytössä Fond Commun de Placement.

Sekä Yhdysvalloissa että Isossa-Britanniassa limited partnership -rakenteessa rahaston sijoittajat ovat Limited Partnereita ja hallinnointiyhtiötä kutsutaan General Partneriksi. Käytännössä hallinnointiyhtiö huolehtii rahaston päivittäisestä toiminnasta, kuten investoinneista, sijoituskohteiden monitoroinnista ja arvonalisäyksestä.²⁵⁰

²⁴⁶ *ibid.*

²⁴⁷ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 17.

²⁴⁸ Tomperi 2010, s. 97 - 98.

²⁴⁹ Hidén ja Tähtinen 2005, s. 40.

²⁵⁰ Taskinen 2002, s. 7.

Isossa-Britanniassa kommandiittiyhtiöitä muistuttavasta rakenteesta säännellään Limited Partnership Actilla (1907, myöhemmin ”U.K LPA”). Mikäli U.K LPA:ssa ei toisin määrätä sovelletaan, Limited Partnershipiin vuoden 1890 Partnership Actia.²⁵¹ Limited Partnership -yhtiö muodostaa oikeushenkilön ja se on rekisteröitävä. Yhtiötä rekisteröitäessä tulee ilmoittaa yhtiömiesten rajoitettu vastuu, kuvata yhtiömiesten asema sekä ilmoittaa Limited Partner -yhtiömiesten pääoman määrä. LPA:ssa tai Partnership Actissa ei ole säännöksiä yhtiösopimuksen vähimmäissisällöstä.²⁵² U.K LPA:ssa purkamista koskevat säädökset ovat yksiselitteiset, eikä yhtiötä U.K LPA:n mukaan tule purkaa lähes mistään äänettömään yhtiömieheen liittyvästä syystä.²⁵³ Äänetön yhtiömies voi poistua yhtiöstä vain luovuttamalla osuutensa kolmansille osapuolille yhtiökumppaneiden suostumuksella.²⁵⁴

Toinen vaihtoehto Limited Partnershipille on Isossa-Britanniassa niin kutsuttu evergreen -rahasto, joka sijoittaa irtautumisista saadut varat aina uudelleen elleivät rahaston osa puolet ole sopineet rahaston likvidaatioajankohdasta. Tämä rahastomuoto on poikkeuksellisen epälikvidi, sillä sijoittajalle ainut tapa irtautua rahastosta on luovuttaa yhtiöosuus kolmannelle osapuolelle.²⁵⁵

Ison-Britannian äänestys EU:sta eroamiseksi sai aikaan epävarmuutta sijoittajissa ja hillitsi Ison-Britannian kiinteistömarkkinoita. Löysä rahapolitiikka ja devaluoitu punta kuitenkin edesauttoivat markkinoita pysymään korkeasti hinnoiteltuna keskeisissä kaupungeissa. Ulkomaiset sijoittajat ovat edelleen kiinnostuneita Ison-Britannian kiinteistömarkkinasta mutta joutuvat miettimään vaihtoehtoisia sijoituskohteita epävarman tulevaisuuden vaikuttaessa sijoitusten riskiluokitukseen.²⁵⁶

Ruotsissa kiinteistörahastolainsäädäntöä ei ole ja useat kiinteistörahastot toimivat siellä kommandiittiyhtiömuotoisina. Kommandiittiyhtiöitä säännellään henkilöyhtiölailla ”Lag om handelsbolag och enkla bolag” (1980:1102). Laissa säädetään yhtiösopimuksen pituudelle kolme vaihtoehtoa, jotka ovat määräaikaisuus, toistaiseksi voimassa oleva tai yhtiömiehen eliniäksi. Jokainen yhtiömies voi irtisanoa toistaiseksi voimassa olevan sopimuksen

²⁵¹ Henkilöyhtiölain muutosehdotus 2011, s. 6.

²⁵² HE 17/2015, s. 12.

²⁵³ Limited Partnership Act 1907 6 § 2 mom.

²⁵⁴ Limited Partnership Act 1907 6 § 5 mom.

²⁵⁵ Taskinen 2002, s. 7.

²⁵⁶ EY 2017, s. 20.

milloin tahansa ellei toisin sovita. Jos yhtiömies irtisanoo sopimuksen, asetetaan yhtiö selvitystilaan kuusi kuukautta irtisanomisen jälkeen. Määräaikainen yhtiösopimus muuttuu toistaiseksi voimassa olevaksi, jos yhtiö määräajan jälkeen jatkaa toimintaansa. (Lag om handelsbolag och enkla bolag 3:24 §).

Jos toinen yhtiömies laiminlyö olennaisesti velvollisuuksiaan tai on olemassa muu syy yhtiön purkamiselle, tulee yhtiö asettaa välittömästi selvitystilaan (Lag om handelsbolag och enkla bolag 3:24 §). Yhtiö tulee myös välittömästi asettaa selvitystilaan, jos yhtiömies asetetaan konkurssiin. (Lag om handelsbolag och enkla bolag 3:30 §).

5.5.2 Muut kiinteistösijoittamisen trendit

Ulkomailla suosittu kiinteistösijoittamisen muoto on REIT (*Real Estate Investment Trust*) -rakenteet. Monet maat ovat luoneet näille kiinteistöyhtiöille erilaisia verotusjärjestelmiä, jotta sijoittajat välttävät kahdenkertaisen verotuksen ja jotta sijoitusmuodon toimintaedellytykset vastaisivat muita kiinteistönomistajia.²⁵⁷ REIT -malli on omaksuttu Eurooppaan Yhdysvalloista, jossa se luotiin 1960-luvun alussa. Tyypillistä REIT-rahastoille on, että ne on yhteisötasolla vapautettu veroista ja toiminnalle on asetettu rajoituksia luotonoton, jaettavan tuloksen ja liiketoiminnan osalta.²⁵⁸

REIT-rahastojen etuna on se, että niihin pääsee kiinni pienemmällä pääomalla ja niitä hoitaa ammattimainen johto. Niiden avulla voi sijoittaa laajempi alaisesti ja useammalle markkinalle. Ne ovat myös likvidejä, ja ne on helppo myydä edelleen. Negatiivista on, että sijoittajalla itsellään ei ole mahdollista vaikuttaa rahaston sijoitusstrategiaan ja osakesijoitusten tapaan REIT -rahastojen arvo voi heitellä voimakkaasti osakemarkkinoiden mukana.²⁵⁹

Myös Isossa-Britanniassa kiinteistörahastotoiminnan harjoittamista tuetaan erityisellä UK-REIT -rakenteella. Rahastorakenne julkaistiin vuonna 2007 ja niitä koskevaa sääntelyä uudistettiin vuonna 2012 Finance Actia muuttamalla. Lainsäädäntöä muuttamalla lainsäätäjähalsi keventää rakenteeseen liittyvää sääntelyä ja poistaa esteitä markkinoille pääsemiseksi.

²⁵⁷ HE 175/2008 vp, s. 4.

²⁵⁸ Kaleva ym. 2017, s. 115.

²⁵⁹ *ibid.*

Aiemmin rahastoilta oli peritty nk. *entry charge* UK-REIT -rakenteeksi hakeuduttaessa. Sääntelyä keventämällä haluttiin myös tukea uusien REIT - rahastojen syntyä.²⁶⁰

UK-REIT -rahaston tulee toimia osakeyhtiömuotoisesti ja listattuna. UK-REIT -rakenteella toimivaan rahastoon kohdistuu myös muuta sääntelyä riskin hajauttamiseen, vieraan pääoman määrään ja sen toimintaan liittyen.²⁶¹ Vuonna 2017 Isossa-Britanniassa oli 44 UK-REIT -rakenteella toimivaa rahastoa. Näiden rahastojen tulee käyttää varallisuudestaan 75 prosenttia verosta vapautettuun toimintaan ja saada tuloistaan vähintään 75 prosenttia tällaisesta toiminnasta. Osakkaille tulee jakaa nettotuloksesta 90 prosenttia vuosittain. Nettotulos koostuu vuokraustoiminnasta saaduista tuloista, josta vähennetään rahoituskustannukset ja poistot. Myös myyntivoitot on rajattu tuloksen ulkopuolelle. Vieraan pääoman enimmäismäärä on rajattu määrittämällä suhteuttamalla lainan korko vuokratuottoihin. Mikäli korkokulut ovat korkeammat kuin vuokratuotot, rahastolle aiheutuu veroseuraamuksia.²⁶²

5.6 Suomalaisen kiinteistösijoitusmarkkinan trendit

Kun 2000-luvun puolella välissä institutionaaliset sijoittajat alkoivat kiinnostumaan epäsuorista kiinteistösijoitusinstrumenteista, 2010-luvulla yksityishenkilöt ovat kiinnostuneet asuntosijoittamisesta asuntorahastojen kautta. Yksityishenkilöiden vaurastuminen ja nolli-korot ovat saaneet nämä sijoittajat etsimään pankkitiliään tuottavampia pitkäaikaisia sijoituskohteita.²⁶³

Yksityishenkilöiden tulo kiinteistösijoitusmarkkinoille on herättänyt keskustelua asuntosijoittamiseen liittyvistä riskeistä. Pankkien tarjoama edullinen laina on saanut monet yksityiset kiinteistösijoittajat rahoittamaan sijoitusasuntonsa suureksi osaksi lainarahalla. Riskeistä huolimatta uudet toimijat markkinalla pääsääntöisesti parantavat markkinoiden toimintaa ja vilkastavat kauppaa. Paremmin hajautettu asunto-omistajuus myös pienentää riskiä yksittäisen toimijan vetäytyessä pois markkinalta. Kun korot lähtevät nousuun, osa sijoittajista saattaa siirtää pääomansa parempituottoisiin sijoituskohteisiin. Koska yksityiset sijoittajat ovat

²⁶⁰ Newell ja Marzuki 2016, s. 173.

²⁶¹ HE 175/2008 vp, s. 8.

²⁶² EPRA 2017, s. 172 -174.

²⁶³ Valtioneuvoston kanslia 2018, s. 23.

pitkäjänteisiä sijoittajia, heidän tulonsa markkinoille saattaa myös vakauttaa asuntotarjontaa.²⁶⁴

Kiinteistörahastolain esitöissä pidettiin tärkeänä, että myös Suomeen saataisiin yleisölle ja piensijoittajille toimiva epäsuora kiinteistösijoitusinstrumentti, joka pienentäisi suoriin kiinteistösijoituksiin liittyviä riskejä. Lain esitöissä vertailtiin eri maiden REIT-rahastojen sääntelyä. Epäsuoraa kiinteistönomistusta pidetään suoraa kiinteistönomistusta turvallisempaa ratkaisuna, sillä sen avulla kiinteistövarallisuudesta saadaan likvidimpää, sen omistus pohja laajenee ja siihen liittyvät riskit pienenevät.²⁶⁵ Myös rahoitusmarkkinoiden toimivuuden, läpinäkyvyyden ja tehokkuuden kannalta paras vaihtoehto on rahasto, jolla voidaan käydä kauppaa päivittäin ja johon myös piensijoittajat voivat investoida.²⁶⁶

Kiinteistörahastolain mukaisia osakeyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja on perustettu Suomessa vain yksi, vaikka kiinteistörahastolaki (1173/1998) astui voimaan jo 1.3.1998. Kiinteistörahastolakia pidettiin pitkään epäonnistuneena, sillä kiinteistörahastoja verotettiin kuten muita osakeyhtiöitä ja siten omistajat joutuivat verotetuksi kahdenkertaisesti.²⁶⁷ Vuonna 2009 säädettiin laki eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden veronhuojennuksesta (299/2009), minkä jälkeen perustettiin kiinteistörahastolakia (1173/1998) noudattava Orava Asuntorahasto Oyj, joka listattiin pörssiin vuonna 2013.

Lainsäädännön keventämisestä huolimatta kiinteistörahastolaki (1173/1998) ja laki eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden veronhuojennuksesta (299/2009) asettavat rahastojen toiminnalle paljon rajoitteita. Olemassa olevan yhtiön muuttaminen kiinteistörahastolakia noudattavaksi yhtiöksi aiheuttaa veroseuraamuksia (laki eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden veronhuojennuksesta, 4 §). Näistä syistä muutos ei ole kannattavaa. Rahaston toiminta on tiukasti rajattu vain kiinteistörahastotoimintaan (kiinteistörahastolaki 1:1), mikä osaltaan vaikeuttaa rahaston toimintaa.

²⁶⁴ Valtioneuvoston kanslia 2018, s. 24.

²⁶⁵ HE 175/2008 vp, s. 22.

²⁶⁶ Kiinteistörahastotyöryhmän loppuraportti 2006, s. 89-90.

²⁶⁷ HE 175/2008 vp, s. 11.

Kiinteistöihin voi sijoittaa myös erikoissijoitusrahaston kautta. Kiinteistörahastot ovat usein erikoissijoitusrahastoja, sillä niiden riskien hajauttamisen periaatteet eroavat tavallisista sijoitusrahastoista. Erikoissijoitusrahastoissa voi olla esimerkiksi alle kuusitoista sijoituskohdetta ja vähemmän rahasto-osuuden omistajia kuin muissa sijoitusrahastoissa (sijoitusrahastolaki 48/1999, 4:27). Erikoissijoitusrahastosta säädetään sijoitusrahastolain (48/1999) 12 luvussa. Lisäksi niistä säädetään myös laissa vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014). Sijoitusrahastolain (48/1999) sääntelystä johtuen rahastoon saattaa kohdistua ylimääräisiä kustannuksia, jotka pienentävät kilpailuetua kommandiittiyhtiöihin nähden²⁶⁸.

Yleensä sijoitusrahastolain puitteissa toimivat rahastot ovat avoimia rahastoja. Avoimet rahastot ovat piensijoittajalle turvallinen ja viranomaisten valvoma sijoitusmuoto. Rahastoja hallitsee rahastoyhtiö, jonka tulee hakea toimilupa Finanssivalvonnalta (laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 162/2014, 4:1). Näissä rahastoissa rahastojen tulee myydä uusia rahasto-osuuksia ja lunastaa rahasto-osuudet sijoittajien vaatimuksesta. Kiinteistöihin sijoittaville rahastoille avoimuus tuo haasteita, sillä rahastoilla saattaa olla tilanteita, jolloin sijoituskohteiden likvidointi on haastavaa tai niitä joudutaan myymään alhaiseen markkinahintaa. Esittääkseen edellä mainitut tilanteet rahastot voivat rajoittaa rahasto-osuuksien lunastamista tai merkitsemistä muutamaan kertaan vuodessa.²⁶⁹

²⁶⁸ *ibid.*

²⁶⁹ Kaleva ym. 2017, s. 39-40.

6. Yhteenvetona

Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutos selkiytti joitakin kommandiittiyhtiömuotoon liittyviä dilemmoja mutta ei täysin vastannut pääomasijoittajien odotuksiin. Esimerkiksi Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n esitys äänettömien yhtiömiesten kaupparekisteri-ilmoituksesta poistamisesta ei mennyt läpi. Myöskään ehdotus yhtiösopimuksen muutosten rekisteröimispakon poistamisesta ei mennyt läpi.²⁷⁰ Mikäli nämä ehdotukset olisi otettu osaksi AKL:ia, hallinnollinen työtaakka pääomarahastoissa olisi keventynyt ja niiden toiminta tehostunut.

Jos kiinteistöpääomarahastojen toimintaa haluttaisiin laajentaa, voisi olla perusteltua harkita *kommandiittiosakeyhtiömuodon* tarjoamista ratkaisuna. Näissä yhtiömuodoissa yhtiön hallinto voi olla monimuotoisemmin järjestetty kuin kommandiittiyhtiössä ja organisoitu osakeyhtiön mukaisesti.²⁷¹ Jos laki tunnustaisi kiinteistöpääomarahastojen eri hallintoelimiä olemassaolon, olisi myös helpompaa määritellä niiden oikeuksia. Esimerkiksi lakiin avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä voitaisiin ottaa osaksi kommandiittiosakeyhtiön määritelmä. Jos lakiin otettaisiin osaksi kommandiittiosakeyhtiön määritelmä, äänettömien yhtiömiesten osuudet voitaisiin määritellä vastaavalla tavalla siirtokelpoisiksi kuin osakeyhtiön osakkeet²⁷². Siirtokelpoisina ne olisivat helpommin likvidoitavissa ja saattaisivat siten kerätä suurempia pääomia.

Vaikka rahoitusmarkkinoiden toimivuuden, läpinäkyvyyden ja tehokkuuden näkökulmasta paras vaihtoehto olisi rahasto, jolla voidaan käydä kauppaa päivittäin ja johon myös piensijoittajat voivat investoida,²⁷³ kiinteistöpääomarahastojen näkökulmasta rahastojen arvopaperistaminen ei ole suositeltavaa. Perustaessaan kiinteistörahastoa rahaston manageri suunnittelee rahaston toimintaan tarvittavat resurssit sen odotetun koon perusteella. Mikäli rahasto kasvaa odotettua suuremmaksi, ei sen sijoitustoiminta tehokkuudelle ole samanlaisia takeita.²⁷⁴ Lisäksi piensijoittajilla ei ole mahdollisuutta osallistua rahastosopimuksen ehtojen laatimiseen samassa määrin kuin institutionaalisilla sijoittajilla.

²⁷⁰ Henkilöyhtiölain muutosehdotus 2011, s. 12.

²⁷¹ Wilhelmsson ja Jääskinen 2001, s. 75.

²⁷² Villa 2013, s. 45.

²⁷³ Kiinteistörahastotyöryhmän loppuraportti 2006, s. 89-90.

²⁷⁴ Kiinteistörahastotyöryhmän loppuraportti 2006, s. 90.

Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiölain muutoksen voimaan tulosta lähtien AKL 5:2 mukaan yhtiömiehet ovat voineet pätevästi sopia, että yhtiömiehillä ei ole oikeutta irtisanoa yhtiösopimusta. Tulevaisuudessa on mielenkiintoista nähdä edistääkö tämä säädös kiinteistö pääomarahastojen muuttumista niin kutsutuiksi ikivihreiksi rahastoiksi, jolloin rahasto ei enää hae tuottoa perinteisellä arvonnousulla ja sijoituksesta irtautumisella.²⁷⁵ Tämä muuttaisi rahaston toimintaa ja sijoitusstrategiaa täysin.

Jos rahasto perustetaan eliniäksi, rahaston toiminnan tulee olla jatkuvaa. Tällöin sen toimikausi ei ole enää joitakin vuosia, vaan se irtautuu sijoituskohteista elinaikanaan ja hankkii uusia kohteita. Uusien kohteiden hankkimiseen rahasto tarvitsee myös lisää pääomaa. On epätodennäköistä, että kukaan sijoittaja sitoutuisi rahastoon eliniäksi, jolloin lisäpääomaa tarvitessaan rahasto joutuisi hankkimaan uusia sijoittajia. Myös irtautumista selventävät sopimukset tulisivat tarpeen. Mikäli äänettömien yhtiömiesten osuudet olisivat siirtokelpoisia, kuten edellä esitettiin, lisäpääoman hankkiminen rahastolle olisi joustavaa. Nyt uuden yhtiömiehen ottaminen rahastoon on työlästä, sillä uuden yhtiömiehen ottaminen rahastoon edellyttää yhtiösopimuksen muutosta.²⁷⁶

Myös hallinnointipalkkiomalli muuttuisi, mikäli kiinteistö pääomarahastoista tulisi niin kutsuttuja ikivihreitä rahastoja. Nykyisessä mallissa hallintopalkkion on suurimmillaan rahaston alkuvaiheessa, kun hallinnollista työtä on eniten. Rahaston elinkaaren loppuvaiheessa hallinnointipalkkion määrä pienenee, kun työ vähenee. Ikivihreässä rahastossa työn määrä pysyisi samana koko ajan, jolloin palkkio tulisi myös suhteuttaa siten. Myös kannustinpalkkiona käytetyn carried interestin maksaminen muuttuisi, sillä aiemmin se on usein maksettu rahaston toimikauden loppupuolella.²⁷⁷

Mikäli kiinteistörahastolakia noudattavia kiinteistörahastoja haluttaisiin Suomeen lisää, tulisi veroseuraamuksia keventää. Lisäksi rahaston toiminnalle annettujen rajoitteiden osittainen keventäminen voisi lisätä kiinteistörahastolakia noudattavien kiinteistörahastojen määrää. Mikäli sääntelyn korjauksessa onnistuttaisiin, myös erikoissijoitusrahastoina toimiviin

²⁷⁵ Ks. Laininen 2017, s. 314.

²⁷⁶ Villa ja Ossa 2017, s. 52-53.

²⁷⁷ Ks. Laininen 2017, s. 314.

kiinteistörahastoihin liittyvä sijoitusten likvidointiongelman poistuisi ja Suomeen pystyttäisiin luomaan toimiva kiinteistömarkkina myös piensijoittajille ja mahdollisesti ulkomaisille sijoittajille, joiden osuus markkinoilla on vielä verrattaen pieni²⁷⁸.

Tulevaisuudessa epäsuoran kiinteistösijoitustoimialan kahtiajako ammattimaisten sijoittajien ja piensijoittajien välillä näyttää yhä todennäköisemmältä. Piensijoittajat ovat kiinnostuneita sijoitusyhtiöiden tarjoamista erikoissijoitusrahastoista, jotka sijoittavat kiinteistöihin. Institutionaalisille sijoittajille taas kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistöpääomarahastot ovat houkuttelevampia, sillä he pystyvät joustavammin sopimaan sopimusehdoista ja monitoroimaan yhtiötä tarkemmin jo yhtiöoikeudellisilla perusteilla.

Tässä tutkimuksessa selvitettiin kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistöpääomarahastoja koskevan sääntelyn nykytila ja havaittiin, että niiden sääntely voisi olla tehokkaampaa. Kiinnostava jatkotutkimusaihe olisi analyysi rahastosopimusten sopimusehdoista ja niiden vertaaminen rahastojen menestykseen. Menestyksekkäillä rahastoilla voi olla myös sopimusehdoja, jotka esimerkiksi edesauttavat tehokasta päätöksentekoa rahastossa. Myös eri maiden lainsäädännön asettamien velvoitteiden ja oikeuksien vertaaminen rahastojen menestykseen olisi ainutlaatuinen tutkimus, jonka tuloksia lainsäätäjät voisivat hyödyntää. Laajempi alaisesti voisi myös tutkia yhtiömuodon merkitystä rahastolle.

²⁷⁸ Valtioneuvoston kanslia 2018, s. 22.