

IKIVIHREÄT KOMMANDIITTIYHTIÖT PÄÄOMASIOITUSTOIMINNASSA¹

1 Johdanto

Onnistunut exit eli irtautuminen on tärkeää, ellei jopa olennaisinta, kaikessa pääomasijoitustoiminnassa. Irtautumisella viitataan yleensä pääomarahaston irtautumiseen sijoituskohteista,² mutta myös sijoittajien irtautuminen rahastosta on keskeistä. Hyvin onnistunut ja ajallisesti toimiva irtautuminen on olennaista rahaston tuotonmuodostukselle. Kun rahastoon hankitaan sijoituskohteita suunnitellaan niiden elinkaari yleensä siten, että kohde tuottaa kassavirtaa sekä rahaston toimikauden aikana esimerkiksi vuosittain että sijoituskohteen myynnin yhteydessä, joka tapahtuu viimeistään kun rahaston

toimikausi päättyy. Rahaston toimikausi on keskeisellä sijalla rahaston tuottoprofilin ja kassavirtalaskelmien muodostamisessa sekä sijoituskohteiden arvonnäilyksessä.³ Rahaston sijoittajat puolestaan irtautuvat rahastosta rahaston toimikauden päättyessä, jolloin he saavat takaisin sijoittamansa pääoman, aitakoron ja osuuden aitakoron ylittävstä tuotosta.⁴

Tyypillisesti suomalaiset pääomarahastot on muodostettu kommandiittiyhtiömuotoisiksi,⁵ jolloin niitä on lain mahdollistamasta yhtiösopimuksen irtisanomisoikeudesta johtuen sitonut enintään kymmenen vuoden määräaikaisuus.⁶ Myös käytännön pääomasijoitustoiminnassa keskimääräinen pää-

¹ Kiitän tätä artikkelia koskevista arvokkaista kommentteista referenänä toiminutta anonyymiä asiantuntijaa, asianajaja, OTK, VT, KTM *Tuomas Tikka* sekä OTM, KTM *Anni-Eveliina Lainista*.

² *Hidén, Paulus – Tähtinen, Jyrki*: Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta. Helsinki 2005, s. 250, 396.

³ Ks. myös hallituksen esitys 17/2015 vp eduskunnalle laiksi avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain muuttamisesta, s. 11.

⁴ *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 100-101. Termillä ”aitakorko” tarkoitetaan pääomarahaston ja sijoittajien kesken sovittua tuotto prosenttia, jonka jälkeen hallinnointiyhtiö on oikeutettu suoriteperusteiseen palkkioon (*PricewaterhouseCoopers ja Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry*: Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun. Verkojulkaisu 2006, s. 44).

⁵ *Lauriala, Jari*: Pääomasijoittaminen. Helsinki 2004, s. 33; *Villa, Seppo*: Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. Helsinki 2013, s. 81; *Immonen, Raimo – Ossa, Jaakko – Villa, Seppo*: Henkilöyhtiön pääoman hallinta. Helsinki 2012, s. 1; *Hidén – Tähtinen (2005)*, s.39; HE 17/2015 vp, s. 10.

⁶ Ks. lain avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä 29.4.1988/389 (”AKL”) ennen 1.1.2016 voimaan tullutta lainmuutosta voimassa ollut AKL 5:2, jonka mukaan (vastuunalaisilla ja äänettömällä) yhtiömiehillä on oikeus irtisanoa yhtiösopimus kuuden kuukauden irtisanomisajalla, mikäli yhtiö on perustettu toistaiseksi voimassa olevaksi tai, mikäli määräaikainen yhtiösopimus on solmittu yli kymmeneksi vuodeksi, kun yhtiömieheksi ryhtymisestä on kulunut kymmenen vuotta. Sopimus, joka on rajoittanut kyseistä irtisanomisoikeutta, on ollut suoraan lain nojalla tehoton (AKL 5:2.3).

omarahaston ennalta sovittu toimikausi on kymmenen vuotta, jota tosin on voitu ja usein käytännössä jatkettukin uudella määräaikaisella kaudella.⁷ Näin ollen keskimääräinen toteutunut suomalaisten rahastojen toimikausi on vaihdellut 13 ja 16 vuoden välillä.⁸ Kuitenkin myös niissä pääomarahastoissa, joissa toimikautta on jatkettu uusilla sopimuksilla kymmenen vuoden ajan yli, on tarkoituksena yleensä purkaa rahasto kun se on realisoitunut kaikki sijoituksensa. Rahasto on näin ollen lähtökohtaisesti mielletty määräaikaiseksi sijoitukseksi, jonka tarkoituksena on irtautua sijoituskohteistaan ja josta myös sijoittajat pääsevät irti.⁹

Vuoden 2016 alusta saakka on kommandiitti-yhtiömuotoinen pääomarahasto kuitenkin voitu muodostaa sekä yli kymmenen vuotta voimassa olevalla määräaikaisella sopimuksella että toistaiseksi (eliniäksi) voimassa olevalla yhtiösopimuksella ilman lain yhtiömiehille mahdollistamaa ehdotonta oikeutta sopimuksen irtisanomiseen (1.1.2016 voimaan tullut AKL 5:2). Toisin sanoen uuden AKL 5:2:n myötä yhtiösopimuksessa voidaan sopia tehokkaasti siitä, ettei yhtiömiehillä ole oikeutta irtisanoa yhtiösopimusta.¹⁰ Tämä lainmuutos tuo pääomasijoitustoimintaan uusia mahdollisuuksia mutta myös seikkoja, jotka ovat ongelmallisia perinteisen pääomasijoitustoiminnan keskeisten toimintaperiaatteiden kannalta.

Tämän artikkelin tavoitteena on käsitellä pääomarahastojen käytännön arkipäivän näkökulmasta uuden AKL 5:2:n mahdollistamaa oikeutta muodostaa kommandiittiyhtiö niin sanotusti ikivihreäksi¹¹ sekä eliniäksi solmitulla sopimuksella että yli kymmenen vuotta voimassa olevalla määräaikaisella sopimuksella ja nostaa esille erityisiä kysymyksiä ja ongelmia, joita tällaisen ikivihreän rahaston perustaminen vaatii huomioimaan. Ikivihreät rahastot ovat Suomessa vielä harvinaisia, mutta koska aloite lainmuutokseen on tullut Suomen Pääomasijoitusyhdistykseltä¹², voidaan ikivihreitä rahastoja tavata kenties useammin tulevaisuudessa.

2 AKL 5:2:n taustaa

2.1 Kommandiittiyhtiöt pääomasijoitustoiminnassa

Kommandiittiyhtiöt ovat olleet suosittu yhtiömuoto suomalaisessa pääomasijoitustoiminnassa johdettuna muun muassa siitä, että AKL on tarjonnut yhtiömiehille vapausasteita yhtiösopimuksen muodon ja sisällön suhteen.¹³ AKL:n lähtökohtana on sopimusvapaus, tahdonvaltaisuus ja joustavuus, eikä laissa ole esimerkiksi voitonjakoa tai yhtiön pääomankäyttöä koskevia pakottavia säännöksiä.¹⁴

⁷ Lauriala (2004), s. 35; Hidén – Tähtinen (2005), s. 153; HE 17/2015 vp, s. 11.

⁸ HE 17/2015 vp, s. 11.

⁹ Ks. myös Pajarinen, Mika – Rouvinen, Petri – Ylhäinen, Ilkka: Kasvun nälkä: Pääomasijoitetut yritykset muutosagentteina. Helsinki 2016, s. 11, jonka mukaan ”pääomasijoittaja tulee yritykseen lähteäkseen siitä myöhemmin pois”, sekä Hidén – Tähtinen (2005), s. 15, jonka mukaan pääomasijoittaminen voidaan määrittellä suhteellisen lyhytaikaiseksi sijoittamiseksi ”siinä toivossa, että tehty sijoitus voidaan realisoida voitolla tietyn ajanjakson kuluttua” ja s. 16.

¹⁰ Poislukien vastuunalaisena yhtiömiehenä toimivat luonnolliset henkilöt, joille laki takaa edelleen ehdottoman oikeuden irtisanoa yhtiösopimus vanhan AKL 5:2:n mukaisesti.

¹¹ Ks. Hidén – Tähtinen (2005), s. 21, jonka mukaan *evergreen*-termillä tarkoitetaan rahastoa, joka toimiennalta määräämättömän ajan. *Evergreen*-termi erottaa näin ollen rahastot tavanomaisesti pääomasijoitustoiminnassa käytetyistä määräaikaisista rahastoista (mts.).

¹² HE 17/2015 vp, s. 17.

¹³ PricewaterhouseCoopers ja Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry (2006), s. 14; HE 17/2015 vp, s. 3.

¹⁴ Villa (2013), s. 79; Villa, Seppo – Ossa, Jaakko: Henkilöyhtiöt ja verotus. Helsinki 2017, s. 15, 25, 32; Wilhelmsson, Thomas – Jääskinen, Niilo: Avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt. Helsinki 2001, s. 19; HE 17/2015 vp, s. 3. Ks. myös Airaksinen, Manne – Jauhainen, Jyrki: Yritysmuodot. Teoksessa: Villa, Seppo ym.: Yritysoikeus. Talentum Media. Jatkuva-täydenteinen. 1. Yritysmuotojen pääpiirteet, Yritysmuotojen vertailua, Säätelystä, Sopimusvapauden laajuus, jonka mukaan ”sopimusvapaus on laajimmillaan vastuunalaisien yhtiömiesten henkilökohtaisella vastuulla toimivissa henkilöyhtiöissä”, ja esimerkiksi osakeyhtiöissä sopimusvapaus on kapeampi.

Sopimusvapautta on AKL:ssa rajoitettu vain kun sen on katsottu olleen tarpeen yhtiömiesten oikeuksien kannalta, ja laissa on erikseen todettu tilanteet, joissa lain sanamuodosta voidaan poiketa yhtiösopimuksella.¹⁵ Näin ollen yhtiömiesten välinen sopimus on kommandiittiyhtiössä tärkeässä asemassa.¹⁶ Kommandiittiyhtiön purkaminen on myös yksinkertaisempaa kuin monien muiden yhtiömuotojen.¹⁷ Muun muassa näistä seikoista johtuen kommandiittiyhtiömuoto on valikoitunut pääomasijoitustoiminnassa suosituksi yhtiömuodoksi.

Kommandiittiyhtiöt ovat suosittuja pääomasijoitustoiminnassa myös muun muassa siksi, että kommandiittiyhtiöt voidaan AKL:n mukaan perustaa määräaikaisiksi.¹⁸ Määräaikaisuus ja tietyn aikajänteen etukäteinen hyväksyminen ja toiminnan sopeuttaminen sen mukaiseksi onkin ollut keskeistä perinteisessä pääomasijoitustoiminnassa.

Pääomasijoittamista voidaan hyödyntää erityyppisissä sijoituskohteissa, mutta tietyt periaatteet ovat yhteisiä kaikelle pääomasijoittamiselle. Ensin voidaan tarkastella sijoituskohteita. Pääomasijoittamisen tavoitteena on sijoituskohteen hankkiminen kohtuullisella hinnalla ja kohteen arvon kasvattaminen aktiivisin toimenpitein rahaston toimikauden aikana.¹⁹ Tavoitteena on sijoituskohteen arvonnousu²⁰ ja voitollinen kohteesta irtautuminen, kun arvonnousu on saavutettu.²¹ Pääomasijoittaminen on näin ollen tarkoitettu määräaikaiseksi sijoittamisen muodoksi.²² Toiseksi voidaan tarkastella

pääomarahaston sijoittajia. Suljetuissa pääomarahastoissa²³ rahastojen sijoittajat ovat käytännössä sijoituspalvelulain (14.12.2012/747) 1:18:n mukaisia ammattimaisia asiakkaita (laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 7.3.2014/62 2:6).²⁴ Tällaisiin ammattimaisiin asiakkaisiin voivat käytännössä lukeutua esimerkiksi erilaiset eläkeyhtiöt ja muut instituutionaaliset sijoittajat.²⁵ Sijoittajat sijoittavat rahastoon tietyn pääoman, jolle rahasto pyrkii tekemään lupamansa tuoton. Myös sijoittajat tarkastelevat rahastoa määräaikaisena sijoituksena, jossa tuotto-odotus lasketaan tietylle aikakaudelle.

2.2 Vanha AKL 5:2

Kommandiittiyhtiö on voitu perustaa myös ennen vuotta 2016 tapahtunutta AKL 5:2:n uudistusta sekä eliniäksi tehdyllä sopimuksella että määräaikaisella sopimuksella. Kommandiittiyhtiöiden elinaikaa on käytännössä kuitenkin rajoittanut vanhan AKL 5:2:n mukainen yhtiömiehille suotu yhtiösopimuksen irtisanomisoikeus. Vanhan AKL 5:2:n mukaan:

Vanha AKL 5:2 (kursivointi tässä)

”Yhtiösopimuksen irtisanominen

Jos yhtiösopimus on voimassa toistaiseksi, jokaisella yhtiömiehellä on oikeus irtisanoa sopimus milloin tahansa ilmoittamalla siitä toisille yhtiömiehille. Irtisanomisaika on kuusi kuukautta, jollei toisin ole sovittu.

[---]

¹⁵ HE 17/2015 vp, s. 3. *Villa – Ossa (2017)*, s. 25.

¹⁶ *Villa – Ossa (2017)*, s. 25.

¹⁷ *Wilhelmsson – Jääskinen (2001)*, s. 7.

¹⁸ *PricewaterhouseCoopers ja Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry (2006)*, s. 14.

¹⁹ *PricewaterhouseCoopers ja Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry (2006)*, s. 7.

²⁰ *Pajarinen ym. (2016)*, s. 15.

²¹ *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 15–16.

²² *PricewaterhouseCoopers ja Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry (2006)*, s. 7.

²³ Termillä ”suljettu pääomarahasto” tarkoitetaan rahastoa, jolla on ennalta määritelty purkamispäivämäärä, (*PricewaterhouseCoopers ja Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry 2006*, s. 43) ja johon ei voida ottaa uusia sijoittajia tai lisää pääomaa sen jälkeen, kun tietty aika rahaston perustamisesta on kulunut. Suljetun rahaston sijoittajiksi ei hyväksytä myöskään ketä tahansa, vaan sijoittajien piiri on tarkasti rajattu. (*Hidén – Tähtinen 2005*, s. 21, 77–78). *Hidénin ja Tähtisen* mukaan useimmat pääomarahastot ovat ns. suljettuja rahastoja, ja *evergreen*-rahastot eivät ole suljettuja rahastoja (*Hidén – Tähtinen 2005*, s. 21). Ks. *evergreen*-rahaston määritelmästä tarkemmin alaviite 11.

²⁴ Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista astui voimaan vuoden 2014 keväällä.

²⁵ *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 19.

Mitä 1 momentissa on säädetty, sovelletaan yhtiömiehen *eliniäksi* tai *yli kymmeneksi vuodeksi* solmittuun yhtiösopimukseen, *kun yhtiömieheksi ryhtymisestä on kulunut kymmenen vuotta. Sopimus, jolla rajoitetaan yhtiömiehen tässä momentissa tarkoitettua irtisanomisoikeutta, on tehoton.*”

Kuten AKL 5:2:n sanamuodosta voidaan huomata, on AKL 5:2 rajoittanut sekä toistaiseksi voimassa olevan että määräaikaisen yhtiösopimuksen pituutta. Irtisanomisoikeuden takia kommandiittiyhtiöiden toimikausi on usein käytännössä ollut kymmenen vuotta. Yhtäältä AKL 5:2 on sallinut sijoittajille mahdollisuuden irtautua toistaiseksi voimassa olevasta yhtiösopimuksesta koska tahansa sovitun irtisanomisajan puitteissa mikä on olenaisella tavalla hankaloittanut ns. ikivihreiden kommandiittiyhtiöiden käyttöä. Toisaalta AKL 5:2 on antanut saman irtisanomisoikeuden yli kymmenen vuoden määräajaksi solmituissa yhtiösopimuksissa, kun yhtiömieheksi ryhtymisestä on kulunut kymmenen vuotta, mikä on käytännössä rajoittanut määräaikaisten sopimusten pituuden kymmeneen vuoteen. AKL 5:2:n mukaisesti sopimus, jolla on rajoitettu yhtiömiehen irtisanomisoikeutta, on ollut tehoton. Laki on siis näiltä osin ollut pakottavaa.

Oikeuskirjallisuudessa on esitetty näkemyksiä, joiden mukaan vanhan AKL 5:2:n mukaisesta

pakottavasta irtisanomisoikeudesta voitaisiin kuitenkin sopia toisin. Ilmeisesti käytännössä yhtiömiesten välillä solmittaviin osakassopimuksiin on otettu AKL:n pakottavien säännösten vastaisia ehtoja.²⁶ *Villan* mukaan tällaiset sopimukset sitovat yhtiömiesten välillä vaikka niillä ei olisi yhtiöoikeudellista vaikutusta.²⁷ *Villan* mukaan yhtiömiesten kesken on solmittu myös AKL 5:2:n vastaisia ehtoja, joissa on rajoitettu kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen oikeutta irtisanoa yhtiösopimus.²⁸ Määräyksen tehoa on usein varmistettu sopimussakolla.²⁹ Oikeustoimilain 36 §:n mukainen yleinen kohtuullistamisperiaate saattaisi toimia tapauskohtaisesti osakassopimuksessa olevan irtisanomisen kieltävän ehdon kohtuullistamisperusteena, tosin täytyy huomioida, että sopimuksen kohtuullistaminen on aina poikkeuksellista ja tapauskohtaista.³⁰

Vanhan AKL:n tulkinnan mukaan kymmenen vuoden määräajan jälkeen alkavaa irtisanomisoikeutta on voitu eräällä tavalla kiertää solmimalla useita peräkkäisiä määräaikaisia sopimuksia. Tällöin AKL 5:2:n mukainen yhtiösopimuksen irtisanomisoikeus ei ole tullut oikeuskirjallisuudessa esitetyn tulkinnan mukaan voimaan, vaikka perättäiset alle kymmenen vuoden määräaikaiset sopimuskauDET yhdessä johtaisivat siihen, että yhtiöso-

²⁶ *Villa* (2013), s. 82.

²⁷ Mts. Vrt. kuitenkin *Wilhelmsson – Jääskinen* (2001), s. 244, jonka mukaan AKL:n pakottavista säännöksistä poikkeaminen yhtiösopimuksesta erillisessä sopimuksessa ei ole hyväksyttävää.

²⁸ *Villa, Seppo*: Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. Helsinki 2006, s. 80.

²⁹ Mts.

³⁰ *Villa* (2013), s. 85-86; *Immonen ym.* (2012), s. 27; *Hidén – Tähtinen* (2005), s. 54. Ks. myös *Wilhelmsson – Jääskinen* (2001), s. 70, jonka mukaan yhtiösopimuksen sovittelumahdollisuudet eivät rajoitu vain tilanteisiin, joissa sopimusta voidaan pitää kohtuuttomana jo solmimishetkellä, vaan sovittelua voidaan tehdä myös myöhemmin mikäli solmimishetkellä kohtuullinen ehto johtaisi soveltamishetkellä kohtuuttomaan lopputulokseen joko siksi, että olosuhteet ovat myöhemmin muuttuneet tai siksi, että ehdon noudattaminen olisi juuri kyseisessä tilanteessa vallitsevien erityisolosuhteiden vuoksi kohtuutonta. Ks. myös *Immonen ym.* (2012), s. 27 ja *Villa – Ossa* (2017), s. 56. Kielto irtisanoa yhtiösopimusta saattaisi täyttää sovittelun ehdot juuri soveltamishetken kohtuuttomuuden perusteella, vaikka yhtiömiehet olisivat ehtoon suostuessaan pitäneet ehtoa kohtuullisena. Yhtiömiesten ja kommandiittiyhtiön olosuhteet ovat voineet muuttua erilaisiksi kuin mitä vallitsi yhtiösopimuksen solmimishetkellä, jolloin yhtiömiehen sitominen yhtiösopimukseen ko. nykytilassa saattaisi olla kohtuutonta. Ks. myös hallituksen esitys 6/1987 vp eduskunnalle laiksi avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi, s. 41, jonka mukaan kommandiittiyhtiöistä on haluttu tehdä määräaikaisia nimenomaan siksi, että laissa ei ole haluttu tarjota mahdollisuutta rajoittaa henkilökohtaista toimintavapautta rajattoman pitkäksi aikaa. Hallituksen esityksen mukaan ”yhtiösopimuksen solmiminen [-] voi perustua laskelmiin, jotka sopimuksen solmimishetkellä ovat päteviä, mutta jotka ajan kuluessa menettävät merkityksensä” (mts.). Määräaikaisuuden taustalla on siis ollut hyvin reaalin argumentit liiketoiminnallisten ja muiden yhtiötoiminnan edellytysten ajankohtaisuudesta kymmenen vuoden toiminnan jälkeen.

pimus kestäisi yli kymmenen vuotta.³¹ Jos ei toisin ole yhtiömiesten kesken sovittu, on äänettömillä yhtiömiehillä kuitenkin lähtökohtaisesti mahdollisuus kieltäytyä solmimasta uutta sopimusta edellisen määräaikaisen yhtiökauden päättyessä. Täten kommandiittiyhtiön perustaminen ajatuksella, että se on voimassa hyvin pitkän ajan, on ollut epäkäytännöllistä, ellei jopa mahdotonta.³²

2.3 Uudistettu AKL 5:2

Oikeusministeriö sai vuonna 2011 aloitteen Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry:ltä AKL:n muuttamiseksi siten, että se mahdollistaisi hyvin pitkäikäiseksi tarkoitettujen rahastojen perustamisen.³³ Aloite sai runsaasti kannatusta Oikeusministeriön järjestämällä laajalla lausuntokierroksella.³⁴ Lausuntokierroksen yhteenvedossa on todettu muun muassa, että ehdotetut muutokset helpottaisivat henkilöyhtiömuodon käyttöä erityisesti pääomasijoitustoimialalla.³⁵ Lausuntoyhteenvedossa katsottiin myös, että sopimusvapauden lisääminen olisi omiaan edistämään tehokasta toimintaa.³⁶ Ehdotettuun AKL 5:2:n uudistukseen ei tullut lausuntoyhteenvedon mukaan kielteisiä kommentteja, vaan myös lakiehdotuksesta annetut yksityiskohtaiset huomiot olivat lainmuutoksen kannalta myönteisiä.³⁷ Useissa huomioissa kuitenkin todettiin, että luonnollisen henkilön mahdollisuus irtisanoa yhtiösopimus tulisi säilyttää ennallaan vanhan AKL 5:2:n mukaisena.

Lainuudistuksessa AKL 5:2:een lisättiin kohta, jossa tarkennetaan irtisanomisoikeuden rajoittavaan sopimusmääräykseen kohdistuvan tehottomuuden

koskevan ainoastaan kommandiittiyhtiön vastuunalaisena yhtiömiehenä olevaa luonnollista henkilöä. Näin ollen AKL 5:2:n pakottava säännös yhtiösopimuksen irtisanomisoikeudesta tilanteissa, kun yhtiömieheksi ryhtymisestä on kulunut kymmenen vuotta, poistettiin, ja tilalle annettiin sopimusvapaus. Lisäksi AKL 5:2:een lisättiin lain tasolle jo aiemmin oikeuskirjallisuudessa muodostettu tulkinta, jonka mukaan yhtiömiehillä ei ole oikeutta irtisanoa määräaikaista yhtiösopimusta myöskään silloin, jos yhtiömiehet sopivat enintään kymmenen vuoden yhtiökauden jatkamisesta uudeksi enintään kymmenen vuoden yhtiökaudeksi, vaikka sopimusten yhtäjaksoinen kesto muodostuisi yli kymmenen vuoden mittaiseksi. Viimeksi esitetyn lisäyksen tarkoituksena on ollut vahvistaa ajatus siitä, että määräaikaisia sopimuksia voidaan solmia useita peräkkäin siten, että sopimusten mukainen määräaikainen kausi on yhtiömiehiä sitova.

Uuden AKL 5:2:n sanamuodon mukaan siis:

Uusi AKL 5:2 (kursivointi tässä)

”Yhtiösopimuksen irtisanominen

Jos yhtiösopimus on voimassa toistaiseksi, jokaisella yhtiömiehellä on oikeus irtisanoa sopimus milloin tahansa ilmoittamalla siitä toisille yhtiömiehille. Irtisanomisaika on kuusi kuukautta, jollei toisin ole sovittu.

[---]

Mitä 1 momentissa säädetään, sovelletaan yhtiömiehen *eliniäksi* tai *yli kymmeneksi vuodeksi* solmittuun yhtiösopimukseen, kun yhtiökauden alkamisesta on kulunut kymmenen vuotta. Irtisanomisoikeutta ei kuitenkaan ole, jos yhtiömiehet sopivat enintään kymmenen vuoden yhtiökauden jatkamisesta uudeksi enintään kymmenen vuoden yhtiökau-

³¹ Wilhelmsson – Jääskinen (2001), s. 245. HE 17/2015 vp, s. 6.

³² Ks. myös Wilhelmsson – Jääskinen (2001), s. 244, jonka mukaan pitkäaikaisen yhtiösopimusten irtisanomismahdollisuus merkitsee sitä, ettei kommandiittiyhtiömuoto sovellu käytettäväksi sellaisissa hankkeissa, joiden on tarkoitus kestää yli kymmenen vuotta. Pitkäaikaisissa yhtiösuhteissa onkin ennen AKL 5:2:n muutosta ollut järkevämpää turvautua muihin yhtiömuotoihin, kuten osakeyhtiöön.

³³ HE 17/2015 vp, s. 17. *Hidén ja Tähtinen* ovat kuitenkin esittäneet toiveen AKL:n muuttamisesta joustavammaksi siten, että yhtiömiehet voisivat sopia vapaammin irtisanomisesta ja pitkistä toimikausista jo vuoden 2005 teoksessaan (*Hidén – Tähtinen 2005*, s. 161).

³⁴ HE 17/2015 vp, s. 17

³⁵ *Oikeusministeriö: Henkilöyhtiölain muuttaminen – Lausuntoyhteenvedo avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä* annetun lain muutostarpeesta. Mietintöjä ja lausuntoja 34/2013, s. 10.

³⁶ *Oikeusministeriö (34/2013)*, s. 11.

³⁷ *Oikeusministeriö (34/2013)*, s. 19.

deksi. *Sopimus*, jolla rajoitetaan avoimen yhtiön yhtiömiehenä tai *kommandiittiyhtiön vastuunalaisena yhtiömiehenä olevan luonnollisen henkilön* tässä momentissa tarkoitettua oikeutta irtisanoa yhtiösopimus, *on tehoton*. (11.12.2015/1444).”

Uuden AKL 5:2:n mukaan yhtiömiehet voivat siis tehokkaasti sopia siitä, ettei yhtiömiehillä ole oikeutta irtisanoa yhtiösopimusta pois lukien tilanteet, joissa vastuunalaisena yhtiömiehenä on luonnollinen henkilö. Tämä koskee siis myös tilanteita, joissa yhtiösopimus on solmittu eliniäksi tai kun määräaikaisen yhtiösopimuksen toimikausi on yli kymmenen vuoden mittainen. Uusi AKL 5:2 mahdollistaa yhtiösopimuksen solmimisen toistaiseksi (eliniäksi) ilman irtisanomisoikeutta tai hyvin pitkän määräaikaisen sopimuksen solmimisen.³⁸ Siten lainmuutos mahdollistaa niin sanottujen ikivihreiden kommandiittiyhtiöiden käyttämisen ja sitä myötä ikivihreää periaatetta noudattavien rahastojen perustamisen. AKL 5:2:n muuttamisen taustalla onkin ollut halu tarjota mahdollisuus pitkäaikaisen sijoitustoiminnan harjoittamiseen kommandiittiyhtiön muodossa sekä helpottaa pitkäaikaisten sijoitusten tekoa.³⁹ Lainmuutoksen tarjoama mahdollisuus solmia aidosti ikuisia sekä yli kymmenen vuoden määräaikaisia yhtiösopimuksia onkin omiaan pohjustamaan uudenlaisen, pitkäaikaisen rahasto- ja sijoitustoiminnan harjoittamista, jossa rahaston keskeisenä tavoitteena ei ole määräaikainen toiminta ja sijoituksista ja sijoittajista irtautuminen, vaan pitkäaikainen, ikivihreä sijoittaminen. Tällainen ikivihreä rahastorakenne tuo mukanaan aivan uudenlaisia liiketoimintamahdollisuuksia ja mahdollistaa sijoittamisen uudentyyppeisiin, aikaa kes-

täviin ja hankalasti likvidoitavissa oleviin sijoituskohteisiin.⁴⁰

Ikivihreys tuo mukanaan kuitenkin omat erityiskysymyksensä. Nämä erityiskysymykset koskevat erityisesti rahaston irtautumista sijoituskohteista ja sijoittajien irtautumista yhtiösopimuksesta, rahaston tuotto- ja palkkiomallien muodostamista sekä toimikauden järjestämistä siten, että sijoittajien mukaan ottaminen ja sijoitusten teko sujuvat jouhevasti rahaston eliniän ajan. Ikivihreät kommandiittiyhtiöt vaativat uudenlaista ajattelutapaa. Käsitellessä lähemmin yllä lueteltuja ikivihreisiin kommandiittiyhtiöihin liittyviä erityiskysymyksiä.

3 Ikivihreän kommandiittiyhtiön erityiskysymykset pääomasijoitustoiminnassa

3.1 Pääomasijoittamisesta lyhyesti

Vanhan AKL 5:2:n alaisessa maailmassa on pääomarahastojen keskeisenä lähtökohtana ollut määräaikainen toiminta.⁴¹ Kuvassa 1 on tiivistetty pääomarahaston toimikauden eri vaiheet. Ideana on ollut, että rahastoon otetaan ensin ennalta määrätyn pituisen, rahaston toimikauden alkuun sijoittuvan kauden aikana sijoittajia.⁴² Tämä sijoituskausi alkaa ensimmäisestä sulkemisesta (*first closing*) ja päättyy lopulliseen sulkemiseen (*final closing*) (kuva 1).⁴³ *First closing* ja *final closing* -välisen jakson aikana rahastoon voi liittyä uusia sijoittajia, ja näin ollen siis myös uusien yhtiömiesten liittyminen yhtiösopimukseen on rajoitettu rahaston alkuvaiheeseen.

³⁸ Ks. myös *Airaksinen, Manne – Kymäläinen, Seppo*: Avoin yhtiö ja kommandiittiyhtiö. Teoksessa: Villa, Seppo ym.: Yritysoikeus. Talentum Media. Jatkuvatäydenteinen. Pääperiaatteet, Keskeiset piirteet, Säätely.

³⁹ HE 17/2015 vp, s. 14; *Airaksinen – Kymäläinen* (Jatkuvatäydenteinen), Pääperiaatteet, Keskeiset piirteet, Säätely; *Villa – Ossa* (2017), s. 115.

⁴⁰ Useimmat rahastosijoitukset ovat jo sellaisenaan luonteeltaan varsin epälikvidejä (*Pajarinen ym.* 2016, s. 13), mutta tietyt sijoituskohteet voivat olla vielä hankalammin myytäviä kuin toiset. Tietyillä pääomasijoittajilla voi olla mahdollisuus hakea säännöllisiä tuottoja pitkällä aikavälillä esim. osinkojen kautta (mts.), ja tällaisille toimijoille ikivihreä kommandiittiyhtiörakenne saattaisi olla hyvin soveltuva.

⁴¹ Ks. myös lain esitöissä esitetyt argumentit yhtiökauden rajaamisesta kymmeneen vuoteen (HE 6/1987, s. 41).

⁴² Ks. esim. HE 17/2015 vp, s. 10.

⁴³ Ks. myös *Hidén – Tähtinen* (2005), s. 130.

Kuten edellä on mainittu, on suomalainen pääomarahasto perustettu yleensä kommandiittiyhtiömuotoon. Kommandiittiyhtiön vastuunalaisena yhtiömiehenä toimii rahaston hallinnointiyhtiö tai hallinnointiyhtiön perustama ja sen kokonaan omistama osakeyhtiö, ns. *general partner* -yhtiö.⁴⁴ Hallinnointiyhtiö laatii rahaston sijoitusstrategian, jonka mukaisesti se sijoittaa rahaston kautta äänettöminä yhtiömiehinä toimivien sijoittajien varat.⁴⁵ Lisäksi hallinnointiyhtiö vastaa vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (7.3.2014/162) mukaisista muista velvoitteista, kuten riskienhallinnasta ja raportoinnista valvoville viranomaisille. Kommandiittiyhtiömuodossa hallinnointiyhtiöllä on rajoittamaton vastuu rahaston velvoitteista, kun taas äänettöminä yhtiömiehinä toimivien sijoittajien vastuu rajoittuu niiden rahastoon sijoittamaan panokseen.⁴⁶

Hallinnointiyhtiön laatimassa ja rahaston noudattamassa sijoitusstrategiassa on määritelty tyypillisesti muun muassa aika, jonka puitteissa rahasto tekee sijoitukset (sijoitus aika tai *investment period*) (kuva 1).⁴⁷ Sijoituskauden pituus vaihtelee yleensä 4-6 vuoden välillä.⁴⁸ Sijoituskauden aikana rahasto tekee niin kutsutut ensisijoitukset uusiin sijoituskohteisiin. Kun sijoituskausi on päättynyt, on rahastolla yleensä mahdollisuus tehdä ainoastaan lisäsijoituksia jo olemassa oleviin, varsinaisen sijoituskauden aikana tehtyihin sijoituksiin⁴⁹ (kuva 1)

poikkeuksena tilanteet, joissa rahasto vaihtaa jo sijoituskauden aikana hankitun kohteen uuteen kohteeseen (ns. *asset swap*). Tällaiset tilanteet on kuitenkin usein rajoitettu tapahtuvaksi tietyillä ehdoilla, sillä lähtökohtana on, ettei uusia sijoituksia tehdä sijoituskauden päätyttyä. Sijoitusstrategiassa on yleensä määritelty aika, jonka puitteissa rahasto pyrkii irtautumaan sijoituskohteistaan.⁵⁰ Määräaikaisten rahastojen ideana on, että rahasto tekee sijoittajille tuottoa tietyn yhtiösopimuksessa ennalta määritellyn rahaston toimikauden ajan. Näin ollen sijoitukselle maksettava kokonaistuotto muodostuu sekä mahdollisesti vuosittain sijoituskohteista saatavista tuotoista, että sijoituskohteiden myynnistä olettaen, että sijoituskohteiden myyntiarvo on korkeampi kuin niiden hankintahinta. Määräaikaisten rahastojen toiminnassa on siis selkeä alku ja loppu.

Pääomasijoittaminen on merkittävä toimiala Suomessa. Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry:n mukaan suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt sijoittivat vuonna 2015 yhteensä 527 miljoonaa euroa 252 kasvuyritykseen.⁵¹ Toimiala työllistää useita ihmisiä sekä itse pääomasijoitusyrityksissä, mutta myös välillisesti muun muassa asianajo- ja muiden konsultointipalveluiden muodossa sekä kohdeyhtiöissä.⁵²

⁴⁴ *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 39–40, 57; *Villa (2013)*, s. 82. Mikäli hallinnointiyhtiön ja rahaston väliin on perustettu ns. *general partner* -yhtiö, on rahaston hallinnoinnista huolehdittu sopimusjärjestelyin *general partner* -yhtiön ja hallinnointiyhtiön välillä. *General partner* -yhtiön käyttöä suositaan yleensä siksi, ettei varsinainen hallinnointiyhtiö joutuisi vastaamaan eri rahastojen velvoitteista (*Hidén – Tähtinen 2005*, s. 57).

⁴⁵ *Lauriala (2004)*, s. 35; *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 39–40. Ks. myös HE 17/2015 vp, s. 10.

⁴⁶ *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 41; *Wilhelmsson – Jääskinen (2001)*, s. 8, 41; *Villa – Ossa (2017)*, s. 23, 39.

⁴⁷ Ks. myös HE 17/2015 vp, s. 11.

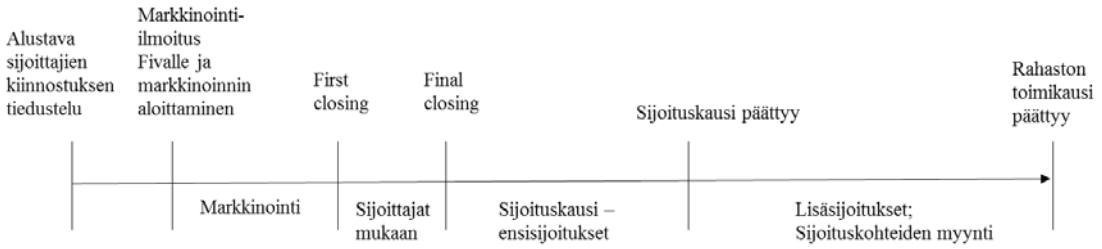
⁴⁸ *Lauriala (2004)*, s. 37; *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 132.

⁴⁹ *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 132; Ks. myös HE 17/2015 vp, s. 11.

⁵⁰ Ks. myös HE 17/2015 vp, s. 11.

⁵¹ *Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry: Pääomasijoittaminen Suomessa 2015*. Verkkojulkaisu 10.6.2016. http://fvca.fi/files/1120/Pa_omasijoittaminen_Suomessa_2015.pdf.

⁵² *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 11.



Kuva 1. Pääomarahaston toimikauden vaiheet.

3.2 Rahaston toimikauden vaiheet ikivihreässä kommandiitti-yhtiössä

Koska pääomarahastot noudattavat yleensä määräämää aikaisesta toimikautta, on rahastojen toimintasykli edellä kuvatun mukaisesti selkeä. Uusien sijoittajien ottaminen rahastoon ajoittuu *first closing* ja *final closing* -ajankohtien väliselle jaksolle. Kun kaikki sijoittajat on otettu mukaan ja heiltä on saatu sijoitussitoumukset alkaa rahaston sijoituskausi. Kun sijoituskausi on päättynyt, pääomarahasto keskittyy sijoituskohteiden hoitamiseen. Sijoituskauden päättymisen ja rahaston toimikauden päättymisen välillä rahasto pyrkii myös irtautumaan kohteistaan.

Mikäli rahasto on perustettu eliniäksi, on rahaston toimintasykli hankala rakentaa perinteisen, määräaikaiselle rahastolle suunnitellun mallin mukaiseksi. Rahaston toiminnan, mukaan lukien sijoitusten tekemisen sekä pääomanhankinnan, tulisi olla pysyvää ja jatkuvaa. Muussa tapauksessa rahasto pysähtyisi ikuisesti niille sijoilleen, jollaiseksi se muodostettiin rahaston alkuvaiheessa. Rahaston kannalta tilanne olisi hankala. Mikäli rahasto irtautuu sijoituskohteistaan tietyin väliajoin, tulisi rahaston kyetä myös säännöllisin väliajoin keräämään uutta pääomaa uusien sijoituskohteiden hankintaa varten. Muutoin toiminta kuihtuu. Pääomien kerääminen voidaan tehdä joko olemassa olevilta tai kokonaan uusilta sijoittajilta.

Mikään ei liene estä sopimasta, että yhtiösopimukseen voidaan ottaa uusia sijoittajia koska tahas ja että rahasto voi tehdä uusia ensisijoituksia milloin vain tai esimerkiksi aina, kun yhtiösopimukseen on otettu uusia sijoittajia. Toisaalta voidaan myös sopia, että rahastoon otetaan uusia sijoittajia esimerkiksi tietyin väliajoin tai vasta, kun vanhojen sijoittajien yhtiölle antama pääoma on kokonaan sijoitettu. Tällainen joustava uusien sijoittajien mukaan ottaminen ja uusien sijoitusten tekeminen mahdollistaa sen, että rahaston sijoittajakunta ja sijoituskohteiden portfolio pysyy ajankohtaisena. Myös rahaston kokonaispääoman kasvattaminen rahaston vanhetessa on mahdollista, mikäli rahasto ei syklien välissä palauta sijoittajien pääomia.

Mikäli johonkin edellä kuvatuista malleista tai muuhun perinteisestä toimikaudesta poikkeavaan toiminnan järjestämiseen päädyttäisiin, on sijoittajadokumentaatioissa huolehdittava siitä, että sijoittajat ymmärtävät poikkeaman perinteisestä rahaston toimintasyklistä ja että uusien sijoittajien ja/tai lisäpääoman kerääminen on sujuvaa myös myöhemmin rahaston eliniän aikana. Tämä vaatii, että yhtiösopimuksessa sovitaan AKL 1:4:n vaatimuksesta poikkeavasti. AKL 1:4.1 edellyttää, että kaikki yhtiömiehet ovat yksimielisiä yhtiösopimuksen muutoksesta.⁵³ Uuden yhtiömiehen mukaan ottaminen (ja vanhojen poistaminen) edellyttää aina

⁵³ Ks. myös HE 17/2015 vp, s. Yhtiösopimuksen muutos edellyttää siis myös kaikkien äänettömien yhtiömiesten suostumusta (Wilhelmsson – Jääskinen 2001, s. 75).

yhtiösopimuksen muuttamista⁵⁴ ja, jos ei toisin ole sovittu, siis kaikkien yhtiömiesten suostumusta. Tämä voi aiheuttaa käytännön hankaluuksia tilanteissa, joissa esimerkiksi jokin tai jotkin sijoittajat kieltäytyvät hyväksymästä uutta yhtiömiestä tai vanhan yhtiömiehen poistumista. Yksimielisyyden vaatimuksesta voidaan kuitenkin poiketa sopimalla siitä yhtiösopimuksessa (AKL 1:4.4). *Hidénin ja Tähtisen* mukaan näin on käytännössä toimittu määräaikaissäissä kommandiittiyhtiöissä, jolloin yhtiösopimus on laadittu siten, että uusien sijoittajien mukaan ottaminen rahaston perustamisen jälkeen tietyn ajanjakson ajan on mahdollisimman joustavaa (ns. *rolling closing*).⁵⁵ Huomioiden erityisesti, että ikivihreässä kommandiittiyhtiössä vanhoja sijoittajia voi poistua ja uusia yhtiömiehiä voi tulla mukaan useasti rahaston eliniän aikana, on yhtiösopimuksessa järkevää sopia yhtiösopimuksen muuttamisesta AKL 1:4.1:stä poikkeavasti siten, että uusien sijoittajien mukaan ottaminen ja vanhojen poistuminen on mahdollista, mikäli niin halutaan, myös edellä kuvatun ajanjakson ulkopuolella ja/tai aina, kun rahastossa on varojenkeruujakso. Yhtenä vaihtoehtona on määrätä, että yhtiösopimusta voidaan muuttaa ilman äänettömien yhtiömiesten suostumusta⁵⁶ ja että erityisesti yhtiömiehen irtisanominen ja uuden yhtiömiehen

ottaminen on hallinnointiyhtiönä toimivan vastuunalaisen yhtiömiehen yksinomaisessa päätäntävallassa.⁵⁷ Toisaalta voidaan myös sopia, että vastuunalainen yhtiömies ja joku (jotkut) tietyt ankkurisijoittaja(t) tekevät päätöksen yhdessä. Malleja on monia, mutta tärkeää on sopia asiasta niin, että rahaston häiriötön toiminta on mahdollista rahaston eliniän ajan.

3.3 Palkkiomalli

Pääomarahaston hallinnointiyhtiölle maksama korvaus koostuu kahdesta keskeisestä osasta, hallinnointipalkkiosta ja suorituspalkkiosta.⁵⁸ Näistä kumpikin voi olla sidoksissa rahaston toimikauteen.

Hallinnointipalkkio on vuosittainen kiinteä palkkio, joka maksetaan vastuunalaisena yhtiömiehenä toimivalle hallinnointiyhtiölle rahaston varoista.⁵⁹ Palkkio kattaa korvauksen rahaston hoitamisesta ja sen hallinnoinnista, ja riippuen siitä, mitä yhtiösopimuksessa on sovittu, siitä saatetaan kattaa myös joitakin kulueriä kuten esimerkiksi osia due diligence -kustannuksista ja joitakin toimistokuluja.⁶⁰ Hallinnointipalkkio lasketaan kiinteänä prosenttiosuutena rahaston varoista.⁶¹ Tarkemmin voidaan sopia siitä, mitkä varat ovat hallinnointipalkkion pohjana.⁶²

⁵⁴ Villa (2013), s. 87; Immonen ym. (2012), s. 109; Villa – Ossa (2017), s. 52–53; Wilhelmsson – Jääskinen (2001), s. 77.

⁵⁵ Hidén – Tähtinen (2005), s. 53.

⁵⁶ Villa (2013), s. 88; Villa – Ossa (2017), s. 53; Immonen ym. (2012), s. 24; Wilhelmsson – Jääskinen (2001), s. 76.

⁵⁷ Hidén – Tähtinen (2005), s. 53–54. *Hidénin ja Tähtisen* mukaan käytännössä uusien yhtiömiesten mukaan ottaminen todetaan yleensä lyhyellä asiakirjalla, josta ilmenee ainoastaan yhtiömiehen pääomapanos ja jonka allekirjoittavat ainoastaan uusi yhtiömies ja vastuunalainen yhtiömies (mts.). *Villan ja Ossan* mukaan yhtiösopimuksen muutoksen alistaminen äänettömien yhtiömiesten suostumukselle saattaisi antaa äänettömälle yhtiömiehelle yhtiökokonaisuus ja vastuunalaisen yhtiömiehen velkavastuu huomioon ottaen tarpeettoman paljon valtaa (Villa – Ossa 2017, s. 53; ks. myös Wilhelmsson – Jääskinen 2001, s. 75). Ikivihreässä kommandiittiyhtiössä tilanne voi olla korostetusti tämä, sillä vastuunalainen yhtiömies huolehtii koko rahaston pitkän eliniän ajan sijoitusstrategiasta ja sijoituskohteiden tuottavasta hoidosta.

⁵⁸ Ks. myös Lauriala (2004), s. 37.

⁵⁹ Villa (2006), s. 79; Villa (2013), s. 82. Hallinnointipalkkion suuruus voi vaihdella, mutta se asettuu yleensä 1–3 %:n välille rahaston pääomasta.

⁶⁰ Ks. esim. Hidén – Tähtinen (2005), s. 124.

⁶¹ Mts.

⁶² Hallinnointipalkkion pohjana voivat olla esimerkiksi sijoittajien jo maksamat varat, varat jotka sijoittajat ovat sitoutuneet sijoittamaan rahastoon mutta joita ei vielä ole maksettu, tai esimerkiksi sijoitetun pääoman vuosittain laskettava ja vahvistettava arvo, ns. net asset value. Ks. myös Lauriala (2004), s. 37 ja Hidén – Tähtinen (2005), s. 125, jossa annetaan esimerkkejä siitä, mihin hallinnointipalkkio voidaan sitoa.

Hallinnointipalkkio on tyypillisesti suurimmiin rahaston toimikauden alussa ja palkkio pienenee toimikauden loppua kohti.⁶³ Hallinnointipalkkion suuruus voidaan sopia riippuvaksi rahaston eri vaiheista. Hallinnointipalkkio voi olla esimerkiksi suurempi sijoituskauden aikana kuin sen päätyttyä. Koska määräaikaisessa rahastossa on tarkoitus, että rahastoon ei oteta lisää sijoittajia lopullisen sulkemisen jälkeen, eikä rahasto tee enää uusia sijoituksia sijoitusjakson päätyttyä, on luontevaa, että hallinnointipalkkio pienenee työn vähentyessä rahaston toimikauden loppua kohti.

Eliniäksi perustetussa rahastossa hallinnointipalkkion perusajatus muuttuu. Koska rahasto on perustettu toistaiseksi, ei rahaston työmäärä olennaisesti vähene rahaston vanhetessa. Rahasto voi ottaa, mikäli näin sovitaan, mukaan uusia sijoittajia ja tehdä sijoituksia uusiin kohteisiin rahaston eliniän ajan. Tällöin hallinnointipalkkion perustaksi on etsittävä uusia malleja. Yhtäältä hallinnointipalkkion suuruus voi vaihdella rahastossa kulloinkin menossa olevan vaiheen mukaan kuten määräaikaisessa rahastossa on tyypillisesti toimittu kuitenkin siten, että hallinnointipalkkio ei pelkästään pienene rahaston toimikauden edetessä, vaan se voi myös kasvaa silloin, kun uusia sijoittajia on otettu mukaan tai kun rahastoon hankitaan uusia sijoituskohteita. Toinen vaihtoehto on sitoa hallinnointipalkkio esimerkiksi rahaston hallinnoitavina oleviin varoihin kiinteänä prosenttilukuna ilman aikaa sidottua vaihtelua.

Rahaston suorituspalkkio, ns. *carried interest*, viittaa hallinnointiyhtiölle maksettavaan suoritusperusteiseen palkkioon, jonka keskeisenä tarkoituksena on kannustaa hallinnointiyhtiötä parantamaan rahaston liikevaihtoa ja tulosta.⁶⁴ Suorituspalkkio jaetaan rahaston varoista niiltä osin kuin rahaston tuotto ylittää aitakoron eli sen, mitä sijoittajille on luvattu maksaa. Ennen suorituspalkkion

maksamista myös sijoittajien sijoittama pääoma tulee maksaa takaisin.⁶⁵ Osan rahaston ylimenevää tuotosta saavat sijoittajat. Myös rahaston suorituspalkkio voi olla sidottu rahaston toimikauteen siten, että suorituspalkkiota maksetaan ainoastaan sijoituskohteiden myynnin yhteydessä tai rahaston lopetettua toimintansa. Suorituspalkkio voidaan maksaa myös vuosittain.

Mikäli rahaston on tarkoitus irtautua sijoituskohteistaan säännöllisin väliajoin, voidaan myös ikivihreässä rahastossa suorituspalkkion maksaminen sitoa sijoituskohteista irtautumiseen. Mikäli ikivihreän rahaston kohteet on myös hankittu ikivihreänä eli ajatuksella, että niistä ei ole tarkoitus luopua vaan saada vuosittaista kassavirtaa, saattaa suorituspalkkion vuosittainen maksu olla toimiva vaihtoehto. Tällöin suorituspalkkio lasketaan puhtaasti perustuen rahaston vuosittaiseen tuottoon ja siihen, miltä osin se ylittää sijoittajille luvattua tuottoa. Suorituspalkkioon on liitetty yleensä ehto siitä, että rahaston tulee ensin maksaa sijoittajille heidän sijoittamiensa pääomien määrä takaisin. Koska ikivihreiden sijoituskohteiden osalta tarkoituksena ei ole luopua kohteista on sijoittajien pääomien takaisinmaksaminen suorituspalkkion yhteydessä käytännössä vaikeaa. Sijoituskohteiden antamat vuosituotot eivät välttämättä riitä pääoman palauttamiseen. Yhtenä vaihtoehtona on sopia, että osa sijoittajille maksetusta aitakoron ylittämästä tuotosta on pääomanpalautusta. Toisena vaihtoehtona on saada sijoittajat hyväksymään se, että mikäli sijoitukset on tehty eliniäksi, on sijoittajien mahdollista saada pääomansa takaisin ainoastaan myymällä osuutensa toiselle sijoittajalle (ks. tarkemmin luku 3.4.2). Tällöin suorituspalkkion osalta voidaan luopua pääoman takaisinmaksun vaatimuksesta ja sopia ainoastaan siitä, millä prosentiosuuksilla aitakoron ylimenevää tuottoa jaetaan sijoittajien ja hallinnointiyhtiön kesken.

⁶³ Mts.

⁶⁴ Lauriala (2004), s. 37; Hidén – Tähtinen (2005), s. 43.

⁶⁵ Lauriala (2004), s. 37; Pajarinen ym. (2016), s. 10.

3.4 Irtautuminen

Irtautumisella, eli *exitillä*, tarkoitetaan yleensä pääomarahaston irtautumista sijoituskohteesta.⁶⁶ Ikivihreiden rahastojen osalta käsittelen kuitenkin irtautumista myös sijoittajien näkökulmasta, eli irtautumista yhtiösopimuksesta ja rahastosijoituksesta.⁶⁷ Ikivihreissä kommandiittiyhtiöissä kumpikin irtautumisen muoto tulee tarkemman pohtimisen kohteeksi.

3.4.1 Sijoituskohteista irtautuminen

Koska ajatuksellisesti ja yhtiösopimuksen tasolla määräaikaisiksi perustetuissa kommandiittiyhtiöissä rahaston oletetaan lopettavan toimintansa tietyn ajan puitteissa, on luonnollisena lähtökohtana myös se, että rahaston sijoituskohteista luovutaan viimeistään rahaston toimikauden loppuessa. Tarkoituksenmukaista ei nimittäin ole, että sijoittajille jaettaisiin yhtiön purkautuessa purkuvastikkeena mahdollisia sijoituskohteita tai niihin liittyviä saamisia tai vastuuta.⁶⁸ Ikivihreissä rahastoissa sijoituskohteista luopuminen ei ole kuitenkaan välttämätöntä, koska rahaston on tarkoitus jatkaa toimintaansa eliniän. Tällöin sijoituskohteetkin voidaan hankkia rahastoon ajatuksella, että ne tuottavat kassavirtaa esimerkiksi vuosittain sen sijaan, että keskityttäisiin perinteisen pääomasijoitustoiminnan filosofian mukaisesti kohteen arvonnousuun toimikauden aikana ja tuoton saamiseen kohteen myymisen myötä. Eripituinen sijoitushorisontti tulee huomioida myös sijoituskohteiden tuottolaskelmissa.

Sijoituskohteiden hankkiminen eliniäksi voi olla perusteltua esimerkiksi kiinteän omaisuuden tapauksessa. Määräajaksi hankittaviksi kohteiksi voivat

soveltua esimerkiksi pienet ja keskisuuret yhtiöt, joissa tuottologiikka perustuu olennaisesti siihen, että kohteen osakekannan myyntihinta on suurempi kuin sen hankintahinta.⁶⁹ Mikäli rahasto on ikivihreä, tulee rahaston kuitenkin kyetä täydentämään sijoituskohteista muodostuvaa portfoliotaan rahaston toiminnan jatkuessa aina, kun vanhasta kohteesta luovutaan. Muutoin rahaston tuotto-odotusta voidaan joutua muuttamaan. Tällöin rahaston ehtojen tulee olla edellä käsitellyn mukaisesti laadittu siten, että uusien sijoitusten tekeminen on mahdollista myös sijoituskauden päättymisen jälkeen.

3.4.2 Sijoittajien irtautuminen rahastosta

Sijoittajien irtautuminen ikivihreästä rahastosta on eri kysymys kuin ikivihreän rahaston irtautuminen sijoituskohteista. Mikäli yhtiösopimuksessa on nykyisen AKL 5:2:n mukaisesti pätevästi kielletty yhtiösopimuksen irtisanominen, tulee sijoittajille löytää vaihtoehtoisia tapoja irtautua rahastosijoituksesta. Ei ole realistista odottaa, että sijoittajat haluaisivat sitoutua eliniäksi yhtiöön ilman oikeutta päättää sopimusta.⁷⁰

Ikivihreässä pääomarahastossa voitaisiin kai teknisesti toteuttaa sijoittajien irtautuminen siten, että rahasto lunastaisi sijoittajan ulos myymällä sijoituskohteita sen verran, että sijoittajan pääomapanos tulisi katettua.⁷¹ Käytännössä tällainen rahaston toimesta tapahtuva lunastaminen ei liene mielekäästä, koska rahasto joutuisi varautumaan siihen, että sen tulisi aina kulloinkin löytää salkustaan kohteita, jotka voidaan myydä, eikä myyntihetkellä välttämättä saada parasta mahdollista tuottoa sijoitukselle. Toisaalta pääomarahastojen voi olla

⁶⁶ *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 396.

⁶⁷ *Villa ja Ossa* puhuvat yhtiömiehen exit-oikeudesta (*Villa – Ossa 2017*, s. 50; ks. myös *Immonen ym. 2012*, s. 19).

⁶⁸ HE 17/2015 vp, s. 11.

⁶⁹ Mikäli kohdeyhtiö pystyy tuottamaan vuosittaista osinkoa saattaa kohdeyhtiön osakkeiden pitäminen rahaston portfoliossa olla kuitenkin mahdollista pidemmän aikaa.

⁷⁰ Sijoittajilla on tosin AKL 5:2:sta huolimatta oikeus vaatia yhtiön purkamista, mikäli edellytykset yhtiön toiminnan jatkamiselle ovat AKL 5:5:n mukaisesti rauenneet (AKL 5:1.1 3-kohta).

⁷¹ Ks. *Hidén – Tähtinen (2005)*, s. 21.

hankala löytää ostajia sijoituskohteille niiden myynnin vaatiessa usein pitkiäkin neuvotteluja. Järkevämpänä ja kenties helpommin toteutettavana keinona irtautumiseen on, että löydetään jokin toinen sijoittaja joka ostaa olemassa olevan sijoittajan yhtiöosuuden. Tällainen toinen sijoittaja voi olla joko yhtiön olemassa oleva sijoittaja tai jokin kolmas taho eli kokonaan uusi sijoittaja. Riski ostajan löytymisestä jää kuitenkin viimeksi mainitussa tapauksessa viime kädessä sijoittajalle, jollei rahaston ehdoissa esimerkiksi sitouduta siihen, että muut yhtiömiehet lunastavat osuuden mikäli ulkopuolista ostajaa ei löydy tietyn ajan kuluessa. Toisaalta voidaan sopia, että hallinnointiyhtiö avustaa uuden ostajan löytämisessä.

Sijoittajien irtautumisessa tulee huomioitavaksi edellä luvussa 3.2 kuvatun AKL 1:4.1:n mukaisen yhtiösopimuksen muuttamista koskevan yksimielisyysvaatimuksen ohella AKL 1:4.2:n säännös, jonka mukaan yhtiöosuuden luovuttaminen edellyttää kaikkien yhtiömiesten yksimielisyyttä. Säännöksen taustalla on ajatus siitä, että kommandiittiyhtiömuotoinen toiminta perustuu yhtiömiesten läheisille ja hyvälle keskinäisille suhteille.⁷² AKL 1:4.4 mahdollistaa, että yhtiösopimuksessa sovitaan yhtiöosuuden luovuttamisen edellytyksenä olevasta yksimielisyysvaatimuksesta toisin, ja tällainen toisin sopiminen on käytännössä järkevää ikivihreän kommandiittiyhtiön jouhevan toiminnan mahdollistamiseksi. Yhtiösopimuksessa voitaisiin esimerkiksi sopia, että vastuunalainen yhtiömies päät-

tää yksin yhtiöosuuden luovuttamisesta,⁷³ tai että yhtiösopimukseen otetaan ehto, jonka mukaan yhtiömiehellä on oikeus luovuttaa osuutensa ilman toisten yhtiömiesten suostumusta.⁷⁴

Mikäli yhtiömiehille annetaan oikeus irtautua yhtiösopimuksesta myymällä osuutensa uusille sijoittajille, tulee yhtiösopimuksessa kumota myös AKL 5:1.1:n mukainen yhtiömiehille annettu oikeus vaatia yhtiön purkamista, kun yhtiömies on irtisanonut yhtiösopimuksen.⁷⁵

4 Lopuksi

Pääomasijoittaminen on Suomessa merkittävä toimiala, jonka sääntelyä on kehitettävä säännöllisin väliajoin vastaamaan alan tarpeita. Pääomasijoitus-toiminnan harjoittaminen ikivihreän kommandiittiyhtiön muodossa on pääomasijoitusmarkkinoilta tullut pyyntö. Vaikka määräaikainen kommandiittiyhtiö on kenties tulevaisuudessakin käytetyin rahastotoiminnan muoto, saattaa jatkossa myös ikivihreiden kommandiittiyhtiöiden ja rahastojen määrä kasvaa.

Ikivihreä kommandiittiyhtiö mahdollistaa myös ikivihreiden sijoituskohteiden hankinnan. Tällöin rahaston keskeisenä tarkoituksena ei ole kohteiden arvon kasvattaminen ja kohteista luopuminen, vaan pysyvän ja jatkuvan kassavirran luominen kohteiden avulla. Uudet, pysyvään ja jatkuvaan toimintaan perustuvat pääomasijoitusstrategiat luovat alalle myös uusia ratkaistavia kysymyksiä. Näihin kysy-

⁷² Villa (2006), s. 86; Villa (2013), s. 89; Villa – Ossa (2017), s. 54.

⁷³ Ks. edellä luku 3.2 sekä Wilhelmsson – Jääskinen (2001), s. 79.

⁷⁴ Wilhelmsson – Jääskinen (2001), s. 78. Viimeksi mainitussa tapauksessa ei yhtiösopimusta tarvitse muuttaa yhtiöosuuden luovutuksen yhteydessä (mts). Immosen ym. (2012) mukaan on yleistä, että äänettömän yhtiömiehen osuuden sovi-taan olevan vapaasti luovutettavissa. Uuden yhtiömiehen mukaan ottaminen ilman muiden yhtiömiesten suostumusta voi kuitenkin olla riski muille yhtiömiehille, sillä he joutuisivat tällöin vastuuseen heille tuntemattoman ulkopuolisen henkilön toiminnasta (Immonen ym. 2012, s. 110; Villa – Ossa 2017, s. 54).

⁷⁵ Yhtiömiehen purkamisoikeus voidaan poistaa myös määräaikaisissa sopimuksissa (Wilhelmsson – Jääskinen 2001, s. 233–234, 247). Yhtiön purkamiselle ei ole tarvetta, mikäli toinen yhtiömies voi lunastaa eroavan yhtiömiehen osuuden tai se voidaan myydä kolmannelle (Villa – Ossa 2017, s. 113–114). Tällöinkin päätös lunastamisesta on tehtävä yksimielisesti (Immonen ym. 2012, s. 193), ellei toisin ole sovittu.

myksiin lukeutuvat muun muassa rahaston toimikauden vaiheiden syklit, palkkiomallit ja irtautuminen. Vanhojen konstien ja uusien ajattelumallien avulla voidaan ikivihreään kommandiittiyhtiöön liittyviin kysymyksiin löytää ratkaisuja, jotka luovat uusia toimintamahdollisuuksia alalle. Ikivihreän kommandiittiyhtiön hyödyt ovat moninaiset ja

ikivihreä rahasto voi palvella erityisesti sellaisia pääomasijoittajia, joiden sijoituskohteet ovat epälikvidejä tai muuten vaikeasti rahaksi muutettavia.

Jenni Laininen