

Jenna Kuusiluoma

## **Kiinteistörahastot sijoitusinstrumenttina**

Opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista

Opinnäytetyö

Syksy 2013

Liiketalouden ja kulttuurin yksikkö

Liiketalouden koulutusohjelma



SEINÄJOEN AMMATTIKORKEAKOULU

## Opinnäytetyön tiivistelmä

Koulutusyksikkö: Liiketoiminta ja kulttuuri

Koulutusohjelma: Liiketalouden koulutusohjelma

Tekijä: Jenna Kuusiluoma

Työn nimi: Kiinteistörahastot sijoitusinstrumenttina: Opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista

Ohjaaja: Erkki Kytönen

Vuosi: 2013

Sivumäärä: 39

Liitteiden lukumäärä: 1

---

Opinnäytetyön tavoitteena oli kiinteistövarallisuudenhoitopalvelun kehittäminen kiinteistörahastojen toimintamalleja kehittämällä. Erityisesti kehittämisen kohteena olivat toimeksiantajan toimesta kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot. Opinnäytetyön tavoitteena oli laatia opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista.

Opinnäytetyön teoreettisessa osassa tarkasteltiin aluksi yleisesti kiinteistövarallisuutta ja hiukan kiinteistövarallisuudenhoitopalveluja. Kiinteistövarallisuudenhoitopalvelujen jälkeen tarkasteltiin kiinteistösijoittamista yhtenä kiinteistövarallisuuden osana.

Työ toteutettiin laadullisena tutkimuksena. Opinnäytetyön pohjana olivat keskustelut toimeksiantajan kanssa. Keskusteluiden jälkeen tutkimusprosessi eteni toimintamalleihin vaikuttavien asioiden kartoittamiseen. Teoreettisessa osuudessa selvitettiin kiinteistörahastojen lainsäädäntöä, sopimuskäytäntöä, palkkiorakenteita sekä verotusta. Teoriaosuus perustuu alan kirjallisuuteen, tutkimuksiin sekä lainsäädäntöön.

Opinnäytetyön lopputuloksena syntyi opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista. Oppaaseen otettiin mukaan teoriaosuudesta tärkeimmät asiat, joita vertailtiin keskenään toimintamallien kannalta. Oppaan avulla toimeksiantaja saa selvän käsityksen siitä, mitkä seikat vaikuttavat toimintamallien valintaan.

Avainsanat: kiinteistörahasto, kommandiittiyhtiö, toimintamalli

SEINÄJOKI UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

## **Thesis abstract**

Faculty: School of Business and Culture

Degree programme: Degree Programme in Business Management

Author: Jenna Kuusiluoma

Title of thesis: Real Estate Funds on Investment Instrument: Guide to the Operational Models of Limited Partnership Real Estate Funds

Supervisor: Erkki Kytönen

Year: 2013

Number of pages: 39

Number of appendices: 1

---

The goal of this thesis was to develop real estate capital administration services by developing the operational models of real estate funds. The client wanted the real estate funds of limited partnership to be a particular target of development. The aim of the thesis was to create a guide to the operational models of limited partnership real estate funds.

The theoretical part of the thesis first examines real estate capital in general and, after that, takes a brief look at real estate capital administration. This is followed by a discussion on real estate investment as part of real estate capital.

This thesis was implemented using a qualitative research approach, based on conversations with the client. After the conversations, the process proceeds to chart factors with an effect on operational models. The theoretical part deals with laws, agreement documentation, reward systems and taxation issues related to real estate funds. The theoretical part is based on the literature, studies and laws.

The result of the thesis was a guide to the operational models of limited partnership real estate funds. The key issues in the theoretical part were included in the guide and compared with each other from the perspective of the operational models. The guide allows the client to have an idea of what factors have an impact on the choice of operational models.

Keywords: real estate fund, limited partnership, operational model

## SISÄLTÖ

Opinnäytetyön tiivistelmä.....	2
Thesis abstract.....	3
SISÄLTÖ.....	4
Käytetyt termit ja lyhenteet .....	6
1 JOHDANTO .....	7
1.1 Opinnäytetyön taustaa .....	7
1.2 Opinnäytetyön tavoite ja rakenne.....	8
2 KIINTEISTÖVARALLISUUDENHOITOPALVELUT .....	9
2.1 Kiinteistövarallisuus.....	9
2.2 Kiinteistösijoittaminen kiinteistövarallisuuden osana .....	10
2.2.1 Kiinteistösijoittaminen .....	10
2.2.2 Kiinteistöjen arvopaperistaminen .....	12
2.2.3 Arvopaperistamisen hyödyt ja riskit.....	13
3 KIINTEISTÖRAHASTOT JA NIIDEN TOIMINTAMALLIT .....	15
3.1 Mitä kiinteistörahastot ovat?.....	15
3.1.1 Kiinteistörahastotyyppinä .....	16
3.1.2 Kiinteistörahastolaki .....	17
3.2 Kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto ja sen toimijat .....	18
3.3 Lainsäädäntö .....	19
3.3.1 Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä.....	20
3.3.2 Finanssivalvonta .....	21
3.4 Sopimusdokumentaatio.....	22
3.5 Palkkiorakenne.....	25
3.5.1 Palkkiorakenteita.....	25
3.5.2 Hallinnointipalkkio .....	26
3.6 Verotus.....	27
3.7 Yhteenveto.....	28
4 KOMMANDIITTIYHTIÖMUOTOISTEN KIINTEISTÖRAHASTOJEN TOIMINTAMALLIT .....	30
4.1 GapCon Oy .....	30

4.2 Tutkimusmenetelmä ja aineisto.....	31
4.3 Opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista	31
4.4 Katsaus kiinteistörahastojen tulevaisuuteen .....	32
4.5 Johtopäätökset.....	33
5 YHTEENVETO.....	35
LÄHTEET .....	37
LIITTEET .....	40

## Käytetyt termit ja lyhenteet

<b>AIF</b>	Vaihtoehtoinen sijoitusrahasto
<b>AIFM</b>	Alternative Investment Fund Manager
<b>AIFMD</b>	Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen sääntely
<b>AKL</b>	Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä
<b>Closed-end</b>	Kiinteäpääomainen kiinteistörahasto
<b>HE</b>	Hallituksen esitys
<b>KiinteistöRL</b>	Kiinteistörahastolaki
<b>KRA</b>	Kaupparekisteriasetus
<b>KRL</b>	Kaupparekisterilaki
<b>REIT</b>	Real Estate Investment Trust
<b>REM</b>	Real Estate Management
<b>Open-end</b>	Vaihtuvapääomainen kiinteistörahasto

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Opinnäytetyön taustaa

Nykypäivänä kiinteistörahastopalvelut ovat tärkeä osa kiinteistövarallisuudenhoitopalveluja. Kiinteistöt ovat olleet vuosikymmeniä yksityishenkilöille hyvä sijoitusmuoto, mutta kiinteistörahastopalveluiden ansiosta kiinteistöihin voidaan sijoittaa pienemmällä pääomalla sekä helpommin, koska useimmiten kiinteistörahastolla on kiinteistövarainhoitaja, joka käytännössä hoitaa sijoittamisen yksityisen henkilön puolesta. Kiinteistörahastot ovat suhteellisen uusi ilmiö Suomessa, koska ensimmäinen kiinteistörahasto, CapMan Real Estaten perustama kiinteistörahasto, on perustettu vuonna 2005.

Opinnäytetyön aihetta, kiinteistövarallisuudenhoitopalvelun kehittäminen kiinteistörahastojen toimintamalleja kehittämällä, on pyritty lähestymään monesta eri näkökulmasta. Koska opinnäytetyö on laadullinen tutkimus, tässä opinnäytetyössä on pyritty käyttämään mahdollisimman laajasti erilaisia aineistoja.

Kiinteistörahastoista on tehty muutamia opinnäytetöitä, mutta toimintamalleja ei ole vielä yhdessäkään opinnäytetyössä tutkittu. Jussi Rouhento (2007) on käsitellyt lisensiaatintyössään kiinteistöpääomarahaston hallinnointi- ja managementriskejä. Tätä lisensiaatintyötä on käytetty myös yhtenä lähteenä tässä opinnäytetyössä.

Opinnäytetyössä on pyritty käyttämään myös erilaisia tutkimuksia. Valtiovarainministeriön kiinteistörahastotyöryhmä on julkaissut väliraportteja ja loppuraportin kiinteistörahastoista. Kiinteistörahastotyöryhmän loppuraportti (2006) sisältää esimerkiksi hallituksen esityksen kiinteistörahastolain ja sijoitusrahastolain sekä niihin liittyvien lakien muuttamisesta.

Myös KTI Kiinteistötieto Oy ja RAKLI ry on tutkinut kiinteistösijoittamista ja kiinteistörahastopalveluja. RAKLI ry nostaa aina keskusteluun ja kehityksen kohteeksi alan ajankohtaisia kysymyksiä. KTI Kiinteistötieto Oy puolestaan on kiinteistöalaa palveleva asiantuntijaorganisaatio, joka tuottaa informaatio- ja tutkimuspalveluja kiinteistöjohtamisen tarpeisiin.

## 1.2 Opinnäytetyön tavoite ja rakenne

Opinnäytetyön tavoitteena on kiinteistövarallisuudenhoitopalvelun kehittäminen kiinteistörahastojen toimintamalleja kehittämällä. Kiinteistörahastojen toimintamallien tarkastelu on rajattu kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin toimeksiantajan toiveesta, koska heillä itsellään on kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja. Tämä opinnäytetyö on laadullinen eli kvalitatiivinen tutkimus. Laadullisella tutkimuksella tarkoitetaan tutkimusta, jonka avulla pyritään erilaisiin löydöksiin ilman tilastollisia menetelmiä (Kananen 2012, 29).

Opinnäytetyö tehdään toimeksiantona GapCon Oy:lle, joka on kiinteistövarallisuuspalveluja tarjoava yritys. Tämä aihe on erittäin ajankohtainen, koska toimeksiantaja on hiljattain alkanut perustaa kiinteistörahastoja ja kiinteistörahastoista ei ole vielä kovinkaan paljoa aineistoa tai tutkimuksia.

Opinnäytetyö koostuu teoriaosuudesta sekä liitteenä olevasta oppaasta. Teoriaosuuden alussa käsitellään hieman kiinteistövarallisuutta sekä kiinteistövarallisuuden hoitopalveluja. Tämän jälkeen keskitytään kiinteistösijoittamiseen yhtenä kiinteistövarallisuuden muotona. Kiinteistövarallisuudella ja kiinteistösijoittamisella luodaan hyvä pohja kiinteistörahastoille sekä niiden toimintamalleille, koska kiinteistörahastot ovat epäsuoraa kiinteistösijoittamista. Kiinteistörahastojen toimintamalleista kartoitettiin aluksi niihin vaikuttavat tekijät. Kiinteistörahastojen toimintamalleja tutkitaan lainsäädännön, sopimusdokumentaation, palkkiorakenteen sekä verotuksen osalta.

Teoriaosuuden lisäksi opinnäytetyössä esitellään toimeksiantaja sekä oppaan tekoprosessi. Liitteenä oleva opas on luotu opinnäytetyön teoriaosuuden pohjalta. Oppaan tavoitteena on tuoda esille asiat, jotka vaikuttavat kiinteistörahastojen toimintamalleihin ja miten toimintamalleja voidaan muuttaa erilaisiksi.



## 2 KIINTEISTÖVARALLISUUDENHOITOPALVELUT

Kiinteistövarallisuus on merkittävä tekijä Suomen kokonaisvarallisuudessa ja kiinteistövarallisuuden yksi hoitopalvelumuodoista on kiinteistösijoittaminen ja kiinteistörahastot. Tässä luvussa on tarkoitus tutustua kiinteistövarallisuuteen sekä kiinteistösijoittamiseen yhtenä kiinteistövarallisuuden muotona. Tämä luku luo hyvän pohjan kiinteistörahastojen toimintamallien tutkimiselle.

### 2.1 Kiinteistövarallisuus

*Kiinteistöllä* tarkoitetaan itsenäistä maanomistuksen yksikköä, joka on merkittävä kiinteistönä kiinteistörekisteriin kiinteistörekisterilain nojalla (L 12.4.1995/554, 1 luku, 2§). Kiinteistö käsittää siihen kuuluvan alueen, osuudet yhteisiin alueisiin ja etuuksiin sekä kiinteistölle kuuluvat rasiteoikeudet ja yksityiset erityiset etuudet. Tavallisesti kiinteistö käsittää vain yhden palstan, mutta siihen voi kuulua useitakin palstoja (Leväinen 2013, 11).

Kari Leväisen (2013, 12–13) mukaan kiinteistöt sitovat suuria pääomia, jolloin organisaatioiden taloudessa kiinteistöomaisuus on merkittävä tekijä. Kiinteistöjen käyttäminen sijoitussalkun osana tuottaa epälikvidisyyttä, koska kiinteistöomaisuuden realisoiminen on hidasta. Suomen kiinteistövarallisuus on kuitenkin ollut yli 70 % vuonna 2010 Suomen kokonaisvarallisuudesta, joka puolestaan on ollut 775 mrd €.

Kiinteistö on siis erittäin hyvä varallisuustekijä, jota ylläpidetään ja lisätään kiinteistöjohtamisella (Leväinen 2013, 30). Kuitenkin viime kädessä kiinteistön omistajalla on oikeus päättää, miten ja kuinka varallisuutta pidetään yllä: kuinka kiinteistön hallinta järjestetään ja mikä on sen palvelutaso.

Kiinteistöjohtamisella (Real estate management) tarkoitetaan kiinteistöihin liittyvien kaikkien toimintojen taloudellista ja tarkoituksenmukaista hoitamista (Leväinen 2013, 27–28). Kiinteistöjohtaminen voi koostua joko omaisuudenhoidosta, toimitilajohtamisesta tai kiinteistöjen hallinnasta ja hoidosta. Omaisuudenhoidolla, eli kiinteistöomaisuuden hoidolla tai kiinteistövarallisuuden johtamisella tarkoitetaan

kiinteistöjohtamista, jonka tarkoituksena on kiinteistösijoitussalkun rakenteen toteuttaminen hankinnoilla ja luovutuksilla sekä sijoitussalkun hoitamisella. Toimitilajohtamisessa puolestaan on kyse käytettävyyden ja käyttäytymisen hallinnasta, tilatoimintojen johtamisesta sekä tilapalvelujen johtamisesta ja suunnittelusta. Kiinteistöjen hallintaan ja hoitoon voidaan lukea hallinnan lisäksi kiinteistöjen ylläpito ja isännöinti. Kiinteistöjen hallinnassa ja hoidossa voidaan puhua myös teknisestä kiinteistöjohtamisesta.

## **2.2 Kiinteistösijoittaminen kiinteistövarallisuuden osana**

Kari Leväinen (2013, 31-32) kertoo teoksessaan, että kiinteistösijoittajat näkevät kiinteistön investointeina sekä tuottoina. Tässä luvussa tarkastellaan kiinteistösijoittamista yhtenä kiinteistövarallisuuden hoitopalvelujen osana, sekä pohjana kiinteistörahoille.

### **2.2.1 Kiinteistösijoittaminen**

Kiinteistösijoittamisella tarkoitetaan kiinteään omaisuuteen tai kiinteään omaisuuteen osakkeiden hankkimista (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2007, 115). Kiinteistösijoittamisessa on siis kyse esimerkiksi asuntojen sekä toimisto- tai teollisuustilojen ostamisesta tai vuokraamisesta. Raklin kiinteistöliiketoiminnan sanastossa (2001,12) kiinteistösijoittamisella tarkoitetaan toisin sanoen voiton tai muun hyödyn saavuttamista sitomalla pääomaa kiinteistöön tai sen osaan.

Kiinteistösijoittaminen voidaan jakaa suoraan ja epäsuoraan kiinteistösijoittamiseen. Yllä kuvattu kiinteistösijoittaminen on suoraa kiinteistösijoittamista. Epäsuora kiinteistösijoittaminen voidaan taas jakaa listaamattomiin sekä listattuihin kiinteistösijoitusmuotoihin (HE 102/2006).

Listatulla kiinteistösijoittamisella tarkoitetaan yleensä pörssissä noteerattuja kiinteistörahoja. Listaamattomia kiinteistösijoituksen muotoja ovat esimerkiksi pörssissä noteeraamattomat kiinteistösijoitusyhtiöt ja kiinteistörahoastot.

Kiinteistösijoittajien eduiksi voidaan lukea tasainen vuokratassavirta sekä hajauttamishyöty (SRV, Kiinteistösijoittaminen, [viitattu 13.11.2013]). Hajauttamishyödyllä tarkoitetaan sitä, että suhdannekierron huiput ja laskut ajoittuvat eri toimialoilla ja maantieteellisillä alueilla eri aikoihin (Pörssisäätiö 2010, 12). KTI Kiinteistötieto Oy laskee vuosittain kiinteistöindeksiä, jonka avulla kiinteistösijoittaja saa esimerkiksi informaatiota salkun johtamiseen sekä se mittaa sijoitussalkun menestystä vuosittain ja mahdollistaa aikasarja vertailun (KTI Kiinteistöindeksi, [viitattu 13.11.2013]).

Kiinteistösijoittamisen riskejä voi olla esimerkiksi

- liiketoimintariski
- toteutusriski
- markkinariski
- rahoitus- ja inflaatoriski (Leväinen 2013, 209).

Liiketoimintariskillä tarkoitetaan riskiä, jossa suunniteltua tai odotettua voittoa ei saavutetakaan tai voitto ei kata kuluja (Leväinen 2013, 209). Toteutusriskillä puolestaan tarkoitetaan sopimuksen toteuttamista. Tällaiset riskit riippuvat yleensä sopimuksen juridisesta toteuttamisesta sekä riskinottokyvystä.

Markkinariski käytännössä liittyy liiketoimintariskiin (Leväinen 2013, 209). Markkinariski toteutuu, jos sijoituksesta ei saada odotettua voittoa. Rahoitusriskissä vieraan pääoman lainaamiseen voi liittyä epävarmuutta, joten rahoitusriski voi syntyä, jos sijoittaminen rahoitetaan vieraalla pääomalla. Inflaatoriski syntyy, jos ostovoima alenee mahdollisen inflaation vuoksi.

Kiinteistösijoittamisessa voi ilmetä myös muita riskejä. Tällaisia ovat esimerkiksi lainsäädännölliset ja poliittiset riski, maksuvalmiusriski tai ostovoimariski, luonnonvoimiin ja ympäristöön liittyvät riskit sekä vuokrausriski (Leväinen 2013, 209–210).

### 2.2.2 Kiinteistöjen arvopaperistaminen

Arvopaperistamisella tarkoitetaan omaisuuserän, esimerkiksi kiinteistöjen, jakoa osiin, jotka myydään yksittäisille sijoittajille (Puttonen & Kivisaari 1997, 171). Kiinteistöt ovat hyvä arvopaperistamisen kohde, koska niiden tuotto- ja riskitasot ovat ennustettavissa ja omaisuuden arvosta on saatavilla pitkäaikaista ja luotettavaa tietoa. Arvopaperistamisen myötä omaisuus saadaan likvidimpään ja riskittömämpään muotoon.

Puttonen ja Kivisaari (1997, 172–173) ovat jakaneet kiinteistöjen arvopaperistamisen neljään eri muotoon: kiinteistösijoitusyhtiöt, kiinteistösijoitusrahastot, kiinteistöluotoista muodostetut arvopaperit sekä kiinteistöfutuurit. Kiinteistörahastoihin perehdytään paremmin luvussa 3.

*Kiinteistösijoitusyhtiöillä* tarkoitetaan kiinteäpääomaista osakeyhtiötä (Puttonen & Kivisaari 1997, 172; HE 77/1997). Sen tarkoituksena on yksinkertaisesti käydä kauppaa sen omistamalla kiinteistöillä tai kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeilla. Osakkeiden hinta määräytyy markkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan.

*Kiinteistösijoitusrahastot* voidaan jakaa vaihtuva- ja kiinteäpääomaisiin sijoitusrahastoihin (Puttonen & Kivisaari 1997, 173–174; HE 77/1997). Vaihtuvapääomaisilla rahastoilla tarkoitetaan rahastoa, jonka on lunastettava sijoittajan osuudet tämän niin halutessaan. Kiinteäpääomaisilla rahastoilla puolestaan tarkoitetaan rahastoa, jolla ei ole rahasto-osuuksien lunastamisvelvollisuutta ja rahasto-osuuksien omistajien määrä on yleensä rajattu.

*Kiinteistöluottopohjaiset arvopaperit* tarkoittavat luottojen arvopaperistamista, missä rahoituslaitos jälleenrahoittaa kiinteistösaataviaan (Puttonen & Kivisaari 1997, 172; HE 77/1997). Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että rahoituslaitos laskee liikkeeseen esimerkiksi joukkovelkakirjalainoja, jotka ovat muodostuneet luotoista.

*Kiinteistöfutuurit* ovat indeksifutuuereja (Puttonen & Kivisaari 1997, 174; HE 77/1997). Nämä pohjautuvat indekseihin, jotka määrittellään kiinteistöjen arvon sekä tuottojen pohjalta. Futuurien myötä sijoittaja voi suojautua vuokrien nousulta, kiinteistöhintojen odotettua hitaammalta tai nopeammalta kasvulta, kiinteistöluottojen korkomuutoksista tai rakennus- ja kehitysprojekteihin liittyviltä hintariskeiltä.

### 2.2.3 Arvopaperistamisen hyödyt ja riskit

Kiinteistöjen arvopaperistamisen suurimpina etuina voidaan katsoa olevan:

- likvidisyyden paraneminen
- riskitekijöiden väheneminen
- uusien sijoittajien saaminen kiinteistömarkkinoille
- informaation tason ja kiinteistömarkkinoiden tehokkuuden kasvu (HE 77/1997).

Likvidisyydellä tarkoitetaan mahdollisuutta ostaa ja myydä sijoituskohteita kohtuullisessa ajassa ilman, että kauppa vaikuttaa markkinoiden hintatasoon (HE 77/1997). Kiinteistösijoittamisen likvidisyyteen voidaan vaikuttaa esimerkiksi siten, että yksikkökoot pienenevät sekä markkinaosapuolia on enemmän. Lisäksi transaktiot ovat nopeampia ja niiden kustannukset alhaisempia.

Likvidisyys lisää myös sijoittajien reagoitumahdollisuuksia ja se vähentää varallisuuden kohdentamisongelmia (HE 77/1997). Sijoituksia on mahdollista tehdä lyhyemmällä aikavälillä, kun mahdolliset markkinatakaajat varmistavat likvidisyyden.

Hallituksen esityksen (HE 77/1997) mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista ja niiden kaupoista sekä likvideistä julkistetaan säännöllistä tuotto- ja riski-informaatiota. Tällaista informaatiota ei ole mahdollista tuottaa suorasta kiinteistösijoittamisesta. Tuottoluvut perustuvat kuitenkin vain hinta-arvioihin. Säännöllinen informaatio tuotoista ja riskeistä lisää sijoittajansuojaa. Arvopaperistaminen antaa vaihtoehtoisen rahoitusmahdollisuuden, jolloin riski pienenee, rahoituskustannukset alenevat sekä riippuvuus yksittäisistä rahoituslähteistä vähenee.

Lisäksi arvopaperistamisen etuihin voidaan lukea kirjanpidolliset ja pääoman hankkimiseen liittyvät edut: kiinteistövarallisuus siirtyy pois taseesta, oman pääoman tarve vähenee, taloudelliset tunnusluvut paranevat sekä varallisuuteen kohdistuvat velvoitteet poistuvat (HE 77/1997). Sijoittajat saavat myös hyvän suojan inflaatiota vastaan.

Arvopaperistaminen on kallis toimenpide hallinnointikulujen vuoksi (HE 77/1997). Arvopaperistettavan varallisuuden tulee olla tarpeeksi suuri ja tuottava, että sen tuotoista pystytään kattamaan hallinnointikulut ja sijoittajien tuottovaatimukset. Lisäksi arvopaperistaminen on aikaa vievä prosessi riskiluokituksineen ja takausjärjestelyineen.

Arvopaperistamisen riskejä voivat olla esimerkiksi rahoitus-, korko- ja imagoriskit (HE 77/1997). Rahoitusriski voi syntyä esimerkiksi kassavirtojen yllättävistä muutoksista. Sillä tarkoitetaan sitä, että yritys ei pysty hankkimaan varoja velvoitteidensa suorittamiseksi. Korkoriskillä puolestaan tarkoitetaan korkomuutosten aiheuttamaa epävarmuutta yrityksen nettotuotossa. Tällaiset riskit liittyvät sekä kiinteä- että vaihtuvakorkoiseen vieraaseen pääomaan. Imagoriskillä tarkoitetaan arvopaperistamisessa epävarmuutta sijoittajien suhtautumiseen liikkeeseenlaskijan arvopapereita kohtaan.

### 3 KIINTEISTÖRAHASTOT JA NIIDEN TOIMINTAMALLIT

Tässä luvussa selvitetään, mitä kiinteistörahastot ovat sekä mitkä asiat vaikuttavat toimintamallien valintaan. Opinnäytetyön aihe rajattiin kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin. Kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleja on tarkoitus selvittää lainsäädännön, sopimusdokumentaation, palkkiorakenteen ja verotuksen osalta. Lisäksi tarkoituksena on tarkastella kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston eri toimijoita.

#### 3.1 Mitä kiinteistörahastot ovat?

Kiinteistörahastolla tarkoitetaan rahastomuotoisesti toimivaa epäsuoran kiinteistösijoittamisen muotoa (Rouhento 2007, 7). Suoraan kiinteistösijoittamiseen verrattuna kiinteistörahaston avulla kiinteistöihin sijoitetaan välillisesti ja huomattavasti pienemmällä pääomalla.

Kiinteistörahastotyöryhmän loppuraportissa (2006, 12) kiinteistörahastot puolestaan on määritelty sekä suppeasti että laajasti. Suppeasti ajatellen kiinteistörahastot ovat yksinoikeudellisen sääntelyn ja verokohtelun alaista, kiinteistöihin suuntautuva yhteissijoittamisen muoto. Laajasti ajatellen kiinteistörahastojen omaksuminen edellyttää epäsuoran kiinteistösijoittamisen lisäksi esimerkiksi kiinteistösijoitusyhtiöiden tai partnership-rakenteiden omaksumista. Nämä toimivat kyseisiä oikeushenkilömuotoja koskevan yleissääntelyn puitteissa.

Jussi Rouhento (2007, 6) on määritellyt tutkimuksessaan kiinteistöpääomarahaston pääomasijoittamisesta vaikutteita saaneeksi kiinteistöihin erikoistuneen rahastotyyppisen sijoittamisen muodoksi. Kiinteistöpääomarahastot ovat Suomessa toteutettu kommandiittiyhtiömuotoisena verotukselliseen tehokkuuteen perustuen. Kiinteistöpääomarahasto on Suomen kiinteistörahastolain seurauksena muodostunut verotehokkaan kiinteistörahaston korvike.

Kiinteistörahastot ovat suhteellisen uusi ilmiö Suomessa, koska ensimmäiset kiinteistörahastot on perustettu Suomeen vuonna 2005 (Kaleva 2010, 44). Ensimmäinen kiinteistörahasto on ollut CapMan Real Estaten perustama rahasto, joka on

ollut ensimmäinen merkittävä osa Suomen kiinteistörahastoja. Vuonna 2005 on perustettu myös Aberdeen Property Fund Finland I.

Verraten suoraan kiinteistösijoittamiseen, epäsuora kiinteistösijoittaminen mahdollistaa riskien pienentämisen sekä osakesijoittajalle että vuokra-asuntoja suoraan omistaville. Yksi yleisimmistä ongelmista puolestaan on kaksinkertainen verotus: kiinteistösijoitusyhtiö maksaa voitostaan normaalia yhteisöveroa ja lisäksi osakkeen omistaja maksaa saamistaan osingoista tai myyntivoitoista veroa, kun taas välissä oleva sijoitusrahasto ei maksa veroa. (Terhemaa 2007, [viitattu 1.11.2013])

Kaksinkertaista verotusta pyritään välttämään kommandiittiyhtiömuotoisilla kiinteistörahastoilla. Kommandiittiyhtiömuotoisissa kiinteistörahastoissa rahasto ei ole itsenäinen verotussubjekti sekä se mahdollistaa yhtiömiesten joustavan suhteista sopimisen (Hidén & Tähtinen 2005,40). Kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen verotukseen perehdytään paremmin myöhemmin.

Kiinteistörahastojen avulla sijoittaja voi sijoittaa kiinteistöihin pienemmällä pääomalla. Näin saadaan uusia sijoittajia markkinoille sekä riskitekijöitä saadaan vähennettyä (HE 77/1997).

### **3.1.1 Kiinteistörahastotyyppiä**

Kiinteistörahastotyyppiä on nykypäivänä jo useampia, mutta alla on selvitettyä lyhyesti muutamia. Kiinteistörahastotyyppiä ovat vaihtuvapääomaiset ja kiinteäpääomaiset kiinteistörahastot sekä REIT-malliset, useimmiten julkisesti pörssi-noteeratut, kiinteistörahastot.

*Vaihtuvapääomaisella kiinteistörahastolla* tarkoitetaan rahastoa, joiden omistajien piiriä ei voida rajoittaa (Hidén & Tähtinen 2005, 77). Vaihtuvapääomaista kiinteistörahastoa voidaan kutsua myös avoimeksi rahastoksi tai open-end rahastoksi. Vaihtuvapääomainen kiinteistörahasto on velvoitettu lunastamaan sijoittajan rahasto-osuudet osuudenomistajan pyynnöstä (HE 77/1997).

*Kiinteäpääomaisella kiinteistörahastolla* puolestaan tarkoitetaan suljettua rahastoa (closed-end), jolla ei ole rahasto-osuuksien lunastusvelvollisuutta (HE 77/1997).



Yleensä kiinteäpääomaisen kiinteistörahaston toiminta-aika ja rahasto-osuuksien omistajien lukumäärä on rajoitettu.

Käsitteellä REIT (*Real Estate Investment Trust*) tarkoitetaan erityisen verokohtelun piirissä olevia, usein listattuja, osakeyhtiömuotoisia kiinteistösijoitusyhtiöitä (HE102/2006). Hallituksen esityksen mukaan REIT-käsitteeseen voidaan lukea myös välillinen tai epäsuora kiinteistösijoittaminen, jotka ovat usean erilaisen oikeudellisen rakenteen varaan perustuvia kiinteistörahastoja.

Ensimmäiset osakeyhtiömuotoiset pörssinoteeratut kiinteistörahastot on luotu Yhdysvalloissa 1960-luvulla (RAKLI, tietoa REIT tyyppisestä rahastosta, [viitattu 25.10.2013]). Ensimmäinen Suomessa perustettu REIT-muotoinen kiinteistörahasto on Orava Asuntorahasto, joka on perustettu vuonna 2010 (Orava Asuntorahasto, [viitattu 19.9.2013]).

REIT jakaa osakkailleen pääasiallisesti 90 prosenttia toiminnasta kertyneistä tuotoista (RAKLI, Tietoa REIT tyyppisestä rahastosta, [viitattu 19.9.2013]). Erityisellä verokohtelulla tarkoitetaan sitä, että REIT -kiinteistösijoitusyhtiö ei maksa veroja. REIT:in maksamia osinkoja ja osuuksien myyntivoittoja kuitenkin verotetaan osakkaiden tulona.

### **3.1.2 Kiinteistörahastolaki**

Kiinteistörahastolaki (L 19.12.1997/1173) on käytännössä epäonnistunut, koska se koskee vain julkisia osakeyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja. Kiinteistörahastolaki on asetettu voimaan 19.12.1997 ja siinä kiinteistörahasto määritellään julkiseksi osakeyhtiöksi, joka pääasiallisena ja yksinomaisena liiketoimintana on kiinteistörahastotoiminta (L 19.12.1997/1173 1 luku 2§). Kiinteistörahastolaki koskee siis vain julkisia osakeyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja.

Kiinteistörahastolain tavoite on ollut luoda selkeä toimintamuoto suomalaisten kiinteistöjen arvopaperistamiseksi huomioiden suomalaisten kiinteistö- ja rahoitusmarkkinoiden koko ja kehitysaste (HE 102/2006). Kiinteistörahastolain keskeisenä tavoitteena on ollut myös lisätä sijoittajien luottamusta kiinteistömarkkinoihin.

Kommandiittiyhtiömuotoisetkin kiinteistörahastot voivat hakea lain soveltamisalan piiriin, jos se tarjoaa yhtiöosuuksiaan yleisölle. Näin kommandiittiyhtiömuotoiseen kiinteistörahastoon voidaan soveltaa samoja säännöksiä kuin julkiseen osakeyhtiöönkin. (HE 175/2008) Kiinteistörahastoon ja sen osakkeenomistajaan sovelletaan myös osakeyhtiölakia, arvopaperimarkkinalakia, tilintarkastuslakia sekä kirjanpitolakia (L 19.12.1997/1173 1 luku 4§).

Kiinteistörahastolaki on tällä hetkellä suhteellisen suppea. Vaikka kommandiittiyhtiömuotoisetkin kiinteistörahastot voivat hakeutua kiinteistörahastolainsäädännön piiriin, kiinteistörahastolain piiriin kuuluvia kiinteistörahastoja ei vielä ole montaa perustettu. Kiinteistörahastotyöryhmän väliraportissa (2004, 65) työryhmä on sitä mieltä, että kiinteistörahastolain soveltamisalan laajentamiseen kommandiittiyhtiöihin ei olisi estettä.

Hallituksen esityksessä (HE 175/2008) kiinteistörahastolakia tahdottaisiin täydentää siten, että siihen tulisi säännöksiä pääasiallisesti vuokra-asuntoihin varojaan sijoittavasta osakeyhtiömuotoisesta kiinteistörahastosta. Kiinteistörahastolain lisäksi kiinteistöarviointilautakunnasta ja tiedonantovelvollisuudesta ehdotetaan muutoksia muun muassa arvopaperimarkkinalakiin, sijoitusrahastolakiin, kauppakamarilakiin sekä finanssivalvonnasta ehdotettuun lakiin.

### **3.2 Kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto ja sen toimijat**

Kommandiittiyhtiöt on kahden tai useamman henkilön henkilöyhtiötä, jossa tulee olla vähintään yksi vastuunalainen yhtiömies sekä yksi äänetön yhtiömies (Holopainen 2012, 26–27). Vastuunalainen yhtiömies on kommandiittiyhtiössä mukana työpanoksellaan, kun taas äänettömän yhtiömiehen on annettava yhtiölle omaisuuspanos.

Rahastojen yleisin yhtiömuoto on kommandiittiyhtiö, koska yleensä se ei ole itsenäinen verotussubjekti sekä se mahdollistaa yhtiömiesten joustavan suhteista sopimisen (Hidén & Tähtinen 2005, 40). Kommandiittiyhtiömuotoisella rahastolla pyritään vastaamaan angloamerikkalaista limited partnership – rakennetta (Lauriala 2004, 39).

Kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot on yleensä perustettu määräaikaiseksi, yleensä kymmenen vuoden toimintakaudella (Hidén ja Tähtinen 2005, 153). Sopimuksissa voidaan kuitenkin sopia toimintakauden pidentämisestä muutamalla vuodella, mutta purkamisen pitäisi tapahtua, kun kaikista sijoituksista on irtauduttu.

Kommandiittiyhtiömuotoisiin rahastoihin sovelletaan lakia avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä. Lisäksi pääomarahastoihin saadaan tulkintatukea osakeyhtiölaista sekä erilaisista yleisistä sopimusoikeudellisista periaatteista (Lauriala 2004, 40).

Kommandiittiyhtiömuotoisissa kiinteistörahastoissa vastuunalaisena yhtiömiehenä on yleensä hallinnointiyhtiö, joka on sijoittanut oman panoksensa rahastoon (Hidén & Tähtinen 2005, 39). Hallinnointiyhtiöllä tarkoitetaan toimijaa, joka sijoittaa määräaikaisten rahastojen varoja kohdeyrityksen vähemmistöosakkuuksiin ja sijoituksen tehtyään osallistuu kohdeyrityksen liiketoiminnan kehittämiseen (Lauriala 2004, 34). Hallinnointiyhtiön tehtäviin kuuluu etsiä ja toteuttaa pääomarahaston sijoitukset, sijoituskohteiden kehittämiseen osallistuminen sekä pyrkiä realisoimaan ne voitolla (Hidén & Tähtinen 2005, 398).

Hallinnointiyhtiö voi antaa osan tehtävistä neuvonantoyhtiölle, jonka tarkoituksena on toimia neuvonantajaa laajemmassa roolissa (Hidén & Tähtinen 2005, 57). Neuvonantoyhtiön tehtävistä ja palkkiosta sovitaan erikseen neuvonantosopimuksella.

Äänettöminä yhtiömiehinä kommandiittiyhtiömuotoisissa kiinteistörahastoissa puolestaan toimivat sijoittajat, jotka sijoittavat rahastoon yhtiösopimuksen mukaisen peruspääoman (Lauriala 2004, 39).

### **3.3 Lainsäädäntö**

Kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja säädellään lailla avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (Harju, Vanhanen & Viitala, 2004, 65). Kiinteistörahastoja voidaan säännellä myös Finanssivalvonnan AIFM-direktiivin avulla vaihtoehtoisiin rahastoihin, mikä sai vauhtia vuosien 2007–2008 finanssikriisistä (Finanssivalvonta AIFM-tilaisuus 23.7.2013, 3). Tässä luvussa tarkastellaan hieman avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain sekä Finanssivalvonnan AIFM-direktiivin sääntelyä.

### 3.3.1 Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä

Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä on tahdonvaltainen laki. Tahdonvaltaisuuudella tarkoitetaan, että yhtiömiesten keskinäiset oikeudet ja velvollisuudet määräytyvät yhtiömiesten sopimuksen mukaan ja asioihin, joista ei sopimuksessa ole määrätty, sovelletaan lakia avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (L 29.4.1988/389 2 luku 1§).

Tätä lakia sovelletaan, jos muussa laissa ei ole toisin säädetty ja kun kaksi tai useampi henkilö harjoittaa sopimuksen perusteella elinkeinotoimintaa yhteisen taloudellisen tarkoituksen saavuttamiseksi (L 29.4.1988/389 1 luku 1§).

Hallituksen esityksen (HE 94/2013) mukaan kommandiittiyhtiössä vastuunalaisen yhtiömiehen ja äänettömien yhtiömiesten välinen sopimus on tärkeä, koska heidän keskinäiset suhteet ja suhde yhtiöön perustuvat suurimmaksi osaksi yhtiösopimukseen.

Koska laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä on tahdonvaltainen, yhtiön erilaisilla sopimuksilla on tärkeä osuus yhtiötä perustettaessa. Sopimusdokumentaatiota käsitellään myöhemmin luvussa 3.4, jossa määritellään useampia sopimuksia, mitä kommandiittiyhtiömuotoisella rahastolla voi olla.

Kiinteistörahastotyöryhmän väliraportissa (2004, 65) kerrotaan, että kommandiittiyhtiön yhtiösopimuksen väljä sääntely sekä rekisteriviranomaisen käytännön vaatimukset eivät sovi helposti yhteen. Tämän takia kommandiittiyhtiön on hankala tarjota osuuksia yleisölle, vaikka vastuunalainen yhtiömies voi käytännössä ilman yhtiösopimuksen muuttamista ottaa uusia äänettömiä yhtiömiehiä yhtiöön. Työryhmän mielestä avoimista yhtiöistä ja kommandiittiyhtiöistä annetussa laissa voitaisiin tarkemmin selvittää pääomasijoittamisen erityissääntelystä; millä edellytyksin kommandiittiyhtiön osuuksia saa tarjota yleisölle.

Lisäksi Kiinteistörahastotyöryhmän väliraportissa (2004, 65) työryhmä on sitä mieltä, että laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä on melko joustava sääntelyväline pääomasijoittamiselle. Sen mahdollista tarkistustarvetta voidaan arvioida samalla kun kommandiittiyhtiön sääntelyä epäsuorassa kiinteistösijoittamisen ja pääomasijoittamisen oikeudellisena toimintamuotona selvitetään.

### 3.3.2 Finanssivalvonta

Hallituksen esityksen (HE 94/2013) mukaan Finanssivalvonnan toiminnan tavoitteena on *finanssimarkkinoiden vakauden edellyttämä luotto-, vakuutus- ja eläkelaitosten sekä muiden valvottavaksi säädettyjen vakaa toiminta, vakuutettujen etujen turvaaminen sekä yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan*. Finanssivalvonnan tarkoituksena on esimerkiksi myöntää toimilupia finanssimarkkinoilla toimiville, finanssimarkkinoilla toimivien rekisteröinti sekä vahvistaa niiden toimintaa koskevia sääntöjä (HE 94/2013). Finanssivalvonnasta on olemassa laki (L 878/2008), jossa on yleiset säännökset Finanssivalvonnan valvontatoiminnasta ja toimivallasta.

Finanssivalvonnan direktiivillä, AIFM-direktiivillä (Alternative Investment Fund Manager), tarkoitetaan vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen sääntelyä, joka koskee vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia. AIFM-direktiiviä sovelletaan toimijoihin, jotka hoitavat esimerkiksi kiinteistörahastoja, hedge-rahastoja tai pääomarahastoja. (Vaihtoehtoisten rahastojen sääntely – AIFMD, [viitattu 29.10.2013]).

Vaihtoehtoisella sijoitusrahastolla (AIF) tarkoitetaan lähtökohtaisesti ammattimaisille sijoittajille tarjottavaa yhteisen sijoittamisen muotoa. Vaihtoehtoiset sijoitusrahastot voivat olla esimerkiksi erikoissijoitusrahastoja. Tällaiset rahastot voivat olla avoimia tai suljettuja ja niiden rahat on kansallisesti säännelty tai sääntelemättömät. (Finanssivalvonta, AIFM-tilaisuus 27.9.2012 ja 1.10.2012, 5)

Raportointivelvollisuus on yhtiö- ja rahastotasolla AIFM:lla, mutta jos yhtiöllä ei ole yhtään AIF:ia, ei ole tarvetta raportoida (Finanssivalvonta AIFM-tilaisuus 17.6.2013, 13). Finanssivalvonta on antanut perussäännökset raportoinnista (Finanssivalvonta AIFM-tilaisuus 17.6.2013, 20–22). Niissä mainitaan, että raportointivelvollisen täytyy toimittaa kahdenlaisia tiedostoja: AIFM-tiedostot ja AIF-tiedostot, jotka täytyy toimittaa raportointiperiodien määräysten mukaisesti.

Raportointiperiodit määräytyvät kalenterivuoden mukaisesti: liikevaihtotiedot raportointifrekvenssin mukaisesti sekä kantatiedot *”last business day of the period”* –periaatteella (Finanssivalvonta AIFM-tilaisuus 17.6.2013, 20–22). AIFM-tiedostot ja AIF-tiedostot ovat standardoituja, ja ne on toimitettava Finanssivalvonnalle seu-

raavan kuukauden kuluessa raportointiperiodin päättymisestä. Jos AIFM:n tai AIF:n raportointivelvollisuus muuttuu, siitä täytyy antaa ennakoilmoitus Finanssi- valvonnalle.

AIFM-tiedostolla tarkoitetaan tiedostoa, jossa on perustietoja vaihtoehtorahaston hoitajasta (Finanssivalvonta AIFM-tilaisuus 17.6.2013, 20–22). AIF-tiedostolla puolestaan tarkoitetaan tiedostoa, jossa on tietoja AIFM:n hoitamisesta sekä mahdollisista EU-alueella markkinoimistaan rahastoista. Nämä tiedot annetaan rahasto- kohtaisesti sekä rahaston perusvaluutan määräisenä, jolloin raportoitavan tietosi- sällön laajuus voi vaihdella rahastoittain.

Hallituksen esityksessä (HE 94/2013) esitetään, että kommandiittiyhtiömuotoisten vaihtoehtorahastojen erityissäännökset otetaan lakiin vaihtoehtorahastojen hoita- jista.

### **3.4 Sopimusdokumentaatio**

Sopimusdokumentaatio kommandiittiyhtiömuotoisilla kiinteistörahastoilla voi olla erittäinkin laaja. Yksinkertaisimmillaan sopimusdokumentaatio voi koostua pelkäs- tä yhtiösopimuksesta. Sopimusdokumentaatioon kuitenkin yleensä tehdään yksin- kertaisimmissa malleissa yhtiösopimuksen lisäksi hallinnointi- tai osakassopimus. Syy tähän on se, että yhtiösopimukset ovat julkisia ja usein rahaston yhtiömiehet haluavat pitää osan sovituista asioista salassa. (Hidén & Tähtinen 2005, 52).

Monimutkaisempia sopimusdokumentaatioita käytetään yleensä limited part- nership – muotoisissa rahastoissa (Hidén & Tähtinen 2005, 54–55). Sopimusdo- kumentaatio voi olla hyvinkin laaja rahaston rakenteesta riippumatta.

Kommandiittiyhtiömuotoista kiinteistörahastoa perustettaessa on huomioitava laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä, kaupparekisterilaki sekä kaupparekis- teriasetus. Rahaston ja hallinnointiyhtiön sekä kohdeyhtiön tasoilla huolellisesti suunniteltu sopimuskokonaisuus on tärkeä edellytys merkittävien varojen tehok- kaaseen käyttöön (Lauriala 2004,44).

Kaupparekisterilain (L 2.2.1979/129, 6§) mukaan kommandiittiyhtiön täytyy lähettää Patentti- ja rekisterihallitukselle perusilmoitus, jossa on mainittava:

- 1) *yhtiön toiminimi;*
- 2) *päivä, jona yhtiösopimus on allekirjoitettu;*
- 3) *kaikkien yhtiömiesten henkilötiedot;*
- 4) *yhtiön toiminnan laatu;*
- 5) *kunta, josta yhtiön toimintaa johdetaan;*
- 6) *yhtiön postiosoite;*
- 7) *äänettömien yhtiömiesten omaisuuspanosten arvo rahassa ilmaistuna;*
- 8) *kuka tai ketkä vastuunalaisista yhtiömiehistä kirjoittavat yhtiön toiminimen; sekä*
- 9) *jos yhtiöllä on toimitusjohtaja, tämän henkilötiedot.*

Kaupparekisteriasetuksessa (A 23.2.1979/208, 9§) määrätään, että kommandiittiyhtiön on liitettävä perusilmoitukseen yhtiösopimus. Yhtiösopimukselle ei ole laissa määrätty vähimmäissisältöä (Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiön perustamisilmoitus, [viitattu 31.10.2013]). Kaupparekisteri edellyttää, että yhtiösopimuksessa määritetään esimerkiksi yhtiön toiminimi ja toimiala, vastuunalaiset ja äänettömät yhtiömiehet sekä äänettömän yhtiömiehen panoksen määrä. Lisäksi yhtiösopimuksessa voidaan sopia esimerkiksi voitonjaosta ja yhtiöosuuden luovuttamisesta.

Osakassopimuksella tarkoitetaan sopimusta, joka muodostetaan perustajaomistajien ja pääomasijoittajien kesken (Lauriala 2004, 159). Osakassopimuksessa määrätään siitä, miten osapuolet toimivat yhtiön osakkeenomistajina ja hallituksen jäseninä. Tällaista sopimusta käytetään tilanteissa, joissa yhtiön toimintaa sekä osakkeen omistajien suhdetta toisiinsa ja yhtiöön ei voida järjestää toivotulla tavalla yhtiöjärjestyksen ja osakeyhtiölain määräysten avulla.

Hallinnointisopimuksessa sovitaan hallinnointiyhtiön kompensatiosta pääpiirteittäisesti. (Lauriala 2004, 44) Hallinnointisopimuksella voidaan osa hallinnointiyhtiön

tehtävistä antaa neuvonantajayhtiölle tai muulle yhtiölle, joka toimii neuvonantajaa laajemmassa roolissa (Hidén ja Tähtinen 2005, 57). Useimmissa tapauksissa vastuunalainen yhtiömies ei tee rahastossa juuri mitään, vaan päätäntävalta on ulkoistettu hallinnointiyhtiölle.

Edellä mainittujen lisäksi sopimuksia voi olla esimerkiksi:

- Neuvonantosopimus hallinnointiyhtiön ja neuvonantajayhtiön välillä
- Yhteissijoitussopimus eri rahastojen välillä
- Merkintäsopimus avoimissa rahastoissa
- Side letter sijoittajan ja hallinnointiyhtiön välillä.

Neuvonantosopimus laaditaan hallinnointiyhtiön sekä mahdollisen neuvonantajayhtiön välille (Hidén & Tähtinen 2005, 56). Neuvonantosopimuksessa sovitaan erikseen esimerkiksi neuvonantajan palkkiosta, joka yleensä katetaan rahaston maksamasta hallinnointipalkkiosta.

Yhteissijoitussopimuksia laaditaan eri rahastojen välille (Hidén & Tähtinen 2005, 56). Yhteissijoitussopimuksen osapuolina voi olla esimerkiksi hallinnointiyhtiön hallinnoimia rahastoja. Yhteissijoitussopimuksen tavoitteena on sopia siitä, että rahastot toimivat yhtenä kokonaisuutena. Tällaisessa sopimuksessa siis sovitaan, että rahastot sijoittavat yhdessä omalla pääomallaan jokaiseen sijoitukseen ja että niistä irtaudutaan samanaikaisesti.

Merkintäsopimuksen sisältö määrätään yleensä yhtiösopimuksen liitteessä (Hidén & Tähtinen 2005, 58–59). Tällaisia sopimuksia yleensä käytetään avoimissa rahastoissa, joissa rahastot perustetaan, ennenkuin yksikään sijoittaja on liittynyt rahastoon. Merkintäsopimuksessa sijoittajat antavat sijoitussitoumuksensa rahastolle sekä erilaisia vakuutuksia ja sitoumuksia.

Side letter on erillinen sopimus yksittäisen sijoittajan ja rahaston hallinnointiyhtiön välillä (Hidén & Tähtinen 2005, 59). Pääasiallisesti side letterissä määrätään rahastoon tehdyn sijoituksen siirtämisestä, oikeudesta nimittää edustaja sijoitusneu-



vostoon, mm. veroilmoituksiin liittyvästä avunannosta sekä jaettavien arvopaperien myynnistä sijoittajan puolesta.

Lisäksi rahastoissa voidaan tehdä erillisiä sopimuksia yhtiömiesten välille sekä managerin ja neuvonantajan välille. Yhtiömiesten välisessä sopimuksessa yhtiömiehet voivat sopia keskinäisistä oikeuksista ja velvollisuuksista (L 29.4.1988/389, 2 luku, 1§).

### **3.5 Palkkiorakenne**

Palkkiorakenteita ja rahaliikenteen malleja voi olla kommandiittiyhtiömuotoisella kiinteistörahastolla useita erilaisia. Tässä luvussa tarkastellaan yleisimpiä palkkiorakenteita sekä hallinnointipalkkiota.

Rahaston rahaliikenteestä pyritään tekemään yleensä mahdollisimman yksinkertainen sopimusdokumentaation avulla (Hidén & Tähtinen 2005, 95–97). Yksinkertaisimmassa mallissa sijoittaja on velvollinen maksamaan sopimuksessa mainitun määrän rahaa. Rahasto puolestaan maksaa sijoitusta koskevan sopimuksen mukaisesti kohdeyhtiölle esimerkiksi osakkeiden merkintähinnan tai lainan pääoman. Kohdeyhtiö maksaa rahastolle ajan kuluessa osinkoa tai korkoja tai muutamien vuosien kuluttua rahasto myy tekemänsä sijoituksen (kokonaisuudessaan tai osissa) ja näin saa siitä rahavastikkeen. Viimeisessä vaiheessa rahasto jakaa saadut varat sijoittajille.

#### **3.5.1 Palkkiorakenteita**

Hidén ja Tähtinen (2005, 100–104) ovat määritelleet neljä erilaista palkkiorakennetta. Tässä kappaleessa esitellään niistä kaksi, joita käytetään enimmäkseen kotimaisissa rahastoissa.

Ensimmäisessä vaiheessa rahastolle kertyneestä kassavirrasta jaetaan kullekin sijoittajalle se määrä, mikä vastaa heidän siihen mennessä maksamaa pääomaa (Hidén & Tähtinen 2005, 100). Tämän vaiheen jälkeen sijoittajat ovat periaatteessa omillaan, jos he eivät maksa uutta erää sijoitussitoumuksestaan.

Kun sijoittajille on maksettu pääoman mukainen määrä takaisin, heille maksetaan siitä niin sanottua aitakorkoa, joka on sovittu rahastosopimuksissa rahastoa perustettaessa. (Hidén & Tähtinen 2005, 100) Aitakoro lasketaan sijoittajalle pääomanoksisista siltä ajalta kun ne ovat olleet sijoitettuna (mts. 95–96). Aitakorko lasketaan sisäisen korkokannan menetelmällä, eli korkoa lasketaan myös kertyneelle korolle (mts. 101).

Aitakoron maksamisen jälkeen loppu pääoma jaetaan sijoittajille ja hallinnointiyhtiölle (Hidén & Tähtinen 2005, 101). Hallinnointiyhtiön osuus pääomasta on yleensä noin 20–25 % ja sijoittajille jäävä osuus, noin 70–75 % jaetaan kunkin sijoittajan rahastolle maksamaan pääomaan.

Palkkiorakenteet, joita kotimaisissa rahastoissa käytetään, menevät tähän asti samalla kaavalla (Hidén & Tähtinen 2005, 102). Toisessa vaihtoehdossa, kun voittoa on jaettu sijoittajille ja hallinnointiyhtiölle tietyssä suhteessa, loppuosa voitosta jaetaankin sellaisessa suhteessa, että hallinnointiyhtiön voitonjako-osuus korkotason ylittävstä osasta kasvaa. Hallinnointiyhtiön osuus on tässä vaihtoehdossa sitä suurempi, mitä kannattavampi rahasto on ollut.

### **3.5.2 Hallinnointipalkkio**

Kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto ei periaatteessa koskaan vastaa kenenkään palkkakuluista (Hidén & Tähtinen 2005, 158). Sijoitustoimintaa hoitavat henkilöt ovat hallinnointiyhtiön palveluksessa, jolloin hallinnointiyhtiö on vastuussa heidän palkoistaan. Hallinnointiyhtiön kulut puolestaan katetaan rahaston maksamista hallinnointipalkkiosta.

Hallinnointipalkkion tarkoituksena on yleensä kattaa hallinnointiyhtiön kulut ja palkat (Hidén & Tähtinen 2005, 124–125). Palkkion suuruus on määrätty sopimuksissa yleensä prosenttina rahaston koosta tai rahaston sijoittamasta pääomasta. Yleensä hallinnointipalkkion prosenttiosuus on suuremmissa rahastoissa pienempi.

Palkkioprosentti voidaan sopia sopimuksissa monella eri tavalla. Yksi tapa on se, että mikäli rahaston koko kasvaa yli tietyn rajan, palkkioprosentti laskee ylittävältä

osalta (Hidén & Tähtinen 2005, 125). Näin palkkio ei kasva hallinnointiyhtiön hallinnoitavan pääoman kanssa samassa suhteessa. Toinen tapa voi olla se, että hallinnointipalkkion suuruus laskee siitä, jos hallinnointiyhtiö perustaa uuden rahaston hallinnoitavakseen.

Tyypillisin tapa hallinnointipalkkiosta sopimiseen on, että rahaston sijoituskauden aikana sen suuruus on sidottu rahaston kokoon, jolloin palkkion suuruus määritellään suhteessa sijoitettuina oleviin rahaston pääomiin (Hidén & Tähtinen 2005, 125). Toinen yleinen tapa on hallinnointipalkkion määräytyminen sijoituskauden loputtua prosenttina rahaston koosta vähennettynä realisoitujen sijoitusten hankintahinnoilla.

### **3.6 Verotus**

Kommandiittiyhtiön tulo jaetaan verotettavaksi sen osakkaiden tulona. Näin ollen verotus ei tapahdu kommandiittiyhtiön tasolla, vaan kommandiittiyhtiö on verotuksellisesti transparentti (Harju, Vanhanen & Viitala 2004, 66–67). Kommandiittiyhtiömuotoinen rahasto ei siis ole yleensä itsenäinen verotussubjekti, vaan rahaston saaman tuoton verotus jaetaan yhtiömiesten kesken (Hidén & Tähtinen 2005, 39–40).

Kun kommandiittiyhtiön tulo jaetaan verotettavaksi sen osakkaiden tulona, tulotyyppi muuttuu kiinteistötulosta elinkeinotuloksi (Harju ym. 2004, 66). Ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta tällä ei ole mitään merkitystä, toisin kuin kotimaisille yleishyödyllisille yhteisöille ja henkilöosakkaille.

Kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston verotus muodostuu yhtiömiesten laskennallisen tulon perusteella, joka muodostuu yhtiön tuloslaskelman perusteella lukuun ottamatta yhtiön mahdollisesti saamia kotimaisia osinkoja tai vastaavia tuloja, jos ne kuuluvat henkilökohtaiseen tulolähteeseen (Hidén & Tähtinen 2005, 166). Lisäksi laskennallista tulosta vähennetään vähennyskelvottomat menot verotettavan tulon laskemiseen liittyvien sääntöjen mukaisesti sekä mahdolliset tappiot, jotka ovat syntyneet aiempina verovuosina.

Kun laskennallinen tulos on saatu selville, se jaetaan yhtiömiesten kesken verotettavaksi sovittujen keskinäisten osuuksien mukaisesti (Hidén & Tähtinen 2005, 166–167). Keskinäiset osuudet saadaan jaettua joko rahastoon sijoitetun pääoman mukaisesti tai yhtiösopimuksen voitonjakosäännösten perusteella.

Verotuksen määräytyessä yhtiön laskennallisen tulon perusteella, sijoittajien maksamien osuuksien suuruus ei välttämättä aina vastaa sijoittajille määritettävää verokustannusta (Hidén & Tähtinen 2005, 169). Rahastosopimuksissa määritetyt varojenjaot eivät ole riippuvaisia tilikauden tuloksesta vaan ne liittyvät palkkiorakenteisiin.

Kiinteistörahastotyöryhmän väliraportissa (2004, 67) sanotaan, että ulkomaisen yhtiömiehen verottaminen kommandiittiyhtiön tekemien sijoitusten tuottamasta myyntivoitosta on pulmallista, koska vastaavasta suorasta kiinteistösijoituksesta kohdeyhtiöön saatavat myyntivoitot olisivat verovapaita. Tämä on vähentänyt ulkomaisten verovapaiden sijoittajien mielenkiintoa suomalaisia yrityksiä kohtaan ja tämä puolestaan heikentää suomalaisille yrityksille riskipääomarahoituksen saatavuutta.

### **3.7 Yhteenveto**

Toimintamallien suunnitteluun vaikuttaa ensinnäkin se, että haluaako vaihtuvapääomaisen, kiinteäpääomaisen vai REIT-muotoisen kiinteistörahaston. Kiinteistörahastolakia voidaan käytännössä soveltaa vain julkisiin osakeyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin. Kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja puolestaan voi olla vaihtuvapääomaisia tai kiinteäpääomaisia rahastoja. Jos kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston haluaa kiinteistörahastolain soveltamisalan piiriin, sen täytyy jakaa yhtiöosuuksiaan yleisölle.

Kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin vaikuttaa lainsäädännöstä eniten laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä. Lisäksi Finanssivalvonnan AIFM-direktiivillä voidaan säädellä vaihtoehtoisia kiinteistörahastoja. Lainsäädäntö on kuitenkin avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiön kohdalla tahdonvaltaista, joten sopimusdokumentaatiolla on suuri merkitys. Sopimusdokumentaatiosta käsiteltiin

tärkeimpiä sopimuksia erityisen tarkasti: minkälaisia sopimuksia rahastoilla voi olla yhtiömiesten ja muiden toimijoiden välillä.

Palkkiorakenteita voi olla useampia, mutta Suomessa on käytössä kaksi yleisintä. Nämä vaikuttavat suuresti siihen, miten voitonjako toteutuu yhtiössä. Palkkioiden jakautumisesta sovitaan useimmiten erikseen sopimuksissa. Palkkiorakennetta ja verotusta ei kuitenkaan sovi verrata. Verotuksesta käsiteltiin, miten se määräytyy kommandiittiyhtiömuotoisessa kiinteistörahastossa. Verotusta ajatellen käytännössä on vain yksi verotuksen malli. Verotus on kuitenkin se suurin syy siihen, miksi kiinteistörahastoista tehdään kommandiittiyhtiömuotoisia. Kommandiittiyhtiömuodon ansiosta vältetään kaksinkertaiselta verotukselta, koska kommandiittiyhtiö on verotuksellisesti transparentti. Verotus on siis hyvä ottaa huomioon toimintamalleja tutkittaessa.

## 4 KOMMANDIITTIYHTIÖMUOTOISTEN KIINTEISTÖRAHASTOJEN TOIMINTAMALLIT

Opinnäytetyön tavoitteena on kiinteistövarallisuudenhoitopalvelun kehittäminen kiinteistörahastojen toimintamalleja kehittämällä. Opinnäytetyö on laadullinen tutkimus, jonka tavoitteena on laatia opas kiinteistörahastojen toimintamalleista toimeksiantajalle. Tässä luvussa esitellään toimeksiantaja GapCon Oy ja heidän kiinteistörahastojaan sekä oppaan tekoprosessi.

### 4.1 GapCon Oy

GapCon Oy on kiinteistövarallisuudenhoitopalveluita tarjoava yritys, jonka päätoimialat ovat varallisuudenhoito, toimitilat sekä isännöinti. GapCon Oy:n asiakkaat ovat ulkoistaneet yli 200 milj. euroa heidän hallinnoitavakseen. GapCon Oy:n toimipaikat sijaitsevat Seinäjoella ja Helsingissä. GapCon Oy on perustettu vuonna 2009 ja työllistää tällä hetkellä noin 15 henkilöä.

GC Varallisuudenhoidon keskeisimpiä palveluja ovat hallinnointipalvelut, vuokrauspalvelut, kiinteistövarallisuuden kasvattaminen ja jalostus sekä kiinteistörahastojen muodostaminen ja hallinnointi. GC Toimitilat tarjoavat vuokrauspalveluja yhteistyössä Seinäjoen Kotijoukkue Oy:n kanssa toimitiloihin, liiketiloihin sekä toimisto- ja tuotantotiloihin. GC Isännöinti puolestaan toimii Seinäjoki-Vaasa talousalueella ja on yksityinen isännöintitoimisto. GapCon Oy:n isännöintipalvelut keskittyvät pääasiassa suurehkoihin asuin- ja liikerakennuksiin.

GapCon Oy hoitaa tällä hetkellä kahden kiinteistörahaston kiinteistövarainhoitoa: GapCare I Ky:n sekä GapCare II Ky:n. GapCare I Ky on perustettu vuonna 2010 ja sen toimialana on kiinteistösijoitustoiminnan harjoittaminen tekemällä joko suoria pääomasijoituksia tai sijoituksia kiinteistösijoituksia tekeviin rahastoihin tai yhteisöihin.

GapCare I Ky:n sekä GapCare II Ky:n vastuunalaisena yhtiömiehenä toimii Gap Holding GP Oy. Tämän yhtiön toimialaan kuuluu pääomarahastojen toiminnan hallinnointi sekä ei luvanvarainen rahoitusta palveleva toiminta, rahoitusalan konsul-

tointi sekä henkilöstön vuokraus. Gap Holding GP Oy voi omistaa ja käydä kaup-  
paa, vuokrata, välittää ja isännöidä kiinteää omaisuutta, arvo-osuuksia ja arvopa-  
pereita.

## 4.2 Tutkimusmenetelmä ja aineisto

Opinnäytetyö on laadullinen eli kvalitatiivinen tutkimus. Laadullisella tutkimuksella tarkoitetaan tutkimusta, jonka avulla pyritään erilaisiin löydöksiin ilman tilastollisia menetelmiä (Kananen 2012, 29). Tämä opinnäytetyö on siis tehty käytännössä kokonaan teorian pohjalta.

Yksi tärkeimmistä lähteistä tässä opinnäytetyössä on Paulus Hidénin ja Jyrki Tähtisen tekemä teos *Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta* (2005). He ovat selvittäneet kirjassaan hyvin pääomarahastojen sijoitustoimintaa. Tämä kirja on ollut tärkeä lähde, kun on selvitetty kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen sopimusdokumentaatiota, palkkiorakennetta sekä verotusta.

Lisäksi hallituksen esityksistä ja lainsäädännöstä on saatu laadullista tietoa kiinteistörahastojen toimintaan. Hallituksen esitysten käytössä voi ilmetä se ongelma, että osa niistä on jo suhteellisen vanhoja ja asiat niissä ovat voineet jo muuttua tässä ajassa. Tämä on kuitenkin otettu huomioon siten, että hallituksen esityksistä on pyritty etsimään mahdollisimman uutta tietoa.

Finanssivalvonnan AIFM-direktiivin www-sivustot ovat laadulliset ja niistä löytyy ajankohtaista tietoa direktiiveistä. Finanssivalvonnan AIFM-direktiivi on vaihtoehtoisten rahastojen sääntelyväline, jota voidaan soveltaa myös kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin.

## 4.3 Opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista

Liitteenä olevan oppaan tavoitteena on tuoda esiin, miten kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleja voidaan muuttaa ja miten niistä saadaan erilaisia. Kiinteistörahastolaki ei koske kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistö-

rahastoja ja laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä on tahdonvaltainen, eli kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja voi tehdä monella eri tavalla.

Tämä opas on luotu teoriaosuuden pohjalta, josta tärkeimpänä lukuna oppaaseen on luku 3. Luvussa kolme käsiteltiin ensinäkin mitä kiinteistörahastot ovat, sekä kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimijoita, sopimusdokumenttaatiota, palkkiorakennetta sekä verotusta. Näistä saadaan koottua hyvin keskeisesti se, miten näiden asioiden kannalta kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja voidaan luoda. Myös lainsäädäntö on ollut suurena apuna, kun toimintamalleja on tutkittu. Oppaassa on pyritty katsomaan toimintamalleihin vaikuttavia tekijöitä mahdollisimman monesta eri näkökulmasta ja vertailemalla niitä keskenään.

Opas Kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista valmistui suhteellisen hyvin teoriaosuuden kanssa rinnakkain. Opas oli tämän tyyppiseen työhön paras vaihtoehto, koska näin saatiin tuotua esille selkeästi ne asiat, joiden avulla päästään opinnäytetyön tavoitteeseen.

#### **4.4 Katsaus kiinteistörahastojen tulevaisuuteen**

Kiinteistörahastoilla on yleensä osinkotuottotavoitteita. Tuottotavoitteilla kiinteistörahasto pystyy antamaan sijoittajille lupauksen siitä, että he saavat niin sanotusti rahoille vastinetta. Tuottotavoitteilla voi kuitenkin olla myös riskejä, jos tavoitteita ei saavutetakaan. Esimerkiksi Orava Asuntorahastolla tuottotavoite on 7-10 prosenttia nettovarallisuudesta laskettuna ja he pyrkivät jakamaan osinkoa aina neljä kertaa vuodessa (Orava Asuntorahasto, [viitattu 26.11.2013]).

Kiinteistörahastoilla voi olla sijoituskohteinaan esimerkiksi asuntoja, hoivakiinteistöjä tai liiketiloja. Hoivakiinteistöissä sijoituskohteita ovat erilaiset hoivakodit, päiväkodit, sairaalat, terveysasemat, kuntoutuksissa käytettävät erilaiset kiinteistöt sekä muut hoiva-alan kiinteistöt. Kiinteistörahastot voivat sijoittaa myös erilaisiin liiketiloihin ja esimerkiksi logistiikka-, varasto- sekä teollisuuskiinteistöihin.

Asuntoihin sijoittava kiinteistörahasto sijoittaa käytännössä kokonaiseen kiinteistöön ja saa kiinteistöstä vuokratuottoa. Kun vertaa suoraan kiinteistösijoittamiseen, asuntoihin sijoittavan kiinteistörahaston avulla riskejä saadaan hajautettua. Jos



suoraan asuntoon sijoittava yksityishenkilö jää esimerkiksi tappiolle jos hän ei saa vuokrattua asuntoaan, kiinteistörahastossa tappio jää paljon pienemmäksi, koska rahastossa yleensä on useampia asuntoja. Tässä luvussa tutkitaan tarkemmin asuntoihin sijoittavia kiinteistörahastoja ja niiden tulevaisuuden näkymiä.

Tilastokeskuksen (2012) mukaan vuokralla asuvien määrä suhteessa vuokra-asuntoihin on kasvanut vuodesta 1990. Suomen väestöstä asui vuokralla vuoden 2011 lopussa 24 prosenttia. Vuoteen 2005 verrattuna määrä on kuitenkin vähentynyt 50 000 henkilöllä. Taulukon mukaan vuokra-asuntojen määrä on kuitenkin kasvanut suhteellisen tasaisesti vuodesta 2000. Tilastokeskuksessa (2008) tehdyn tutkimuksen mukaan vuokralla asuvia on eniten Saksassa ja Itävallassa.

Kun kiinteistörahastojen tulevaisuutta miettii vuokralla asuvien lukumäärän perusteella, varsinkin asuntoihin sijoittavilla kiinteistörahastoilla tulevaisuudennäkymät ovat hyvät. Vaikka Suomessa on vuoden 2011 tilastojen mukaan vuokralla asuvien määrä vähentynyt, silti noin neljäsosa Suomen väestöstä on paljon. Vuokralla asumiseen tulevaisuudessa vaikuttavat muun muassa rakentamismääräysten muuttumiset (Mäkelä 2013). Kun tonttien ja asuntojen hinnat nousevat tulevaisuudessa niin herää kysymys, onko ihmisillä varaa omistusasuntoon. Tilastokeskuksen (2012) tutkimuksesta käy myös ilmi, että vuokra- ja omistusasunnoissa on yhä enemmän yksinasuvia.

Yksinasuvien kasvu näkyy etenkin pienten vuokra-asuntojen lisääntyvänä kysyntänä (VVO, [viitattu 26.11.2013]). Suomalaiseen yhteiskuntaan vaikuttavat esimerkiksi kaupungistuminen, tuloerojen kasvu, väestön ikääntyminen, asutokuntien pieneneminen sekä maahanmuutto. Lisäksi kuluttajien heikentynyt luottamus omaan ja Suomen talouteen näkyy vuokra-asuntojen kysynnän kasvuna.

#### **4.5 Johtopäätökset**

Opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista myötäilee teoriaosuutta. Oppaassa kuitenkin on pyritty katsomaan tutkittuja asioita mahdollisimman monesta eri näkökulmasta. Oppaan tekoprosessissa ilmeni, että kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston toimintamalleille ei periaatteessa ole

yhtä tiettyä kaavaa. Kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleihin vaikuttavat monet eri tekijät, joilla saadaan pieniäkin eroavaisuuksia.

Oppaan tekoprosessissa ilmeni yksi merkittävä seikka toimintamalleista: kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston toimintamalliin vaikuttaa suuresti yhtiömiesten mielipiteet hyvästä kiinteistörahastosta. Kommandiittiyhtiömuotoisella kiinteistörahastolla on suhteellisen väljät säännökset lainsäädännössä, joten se antaa paljon vapauksia kiinteistörahaston perustamiseen. Toisin sanoen kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston toimintamalleihin vaikuttaa suurimmaksi osaksi sen perustajien mielipiteet siitä, minkälainen on hyvä kiinteistörahasto.

## 5 YHTEENVETO

Opinnäytetyön tavoitteena oli kiinteistövarallisuudenhoitopalvelun kehittäminen kiinteistörahastojen toimintamalleja kehittämällä. Kehittämisen kohde rajattiin toimeksiantajan toimesta koskemaan erityisesti kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja. Opinnäytetyö on laadullinen eli kvalitatiivinen tutkimus, jossa laadittiin opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista. Opinnäytetyö toteutettiin toimeksiantona GapCon Oy:lle, joka on kiinteistövarallisuudenhoitopalveluita tarjoava yritys.

Kiinteistörahastot ja kiinteistösijoittaminen on kiinteistövarallisuudenhoitopalvelujen yksi osa-alue. Opinnäytetyön teoriaosuudessa tutkittiin kiinteistövarallisuutta sekä kiinteistösijoittamista. Kiinteistösijoittaminen voi olla joko suoraa tai epäsuoraa: kiinteistörahastoilla tarkoitetaan epäsuoraa kiinteistösijoittamista. Kiinteistövarallisuus ja kiinteistösijoittaminen luovat hyvän pohjan kiinteistörahastojen toimintamallien tutkimiselle.

Opinnäytetyön teoriaosuudessa selvitettiin, miten kiinteistörahastot toimivat. Yksi keskeisimmistä asioista kuitenkin oli selvittää, mitä kiinteistörahastot tarkoittavat, ja miksi niitä on perustettu. Kiinteistörahastot on perustettu suoran kiinteistösijoittamisen pohjalta, koska rahastomuodossa sijoittaja voi panostaa niihin pienemällä pääomalla.

Kommandiittiyhtiömuotoisista kiinteistörahastoista selvitettiin toimintamalleihin vaikuttavien asioiden kartoittamisen jälkeen niihin liittyvä lainsäädäntö, sopimusdokumentaatio, palkkiorakenteet sekä verotus. Yksi tärkeimmistä laeista on laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä. Lisäksi Finanssivalvonta sääntelee vaihtoehtorahastojen toimintaa. Sopimusdokumentaatiossa selvitettiin, minkälaisia sopimuksia kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin voidaan tehdä ja minkälainen vaikutus niillä on yhtiön rakenteeseen. Kahta yleisintä palkkiorakennetta käytetään Suomessa. Kiinteistörahastot perustetaan yleensä kommandiittiyhtiömuotoon, koska ne eivät ole itsenäisiä verotussubjekteja. Kommandiittiyhtiömuotoisessa kiinteistörahastossa itse yhtiö ei maksa veroja, vaan verotus jaetaan osakkaiden kesken.

Opinnäytetyön lopputuloksena syntyi opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista. Oppaaseen otettiin teoriaosuudesta mukaan tärkeimmät asiat ja oppaan avulla toimeksiantaja saa selvän käsityksen siitä, mitkä seikat vaikuttavat toimintamallien valintaan. Oppaassa pyrittiin vertailemaan kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleihin vaikuttavia tekijöitä.

Kiinteistörahastojen tulevaisuus näyttää lupaavalta varsinkin asuntojen kohdalla. Tulevaisuudenkatsaus tarkennettiin asuntorahastoihin, joiden tarkastelun avulla voitiin todeta, että vuokra-asuntojen tarve tulee kasvamaan tulevaisuudessa ja kiinteistörahastojen, jotka sijoittavat vuokra-asuntoihin, tarve tulee kasvamaan ja niiden toiminta on kannattavaa.

## LÄHTEET

A 23.2.1979/208. Kaupparekisteriasetus.

Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiön perustamisilmoitus. [www-dokumentti]. Patentti- ja Rekisterihallitus. [Viitattu 31.10.2013]. Saatavissa: <http://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/avoinyhtiojaky/perustaminen.html>

Finanssivalvonta 2012. AIFM-tilaisuus 27.9.2012 ja 1.1.2012. Saatavissa: [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/AIFM-informaatiotilaisuuksien\\_esitysmateriaali.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/AIFM-informaatiotilaisuuksien_esitysmateriaali.pdf)

Finanssivalvonta 2013. AIFM-tilaisuus 17.6.2013. Saatavissa: [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/AIFM\\_raportointitilaisuus17062013.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/AIFM_raportointitilaisuus17062013.pdf)

Harju, I., Vanhanen, J. & Viitala, T. 2004. Kiinteistörahastotyöryhmän väliraportti. Helsinki: Edita Prima Oy. Työryhmämuistioita 14/2004.

Harju, I., Vanhanen, J. & Viitala T. 2006. Kiinteistörahastotyöryhmän loppuraportti. Helsinki. Työryhmämuistioita 10/2006.

HE 77/1997. Hallituksen esitys Eduskunnalle kiinteistörahastolaiksi.

HE 102/2006. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja sijoitusrahastolain sekä eräiden niihin liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 175/2008. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 94/2013. Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi.

Hidén, P. & Tähtinen, J. 2005. Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta. Helsinki: Talentum Media Oy.

Holopainen, T. (toim.) 2012. Yrityksen perustamisopas: Käytännön perustamistoimet. 21. painos. Jyväskylä: Asiatieto Oy.

Kaleva, H. 1/2010. Locus toimialakatsaus: kiinteistörahastot ja rahastomanagerit. Saatavissa: <http://www.rakli.fi/attachements/2010-02-16T09-33-5161.pdf>

Kallunki, J., Martikainen, M. & Niemelä, J. 2007. Ammattimainen sijoittaminen. 5. painos. Talentum Media Oy.

KTI Kiinteistötieto Oy. [www-dokumentti]. KTI Kiinteistöindeksi. [Viitattu 13.11.2013]. Saatavissa: <http://kti.fi/kiinteistoindeksi>

L 29.4.1988/389. Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä.

L 2.2.1979/129. Kaupparekisterilaki.

L 12.4.1995/554. Kiinteistönmuodostamislaki.

L 19.12.1997/1173. Kiinteistörahastolaki.

L 29.1.1999/48. Sijoitusrahastolaki.

Lauriala, J. 2004. Pääomasijoittaminen. Helsinki: Edita Publishing Oy. Kauppamarisarja.

Leväinen, K. 2013. Kiinteistö- ja toimitilajohtaminen. Helsinki: Gaudeamus Oy.

Mäkelä, V. 2013. Kiinteistöjohtaja. GapCon Oy. Haastattelu 26.11.2013.

Orava Asuntorahasto. [Viitattu 19.9.2013 ja 26.11.2013]. Saatavissa: <http://www.oravaasuntorahasto.fi/>

Ossa, J. 2002. Sijoitustoiminnan verotus ja verosuunnittelu. Vantaa: Kauppakaari/Talentum Media Oy.

Puttonen, V. & Kivisaari, T. 1997. Sijoittaminen ja sijoitusrahastot Suomessa. Helsinki: Ky-Palvelu Oy.

Puttonen, V. & Repo, E. 2011. Miten sijoitan rahastoihin. 5. painos. Helsinki: WSOYpro Oy.

Pörssisäätiö. 2010. Mitä arvopapereista tulisi tietää? Opettajan opas. [pdf-julkaisu] Helsinki. Saatavissa: [http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/01/matt2010\\_2.pdf](http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/01/matt2010_2.pdf)

RAKLI. 2001. Kiinteistöliiketoiminnan sanasto. [pdf-julkaisu]. Saatavissa: <http://www.rakli.fi/attachements/2005-08-16T13-22-0345.pdf>

RAKLI. [www-dokumentti]. Tietoa REIT (Real Estate Investment Trust) tyyppisestä kiinteistörahastosta. [Viitattu 19.9.2013]. Saatavissa: [http://www.rakli.fi/toimikunnat/kiinteistosijoittaminen/reit\\_kiinteistorahasto/tietoar\\_eittyypisestarahastosta/](http://www.rakli.fi/toimikunnat/kiinteistosijoittaminen/reit_kiinteistorahasto/tietoar_eittyypisestarahastosta/)

- Rouhento, J. 2007. Kiinteistö pääomarahaston hallinnointi- ja managementriskit. Teknillinen korkeakoulu. Maanmittausosasto. Lisensiaatintyö. Julkaisematon.
- SRV. [www-dokumentti]. Kiinteistösijoittaminen. [Viitattu 13.11.2013]. Saatavissa: <https://www.srv.fi/palvelut/kiinteistosijoittaminen>
- Terhema, A. 2007. Kiinteistösijoittajan on oltava kärsivällinen. [Verkkolehtiartikkeli]. Taloussanomat. [Viitattu 1.11.2013]. Saatavissa: <http://www.taloussanomat.fi/tyo-ja-elama/2007/07/27/kiinteistosijoittajan-on-oltava-karsivallinen/200717988/139>
- Tilastokeskus. 2008. Tuloerot ja asuminen Euroopan maissa. Saatavissa: [http://www.stat.fi/til/tjt/2008/tjt\\_2008\\_2010-05-20\\_kat\\_004\\_fi.html](http://www.stat.fi/til/tjt/2008/tjt_2008_2010-05-20_kat_004_fi.html)
- Tilastokeskus. 2012. Lähes neljäsosa väestöstä asui vuokralla 2011. Saatavissa: [http://www.stat.fi/til/asas/2011/01/asas\\_2011\\_01\\_2012-10-24\\_tie\\_002\\_fi.html](http://www.stat.fi/til/asas/2011/01/asas_2011_01_2012-10-24_tie_002_fi.html)
- Vaihtoehtoisten rahastojen sääntely – AIFMD. 2013. [www-dokumentti]. Finanssivalvonta. [Viitattu 29.10.2013.]. Saatavissa: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/AIFMD/Pages/Default.aspx>
- VVO. [www-dokumentti]. Toimintaympäristö. [Viitattu 26.11.2013]. Saatavissa: <https://www.vvo.fi/vvoyrityksena/liiketoiminta/toimintaymparisto/>

## LIITTEET

**Liite 1.** Opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista



LIITE 1

Jenna Kuusiluoma

**Opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen  
toimintamalleista**

Opinnäytetyö

Syksy 2013

Liiketalouden ja kulttuurin yksikkö

Liiketalouden koulutusohjelma



## SISÄLTÖ

SISÄLTÖ .....	2
1 KIINTEISTÖRAHASTOT JA NIIDEN TOIMINTAMALLIT .....	3
1.1 Kiinteistörahastotyyppinä .....	4
1.2 Kiinteistörahastolaki .....	4
1.3 Kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto ja sen toimijat .....	5
1.4 Lainsäädäntö .....	6
1.4.1 Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä.....	6
1.4.2 Finanssivalvonta .....	7
1.5 Sopimusdokumentaatio.....	8
1.6 Rahaliikenne ja palkkiorakenne.....	10
1.6.1 Palkkiorakenteita.....	11
1.6.2 Hallinnointipalkkio .....	12
1.7 Verotus.....	13
2 YHTEENVETO.....	14

## 1 KIINTEISTÖRAHASTOT JA NIIDEN TOIMINTAMALLIT

Kiinteistörahastolla tarkoitetaan rahastomuotoisesti toimivaa epäsuoraa kiinteistösijoittamisen muotoa. Kiinteistörahastojen avulla kiinteistöihin voidaan sijoittaa välillisesti ja pienemmällä pääomalla kuin suorassa kiinteistösijoittamisessa. Toisin sanoen, kiinteistörahasto on yksinoikeudellisen sääntelyn ja verokohtelun alaista, kiinteistöihin suuntautuva yhteissijoittamisen muoto.

Kiinteistöpääomarahastolla puolestaan tarkoitetaan pääomasijoittamisesta vaikutteita saanutta, kiinteistöihin erikoistunutta rahastotyyppistä sijoittamisen muotoa. Kiinteistörahastoon verrattuna, kiinteistöpääomarahasto on Suomen kiinteistörahastolain seurauksena syntynyt verotehokkaan kiinteistörahaston korvike.

Epäsuoran kiinteistösijoittamisen ansiosta riskit ovat pienentyneet sekä osakesijoittajille että suoraan vuokra-asuntoja omistaville. Kiinteistörahastoihin sijoittaja voi sijoittaa pienemmällä pääomalla ja näin saadaan markkinoille uusia sijoittajia. Epäsuoralla kiinteistösijoittamisella pyritään vähentämään suoran kiinteistösijoittamisen riskejä. Suoran kiinteistösijoittamisen yksi yleisimmistä ongelmista on vuokratiski, mitä puolestaan ei epäsuoran kiinteistösijoittamisen ongelmaksi voi sanoa.

Kiinteistösijoitusrahastojen yksi yleisimmistä ongelmista kuitenkin on mahdollinen kaksinkertainen verotus. Kaksinkertaisella verotuksella tarkoitetaan, että kiinteistösijoitusyhtiö maksaa voitostaan normaalia yhteisöveroa ja lisäksi osakkeen omistaja maksaa saamistaan osingoista tai myyntivoitoista veroa, kun taas välissä oleva sijoitusrahasto ei veroa maksa.

Kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto on verotuksellisesti transparentti ja se mahdollistaa yhtiömiesten joustavan suhteista sopimisen. Kommandiittiyhtiömuoto on rahastoille juuri tämän takia yleisin vaihtoehto ja näin pystytään osittain välttämään myös kaksinkertainen verotus.

## 1.1 Kiinteistörahastotyyppejä

Vaihtuvapääomaisella kiinteistörahastolla tarkoitetaan rahastoa, jonka omistajien piiriä ei voida rajoittaa. Vaihtuvapääomaisessa kiinteistörahastossa rahaston perustajien on lunastettava aina sijoittajan rahasto-osuudet osuudenomistajan pyynnöstä. Kiinteäpääomaisella kiinteistörahastolla puolestaan tarkoitetaan rahastoa, jolla ei ole rahasto-osuuksien lunastusvelvollisuutta.

Useimmiten kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot ovat kiinteäpääomaisia, eli closed-end rahastoja. Kiinteäpääomaisessa kiinteistörahastossa rahastoon sijoittavat sijoittajat ovat jo ennen rahaston perustamista valittu, jolloin he saavat olla rahaston toiminnassa alusta asti mukana. Kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston toimintakausi on yleensä 10 vuotta.

Kiinteistörahastot voivat olla myös REIT-muotoisia, erityisen verokohtelun piirissä olevia, usein listattuja, osakeyhtiömuotoisia kiinteistösijoitusyhtiöitä. REIT-muotoisia kiinteistösijoitusyhtiöitä Suomessa ei vielä ole montaakaan, ensimmäinen REIT-muotoinen kiinteistörahasto on perustettu vasta vuonna 2010. REIT-muotoisen kiinteistösijoitusyhtiö jakaa yleensä 90 prosenttia toiminnasta kertyneistä tuloista osakkailleen.

Kuten yllä mainittiin, REIT-muotoinen kiinteistösijoitusyhtiö on yleensä listattu ja osakeyhtiömuotoinen. Tällaista kiinteistörahastotyyppiä ei siis voi soveltaa kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin. Koska tämä opas on rajattu kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin, tähän kiinteistörahastomuotoon ei ole tarkoitus sen enempää perehtyä.

## 1.2 Kiinteistörahastolaki

Kiinteistörahastolaki koskee julkisia osakeyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja. Myös kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot voivat hakea lain soveltamisalan piiriin, jos se tarjoaa yhtiöosuuksiaan yleisölle.

Kiinteistörahastolaki on käytännössä epäonnistunut, koska sen lain soveltamisalan piiriin ei ole juurikaan Suomessa kiinteistörahastoja hakenut. Kiinteistörahastolaki on tällä hetkellä liian suppea ajatellen kiinteistörahastojen määrää.

Kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja ajatellen tämä kuitenkin luo yhtiömiehille enemmän vapauksia rahastojen perustamiseen, koska niitä ei säätele mikään tarkka laki. Kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin sovelletaan pääasiassa tällä hetkellä lakia avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä.

Hallituksen esityksistä kuitenkin käy ilmi, että kiinteistörahastolakia ja siihen liittyviä muita lakeja pyritään muuttamaan siten, että sen soveltamisalan piiriin saataisiin enemmän kiinteistörahastoja. Muun muassa vuonna 2008 hallituksen esityksessä ehdotettiin, että kiinteistörahastolakiin tulisi säännöksiä pääasiallisesti vuokra-asuntoihin varojaa sijoittavasta osakeyhtiömuotoisesta kiinteistörahastosta.

Kiinteistörahastolakiin tulisi kuitenkin saada edelleen kommandiittiyhtiömuotoiset, listaamattomat kiinteistörahastot, koska kiinteistörahastojen yleisimpiin muotoihin kuuluu kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot. Kiinteistörahastotyöryhmän väliraportissa työryhmä on sitä mieltä, että kiinteistörahastolain soveltamisalan laajentamiseen kommandiittiyhtiöihin ei olisi estettä.

### **1.3 Kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto ja sen toimijat**

Kommandiittiyhtiöllä tarkoitetaan kahden tai useamman henkilön henkilöyhtiötä, jossa tulee olla vähintään yksi vastuunalainen yhtiömies sekä yksi äänetön yhtiömies. Kommandiittiyhtiömuotoisessa kiinteistörahastossa yleisimpiä toimijoita ovat hallinnointiyhtiö, sijoittajat sekä mahdollinen neuvonantoyhtiö.

Yleensä kommandiittiyhtiömuotoisessa kiinteistörahastossa vastuunalaisena yhtiömiehenä toimii hallinnointiyhtiö. Hallinnointiyhtiöllä tarkoitetaan toimijaa, joka sijoittaa määräaikaisten rahastojen varoja kohdeyrityksen vähemmistöosakkuuksiin ja sijoituksen tehtyään osallistuu kohdeyrityksen liiketoiminnan kehittämiseen. Hallinnointiyhtiön tehtäviin kuuluu etsiä ja toteuttaa pääomarahaston sijoitukset, sijoituskohteiden kehittämiseen osallistuminen sekä pyrkiä realisoimaan ne voitolla.

Hallinnointiyhtiö voi antaa osan tehtävistään neuvonantoyhtiölle, jonka tarkoituksena on toimia neuvonantajaa laajemmassa roolissa. Neuvonantoyhtiön tehtävistä ja palkkiosta sovitaan erikseen neuvonantosopimuksella.

Kommandiittiyhtiömuotoisessa kiinteistörahastossa äänettöminä yhtiömiehinä toimivat sijoittajat, jotka sijoittavat rahastoon yhtiösopimuksen mukaisen peruspääoman. Koska kommandiittiyhtiömuotoisella kiinteistörahastolla täytyy olla vähintään yksi ääneton yhtiömies, kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston täytyy olla kiinteäpääomainen. Kaupparekisteri edellyttää, että yhtiösopimuksessa täytyy määrittää vastuunalaiset yhtiömiehet sekä äänettömät yhtiömiehet.

Vaihtuvapääomaisissa kiinteistörahastoissa voidaan kuitenkin äänettömistä yhtiömiehistä sopia merkintäsopimuksella. Merkintäsopimus tulee siis liittää yhtiösopimukseen ja siinä sijoittaja antaa sijoitussitoumuksensa yhtiölle. Kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston sopimusdokumentaatiota selvitetään paremmin luvussa 1.5.

## **1.4 Lainsäädäntö**

Kommandiittiyhtiömuotoiseen kiinteistörahastoon sovelletaan pääasiassa lakia avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä. Lisäksi Finanssivalvonnalta löytyy direktiivejä, joissa säännöstellään vaihtoehtoisten rahastojen toimintaa.

### **1.4.1 Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä**

Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä on tahdonvaltainen laki. Tämä siis tarkoittaa sitä, että yhtiömiesten keskinäiset oikeudet ja velvollisuudet määräytyvät yhtiömiesten sopimuksen mukaan. Asioihin, joista sopimuksessa ei ole mainintaa, sovelletaan lakia avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä.

Tahdonvaltaisuudesta johtuen yhtiömiesten välinen sopimus on erittäin tärkeä, koska heidän keskinäiset suhteet ja suhde yhtiöön perustuvat suurimmaksi osaksi yhtiösopimukseen. Yhtiösopimukselle ei kuitenkaan ole määrätty laissa vähimmäissältöä. Kaupparekisteri kuitenkin edellyttää, että yhtiösopimuksessa määri-

tetään esimerkiksi yhtiön toiminimi ja toimiala, vastuunalaiset ja äänettömät yhtiömiehet sekä äänettömän yhtiömiehen panoksen määrä.

Kommandiittiyhtiön on hankala tarjota osuuksiaan yleisölle, koska kommandiittiyhtiön yhtiösopimuksen väljä sääntely sekä rekisteriviranomaisen käytännön vaatimuksen eivät sovi helposti yhteen. Vastuunalainen yhtiömies voi kuitenkin käytännössä ilman yhtiösopimuksen muuttamista ottaa uusia äänettömiä yhtiömiehiä yhtiöön. Kiinteistörahastotyöryhmän mielestä avoimista yhtiöistä ja kommandiittiyhtiöistä annetussa laissa voitaisiin tarkemmin selvittää pääomasijoittamisen erityissääntelyä: millä edellytyksin kommandiittiyhtiön osuuksia saa tarjota yleisölle.

Pääomasijoittamista ajatellen laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä on melko joustava sääntelyväline. Kiinteistörahastotyöryhmän mielestä tämän lain mahdollista tarkistustarvetta voidaan arvioida samalla kun kommandiittiyhtiön sääntelyä selvitetään epäsuorassa kiinteistösijoittamisen ja pääomasijoittamisen oikeudellisena toimintamuotona.

#### **1.4.2 Finanssivalvonta**

Finanssivalvonnan toiminnan tarkoituksena on finanssimarkkinoiden vakauden edellyttämä luotto-, vakuutus- ja eläkelaitosten sekä muiden valvottavaksi säädettyjen vakaa toiminta, vakuutettujen etujen turvaaminen sekä yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan. Finanssivalvonnan tehtäviin kuuluu esimerkiksi toimilupien myöntäminen finanssimarkkinoilla toimiville, finanssimarkkinoilla toimivien rekisteröinti sekä niiden toimintaa koskevien säännösten vahvistaminen.

Finanssivalvonnan AIFM-direktiivillä tarkoitetaan vaihtoehtoisen sijoitusrahastojen sääntelyä, joka koskee vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia. Vaihtoehtoisisilla sijoitusrahastoilla tarkoitetaan lähtökohtaisesti ammattimaisille sijoittajille tarjottavaa yhteisen sijoittamisen muotoa. Tällaiset sijoitusrahastot voivat olla esimerkiksi erikoissijoitusrahastoja.

Finanssivalvonnan AIFM-direktiiviä voidaan soveltaa kiinteistörahastoihin, jotka voivat olla kiinteäpääomaisia tai vaihtuvapääomaisia rahastoja ja niiden rahat on

kansallisesti säännelty tai sääntelemättömät. Finanssivalvonnan AIFM-direktiivi soveltuu myös kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin.

AIFM-direktiiviä sovellettaessa rahastolla on raportointivelvollisuus yhtiö- ja rahastotasolla AIFM:lla, mutta jos yhtiöllä ei ole yhtään AIF:ia, ei ole tarvetta raportoida. Raportointivelvollisen on toimitettava kahdenlaisia tiedostoja: AIFM-tiedostot ja AIF-tiedostot, jotka täytyy toimittaa tiettyjen raportointiperiodien määräysten mukaisesti.

## **1.5 Sopimusdokumentaatio**

Yksinkertaisimmillaan sopimusdokumentaatio voi koostua pelkästä yhtiösopimuksesta. Yleensä yhtiösopimuksen lisäksi kommandiittiyhtiömuotoisessa kiinteistörahastossa tehdään kuitenkin myös hallinnointi- tai osakassopimus. Hallinnointi- tai osakassopimus tehdään yleensä sen takia, että yhtiösopimukset ovat julkisia ja usein osa sovituista asioista halutaan pitää salassa.

Kuten luvussa 1.4.1 todettiin, kommandiittiyhtiömuotoisessa kiinteistörahastossa sopimusdokumentaatiolla on suuri merkitys, koska yhtiömiesten keskinäiset suhteet ja suhde yhtiöön perustuvat suurimmaksi osaksi yhtiösopimukseen. Yhtiösopimukselle ei ole lainsäädännössä annettu vähimmäisisältöä. Kaupparekisteri kuitenkin edellyttää, että yhtiösopimuksessa määritetään esimerkiksi yhtiön toim nimi ja toimiala, vastuunalaiset ja äänettömät yhtiömiehet sekä äänettömän yhtiömiehen panoksen määrä.

Hallinnointisopimuksessa sovitaan hallinnointiyhtiön kompensatiosta ja sillä voidaan osa hallinnointiyhtiön tehtävistä antaa neuvonantoyhtiölle. Osakassopimuksessa puolestaan määrätään, miten perustajaomistajat ja pääomasijoittajat toimivat yhtiön osakkeenomistajina ja hallituksen jäseninä.

Laajempaa sopimusdokumentaatiota käytetään yleensä limited partnership-muotoisissa rahastoissa. Sopimusdokumentaatio voi olla hyvinkin laaja rahaston rakenteesta riippumatta. Yhtiösopimuksen sekä hallinnointi- ja osakassopimuksen lisäksi sopimuksia voi olla esimerkiksi:



- neuvonantosopimus
- yhteissijoitussopimus
- merkintäsopimus
- side letter.

Neuvonantosopimuksella sovitaan erikseen neuvonantajan palkkiosta, joka yleensä katetaan hallinnointipalkkiosta. Tällainen sopimus laaditaan yleensä hallinnointiyhtiön sekä mahdollisen neuvonantajayhtiön välille. Yhteissijoitussopimus puolestaan laaditaan eri rahastojen, esimerkiksi hallinnointiyhtiön hallinnoimien rahastojen välille. Yhteissijoitussopimuksen tavoitteena on sopia siitä, että rahastot toimivat yhtenä kokonaisuutena.

Luvussa 1.3 käsiteltiin hiukan jo merkintäsopimusta, jota käytetään yleensä vaihtuvapääomaisissa kiinteistörahastoissa. Merkintäsopimus laaditaan yhtiösopimuksen liitteeksi ja siinä sijoittajat antavat sijoitussitoumuksensa rahastolle sekä erilaisia vakuutuksia ja sitoumuksia.

Side letter on erillinen sopimus yksittäisen sijoittajan ja rahaston hallinnointiyhtiön välillä. Side letterissä määrätään pääasiallisesti rahastoon tehdyn sijoituksen siirtämisestä, oikeudesta nimittää edustaja sijoitusneuvostoon, veroilmoituksiin liittyvästä avunannosta sekä jaettavien arvopaperien myynnistä sijoittajan puolesta.

Kuten edellä on jo mainittu, sopimusdokumentaatio on tärkeä osa kommandiittiyhtiömuotoista kiinteistörahastoa. Erilaiset sopimukset ovat erittäin tärkeitä yhtiömiesten sekä muiden toimijoiden välillä, koska laeista ei saada selvää määrystä eri toimijoiden tehtävistä tai sopimuksista: minkälaisia sopimuksia tulisi olla ja mitä sopimusten tulisi sisältää.

Käytännössä voisi ajatella, että mitä laajempi kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto on toimintarakenteeltaan, sitä enemmän sopimuksia luultavimmin tehdään. Sopimuksien avulla voidaan selventää eri toimijoiden tehtävät ja palkkiot. Jos esimerkiksi hallinnointiyhtiö antaa osan tehtävistään neuvonantoyhtiölle, tämä pitää määritellä sopimuksissa, koska laissa ei ole määrätty, miten neuvonantoyhtiön tehtäväkenttä määräytyy. Sopimuksissa kannattaa selventää esimerkiksi palk-

kioiden jako aukottomasti, koska palkkiot määritetään sopimusten perusteella. Palkkioihin perehdytään paremmin seuraavassa luvussa.

## **1.6 Rahaliikenne ja palkkiorakenne**

Kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston rahaliikenne pyritään aina tekemään mahdollisimman yksinkertaiseksi sopimusdokumentaation avulla. Yksinkertaisimmassa rakenteessa sijoittaja on ensinäkin velvollinen maksamaan sopimuksessa mainitun määrän rahaa. Rahasto puolestaan maksaa sijoitusta koskevan sopimuksen mukaisesti kohdeyhtiölle esimerkiksi osakkeiden merkintähinnan tai lainan pääoman. Kohdeyhtiö maksaa rahastolle ajan kuluessa osinkoa tai korkoja tai muutamien vuosien kuluttua rahasto myy tekemänsä sijoituksen ja saa näin siitä rahavastikkeen. Viimeisessä vaiheessa rahasto jakaa saadut varat sijoittajalle.

Tämä rahaliikenteen malli on vain yksi monista. Kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot perustetaan kymmenen vuoden toimikaudeksi. Rahastolla voi olla useampiakin kohdeyhtiöitä, joihin se sijoittaa sijoittajien rahoja. Jokaisen kohdeyhtiön kohdalla rahaliikenne on käytännössä omansa. Rahastojen tavoitteena kuitenkin on tehdä tuottoa kohdeyhtiöillä, joten rahasto voi myydä ne esimerkiksi peruskorjauksen jälkeen, kun kohdeyhtiön arvo on noussut sen verran, että sijoittajille jää voittoa.

Kuten edellä on jo mainittu, vaihtuvapääomaisessa kiinteistörahastossa rahaston perustajien on lunastettava aina sijoittajan rahasto-osuudet osuudenomistajan pyynnöstä. Tämä on huomioitava aina vaihtuvapääomaisten kiinteistörahastojen rahaliikennettä suunniteltaessa. Rahasto-osuuksien lunastusvaiheessa täytyy huomioida sopimusdokumentaatio: kuinka yhtiösopimuksessa tai merkintäsopimuksessa on voitonjaosta sovittu.

### 1.6.1 Palkkiorakenteita

Palkkiorakenteista ei määrätä oikeastaan mitään laissa. Kommandiittiyhtiömuotoisilla kiinteistörahastoilla kuitenkin on neljä erilaista mallia, mitä yleensä käytetään. Suomessa näistä on käytössä kaksi, joten tässä oppaassa perehdytään vain näihin kahteen malliin. Tämän luvun alussa hieman ensin selvitetään, miten nämä rakenteet eroavat toisistaan ja sitten pohditaan, miten ne vaikuttavat kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston toimintamallien valintaan. Nämä kaksi palkkiorakennetta kulkevat pääasiassa samalla kaavalla, mutta toiseen palkkiorakenteeseen tulee vielä vaihe 4 lisää.

**Vaihe 1.** Rahastosta kertyneestä kassavirrasta jaetaan kullekin sijoittajalle se määrä, mikä vastaa heidän siihen mennessä maksamaa pääomaa.

**Vaihe 2.** Sijoittajille maksetaan aitakorkoa, joka on sovittu sopimuksissa rahaston perustamisvaiheessa. Aitakorko lasketaan sijoittajalle pääomapanoksista siltä ajalta kun ne ovat olleet sijoitettuina.

**Vaihe 3.** Loppu pääoma jaetaan sijoittajille ja hallinnointiyhtiölle. Hallinnointiyhtiön osuus pääomasta on yleensä noin 20–25 prosenttia ja sijoittajalle jäävä osuus jaetaan kunkin sijoittajan rahastolle maksamaan pääomaan.

**Vaihe 4.** Toisessa vaihtoehdossa, kun voittoa on jaettu sijoittajille ja hallinnointiyhtiölle tietyssä suhteessa, loppuosa voitosta jaetaan sellaisessa suhteessa, että hallinnointiyhtiön voitonjako-osuus kasvaa korkotason ylittävältä osalta. Hallinnointipalkkiota käsitellään vielä myöhemmin tässä oppaassa paremmin.

Nämä palkkiorakennekaavat eivät periaatteessa suuresti vaikuta toimintamalleihin, koska ne ovat suurin piirtein samanlaiset. Palkkioista sovitaan aina perustamisvaiheessa sopimuksilla. Tässäkin vaiheessa sopimusdokumentaatiolla on siis merkitystä, koska palkkioiden suuruudesta sovitaan niissä. Palkkiorakenne kuitenkin kannattaa huomioida aina kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston perustamisvaiheessa, koska palkkiot jaetaan aina sopimusten perusteella.

Toisessa vaihtoehdossa, missä hallinnointiyhtiön voitonjako-osuus kasvaa korkotason ylittävältä osalta, täytyy huomioida hallinnointipalkkion määräytyminen. Seu-

raavassa luvussa on tarkoitus selventää hallinnointipalkkion rakenteita, koska ne täytyy ottaa huomioon, kun palkkioita aletaan jakaa toimijoille.

### 1.6.2 Hallinnointipalkkio

Sijoitustoimintaa hoitavat henkilöt ovat yleensä hallinnointiyhtiön palveluksessa, eli kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto ei vastaa kenenkään palkkakuluista. Sijoitustoimintaa hoitavien henkilöiden palkkiot maksaa siis hallinnointiyhtiö. Hallinnointiyhtiön kulut puolestaan katetaan rahaston maksamasta hallinnointipalkkiosta.

Hallinnointipalkkion suuruus on määrätty hallinnointisopimuksessa yleensä prosenttina rahaston koosta tai rahaston sijoittamasta pääomasta. Yleensä hallinnointipalkkion prosenttiosuus on pienempi suuremmissa rahastoissa.

Palkkioprosentti voidaan sopia monella eri tavalla:

- mikäli rahaston koko kasvaa yli tietyn rajan, palkkioprosentti laskee ylittävältä osalta
- palkkion suuruus laskee, jos hallinnointiyhtiö perustaa uuden rahaston
- palkkion suuruus määritellään suhteessa sijoitettuina oleviin rahaston pääomiin
- sijoituskauden loputtua prosenttina rahaston koosta vähennettynä realisoitujen sijoitusten hankintahinnat.

Ensimmäisessä vaihtoehdossa hallinnointipalkkio ei kasva samassa suhteessa pääoman kanssa. Toisessa palkkiovaihtoehdossa puolestaan vaikuttaa hallinnointiyhtiön uudet hallinnoitavat rahastot. Kolmas ja neljäs vaihtoehto ovat yleisimmät hallinnointipalkkiovaihtoehdot. Kolmannessa palkkion suuruus on sidottu rahaston kokoon rahaston sijoituskauden aikana.

Kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston neljällä eri hallinnointipalkkiovaihtoehdolla on hyvät ja huonot puolensa. Käytännössä nämä hallinnointipalkkiot ei-

vät eroa suuresti toisistaan ja kaikissa hallinnointipalkkion suuruus tulee olemaan suurin piirtein yhtä suuri. Kun kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston toimintamallia aletaan suunnitella perustamisvaiheessa, siinä kannattaa huomioida nämä seikat.

## 1.7 Verotus

Kommandiittiyhtiömuotoisessa kiinteistörahastossa tulo jaetaan verotettavaksi osakkaiden tulona, jolloin kiinteistötulo muuttuu elinkeinotuloksi. Verotus ei siis tapahdu kommandiittiyhtiön tasolla. Tämä on yksi suurimmista syistä siihen, että kiinteistörahastoista tehdään kommandiittiyhtiömuotoisia.

Kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston verotus muodostuu yhtiömiesten laskennallisen tulon perusteella, joka muodostuu yhtiön tuloslaskelman perusteella lukuun ottamatta yhtiön mahdollisesti saamia kotimaisia osinkoja tai vastaavia tuloja, jos ne kuuluvat henkilökohtaiseen tulolähteeseen sekä vähennyskelvottoman menot ja mahdolliset verovähennykset edellisiltä vuosilta. Kun laskennallinen tulo on saatu selville, se jaetaan joko rahastoon sijoitetun pääoman mukaisesti tai yhtiösopimuksen voitonjakosäännösten perusteella.

Verotuksessa on huomioitava se, että se ei määräydy palkkioiden kanssa samassa suhteessa. Laskennallinen tulo voi olla pienempi kiinteistörahaston alkuaikoina, koska se ei ole vielä mahdollisesti kerryttänyt voittoa.

Verotuksen tutkiminen otettiin mukaan toimintamallien selventämiseen, koska kommandiittiyhtiö on verotuksellisesti transparentti. Verotus ei kuitenkaan vaikuta niin suuresti kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleihin, koska verotuskäytäntöjä ei voida muuttaa.

## 2 YHTEENVETO

Tämän oppaan tavoitteena oli tuoda selville ne seikat, jotka vaikuttavat kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleihin. Oppaan tekoprosessissa ilmeni se, että lainsäädäntö ja sopimusdokumentaatio luovat parhaimmat mahdollisuudet erilaisille toimintamalleille.

Kiinteistörahastolain soveltamisalan piiriin voi hakea kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot, jos ne tarjoavat yhtiöosuuksiaan yleisölle. Kiinteistörahastolain alaisia kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja ei kuitenkaan ole vielä pahemmin perustettu. Tähän vaikuttaa luultavasti myös laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä. Laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä on tahdonvaltainen, joten sen takia yhtiömiesten välinen yhtiösopimus on erittäin tärkeä. Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiön lainsäädännön pohjalta sopimusdokumentaatio on yleensäkin erittäin tärkeä.

Kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot, joihin ei sovelleta kiinteistörahastolakia, toimivat oikeastaan täydellisesti sopimusdokumentaation varassa. Sopimuksia voidaan tehdä useita erilaisia, joissa voidaan sopia esimerkiksi palkkioista ja niiden jakosuhteista. Lakia avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä kuitenkin sovelletaan tilanteissa, joista ei sopimuksissa saada tarkkaa selvyttä.

Sopimusdokumentaatio voi olla kommandiittiyhtiömuotoisella kiinteistörahastolla erittäinkin laaja: yleensä se koostuu yhtiösopimuksesta sekä hallinnointi- tai osakassopimuksesta, mutta siihen voi kuulua myös esimerkiksi merkintäsopimus ja side letter. Sopimuksilla pyritään kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston toimintamalli luomaan mahdollisimman aukottomaksi, jolla pyritään estämään mahdolliset väärinkäsitykset.

Kommandiittiyhtiömuotoisella kiinteistörahastolla palkkiorakenteita voi olla kahden mallisia. Palkkiorakenteet riippuvat toimintamalleista ja toimintamalleja suunniteltaessa on otettava huomioon erityisesti hallinnointipalkkio, jolla voi olla neljäkin erilaista rakennetta.

Verotus ei käytännössä vaikuta toimintamalleihin, koska verotuskäytäntöjä ei voida muuttaa. Kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja kuitenkin perustetaan juuri sen takia, että kommandiittiyhtiö ei ole verotuksellisesti transparentti, jolloin sen verot verotetaan vastuunalaisilla ja äänettömillä yhtiömiehillä.

Kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston toimintamallit perustuvat siis suurimmaksi osaksi siihen, minkälaisen kiinteistörahaston yhtiömiehet haluavat perustaa. Kommandiittiyhtiömuotoisella kiinteistörahastolla on kuitenkin sen verran väljät säännökset lainsäädännössä, joten se antaa niin sanotusti ”vapaat kädet” kiinteistörahastojen perustamiseen. Toisin sanoen, kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston toimintamalleihin vaikuttavat suurimmaksi osaksi sen perustajien mielipiteet siitä, minkälainen on hyvä kiinteistörahasto.