

LAPPEENRANNAN-LAHDEN TEKNILLINEN YLIOPISTO
School of Business and Management
Kauppatiede

Pro gradu -tutkielman tekijä Tuukka Karvinen

Kiinteistörahastojen toiminta Suomessa

Työntarkastajat: Professori Eero Pätäri
Tutkijatohtori Timo Leivo

Tiivistelmä

Lappeenrannan-Lahden teknillinen yliopisto LUT
School of Business and management
Strategic finance and analytics

Tuukka Karvinen

Kiinteistörahastojen toiminta Suomessa

Pro gradu -tutkielma
Työn valmistumisvuosi 2020,
70 sivua, 1 kuva, 7 taulukkoa
Tarkastajat: Professori Eero Pätäri, Tutkijatohtori Timo Leivo

Hakusanat: Kiinteistörahastot, avoimet erikoiskiinteistörahastot, REIT-rahastot, kiinteistösijoittaminen

Pro gradu -tutkielmassa tutkittiin Suomessa toimivien erikoiskiinteistösijoitusrahastojen ja REIT-rahastojen toimintaa sekä vertailtiin niiden välisiä eroja riskiinsuhteutetulla tuottomittareilla. Tutkimuskohteeksi valittiin Suomessa toimivat kiinteistösijoitusrahastot, koska piensijoittajille suunnatut erikoiskiinteistösijoitusrahastot ovat tulleet markkinoille vasta 2010-luvulla Suomessa ja tutkimusta niistä on rajatusti saatavilla. Nämä rahastot ovat kuitenkin keränneet nopeasti huomattavia pääomia ja niitä markkinoidaan aktiivisesti. Toinen uusi ilmiö Suomen kiinteistösijoitusmarkkinoilla on sijoitusaktiivisuuden kasvu, joka näkyy kasvaneina pääomavirtoina kiinteistösijoitusmarkkinoille sekä Suomesta että ulkomailta. Tutkimuksen tarkoituksena oli vertailla Suomessa toimivien avoimien erikoiskiinteistösijoitusrahastojen ja REIT-rahastojen suoriutumista. Tutkielmassa käydään läpi myös näiden rahastojen erilaisia ominaisuuksia ja lainsäädännöllisiä eroja.

Tutkimusaineistona käytettiin suomalaisten rahastoyhtiöiden kvartaalituottoja, jotka annualisoitiin tutkimusta varten. Tutkimusaineistoa rajoitti rahastojen lyhyt toiminta-aika ja datan rajattu saatavuus. Tutkimuksessa rahastojen eroja vertailtiin kirjallisen tutkimuksen pohjalta sekä kvantitatiivisesti usealla riskiinsuhteutetulla tuottomittarilla. Tulokset osoittivat, että erikoiskiinteistösijoitusrahastot ovat tuottaneet Suomen markkinoilla paremmin kuin ainoa Suomessa toimiva REIT-rahasto Orava. Koska Suomessa on toiminut vain yksi REIT-rahasto, on rahastotyyppien vertailu haastavaa. Toisaalta tarjolla olevien erikoiskiinteistösijoitusrahastojen suurempi määrä voi indikoida, että ne ovat toimivampi sijoitusmuoto Suomen sijoitusmarkkinoilla. Toisaalta ensimmäisen REIT-rahaston epäonnistuminen on saattanut vaikuttaa siihen, ettei uusia rahastolanseerauksia ole toteutettu. Perinteiset sijoitusrahastot ovat keränneet Suomessa aikaisemmin jo suuria pääomamääriä ja näitä tarjoaville rahastoyhtiöillä on suuri asiakaskanta valmiiksi, joten erikoiskiinteistösijoitusrahastojen markkinointi voi olla helpompaa rahastoyhtiöille.

Abstract

Lappeenrantaan-Lahden teknillinen yliopisto LUT
School of Business and management
Strategic finance and analytics

Tuukka Karvinen

Real estate investment funds in Finland

Master's Thesis
2020

70 pages, 1 figures, 7 tables,

Supervisor: Professor Eero Pätäri, Post-doctoral researcher Timo Leivo

Key words: Real estate funds, Open-Ended real estate fund, REIT, Real estate investments

The thesis compares the performance of open-end real estate investment funds and real estate investment trusts (REITs) that are operating in Finland. Finnish real estate funds were chosen as the subject of the study, since open-end real estate funds were not investable for regular investors until in the 2010s. In addition, the existing related literature is scarce. However, these funds have rapidly raised significant capital inflows and they are also actively marketed to Finnish investors. Another new feature in the Finnish real estate investment market is the growth in real estate investment activity, which is reflected in increasing capital inflows both from Finland and abroad to the real estate investment market. The purpose of the thesis was to compare the performance differences between specialty open-end investment funds and REITs operating in Finland. The thesis will also discuss differences in characteristics as well as legislative differences between these two types of funds.

The sample data consist of quarterly returns of Finnish real estate funds. The data was relatively restricted due to the limited availability, and also, due to the short operating history of the funds. The thesis compared the differences between the funds based on previous literature and several risk-adjusted performance measures. The results showed that open-ended investment funds have outperformed the only REIT operating in Finland. As there has been only one REIT, the comparison between fund types is challenging. On one hand, larger number of open-end real estate investment funds may imply their superiority over REITs. On the other hand, the failure of the first REIT may have discouraged potential entrants to launch new REITs. Conventional mutual funds have already raised large capital inflows in Finland in the past, and the fund management companies offering such funds have a large client base, therefore making the marketing of open-end real estate funds easier.

Alkusanat

Pro Gradu-tutkielman tekeminen on ollut itselleni pitkä ja mielenkiintoinen projekti. Aihe tutkielmalle valikoitui jo aikaisessa vaiheessa, koska itselläni on ollut suuri mielenkiinto rakentamiseen ja sijoittamiseen liittyen. Kiinteistörahastojen näkyvä markkinointi ja suuri määrä lisäsi kiinnostusta aiheeseen liittyen. Työskentely rakennusyhtiössä on tutustuttanut minua hyvin aiheeseen.

Tutkielmaan tekemiseen mennyt aika on ollut huomattavasti pidempi kuin suunniteltu, Matkan varrella on tapahtunut monia asioita, joiden yhteensovittaminen tutkielman tekemiseen on välillä ollut enemmän ja vähemmän haastavaa. Tärkeintä on kuitenkin että tutkielmaa on tehty jatkuvasti eteenpäin ja kohti selkeätä päämäärää.

Työn tekeminen on opettanut minulle paljon aiheeseen liittyvää ja kehittänyt osaamistani ammatillisesti. Erityinen kiitos kuuluu professori Eero Pätärille, joka on ohjannut ja avustanut tutkielman tekemisessä. Lopuksi haluaisin kiittää kaikkia lähimmäisiäni, jotka ovat kannustaneet minua tutkielman loppuunsaattamiseen. Heidän tuen ansiosta tutkielman valmistuminen on ollut mahdollista ja päämäärä on saavutettu.

Tuukka Karvinen

12.5.2020 Espoo

1 Sisällysluettelo

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | JOHDANTO | 5 |
| 1.1 | KIINTEISTÖSIIJOITTAMISEN KEHITYS | 7 |
| 1.2 | TUTKIMUKSEN TARKOITUS | 9 |
| 1.3 | TUTKIMUSMETODOLOGIA | 10 |
| 2 | KIINTEISTÖSIIJOITTAMINEN | 11 |
| 2.1 | KIINTEISTÖSIIJOITTAMISEN MUODOT | 11 |
| 2.1.1 | <i>Epäsuora sijoittaminen</i> | 11 |
| 2.1.2 | <i>Suora sijoittaminen</i> | 12 |
| 2.2 | KIINTEISTÖSIIJOITTAMISEN ERIKOISPIIRTEET | 14 |
| 2.2.1 | <i>Kiinteistösijoitusmarkkinan koko Suomessa</i> | 17 |
| 2.2.2 | <i>Toimijat suomessa</i> | 19 |
| 2.3 | KIINTEISTÖJEN TUOTTOJEN LASKEMINEN JA TUOTTOVAATIMUKSET | 22 |
| 2.3.1 | <i>Kiinteistöjen tuottojen laskeminen</i> | 23 |
| 3 | KIINTEISTÖRAHASTOT | 24 |
| 3.1 | KIINTEISTÖRAHASTOTYYPIT | 24 |
| 3.1.1 | <i>Kiinteistöpääomarahastot</i> | 24 |
| 3.1.2 | <i>REIT-kiinteistörahasto</i> | 27 |
| 3.1.3 | <i>Erikoissijoitusrahastot</i> | 33 |
| 3.2 | KIINTEISTÖSIIJOITUSRAHASTON ELINKAARI | 39 |
| 3.2.1 | <i>Perustamisvaihe</i> | 39 |
| 3.2.2 | <i>Sijoitusvaihe</i> | 41 |
| 3.2.3 | <i>Ylläpitovaihe</i> | 43 |
| 3.2.4 | <i>Irtautumisvaihe</i> | 43 |
| 3.3 | RAHASTOJEN SIIJOITUSTOIMINTAAN LIITTYVÄT RISKIT JA VALVONTA SUOMESSA | 44 |
| 3.3.1 | <i>Rahastojen omistusten arvonnäytys ja kiinteistöjen tase-arvot</i> | 51 |
| 4 | TUTKIMUSAINIESTO JA -MENETELMÄT | 53 |
| 4.1 | TUTKIMUKSESSA VERTAILTAVAT RAHASTOT | 53 |
| 4.2 | AINIESTO JA TUTKIMUSMENETELMÄ | 56 |
| 4.2.1 | <i>Sharpen luku</i> | 57 |
| 4.2.2 | <i>SKASR Vinous- ja huipukkuuskorjattu Sharpen luku</i> | 57 |
| 4.2.3 | <i>Treynorin luku</i> | 58 |
| 4.2.4 | <i>Information ratio</i> | 58 |
| 5 | TULOKSET | 59 |
| 5.1 | VUOSITTAINEN TUOTTO | 59 |
| 5.2 | SHARPEN TUNNUSLUKU | 61 |
| 5.3 | TREYNORIN TUNNUSLUKU | 62 |
| 5.4 | SKASR-TUNNUSLUKU | 63 |
| 5.5 | INFORMATION RATIO | 64 |
| 6 | JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO | 65 |
| 6.1 | TUTKIMUKSEN JATKOKYSYMYKSET: | 68 |
| 7 | LÄHTEET | 70 |

1 Johdanto

Kiinteistöt ovat yksi sijoittamisen pääryhmistä, joihin kuuluvat niiden lisäksi osakkeet sekä velkakirjat. Kiinteistösijoittamisen voi jakaa edelleen kahteen pääryhmään asuntosijoittamiseen sekä kaupallisiin tiloihin sijoittamiseen. Asuntosijoittaminen pitää sisällään kiinteistöt, joiden pääasiallinen tarkoitus asuinkäyttö, tosin joissain maissa myös vuokrattavat asuinkiinteistöt kuuluvat kaupallisiin rakennuksiin. Kaupalliset kiinteistöt ovat taas huomattavasti laajempi kokonaisuus, johon kuuluvat esimerkiksi toimistot, hotellit, tuotanto- sekä varastorakennukset ja suuri joukko julkisia rakennuksia.

Eri maantieteellisillä markkinoilla on eroa, kumpaan kiinteistöjen pääjoukkoon kohdistuu suurempi sijoitusintressi. Esimerkiksi Iso-Britanniassa pääryhmä on kaupalliset kiinteistöt, mutta taas Hollannissa ja Ranskassa asuinkiinteistöt ovat merkittävä sijoituskohde. (Hoesli & al, 2000) Suomessa perinteisesti kaupalliset kiinteistöt ovat olleet yksityisten sijoittajien pääkohde, kun taas asuinkiinteistösijoittamiseen ovat keskittyneet lähinnä suuret asuinosijoitusyhtiöt kuten VVO/Kojamo ja Sato sekä kunnalliset kiinteistöyhtiöt ja eläkeyhtiöt (Falkenbach, 2013a) Suomessa on kuitenkin viime vuosina tapahtunut suuri muutos, kun kiinnostus asuntosijoittamiseen on kasvanut merkittävästi vuokra-asuntojen suuren kysynnän vuoksi. Suomeen on perustettu useita sijoitusrahastoja, jotka ovat keskittyneet asuntokohteisiin suurissa kaupungeissa. (Hypo,2019)

Kiinteistöjä on pidetty sopivina sijoituskohteina hyvin hajautettuun portfolioon, koska niiden tuotoilla on pieni korrelaatio muihin sijoitusinstrumentteihin. Kiinteistösijoituksilla sijoittajat voivat näin suojautua riskeiltä, jotka liittyvät osake tai korkomarkkinoiden muutoksiin tutkimuksissa. (Seiler, 1999) Kiinteistösijoituksiin liittyy myös riskejä, mutta osana hajautettua

sijoitusportfoliota ne tasapainottavat sijoitussalkun riskiä huomattavasti. Tutkielmassa tullaan esittelemään kiinteistösijoituksen erityispiirteitä, jotka pitävät kiinteistöjen riskitason suhteellisesti matalalla verrattuna esimerkiksi arvopaperisijoituksiin. Eri kiinteistösijoittamiseen liittyvissä tutkimuksissa on kuitenkin osoitettu kiinteistöjen hyödyt osana hajautettua portfoliota. (Hoesli & al, 2000,)

Kiinteistöt toimivat luonteensa johdosta pitkäaikaisina sijoituksina ja niiden duraatio-aika on pitkä. Vuokria on kuitenkin mahdollista korottaa tuona aikana, joten kiinteistöjen tuotot pysyvät inflaation mukana ja tämän johdosta kiinteistöt toimivat hyvin osana pitkäaikaista sijoitusportfoliota.(Chun & al., 2000; Craft, 2001).

Perinteisesti piensijoittajien kiinteistösijoittaminen tarkoittanut suoraan asuntoihin sijoittamista kotimaan markkinoille. Kiinteistösijoittamiseen on kuitenkin tullut 1990-luvulta alkaen monia uusia sijoitusinstrumenttejä tarjolle markkinoille ja erityisesti monet uudet sijoitustuotteet ovat tulleet myös piensijoittajan saataville, kun aikaisemmin monet kiinteistösijoittamisen tuotteet ovat olleet suunnatta instituutionallisille sijoittajille. Lukuisten uusien mahdollisuuksien myötä yhä useammat sijoittajat käyttävät epäsuoria kiinteistösijoitusmahdollisuuksia. Näitä uusia epäsuoran sijoittamisen mahdollisuuksia ovat erilaiset rahastot kuten REIT-rahastot tai avoimet kiinteistöihin sijoittavat erikoisrahastot sekä erilaiset kiinteistöyhtiöt eri maissa. Näiden uusien sijoitusmahdollisuuksien myötä sijoitusportfolioista on tullut entistä kansainvälisempiä sekä hajautetumpia kuin aikaisemmin. (Niskanen & Falkenbach, 2012)

Kahden viimeisen vuosikymmenen aikana sijoitukset kiinteistöihin ovat kasvaneet merkittävästi, koska kiinteistöt tarjoavat hyvän mahdollisuuden tehdä hajautusta sijoitusportfolioihin. Näitä hajautuksen tuomia etuja voivat hyödyntää sekä sijoittajat sekä suorilla että epäsuorilla kiinteistösijoituksilla. Vaikka suorissa ja epäsuorissa sijoituksissa kummassakin loppusijoituskohde ovat kiinteistöt, niin sijoitusten riskiprofiilit ovat hyvin erilaisia ja niiden sääntely on hyvin erilaista. Erityisesti eroja näiden on sijoitustapojen likviditeetissä (Schweizer, 2013)

1.1 Kiinteistösijoittamisen kehitys

Kiinteistösijoittamisella on pitkä historia sekä Suomessa, että kansainvälisesti. Kiinteistöjä on perinteisesti pidetty vähä riskisinä sijoituskohteina, jotka ovat taanneet sijoittajille vakaata tuottoa. Kiinteistöt ovat myös olleet luonnollinen sijoituskohde suuren varallisuusarvonsa johdosta. Suomessa rakennettu ympäristö muodostaa 70 % kansanvarallisuudesta eli kiinteistöihin on sitoutunut erittäin suuri pääoma, joka tarjoaa suuren sijoituspotentiaalin. Vuonna 2014 Suomen koko toimistorakennuskannan arvo on yhteensä noin 20 miljardia euroa ja siitä noin 14.5 miljardia, joka vastaa noin 72 % koko rakennuskannasta, on ammattimaisten sijoittajien omistamia. Julkisen sektorin omistuksessa on noin 15 % ja loput 13 % toimistoista omistaa piensijoittajat (KTI, 2014)

Suomessa institutionaalisilla sijoittajilla erityisesti eläkeyhtiöillä on perinteisesti ollut suuri rooli kiinteistömarkkinoilla. Viime vuosina sijoittajakentän monipuolistumisen myötä eläkeyhtiöiden rooli on hieman pienentynyt, mutta edelleen niiden omistuksessa on noin kolmannes ammattimaisten sijoittajien hallinnoimasta suomalaisesta kiinteistöomaisuudesta. (KTI, 2014)

Kiinteistösijoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen on pitkäaikainen trendi kiinteistömarkkinoilla. Euroopassa varsinainen kiinteistösijoitusten kansainvälistyminen alkoi 2000-luvun alussa. Vuosien 2000 ja 2007 aikana kansainvälisten kiinteistösijoitusten osuus nousi 34 prosentista 63 prosenttiin kaikista Euroopasta tehdyistä kiinteistösijoituksista. (Jones Lang LaSalle, 2007)

Koko Euroopan markkinaa laajemmin tutkittaessa kolme suurinta kiinteistösijoitusmarkkinaa ovat Iso-Britannia, Ranska ja Saksa. Nämä kolme kohdetta ovat perinteisesti olleet pääsijoitusmarkkinat kansainvälisille kiinteistösijoittajille. Kuitenkin viime vuosikymmenen aikana myös pienemmät Eurooppalaiset markkinat ovat alkaneet kiinnostamaan kiinteistösijoittajia. (Ellis, 2008)

Ammattimaisten kiinteistösijoittajien toiminnan elinehto on, että kiinteistöihin sijoitetuista pääomista saadaan niiden riskitasoa vastaava kohtuullinen tuotto.

Suurista pääomamääristä johtuen kiinteistösijoitusten elinkaari on väistämättä aina pitkä, mikä aiheuttaa haasteita tulevien tuottojen ennustettavuuteen. Kiinteistön omistaja tulee kattaa vuokratuotoilla sekä kaikki kiinteistöön kohdistuvat pitkän tähtäimen elinkaarikustannukset että sidottujen pääomien tuottovaatimuksen. (KTI, 2014)

Suomessa kiinteistöt ovat olleet pitkään sijoituskohteita, mutta ensimmäiset julkisen kaupankäynnin kohteena olevat kiinteistösijoitusyhtiöt listattiin Helsingin pörssiin kuitenkin vasta vuonna 1988. Silloin Suomessa oli käynnissä talouden nousukausi ja kiinteistöjen arvojen uskottiin vain voivan nousta tulevaisuudessa. (Falkenbach, 2013a) 1980-luvun lopun nousukautena useita kiinteistöyhtiöitä listautui Helsingin pörssiin kiinteistösijoittamisen tuottojen ollessa suhteellisen korkeita ja kiinteistöjen arvojen noustessa jatkuvasti. Nousukausi loppui Suomessa kuitenkin nopeasti, kun Suomen talous kääntyi laskuun heti 1990-luvun alussa Neuvostoliiton hajottua ja vuonna 1991 Suomen talous oli virallisesti lamassa. Laman aikana Suomessa oli jäljellä seitsemän sijoitusyhtiötä. Kiinteistömarkkinoiden toipuminen alkoi 1990-luvun puolessa välissä ja erityisesti Euroopan unioniin liittyminen vakautti Suomen taloutta, joka näkyi myös kiinteistömarkkinoiden vakautumisella. Uudestaan rakentaminen lähti selvästi nousuun ns. teknologia-boomin aikana, kun Suomen talouskasvu oli nopeaa. Tuona aikana rakennettiin paljon uusia toimistokiinteistöjä. (Falkenbach, 2013b)

Suomen lainsäädäntö mahdollistaa erilaisia kiinteistösijoitusvaihtoehtoja. Kiinteistöihin voi sijoittaa monella eri tavalla ja monen erilaisen sijoitusinstrumentin kautta. Sijoittajan tulee tunnistaa omat tavoitteensa tarkasti ja oma asiantuntemuksensa kiinteistösijoittamisessa valitsijassaan oman sijoitusstrategiansa. Samoin eri sijoitusinstrumentteihin liittyy erilaisia lainsäädännöllisiä vastuita ja verovaikutuksia. Ylätasolla kiinteistösijoittamisen voi jakaa kahteen kategoriaan suoraan ja epäsuoraan sijoittamiseen. Suora kiinteistösijoittaminen vaatii enemmän tietoisuutta ja osallistumisesta sijoittajalta vastaavalla tavalla kuin esimerkiksi osakesijoittamisessa. (KTI, 2014)

Kiinteistösijoittamisen näkymät ovat olleet positiiviset Suomessa globaalin finanssikriisin jälkeen 2010-luvulla, koska rakentaminen on ollut kasvussa ja erityisesti asuntojen tarve Helsingin seudulla on suuri. Suomalainen kiinteistösijoitusmarkkina on kansainvälistynyt 2010-luvulla ja uusia toimijoita on tullut sen myötä markkinoille. (Hypo, 2019)

1.2 Tutkimuksen tarkoitus

Tutkielman tarkoituksena on tutkia Suomessa toimivien avoimien erikoiskiinteistösijoitusrahastojen ja REIT-rahastojen eroja taloudellisessa suorituskyvyssä.

Tutkielmassa käydään läpi myös näiden rahastojen erilaisia ominaisuuksia ja eroja rahastoja säätelevässä lainsäädännössä. Tutkimuksessa tullaan kuvailemaan näiden eri rahastotyyppien eroavaisuuksia. Tutkielman kirjallisuuskatsaus osiossa käydään läpi pääsääntöisesti Euroopassa sekä Suomessa tehtyä tutkimusta kiinteistörahastoista ja -sijoitusyhtiöistä. Tutkimusosiossa rahastoja tutkitaan eri tuottomittareiden perusteilla. Suomessa toimivien kiinteistörahastojen tuottohistoria on verrattain lyhyt, koska nämä sijoitusinstrumentit ovat olleet markkinoilla vasta 2010-luvulta alkaen, joten kvantitatiivisien osuuden osalta tulokset ovat osittain rajalliset. Tutkimuksessa on tarkoituksena keskittyä piensijoittajille kohdennettuihin kiinteistösijoitusinstrumentteihin, koska ne ovat uudenlaisia sijoitustuotteita Suomessa ja ovat nopeassa ajassa keränneet merkittävän pääomamäärän. Tutkimukseen valitut rahastot on täten pyritty valitsemaan siten, että ne olisivat piensijoittajan saatavilla.

1.3 Tutkimusmetodologia

Tutkielmassa rahastojen suorituskykyä tullaan mittaamaan kvantitatiivisesti usealla riskiinsuhteutetulla tuottomittarilla. Tutkimukseen valitut tuottomittarit olivat vuosituotto, Sharpen luku, Skasr-mittari, Information ratio ja Treynorin luku. Näiden tuottomittareiden avulla tavoitteena on saavuttaa kattava kuva Suomessa toimivien kiinteistösijoitusrahastojen suorituskyvystä.

2 Kiinteistösijoittaminen

2.1 Kiinteistösijoittamisen muodot

Kiinteistösijoittaminen on monipuolistunut ajan kuluessa valtavasti ja varsinkin viime vuosikymmenten aikana vaihtoehdot ovat kasvaneet nopeasti. Kiinteistösijoittamista voi tehdä nykypäivänä monilla erilaisilla tavoilla ja erilaisten sijoitusinstrumenttien avulla. Usein kiinteistösijoittaminen jaetaan kahteen kategoriaan suoraan ja epäsuoraan sijoittamiseen vastaavalla tavalla kuin osakesijoittamisessa. Suorassa kiinteistösijoittamisessa ostaja ostaa kiinteistön kokonaisuudessaan ja vastaa kaikista kiinteistöön liittyvistä sitoumuksista. Epäsuorassa sijoittamisessa sijoittaja ulkoistaa kiinteistön hankinnan ja hallinnon ulkopuoliselle organisaatiolle.

2.1.1 Epäsuora sijoittaminen

Epäsuorassa sijoittamisen muodossa sijoittaja ei hanki kiinteistöä suoraan omistukseensa vaan hankkii osuuden yhtiöstä tai rahastosta, joka vastaa kiinteistön omistukseensa. Epäsuoran sijoittamiseen on eri vaihtoehtoja kiinteistösijoitusyhtiöitä on sekä yksityisiä että julkisia, jotka on listattu pörssiin. Kiinteistörahastoja on myös tarjolla erilaisia riippuen niiden sijoittajakohderyhmästä ja hallinnollisesta muodosta. Osa rahastoista on suunnattu vain instituutionallisille sijoittajille ja osa yksityisille sijoittajille tai molemmille kohderyhmille. Rahastot voivat olla hallinnollisesti, joko kommandiittiyhtiöitä tai erikoissijoitusrahastoja tai sitten pörssiin listattuja kiinteistösijoitusrahastoja. (Rakli, 2019)

Epäsuoran sijoittamisen hyötyjä verrattuna suoraan kiinteistösijoittamiseen

- Epäsuorat sijoitukset ovat likvidimpiä verrattuna suoriin kiinteistö sijoituksiin, koska sijoitusten yksikkökoko on pienempi sekä näille sijoitustuotteille on olemassa markkinapaikka

- Rahastojen hallinnoinnista vastaa ammattilaiset
- Pienempi yksikkökoko, voi osallistua pienemmällä pääomalla
- Sijoitusportfolio on hajautettu ja hajautuksen myötä riskitasot pienevät
- Sijoitusten tuottojen ja kulujen vertailu helpompaa,
(Hoesli & MacGregor , 2000, kpl. 11)

Falkenbach (2009b) on havainnut tutkimuksessaan, että epäsuoran sijoittamisen mahdollistavien instrumenttien olemassaolo myös korreloi kiinteistösijoitusmarkkinan maturiteetin kanssa. Sillä osalle kansainvälisistä sijoittajista epäsuoran sijoittamisen mahdollistavien instrumenttien olemassaolo on ehtona, että he voivat sijoittamista maan kiinteistömarkkinoille. Epäsuoran sijoittamisen merkitys on kasvanut kiinteistösijoittamisen kansainvälistymisen myötä ja siitä on tullut tutkimuksen mukaan indikaattori sijoittajille kohdemarkkinan sijoituskelpoisuudesta.

Yksi tärkeimmistä epäsuoran sijoittamisen hyödyistä on, että se mahdollistaa riskien pienentämisen, kun sijoittaja pääsee osaksi suurempaa portfolioa verrattuna suoraan sijoittamiseen. (Hoesli, Lekander, 2008) Tätä epäsuoran sijoittamisen ominaisuus hyödyttää piensijoittajia, joiden on kiinteistöjen suuren yksikkökoon ja markkinoiden rajallisen informaation myötä vaikeampi tehdä kiinteistösijoittamisessa riskienhajautusta verrattuna institutionaalisiin sijoittajiin.

2.1.2 Suora sijoittaminen

Suorassa sijoittamisessa sijoittaja hankkii haltuunsa suoraan juridisen kiinteistön, asunto- tai kiinteistöyhtiön osakkeita, jotka oikeuttavat asunnon tai kiinteistön hallintaan. Suorassa kiinteistösijoittamisessa omistaja pystyy kehittämään sijoituskohdetta haluamallaan tavallaan, jolla voi nostaa sijoitusten tuottoa. (Hoesli & MacGregor, 2000, kpl 11)

Kiinteistöjä pidetään perinteisesti vakaina sijoituskohteina ja suorassa kiinteistösijoittamisessa sijoittaja pystyy itse määrittämään hajautuksesta

esimerkiksi maantieteellisesti tai kiinteistön käyttötarkoituksen mukaan. Kiinteistösijoittamisen sisälläkin sijoittaja pystyy pienentämään riskiä hajauttamisella tai valitsemalla eri riskitason kohteita portfolioonsa. (Georgiev & al, 2003) Yleensä asunnot nähdään vähä riskisimpinä sijoituskohteina, koska niiden kysyntä on vakaampaa verrattuna toimitiloihin ja yksikkökoko suhteellisesti pienempi kiinteistömarkkinoilla. Toisaalta asuntojen sijoitustuotto on alhaisempi pienemmän riskitason johdosta käänteisesti verrattuna liikekiinteistöihin. Korkeimman riskitason kohteita edustavat taas kiinteistöt, jotka on suunniteltu ja rakennettu erittäin yksilölliseen käyttötarkoitukseen, koska näille kiinteistöille on hyvin vähän mahdollisia vuokralaisia, jos vuokralainen vaihtuu. Riskiä tällaisissa erikoiskiinteistöissä voidaan hallita tekemällä pitkäaikaisia vuokrasopimuksia ja sopimalla erilaisia sopimussakkoja, mikäli vuokrasopimusta halutaan muuttaa kesken sopimuksessa määritellyn ajan. Maantieteellisellä hajauttamisella riskiä voidaan myös hallita merkittävästi. Suuret kaupungit ovat pienemmän riskin sijoituskohteita kuin pienemmät paikkakunnat. (Suomen Vuokranantajat, 2018)

Suorassa sijoittamisessa hyötynä on myös sijoittajan mahdollisuus valita itse vuokralaiset. Epäsuorassa sijoittamisen kautta vuokralaiseksi saattaa valikoitua omistajan kannalta epätoivottu vuokralainen, joka saattaa vahingoittaa kiinteistön omistajan mainetta. (Realia, 2019) Toisaalta epäsuoran sijoittamisen riskien hajauttaminen pienentää sijoittajan riskiä, kun taas yksittäisen vuokralaisen valinta korostuu suorassa sijoittamisessa.

Suorassa kiinteistösijoittamisessa haasteena piensijoittajille on sijoittamisen suuri yksikkökoko, joka rajoittaa sijoittajien määrää ja mahdollisuuksia hankkia kiinteistöjä omistukseensa. (Niskanen & Falkenbach,2013)

Suorien kiinteistösijoitusten on havaittu olevan kuitenkin vähemmän volatiilisia verrattuna epäsuoriin sijoituksiin, joiden transaktioita voi suorittaa päivittäin. Samoin epäsuorien sijoitusten on huomattu korreloivan enemmän muiden sijoitustuotteiden tuottojen kanssa kuin suorien sijoitusten. Näin ollen suorat sijoitukset ovat sijoittajan kannalta helpommin ennakoitavia sijoituksia. Suorien kiinteistösijoitusten tarjotessa näin paremmin suojan markkinamuutoksia kohtaan

ja siksi suorat kiinteistösijoitukset sopivat hyvin tasapainottamaan sijoitusportfoliota.(Hoesli, Lekander, 2005)

2.2 Kiinteistösijoittamisen erikoispiirteet

Kiinteistösijoittamiseen liittyy tiettyjä erikoispiirteitä, jotka erottavat kiinteistösijoittamisen olennaisesti perinteisestä arvopaperisijoittamisesta. Seuraavassa osiossa käydään läpi näitä erikoispiirteitä, jotka liittyvät kiinteistösijoittamiseen. Kiinteistösijoittajan tulee tuntea kiinteistöihin liittyvät erikoispiirteet, koska näistä tekijöistä johtuen kiinteistösijoittaminen vaatii sijoittajalta erilaista osaamista verrattuna muihin sijoitusinstrumentteihin verrattuna.

Heterogeenisuus ja kiinteä sijainti, fyysisuus

Kiinteistöt ovat yksilöllisiä sijoituskohteita ja etenkin verrattuna velkakirjoihin, jotka ovat toistensa kaltaisia sijoitusinstrumentteja, huomioiden kohde yrityksen riskit. Kiinteistöjen keskinäiset erot ovat keskenään suuria. Kiinteistöt vaihtelevat sijainnin, koon, rakenteiden, iän ja ylläpidon osalta esimerkiksi. Yksi keskeinen asia on kiinteistön fyysinen sijainti, joka tekee jokaisesta rakennuksesta uniikin sijoituskohteen ja luo sille erittäin pitkäkestoisen kilpailuedun verrattuna toisiin sijoituskohteisiin. Rakennus suositussa sijainnissa säilyttää arvonsa oikealla ylläpidolla erittäin pitkän ajan. (Hoesli & MacGregor, 2000, kpl 11)

Yksikön arvo

Kiinteistösijoittamisessa sijoituskohteen arvo on usein suuri. Kokonaisten kiinteistöjen arvo mitataan usein miljoonissa euroissa, joka vähentää mahdollisten sijoittajien lukumäärää, koska kiinteistösijoittamisesta tarvitaan suuria pääomia. Rajoitettu pääsy markkinoille vähentää luonnollisesti sijoittajien määrää. (Hoesli & MacGregor, 2000, kpl 11)

Vakuusarvo

Kiinteistökaupoissa ostaja pystyy hyödyntämään kiinteistöjen vakuusarvoa rahoittamalla osan kaupasta velkarahalla. Kiinteistöjä pidetään turvallisina sijoituksina ja sitä vastaan rahoittajat myöntävät lainaa helpommin verrattuna esimerkiksi osakekauppoihin. Vakuusarvo mahdollistaa kiinteistötransaktioista myös velkavivun käytön, jolla kiinteistösijoitusten tuotto-odotuksia voidaan kasvattaa. Velan käyttö mahdollistaa myös verohyödyn käyttämisen, koska korkokuluja voidaan vähentää verotuksessa ja näin parantaa myös sijoittajan tuottoja riippuen eri maiden lainsäädännöstä. (Hoesli & MacGregor, 2000, kpl 11)

Pitkän aikavälin sijoitus

Kiinteistöt rakennetaan lähtökohtaisesti kestäväksi vuosikymmeniä, pois lukien väliaikaiset rakennukset esimerkiksi väistötilat tai suurten tapahtumien tarvitsemat lisärakennukset. Suomalaisessa asuntorakentamisessa rakenteet suunnitellaan kestäväksi noin 50 vuotta ilman merkittäviä lisäkorjauksia ja korjauksilla rakenteiden elinkaarta voidaan pidentää huomattavasti. (Elementtisuunnittelu, 2019) Sijoitusmaailmassakin kiinteistöt ovat pitkän aikavälin sijoituksia etenkin, kun katsotaan koko portfolion perspektiivistä, mutta tietysti yksittäiset kiinteistöt saattavat olla hieman lyhyemmän aikavälin sijoituksia riippuen taloudellisesta kehityksestä tai investoijan sijoitusstrategiasta. Markkinoilla on myös sijoittajia, joiden strategia on maksimoida portfolion tuottoa lyhyemmän aikavälin sijoituksilla. Kiinteistöliiketoiminta kytkeytyy pitkälti myös kuntien ja valtioiden aluesuunnitteluun, jotka ovat pitkäaikaisia projekteja ja vaikuttavat suuresti kiinteistöjen tuottoihin. (Hoesli & MacGregor, 2000, kpl 11)

Hallinnointi, elinkaari ja kehittäminen

Kiinteistöjen rahastojen hallinnointi eroaa selkeästi osake- tai korkorahastojen hallinnasta. Näiden omaisuusluokkien hallinnointi on yleensä suhteellisen passiivista ja sijoittaja vastaanottaa vuosittain maksettavat osinko ja muut tuotot automaattisesti. Kiinteistöjen hallinta vaatii paljon aktiivisempaa hallintaa, koska

kiinteistöt tarvitsevat vuokralaisia tuottaakseen ja kiinteistöihin kohdistuu myös erilaisia huolto- ja investointitarpeita vuosittain. Rahastot usein ulkoistavat nämä toiminnot ulkopuoliselle toimijalle, mutta ulkoistus vaikuttaa rahastojen kulurakenteeseen. (Hoesli & MacGregor, 2000, kpl 11)

Toisaalta kiinteistöt tarjoavat sijoittajalle suuremman mahdollisuuden vaikuttaa investoinnin tuottoon, koska kiinteistöjä voidaan kehittää ja sen myötä niiden tuottoja parantaa. Kiinteistöjen kehittäminen vaati investoijalta pääomia ja vie aikaa sekä saattaa lisätä riskejä omistajille, koska rakentaminen vaatii erilaisia lupia ja suunnittelu sekä rakentaminen maksaa.

Epälikvidisyys

Kiinteistömarkkinoille ei ole keskitettyä kauppapaikkaa, kuten pörssiosakkeilla tai korkotuotteilla vaan jokainen kauppa on yksilöllinen ja vaatii laaja kiinteistöalan asiantuntemusta. Kaupoissa on usein mukana erilaisia neuvonantajia myyjien ja ostajien apuna. Tosin kiinteistöjen välilläkin on suuria eroja likvidisyydessä, koska asuinkäyttöön suunnitelluille asunnoille on olemassa useita markkinapaikkoja ja transaktioita tapahtuu kymmeniä tuhansia vuosittain, joten markkinoilla vallitsee hintatietoisuus.

Toki Suomen sisäisetkin markkinat ovat jakautuneet maantieteellisesti hyvin erilaisiin alueisiin. Suurissa kaupungeissa, joissa kauppojen määrä on suuri hinnanmuodostus toimii, mutta pienemmissä kaupungeissa, joissa transaktioiden määrä on pieni markkinahintojen määrittely on vaikeampaa. Asuntomarkkinoiden voidaan katsoa olevan likvidi erityisesti kiinteistömarkkinoiden sisällä kun vertaillaan eri kiinteistötyyppien välillä. Suuret yksittäiset kiinteistökohteet ovat yksittäisiin asuntoihin verrattuna huomattavasti epälikvidempää omaisuususeriä, mutta myös niille on olemassa omia kansainvälisiä markkinapaikkoja.

Globalisaation ja IT-kehityksen myötä myös kiinteistömarkkinoiden likviditeetti on huomattavasti kasvanut, koska informaation välittäminen on kasvanut ja kansainvälisen sijoittamisen suosio on kasvanut ja kaupankäynnin helppous on kasvanut. Euroopassa myös EU:n ja EMU:n kehitys on helpottanut transaktioiden kehitystä huomattavasti, koska markkinoiden yhtenäisyys on kasvanut ja valuuttakursseihin liittyvät riskit ovat pienentyneet. (Olkkonen et al,1997)

Kiinteistösijoittamisen liittyy myös suhteellisen korkeat transaktiokustannukset verrattuna muihin arvopaperisijoittamisen muotoihin. Korkeat transaktiokysymykset liittyvät muihin kiinteistöjen erikoispiirteisiin, jotka vaativat laajaa asiantuntijuutta ja kiinteistöjen yksilölliseen luonteeseen. Kiinteistökaupoissa käytetään apuna kiinteistönvälittäjiä ja muita arvonmäärityksestä vastaavia asiantuntijoita. Kiinteistöjen kaupankäyntiin liittyy myös suhteellisesti enemmän lainsäädännöllisiä erikoispiirteitä ja vastuita, jotka nostavat transaktiokustannuksia. (Hoesli & MacGregor, 2000, kpl 11)

2.2.1 Kiinteistösijoitusmarkkinan koko Suomessa

Suomessa tehtiin vuonna 2016 kiinteistökauppoja yli 5 miljardin arvosta. Kasvu on ollut voimakasta, koska vuonna 2014 kiinteistökauppojen arvo oli noin 4 miljardia ja vuosina 2012-2013 kauppojen arvo oli vain reilu 2 miljardia euroa. Tämä kiinteistökauppojen kasvu Suomessa selittyy pitkälti alhaisista korkotuotoista eurooppalaisilla sijoitusmarkkinoilla ja siitä, että kiinteistömarkkinoiden kasvu Keski-Euroopan markkinoilla oli tapahtunut jo hieman aikaisemmin, joten moni ulkomaalainen sijoittaja alkoi etsimään tuottoja hieman syrjäisemmästä Suomesta, jossa markkinat olivat olleet rauhalliset aikaisemmin. Luonnollisesti kauppojen kasvun myötä myös markkinoiden hintataso on noussut Suomessa. Markkinoiden uskotaan pysyvän Suomessa noin 4,5 miljardin tasolla, kun korkojen oletetaan pysyvän myös jatkossa matalina. Kiinteistömarkkinat olivat Suomessa aktiivisena myös jo vuonna 2016. Vuoden 2016 aikana aloitettiin runsaasti uusia rakennushankkeita Suomessa erityisesti Helsingin seudulla. Suurimpia kaupan ja asumisen hankkeita ovat

Helsingin Pasilassa aloitettu Tripla-hanke sekä Helsingin kalasatamassa aloitettu Redi-hanke. Helsingin seudulla on käynnissä suuria aluerakentamisen hankkeita. (Catella, 2017)

Suomessa etenkin toimistokiinteistöjen markkinat ovat keskittyneet pääkaupunkiseudulle, hyväkuntoisiin rakennuksiin, joissa on pitkät vuokrasopimukset sekä ne sijaitsevat hyvien kulkuyhteyksien varrella. (Newsec, 2017) Suomen toimistokiinteistöistä sijaitsee pääkaupunkiseudulla noin 44 % (KTI Kiinteistötieto, 2016), joten on luonnollista, että sijoitustoiminta on aktiivisinta Helsingin seudulla.

Rakentamisen uskotaan pysyvän aktiivisena erityisesti Helsingin seudulla myös lähivuosina, sillä Suomessa on käynnissä edelleen voimakas muuttoliike ja asuntojen kysyntä on korkeaa pääkaupunkiseudulla. (Hypo, 2019)

Vaikka asuntorahastojen pääomat ovat kasvaneet nopeasti, niin markkina-arvolla mitattuna vapaarahoitteisen markkinan suurimpia toimijoita ovat edelleen asuntosijoitusyhtiöt ja instituutiot, jotka ovat hankkineet 2010-luvulla asuntoja keskimäärin yli 100 miljoonalla eurolla. Vuonna 2015 näiden toimijoiden osuus asuntotransaktiovolyymistä oli noin 460 miljoonaa euroa, mikä vastaa noin 38:aa prosenttia. (KTI, 2016)

Rahastot ovat hankkineet enimmäkseen uudiskohteita, jotka vielä vuosina 2012–2014 muodostivat noin 70 prosenttia asuntorahastojen transaktiovolyymistä. (KTI, 2016)

| Listatut kiinteistösijoitus yhteisöt | Listatut kiinteistösijoitukset EUR, Mrd | REIT-rahastot pääoma, Mrd Eur | REIT lkm | Kiinteistösijoitusyhtiöt Pääoma Mrd Eur | Kiinteistösijoitusyhtiöt lkm |
|--------------------------------------|--|----------------------------------|------------|--|------------------------------|
| Saksa | 98,21 | 4,63 | 6 | 93,58 | 54 |
| Iso-Britannia | 82,10 | 68,4 | 56 | 13,69 | 37 |
| Ruotsi | 62,11 | 0 | 0 | 62,11 | 49 |
| Ranska | 58,27 | 53,48 | 30 | 4,79 | 17 |
| Sveitsi | 49,36 | 0 | 0 | 49,36 | 39 |
| Espanja | 30,65 | 24,83 | 79 | 5,81 | 15 |
| Belgia | 23,82 | 18,44 | 17 | 5,38 | 11 |
| Hollanti | 21,96 | 21,88 | 5 | 0,08 | 3 |
| Itävalta | 7,96 | 0 | 0 | 7,96 | 6 |
| Suomi | 5,82 | 0 | 0 | 5,82 | 5 |
| Puola | 5,56 | 0,04 | 2 | 5,52 | 37 |
| Norja | 5,47 | 0 | 0 | 5,47 | 8 |
| Irlanti | 3,32 | 3,32 | 4 | 0 | 0 |
| Tanska | 2,05 | 0 | 0 | 2,05 | 11 |
| Italia | 1,23 | 0,96 | 3 | 0,27 | 7 |
| Portugali | 0,03 | 0 | 0 | 0,03 | 1 |
| Yhteensä | 458 | 196 | 202 | 262 | 300 |

Kuva 1, Listattujen kiinteistösijoitusten määrä Euroopassa

Vuonna 2019 Suomessa oli listattuja kiinteistösijoituksia noin 5,8 Mrd euron arvosta. Suomessa listattujen kiinteistösijoitusten arvo vastaa esimerkiksi väkiluvultaan samankokoista Norjaa, toisaalta Ruotsissa listattujen kiinteistösijoitusten määrä on yli 10-kertainen Suomeen verrattuna (kuva 1) (Epra, 2019)

2.2.2 Toimijat suomessa

Suomen kiinteistömarkkinat ovat jakautuneet sekä suomalaisten että ulkomaisten sijoittajien kesken. Ulkomaisten sijoittajien osuus erityisesti kasvanut viime vuosina johtuen matalista koroista mikä on lisännyt kiinnostusta kiinteistösijoittamiseen. Aikaisemmin Suomen kiinteistömarkkinoilla toimi lähinnä suomalaisia sijoittajia ja kilpailun puutteen takia kiinteistöjen keskimääräiset tuotot olivat korkeampia kuin Keski-Euroopassa ja tämä tekijä on houkuttanut ulkomaalaisia sijoittajia Suomeen. Suomessa toimiikin nykyään moni ulkomainen kiinteistösijoittaja ja moni yritys haluaa kasvattaa sijoituksiaan Suomeen. 2015 noin puolet Suomesta tehdyistä kiinteistökaupoista oli ulkomaalaisen tekemiä (KTI, 2016) Ulkomaalaisten sijoittajien kiinnostuksen Suomen kiinteistömarkkinoita kohtaa uskotaan myös jatkuvan vahvana myös lähivuosina. Ulkomaalaisten sijoittajien kiinnostus on kasvanut jatkuvasti etenkin vuoden 2008 jälkeen. Vuoden 2008 jälkeen korkotasoa on laskenut maailmanlaajuisesti, joka on lisännyt kiinnostusta kiinteistösijoittamiseen, koska korkosijoitusten tuotto on laskenut. Kiinteistöjä on historiallisesti pidetty matalariskisenä sijoituskohteena, joten sijoittajat ovat siirtäneet sijoituksiaan korkotuotteista kiinteistöihin.

Euroopassa ensimmäisenä kiinteistöjen hinnat lähtivät nousuun Keski-Euroopan suurissa kaupungeissa, josta seurasi kiinteistöjen tuottoasteiden lasku Keski-Euroopassa. Tuottoasteiden laskettua kansainväliset sijoittajat siirtyivät etsimään suurempia tuottoja pienemmiltä kiinteistömarkkinoilta kuten Suomesta. (Hypo, 2019) Useat tutkimustulokset osoittavat että kansainvälisille sijoittajille tärkeimmät kriteerit ovat maantieteellisen hajauttamisen tuomat edut sekä mahdollisuus saavuttaa korkeampia tuottoja sijoituksille (Worzala, 1994; Falkenbach, 2009b)

Kansainväliset sijoittajat arvioivat sijoituskohteita useilla eri tavoilla. Vuonna 1996 julkaistun tutkimuksen (Han) suurin osa Yhdysvaltalaisista sijoittajista käyttävät arvioissaan sekä kvantitatiivisia että kvalitatiivisia arvioita. Tärkeimmät tekijät mitä arvioidaan ovat kohdemaan taloudelliset tekijät, kiinteistösijoittamisen mahdollisuudet, demograafiset tekijät sekä kiinteistömarkkinankoko. Toinen vuonna 2006 kansainvälisiä sijoittajia koskeva tutkimus (Ho & al.) päättyi tuloksiin, että kansainvälisille sijoittajille tärkeimpiä tekijöitä kohdemarkkinan valintaan ovat taloudellisen kasvun takaavat tekijät sekä markkinan likvidisyys. Näiden syiden jälkeen sijoittajat kokivat myös tärkeiksi markkinan läpinäkyvyyden sekä kiinteistöjen käyttöasteen.

Silti Suomen suurimpia kiinteistösijoittajia, ulkomaalaisten tulosta markkinolle huolimatta, ovat suomalaiset eläkevakuutusyhtiöt Ilmarinen ja Varma. Eläkeyhtiö Varman kiinteistösijoitusten arvo oli vuoden 2016 lopussa 3.6 Mrd € ja Ilmarisen kiinteistösijoitusten arvo oli 4.1. Mrd arvo. (Varma, 2017; Ilmarinen, 2017) Myös muut eläkevakuutusyhtiöt Elo, Keva sekä muut vakuutusyhtiöt ovat merkittäviä kiinteistösijoittajia Suomessa. Suomalaiset eläkevakuutusyhtiöt omistavat noin kolmanneksen koko Suomen kiinteistökannasta. Asuntorahastot ovat viime vuosina lisänneet aktiviteettiään markkinoilla ja niiden varat ovat kasvaneet merkittävästi, mutta edelleen Suomen suurimpina toimijoita ovat asuntosijoitusyhtiöt ja instituutiot, jotka ovat 2010- luvulla hankkineet keskimäärin 100 miljoonalla eurolla asuntoja vuosittain.

Uusia suomalaisia toimijoita kiinteistösijoitusmarkkinoille on tullut viime aikoina runsaasti, kun kiinnostus kiinteistösijoittamiseen kasvanut. Rahastoja on perustanut useat sijoitusyhtiöt kuten Icecapital tai erilaiset pankkiiriliikkeet EQ ja pankit kuten OP ja Ålandsbanken. Rahastojen välillä on eroja siinä ovatko ne tarkoitettu lähtökohtaisesti vain instituutionallisille sijoittajille vai piensijoittajille tai kummallekin sijoittajajoukolle. (Rakli,2017)

Asuntosijoittaminen Suomessa

Kiinteistösijoittamista rahastojen kautta on perinteisesti harjoittaneet lähinnä instituutionalliset sijoittajat, mutta yleisen kiinnostuksen myötä kuluttaja-asiakkaille on nykyään tarjolla myös monia erilaisia vaihtoehtoja. Aikaisemmin yksityiset sijoittajat pystyivät sijoittamaan kiinteistöihin suorien sijoitusten kautta. Rahastojen myötä yksityiset sijoittajat voivat sijoittaa myös erilaisiin kiinteistöihin kuten suurempiin toimistokokonaisuuksiin, joka ei ollut aikaisemmin mahdollista suuren yksikkökoon vuoksi. (Kauppalehti, 2016)

Suuri kiinnostus kiinteistösijoittamiseen ja suuri määrä sijoituksia asuntosijoitusrahastoihin on lisännyt asuntomarkkinoiden transaktioiden määrään Suomessa selvästi vuoden 2016 alusta alkaen. Rahastot ovat alkaneet kilpailemaan keskenään sijoituskohteista, joka on nostanut asuntojen hintoja erityisesti PK-seudulla. Samaan aikaan tämä tuottaa haasteita rahastojen tuotto-odotuksille, koska kiinteistöjen hankintojen hintojen noustessa rahaston tuotot laskevat, ellei hinnan korotuksia pystytä siirtämään vuokriin. (Hämäläinen, 2017)

Suomen yleinen taloustilanne kuitenkin vaikeuttaa vuokrien korotusten tekemistä tällä hetkellä, koska asumisen kustannukset suhteessa tuloihin ovat jo erityisesti pääkaupunkiseudulla erittäin korkeat. Helsingin keskustan asuntojen hintataso on yksi maailman korkeimmista (Tilastokeskus, 2019). Suomessa pyritään tällä hetkellä etsimään keinoja, jolla uusien asuntojen hintoja voitaisiin laskea. Näitä keinoja mahdollisesti olisi lainsäädännön muuttaminen, tiettyjen rakennusmääräysten osalta esimerkiksi liittyen asuntojen kokoon tai autojen pysäköimispaikkojen määrään liittyen. Suomessa asuntojen rakentamista on

säännelty runsaasti, joka osaltaan nostaa asuntojen hintoja Suomessa. (Rakennuslehti, 2017)

2.3 Kiinteistöjen tuottojen laskeminen ja tuottovaatimukset

Ammattimaisten kiinteistösijoittajien toiminnan elinehto on, että kiinteistöihin sijoitetuista pääomista saadaan niiden riskitasoa vastaava kohtuullinen tuotto. Suurista pääomamääristä johtuen kiinteistösijoitusten elinkaari on aina väistämättä pitkä, mikä aiheuttaa haasteita tulevien tuottojen ennustettavuuteen, koska tulevaisuuteen liittyy aina epävarmuus sijoitusmarkkinoilla. Kiinteistön omistajan tulee kattaa vuokratuotoilla sekä kaikki kiinteistöön kohdistuvat pitkän tähtäimen elinkaarikustannukset että sidottujen pääomien tuottovaatimuksen. (KTI, 2014)

Sijoittajat asettavat kiinteistöille tuottotavoitteen, joka kuvastaa kiinteistön riskiä sijoituskohteena ja tavoiteltua tuottoa. Kiinteistötuottotavoite riippuu kiinteistön sijainnista sekä käyttötarkoituksesta. Kiinteistön tuottotavoite kasvaa huonomman sijainnin tai erikoisen käyttötarkoituksen myötä, koska tällaisen kiinteistön uudelleen vuokraaminen vuokrasopimuksen päätyttyä on hankalampaa, joten riski on suurempi sijoittajan kannalta.

Kiinteistöjen tuottovaatimukset vaihtelevat myös maantieteellisesti johtuen markkinoiden eroista. Vuonna 2016 Helsingin keskustan toimistojen tuottovaatimus oli 4,5 %. Tuottovaatimus on laskenut erityisesti Helsingin keskustassa viime vuosina, kasvaneen sijoituskysynnän takia ja matalien korkojen takia. Liiketilojen tuottovaatimus oli vuonna 2016 hieman korkeampi kuin toimistokiinteistöjen ollen vuonna 2016 4,7 %. Myös pääkaupunkiseudun ulkopuolella tuottovaatimukset ovat laskeneet, mutta hieman maltillisemmin kuin Helsingin seudulla. Tuottovaatimusten uskotaan myös pysyvän samalla tasolla tai laskevan hieman tulevaisuudessa. Ruotsissa tuottovaatimukset ovat Suomea pienempiä. Tukholmassa toimistokiinteistöjen tuottovaatimus oli vuonna 2016 vain 3,55 % ja Göteborgissakin tuottovaatimus oli Helsinkiä alempana. (Catella, 2017)

2.3.1 Kiinteistöjen tuottojen laskeminen

Kiinteistörahastojen tuotot koostuvat rahaston saamista vuokratuloista omistamistaan kiinteistöistä sekä kiinteistöjen arvonmuutoksesta. (EQ, 2019)

Kiinteistösisjoittamisessa tuotot lasketaan vastaavalla tavalla kuin muussakin sijoituksissa. Vuosittainen tuotto lasketaan jakamalla vuokratuotot vähennettynä vuoden aikana syntyneillä kuluilla kiinteistön hankintahinnalla.

Kiinteistörahastojen tuottoja laskettaessa tulee myös huomioida kiinteistöjen arvonnousu, joka huomioidaan rahastojen tuotoissa. Suomen Lainsäädäntö myös määrää, että kiinteistöt ovat arvioitava rahastojen taseessa markkina-arvonsa mukaan. Positiivinen arvonnousu nostaa rahastojen tuottoja ja mahdollinen markkinahintojen lasku taas vastaavasti vähentää rahastojen tuottoja. (Fiva, 2019) Rahastojen arvonmäärittystä käydään tarkemmin läpi tutkielman osassa 3.3.

Kiinteistöjen arvostaminen niiden markkina-arvoon saattaa antaa väärän kuvan sijoittajalle rahaston reaalityöistä, koska asuntojen hintojen noustessa rahaston tuotot kasvavat suhteessa kassavirtaa nopeammin, jolloin rahasto ei pysty tuottoja maksamaan ilman vieraan pääomanehtoista rahoitusta. Ajanjaksolla jolloin kiinteistöjen markkina-arvot nousevat voimakkaasti kiinteistörahastojen arvot nousevat myös voimakkaasti, vaikka rahastojen kassavirtaperusteiset vuokratulot eivät kasvaisi samassa suhteessa. Erityisesti Suomessa Orava-asuntorahaston kohdalla on käsitelty tätä aihetta. (Hurmerinta, 2017, Lassila, 2017) Asuntorahastot pystyvät usein ostamaan asuntoja alennuksella rakennusyhtiöiltä, mutta rahaston taseessa niiden arvot on määritetty korkeampaan arvoon kuin yhtiöiden ostohinnat. Näin ollen rahastoille syntyy voitonjakokelpoista tuottoa, mutta ei sitä vastaavaa kassavirtaa. (Hurmerinta, 2017, Lassila, 2017)

3 Kiinteistörahastot

3.1 Kiinteistörahastotyypit

Suomessa toimii useita kiinteistörahastoja, jotka hyödyntävät eri lainsäädännöllisiä rahastomalleja. Nämä eri rahastotyypit eroavat toisistaan usealla eri tavalla. Rahastotyyppinä säätelee eri Suomen lait ja tämän myötä rahastoilla on erilaisia sääntöjä riippuen esimerkiksi ulkoisenpääoman käyttöön ja voitonjakoon. Rahastojen sijoitusprofiili vaihtelee myös huomattavasti eri rahastotyyppien mukaan, koska osa rahastoista ovat avoimia ja osa suljettuja, sekä osa rahastoista on suunnattu institutionaalisille sijoittajille, koska vähimmäissijoitusten suuret euromääräiset vaatimukset rajaavat piensijoittajat pois. Seuraavaksi tutkielmassa esitellään kolme Suomessa toimivaa kiinteistörahastotyyppiä, kiinteistöpääomarahasto, REIT-kiinteistörahasto ja erikoissijoitusrahastot.

3.1.1 Kiinteistöpääomarahastot

Suurin osa suomalaisista kiinteistörahastoista on pääomasijoitusrahastoja. Rakenteeltaan nämä rahastot on järjestetty kommandiittiyhtiöiksi, jossa hallinnointiyhtiö toimii vastuunalaisena yhtiömiehenä. Rahaston sijoittajat taas toimivat yhtiön äänettöminä yhtiömiehinä. (Rakli, 2019)

Kommandiittiyhtiö -mallisen rahaston perustaminen alkaa potentiaalisten sijoittajien etsinnällä, jotka sitoutuvat sijoitussitoumuksen mukaisella pääomalla sijoittamaan perustettavaan rahastoon. Tämän malliset kiinteistöpääomarahastot ovat usein kiinteäpääomaisia eli kun suunniteltu pääoma on saavutettu sijoitussitoumuksina rahasto suljetaan eikä uusia sijoituksia oteta vastaan. Kommandiittiyhtiö-malliselle rahastolle on tyypillistä myös, että rahaston elinkaari on ennalta sovittu ja elinkaaren kesto on yleensä 10 vuotta. Tuon elinkaaren aikana rahaston sijoittaja ei voi yleensä saada omia sijoitettuja

pääomiaan takaisin, vaan sijoittajat saavat pääomansa takaisin vasta rahaston elinkaaren lopussa, kun sijoituskohteet on myyty eteenpäin ja rahasto purkaantuu. (Talouselämä, 2012)

Suurin osa kommandiittiyhtiö mallisista kiinteistöpääomasijoitusrahastoista on tarkoitettu institutionaalisille sijoittajille, koska niiden tiukat sijoitussäännöt eivät sovi kuluttajamarkkinointiin. Kommandiittiyhtiömuotoisen rahaston strategia sekä johtamismalli määritellään rahaston sijoitusmuistiossa. Sijoitusmuistiossa kuvataan myös sijoittajien mahdollisuus vaikuttaa rahaston toimintaan esimerkiksi sijoituskomitean kautta. Rahaston hallinnoinnista vastaa hallinnointiyhtiö, joka perii hallinnointipalkkiota, joka perustuu usein rahaston kokoon. Osalla rahastoilla on myös tuottopohjaisia palkkiorakenteita. (Rakli, 2019)

Kommandiittiyhtiö-mallisten rahastojen suosiota Suomessa saattaa selittää Suomalaisten eläkeyhtiöiden suuri rooli Suomen kiinteistömarkkinoilla. Kommandiittiyhtiö-malli sopii erityisen hyvin eläkevakuutusyhtiöiden kiinteistösijoittamiseen, koska kommandiittiyhtiöiden tulosta ei veroteta yhtiön verotuksessa vaan tulot verotetaan osakkaiden tasolla. Kun Eläkeyhtiöiden ei tarvitse maksaa veroa tuloksestaan, kommandiittiyhtiö mallisten rahastojen tuotot ovat verovapaita eläkeyhtiöille. Aikaisemmin Suomen lainsäädäntö ei sallinut eläkeyhtiöille velkavivun käyttöä suorissa kiinteistösijoituksissa, mutta esimerkiksi rahastojen avulla eläkeyhtiöt pystyivät käyttämään velkavivua hyväkseen kiinteistösijoituksissaan. Velkavivun hyödyntäminen luultavasti vaikutti eläkeyhtiöiden kiinteistörahastosijoittamiseen. Vuoden 2015 alusta eläkeyhtiöt ovat saaneet käyttää 50 % velkavivua kiinteistösijoituksissaan, kun lainsäädäntöä muokattiin. (Heiskanen, 2004)

Suurimpia suomalaisia kiinteistörahastojen hallinnointiyhtiöitä ovat CapMan Real Estate, Aberdeen Asset Management sekä ICECAPITAL Real Estate Asset Management Oy.

Suomessa on olemassa myös pääomarahastoja, joissa on mukana vain muutamia sijoittajia. Näitä sijoitusrahastoja voidaan kutsua myös sijoitusklubeiksi (club deal). (RAKLI, 2017)

Kommandiittiyhtiö-mallisten rahaston toimintaa ohjaa Suomessa laki kommandiittiyhtiöistä ja avoimista yhtiöistä (AYKL 389/1988). Rahaston hallinnointiyhtiön toimintaa määrittää myös laki vaihtoehtoisten rahaston toimijoille. Kommandiittiyhtiö laissa ei ole varsinaisia kiinteistörahastoja koskevia ehtoja, mutta laissa määritellään yhtiön perustamiseen liittyviä ehtoja ja esimerkiksi ehtoja konkurssitilanteeseen. (Simola, 2013)

Kommandiittiyhtiö perustetaan yhtiömiesten välisellä osakassopimuksella. Osakassopimuksessa määritellään yhtiön hallinnolliset ja kaupalliset toimintamallit. Kommandiittiyhtiön periaatteisiin kuuluu, että yhtiössä on oltava vähintään kaksi osakasta vastuunalainen yhtiömies ja äänetön yhtiömies. Kiinteistörahastoissa vastuunalaisena yhtiömiehenä toimii hallinnointiyhtiö ja sijoittajat toimivat äänettöminä yhtiömiehenä, kuten aiemmin tutkimuksessa mainittiin. Vastuunalaisella yhtiömiehellä on oikeus edustaa yhtiötä ja tehdä sen nimiin sopimuksia. Jos rahasto lainaa pääomaa käyttöönsä laina otetaan perustetun kommandiittiyhtiön nimiin. Rahaston omistamat kiinteistöt ovat yhtiön omaisuutta samoin kuin yhtiö on sopimussuhteessa muihin kiinteistöihin liittyviin palveluntuottajiin kuten huoltoyhtiöön tai rakennusyhtiöön. Vastuunalainen yhtiömies vastaa kommandiittiyhtiön vastuista henkilökohtaisesti eli koko omaisuudellaan. Äänettömien yhtiömiesten vastuu on rajattu koskemaan vain heidän sijoittamiaan pääomia, mikäli siis kommandiittiyhtiö ajautuu konkurssiin sijoittajat voivat menettää sijoituksensa, mutta hallinnointiyhtiöltä voidaan ulosmitata koko hallinnointiyhtiön omaisuus yhtiön velkojen maksamista varten. (Suomen yrittäjät, 2019)

Tähän tutkielmaan ei valittu tutkittavaksi kommandiittiyhtiömallisia pääomasijoitusrahastoja, koska niitä ei ole suunnattu piensijoittajille ja tähän tutkielmaan on valittu tutkimuskohteiksi piensijoittajille saatavilla olevat rahastot.

3.1.2 REIT-kiinteistörahasto

REIT-rahasto on alun perin Yhdysvalloissa luotu kiinteistösijoitusinstrumentti. REIT-rahastot ovat arvopaperipörssissä listattuja kiinteistösijoitusrahastoja. Ensimmäiset REIT-rahastot kehitettiin 1960-luvulla, kun Yhdysvalloissa luotiin lainsäädäntö, joka määritteli rahastoja koskevat säännöt. REIT-rahasto. Lainsäädännön tavoitteena oli tukea asuntotuotannon kehittämistä ja mahdollistaa myös julkisen sektorin osallistumisen kiinteistöjen kehittämiseen. Rahastojen suosio oli aluksi erittäin suurta, mutta 1970-luvun talouden taantuma ajoi REIT-rahastot taloudellisiin vaikeuksiin 1980-luvulla rahastot eivät pystyneet nousemaan takaisin 1960-luvun mukaiseen suosioon, koska uusia asuntoja rakennettiin paljon eikä rahastojen tuotot olleet sijoittajien vaatimusten mukaisia. 1980-luvulla Yhdysvalloissa toteutettiin uudistuksia kiinteistölainsäädännön osalta, mitkä loivat kilpailua eri kiinteistösijoitusinstrumenttien välille. Näiden uudistusten johdosta kiinteistöjen hinnat lähtivät nousuun ja REIT-rahastot joutuivat alkamaan kilpailemaan rahoituksesta voimakkaasti. Nämä tekijät vaikuttivat negatiivisesti REIT-rahastoihin, pienemmän pääoman virtauksen ja heikomman pörssikehityksen myötä. (Block, 2002)

1990-luvun ensimmäisinä vuosina sijoitusmarkkinat kääntyivät laskuun ja pörssilistattujen rahastojen arvot laskivat voimakkaasti. REIT-rahastot toipuivat kuitenkin tästä nopeasti ja 1990-luvun puolivälissä niiden kurssit lähtivät nopeasti nousuun, koska rahastot olivat pystyneet hankkimaan 1980-luvun lopun rakennusbuumin aikaisia kiinteistöjä edullisesti kiinteistöjen arvojen laskettua nopeasti 1990-luvun alun vaikeiden markkinoiden aikana. 1990-luvun puoliväliin jälkeen REIT-rahastojen määrä kasvoi nopeasti ja suuri määrä uusia rahastoja listautui. Rahastoihin sijoitettiin suuria määriä pääomia, koska näiden rahastojen arvo nousi nopeasti. Tämän erittäin nopean kasvun jälkeen rahastojen kehitys kohtasi jälleen vaikeuksia, koska sijoittajien luottamus kärsi rahastojen nopean kasvun myötä eivätkä rahastojen tulokset nousseet kassavirran mukaisesti. (Block,2002)

REIT-rahastojen kurssit toipuivat 1990-luvun lopun laskukaudesta ja niiden kurssikehitys oli sijoittajien kannalta suotuisa globaaliin finanssikriisiin asti, jolloin rahastojen kurssit laskivat nopeasti Yhdysvalloista alkaneen suuren rahoitusmarkkinoiden kriisin myötä. (Brueggeman, Fisher, 2011) 2010-luvulla rahastojen arvot kuitenkin kehittyneet nopeasti ja rahastojen arvot ovat ylittäneet finanssikriisiä edeltävän tason. (MSCI, 2020)

REIT-kiinteistösijoitusrahaston etuna on piensijoittajalle, että niiden etuihin kuuluvat kaupankäynti yleisellä markkinapaikalla, hyvä likviditeetti sekä läpinäkyvyys pörssin raportointisääntöjen mukaan. Rahastojen hyödyksi varsinkin piensijoittajille, joilla ei ole aikaisempaa kokemusta kiinteistösijoittamisesta voidaan myös lukea suhteellisen pieni yksikkökoko sekä sijoittaminen ei vaadi omaa osaamista kiinteistösijoittamisesta, koska rahaston toiminnasta vastaa REIT-rahastoyhtiö. (Niskanen & Falkenbach, 2012)

Koska REIT-rahasto on pörssilistattu rahasto, sen arvonmääritys tapahtuu pörssissä ja REIT-rahastojen markkina-arvo voi vaihdella voimakkaammin kuin muiden kiinteistösijoitusten, koska rahaston arvoon voi liittyä tavallista osakemarkkinoiden vaihtelua helpommin verrattuna rahastoihin, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena. REIT-rahastojen riippuvuutta osakemarkkinoiden yleiseen kehitykseen on tutkittu useissa tutkimuksissa globaalisti. Tutkimustulokset ovat olleet keskenään hieman eriäviä sen suhteen kuinka vahva korrelaatio osakkeiden ja REIT-rahastojen välillä on. Tutkimukset osoittavat, että niiden välisellä tuotoilla on riippuvuus, mutta riippuvuuden voimakkuus vaihtelee eri maiden välillä ja eri osakeluokkien välillä. (Chong & al., 2009)(Glascock & al, 2000).

Tutkimuksissa on myös osoitettu, että vaikka REIT-rahastot nähdään usein vaihtoehtona suorille kiinteistösijoittamiselle, niin tutkimusten mukaan REIT-rahaston tuotot ovat riippuvaisia osakemarkkinoiden tuotoista eikä täysin rahaston omistamien kiinteistöjen tuotoista. (Eichholtz, 1996a, Fraser & al. 2002)

On myös tutkimuksia, jotka ovat osoittaneet, että pörssikaupankäynnin kohteena olevat REIT-kiinteistörahastot ovat puolittain itsenäisiä pörssin yleiskehityksestä. Muelle G.A ja Mueller R. G (2009) tutkimus osoitti, että REIT- kiinteistörahastot pitäisi nähdä täysin omana sijoitusluokkana ja ne sopivat hyvin osaksi eri omaisuuslajien hajautettua sijoitusportfoliota.

Kuitenkin osa tutkimuksista on päätenyt myös tulokseen, että pitkän aikavälin sijoituksena REIT- kiinteistörahastot toimisivat suorien kiinteistösijoitusten suorana vaihtoehtona hajautetussa sijoitusportfoliossa. Näiden tutkimusten mukaan suorien kiinteistösijoitusten ja REIT-kiinteistörahastojen tuotot ovat integroituneet keskenään. (Pagliari & al, 2005, Oikarinen & al, 2011)

Euroopassa kiinteistösijoittaminen on alkoi muokkautumaan 2000-luvun vaihteen jälkeen. Perinteisesti kiinteistösijoittaminen on Euroopassa keskittynyt kiinteistösijoitusyhtiöille, mutta vuosituhaten vaihteen jälkeen useat Eurooppalaiset maat alkoivat muokkaamaan lainsäädäntöä sopivaksi REIT-rahastoja varten, jotka jakavat suuren osan tuotoistaan ja osingoistaan sijoittajille (Brounen & al, 2009) Tämän muutoksen jälkeen Eurooppalainen kiinteistösijoitusmarkkina monipuolistui, kun sijoittajille oli entistä enemmän vaihtoehtoja tarjolla. (Niskanen & Falkenbach,2012) 2000-luvulla kiinteistösijoitusmarkkina Euroopassa on kehittynyt vauhdilla näiden muutosten myötä ja pääomien määrä on kasvanut nopeasti (Niskanen & Falkenbach, 2012)

REIT -rahastojen tuottoja suhteessa osakemarkkinoihin tutkittaessa tulokset ovat olleet vaihtelevia sen suhteen, kuinka voimakkaasti ne korreloivat osakemarkkinoiden tuottojen kanssa. Niskanen tutkimuksessaan 2012 osoitti, että aikavälillä 2006-2010 Euroopassa sekä kiinteistösijoitusyhtiöiden, että REIT-rahastojen tuotot olivat matalampia kuin vertailuindeksien (MSCI Europe) tuotot. Tämän lisäksi rahastojen volatilitetti oli korkeampi kuin osakesijoitusten. (Niskanen & Falkenbach, 2012)

Eurooppalaisilla mailla ei ole tällä hetkellä yhtenevää lainsäädäntöä REIT-rahastojen osalta. Tästä johtuen eri maiden rahastojen vertaileminen keskenään

vaikeaa, koska lainsäädäntö saattaa rajoittaa yhtiöiden tuottomahdollisuuksia eri tavoilla eri maissa. (Niskanen & Falkenbach, 2012)

REIT-rahastoilla on Euroopassa hieman erilainen lainsäädäntö maasta riippuen, kuinka paljon ne voivat käyttää vierasta pääomaa sijoituksia. Yleensä sen määrä on Euroopassa rajoitettu 40-60% välille rahaston koko pääomasta. Tämä on nähty myös laittavan REIT-rahastot epäreiluun asemaan verrattuna, joihinkin muihin kiinteistösijoitusmuotoihin verrattuna, missä näitä rajoitteita ei ole. (Einholtz & Kok, 2007) REIT-rahastoilla on määritelty myös muita osakkeenomistajia koskevia sääntöjä eri Euroopan maissa. Nämä säännöt voivat liittyä osakkeenomistajien lukumäärään tai yksittäisen osakkeenomistajan määräysvallan rajoituksiin, mutta nämä vaihtelevat suuresti eri Euroopan maassa. Myös siinä on eroa eri maiden välillä, että tuleeko REIT-rahastojen olla julkisen kaupankäynnin kohteena. (Niskanen & Falkenbach, 2012)

REIT-rahastot suomessa

Suomessa REIT-rahastoille luotiin ensimmäinen oma lainsäädäntö 1990-luvun lopulla. Tässä lainsäädännössä rajattiin rahastojen omaisuusluokkia, rahastojen kiinteistökehitys mahdollisuuksia sekä velan käyttöä. Lainsäädäntö myös määrittää rahastojen arvojen määrittämisen tarkasti ja ohjaa rahaston voitonjakoa, mutta näiltä osin se vastasi muiden Euroopan maiden lainsäädäntöä. Suomen lainsäädäntö ei kuitenkaan alunperin tarjonnut vastaavaa verotuksellista avoimuutta, kuin eurooppalaiset tai yhdysvaltalaiset rahastot. Lisäksi 1990-luvun Suomen lainsäädäntö REIT-rahastojen osalta oli tiukempi kuin suomalainen lainsäädäntö, joka määräsi muiden kiinteistöyhtiöiden toimintaa. REIT-rahastot eivät siis tuolloin saaneet Suomessa veroetuja, toisin kuin muut kiinteistösijoitusmuodot. Suomen REIT-lainsäädäntöä kuitenkin uudistettiin vuonna 2009, jolloin REIT-rahastot saivat verotukselliset hyödyt myös Suomessa. (Falkenbach et al, 2013a)

Uusimman lainsäädännön myötä REIT-rahastoille voidaan myöntää verovähennysoikeus, kun rahaston varoista vähintään 80 % on sijoitettuna asuntoihin ja vähintään 80 % rahaston tuloista muodostuu vuokratuotoista sekä rahasto pitää kiinteistöjään vähintään 5 vuotta hallussaan. Rahaston tulee myös jakaa 90 % tuotoistaan sijoittajille osinkoina vuosittain. Lisäksi rahasto tulee listata julkisenkaupankäynnin kohteeksi 3 vuoden sisällä perustamisestaan. Rahaston tulee myös huomioida, että varat, jotka tuodaan rahastoon ja myydään myöhemmin markkinoille verotetaan normaalisti. REIT-rahastot eivät ole kuitenkaan saaneet Suomessa suurta suosiota vaan vain Orava-asuntorahasto on listattu Helsingin pörssiin. REIT-rahaston hyötynä verrattuna muihin kiinteistösijoituksiin on niiden parempi likviditeetti, koska ne ovat julkisen kaupankäynnin kohteena arvopaperipörssissä ja yksittäisten osuuksien yksikköarvo on sopiva myös piensijoittajille (Suominen, 2015).

Vuonna 2019 Suomessa ei toimi yhtään REIT-rahastoa, koska Orava REIT-rahasto päätti vuonna 2018 syyskuussa muuttaa rakenteensa REIT-rahastosta kiinteistöyhtiöksi. (Saarinen, 2018) Orava REIT-rahaston ongelmia on käsitelty Suomessa myös erilaisissa julkaisuissa. Orava REIT-asuntorahaston ongelmaksi on arvioitu yhtiön liiketoimintamallin heikkeneminen, koska yhtiön pörssikurssin laskiessa yhtiön rahoitusehdot heikkenivät, minkä johdosta yhtiö ei pystynyt enää ostamaan uusia asuntoja. Samaan aikaan Suomessa asuntojen hinnat alkoivat laskea maakunnissa, joten yhtiö joutui alentamaan sijoitusvarallisuutensa arvoa. (Lassila,2017)

Suomessa REIT-rahastojen toimintaan liittyy rajoituksia, joiden myötä rahastot ovat vapautettu tuloverosta ja luovutusvoittoverosta.

1. REIT-rahaston tulee harjoittaa vuokraustoimintaa
2. Vuokratulojen tulee muodostaa 80% yhtiön tuloista poislukien luovutusvoitot
3. Yhtiön tulee jakaa 90% tuloksestaan osinkoina, poislukien realisoittamat käyvän arvon muutokset

4. Yhtiön taseen varoista tulee olla vähintään 80% sijoitettuna huoneistoihin tai kiinteistöihin
5. Vieraan pääoman osuus saa olla korkeintaan 80% yhtiön taseen loppusummasta
6. Yksittäisen osakkaan omistusosuus saa olla enintään 10% vuoden 2014 lopusta alkaen
7. REIT-rahaston osakkeet tulee pörssilistata viimeistään kolmantena vuonna rahaston käynnistämisestä
8. Asuntojen luovutusvoitto on rahastolle verovapaata tietyin rajoituksin

(Inderes,2013)

REIT-rahastojen tuottojen verotus

REIT-rahastojen toiminnan osalta on tärkeää, että lainsäädäntö mahdollistaa verovapauden yritystasolla. REIT-rahastojen toiminnan kannalta on tärkeää, että rahastot pystyvät välttämään verojen maksua vuokratulosta yritystasolla, jotta REIT-rahastojen osakkeenomistajat olisivat vertailukelpoisessa tilanteessa verrattuna omistajiin, jotka sijoittavat suoraan kiinteistöihin epäsuoran sijoittamisen sijasta. Tämä REIT-rahastojen verokohtelu voidaan nähdä yhteneväisenä muiden markkinoilla toimivien sijoitusrahastojen kanssa, jotka eivät maksa tuotoistaan veroa yritystasolla. REIT-rahastojen suhteen lainsäädäntö pyrkii maksimoimaan verokertymää määräämällä yhtiöille lakisääteisen pakon maksaa 80-100% tuotoistaan osinkoa riippuen eri maista osakkeenomistajille, jotka maksavat veroja pääomatuloistaan. REIT-rahastojen toimintaan liittyy myös muita operatiivisia rajoituksia lainsäädännön osalta, mitkä voimakkaasti ohjaavat rahastojen toimintaa. (Niskanen & Falkenbach, 2012) Tämän tutkimuksen kappaleessa 3.12 on esitelty tarkemmin Suomen REIT-lainsäädännön tuomia rajoituksia rahastojen toimintaan.

REIT-rahastojen etuna sijoittajat saavat lainsäädännön tuoman vakuuden osingonmaksusta ja verohelpotuksista verrattuna perinteisiin pörssilistattuihin kiinteistösijoitusyhtiöihin. (Niskanen & Falkenbach, 2012)

REIT-rahaston vuosittain maksettavasta osinkotuotoista suomalainen yksityissijoittaja maksaa normaalin pörssilistatun osakkeen lainsäädännön mukaisesti. Suomessa tavallinen yksityissijoittajan saamasta osinkotuotosta osa on verotettavaa pääomatuloa ja osa verovapaata tuloa. Yksityishenkilön saamasta osingosta 85 prosenttia on veronalaista pääomatuloa ja 15 prosenttia verovapaata tuloa. Suomessa vuonna 2019 pääomatulon veroprosentti on 30% 30 000 euroon saakka ja sen ylittävältä osalta veroa maksetaan 34%. Osingosta maksettava efektiivinen veroaste siis Suomessa 25.5 tai 28.9 prosenttia. Osingon maksava pörssi-yhtiö toimittaa osingoista ennakonpidätyksen 25.5 prosentin mukaan ja toimittaa tiedot tuloista verottajalle. Yli 30 000 euron pääomatuloista maksettava korkeampi veroaste huomioidaan yksityishenkilön lopullisessa verotuksessa. (Vero.fi, 2019)

3.1.3 Erikoissijoitusrahastot

Uusin kiinteistösijoittamisen rahastovaihtoehtoista, joita Suomessa on tullut sijoitusmarkkinoille, on kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot. Erikoissijoitusrahastoja on markkinoitu erityisesti kuluttaja-asiakkaille ja niiden määrä on kasvanut viime vuosina Suomessa. Avointen erikoissijoituskiinteistörahastojen tasearvo on kasvanut vuodesta 2014 vuoteen 2019 mennessä 0,4 miljardista eurosta 7,4 miljardiin euroon. Näiden rahastojen pääomat ovat kasvaneet moninkertaisesti verrattuna muihin rahastotyypeihin viime vuosina. (Fiva, 2019)

Kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja säännellään vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin pohjautuen (AIFML) sekä osittain myös kiinteistörahastolakiin perustuen. Näissä sääntelyissä määritetään yksityiskohtaisesti arvonmääritysprosessi ja siihen liittyvä dokumentointi sekä

sen päivittäminen. Samoin sääntelyssä määritetään yksityiskohtaisesti myös vaihtoehtorahastoja koskevan maksuvalmiuden hoitaminen sekä siihen liittyvä likviditeetin hallinta ja stressitestit. AIFML:ssa kuvataan, että kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen on lisäksi noudatettava niitä periaatteita mitä kiinteistörahastolaissa säädetään varojen sijoittamisesta, luotonotosta, omaisuuden arvostamisesta ja arvioinnista sekä kiinteistönarvioitsijasta ja kiinteistöarvioinnista. (Fiva, 2019)

Erikoissijoitusrahasto voi poiketa sijoitusrahastolain mukaisista säännöksistä. Poikkeukset sijoituksissa voivat koskea rahaston sijoituskohteita, varojen hajauttamista, arvonlaskennan ajankohtaa, merkintä-/lunastusajankohtaa tai rahaston luotonottoa. Kiinteistöihin sijoittava erikoissijoitusrahasto on toimintaperiaatteeltaan vastaava kuin tavalliset sijoitusrahastot sijoittajan omistusrakenteen osalta. Rahaston omistavat siihen sijoittaneet yksityiset henkilöt, säätiöt ja yhteisöt. Rahaston hallinnasta vastaa sitä varten perustettu hallinnointiyhtiö. (EQ, 2019)

Pääpiirteiltään erikoissijoitusrahastot kuitenkin vastaavat muita sijoitusrahastoja. Sijoitusrahastotoiminta perustuu toimintamalliin, jossa sijoittajat luovuttavat varansa rahastoyhtiön hallintaan ostamalla rahasto-osuuksia. Rahastoyhtiö sijoittaa keräämäänsä varat erilaisiin sijoitusinstrumentteihin, riippuen heidän tarjoamistaan palveluista. Sijoitusrahastot jakaantuvat keskenään yhtä suuriin rahasto-osuuksiin, jokainen näistä rahasto-osuuksista tuottaa vastaavat oikeudet rahastonomistajalle. Sijoittajan rahasto-osuuksien määrä perustuu sijoitetun pääoman määrään. Sijoitusrahaston omistavat siihen sijoittaneet sijoittajat eikä rahastoa hallinnoiva rahastoyhtiö. (Fiva, 2014)

Sijoitusrahastojen arvo määrittyy rahaston omistaman sijoitusportfolion markkinakehityksen mukaan ja sen arvo vaihtelee reaaliaikaisesti riippuen rahaston omistamien arvopapereiden mukaan. Sijoittavat voivat myydä omistamiaan rahasto-osuuksia, jolloin he tavallaan palauttavat osakkeet takaisin rahastoyhtiölle. (Morley, 2012)

Rahastosijoittamiseen liittyy riskejä aina riippumatta sijoitusmuodosta. Rahastoon varat eivät ole pääomasuojattuja, vaan rahaston arvo määräytyy markkinoilla. Osakerahastojen arvo määräytyy osakekurssien perusteella ja kiinteistörahastojen taas kiinteistömarkkinoiden kehityksen mukaan. Rahaston aikaisempi tuotto ei takaa tulevaisuuden tuottoja ja sijoittaja itse tekee aina lopullisen sijoituspäätöksen rahastoon. Rahastojen toimintaa Suomessa ohjaa sijoitusrahastolaki ja sen toteutumista valvoo Finanssivalvonta. (Pörssisäätiö ,2012)

Rahastojen kaupankäynti tapahtuu rahastoyhtiön toimesta eikä erikoissijoitusrahastojen kaupankäynnille ole omaa markkinapaikkaa, jossa rahaston arvo määräytyy. Tämä on merkittävä ero verrattuna REIT-rahastoihin, joiden arvo määräytyy vapailla markkinoilla, koska REIT-rahastojen osakkeet ovat listattuna pörssiin. Rahastoyhtiöllä on toisaalta velvoite lunastaa sijoittajan osuus pois silloin kuin sijoittaja sitä rahastoyhtiöltä vaatii. Useilla erikoissijoitusrahastoilla oikeutta on rajattu siten, että lunastusoikeus on ennalta määritetty tietyille ajanjaksoille vuoden aikana. Rahaston omistajan tulee ilmoittaa rahaston hallinnointiyhtiölle aikeensa lunastaa osuutensa rahastosta tiettyinä rahaston säännöissä määrättyinä aikana, jotta rahasto voi varautua lunastuksiin ja sillä on tarvittava likvidi pääomamäärä lunastuksia varten.(EQ 2019, OP 2019)

Kiinteistöerikoissijoitusrahastojen kohdalla lunastusoikeuden rajoitus helpottaa rahaston toimintaa, koska rahasto pystyy näin suunnittelemaan toimintaansa pitkällä aikavälillä. Kiinteistöt eivät ole niin likvidi sijoitustuote kuin esimerkiksi velkakirjat tai osakkeet, joihin perinteiset sijoitusrahastot ovat keskittyneet, joten siksi transaktioiden toteuttaminen tarvitsee enemmän aikaa ja osakkaiden lunastusoikeutta on rajattu. (Fiva,2019)

Tutkimuksessa mukana olevat erikoissijoitusrahastot ovat tuotto-mallisia sijoitusrahastoja. Tuotto rahasto tarkoittaa, että rahasto-osuudenomistajille jaetaan tuottona vuosittain heidän omistustensa suhteessa vähintään rahastoon sovellettavan lain mukainen määrä, kolme neljäsosaa (3/4), rahaston tilikauden

voitosta. EQ-rahastoyhtiö kertoo rahastosäännöissään, että tuotonjako lasketaan rahaston vuodenvaihteen päätösarvosta ja lopullinen tuotonjakoprosentti päätetään yleensä maaliskuussa pidettävässä rahastoyhtiön varsinaisessa yhtiökokouksessa. (EQ, 2019) Tuotto-rahaston omistajat voivat valita itse maksetaanko tuotot uusina rahasto-osuuksina vai euromääräisenä tuottona. Omistajat maksavat tuotoistaan normaalisti verot valitsevat he kumman vaihtoehdon tahansa.

Euroopassa toimii myös muissa maissa avoimia kiinteistösijoitusrahastoja, erityisesti Saksassa on tehty näihin liittyen tutkimuksia, joiden tuloksia voidaan hyödyntää vertailussa Suomen kiinteistöerikoisrahastojen tutkimuksissa, koska Suomessa ei ole aikaisemmin tehty tutkimuksia aiheesta. Suomessa kiinteistöerikoisrahastot ovat toimineet vasta lyhyen aikaan, mutta muissa maissa vastaavan tyyppisiä sijoitusrahastoja on ollut piensijoittajan saatavilla pidemmän aikaan.

Saksalaisissa avoimia sijoitusrahastoja koskevista tutkimuksista on tutkittu avoimien kiinteistösijoitusten likviditeettiriskiä suhteessa REIT-rahastoihin. Saksalaisessa tutkimuksessa havaittiin (että avoimien kiinteistörahastojen likviditeettiriski on sijoittajan kannalta pieni, jos rahastot eivät ole rajoittaneet sijoittajien oikeutta nostaa varoja. Tutkimuksessa myös todettiin, että mikäli rahastot rajoittavat lunastusoikeutta se alentaa mahdollisesti hetkellisesti rahastojen arvoa. Pitkällä aikavälillä kuitenkin rahastot tuovat sijoittajille lisäarvoa sekä sopivat riskiä välttäville sijoittajille, koska myyntirajoitusten poistuttua rahastojen arvot palautuvat vastamaan kiinteistöjen arvoja. Saksalaisten avoimien kiinteistösijoitusrahastojen toiminta eroaa hieman suomalaisten erikoissijoitusrahastojen sääntelystä, mutta tuloksia voidaan osittain soveltaa myös Suomen markkinoille. (Johanning & al, 2011),

Saksassa toimivien kiinteistösijoitusrahastolla on havaittu olevan erilaisia tuotto- ja riskiominaisuuksia verrattuna osakkeisiin ja velkakirjoihin. Kiinteistörahastojen volatilitteetti on ollut matalampi verrattuna näihin muihin sijoitustuotteisiin.

Rahastojen keskimääräisten tuottojen ja volatiliteetin on havaittu myös olevan vakaampia pitkällä aikavälillä. (Maurer, 2005)

Tuotonjako ja verotus

Kiinteistörahastojen vuosittainen tuotonjako on suomalaisille yksityishenkilöille normaalisti verotettavaa pääomatuloa. Suomessa vuonna 2019 pääomatulojen veroprosentti on 30 000 euroon saakka. 30 000 euron ylittävältä osalta pääomatuloveroprosentti Suomessa vuonna 2019 on 34%. Rahasto tekee yksityishenkilöiden puolesta automaattisesti ennakonpidätyksen jaettavasta tuotosta 30% mukaan sekä tekee ilmoituksen tuloista verottajalle ja mahdollinen korkeampi veroprosentti huomioidaan vasta yksityishenkilön lopullisessa verotuksessa. (Vero, 2019; OP, 2019)

Yrityksille ja muille yhteisöille vuosittainen tuotto on kirjanpidossa ja verotuksessa tuottoa. Yrityksille ja yhteisöille maksettavista tuotoista rahastoyhtiö ei tee ennakonpidätystä. (EQ, 2019)

REIT-rahastojen kohdalla tutkimuksessa aikaisemmin mainittiin, että koska rahaston osuudet ovat pörssikaupankäynnin alaisina ja niiden hinta määräytyy markkinoilla, on REIT-rahastoilla pienempi riski joutua omistuksiansa pakkorealisointiin. Kiinteistö erikoissijoitusrahastojen kohdalla tämä riski on selkeästi suurempi tilanteessa, jossa suuri määrä osakkaita haluaa realisoida rahasto-osuutensa, koska rahastoilla on velvollisuus lunastaa rahasto-osuudet (EQ, 2019).

Rahaston omaisuuden käypä arvo arvioidaan säännöllisesti, jotta rahasto-osuuksien omistajat voivat lunastaa osuuksiaan rahastoyhtiöltä. Tutkimuksessa mukana oleva OP-vuokratuotto rahaston säännöissä kerrotaan, että rahastoon kuuluvat kiinteistöt ja muut julkisen kaupankäynnin kohteena olevat kiinteistöarvopaperit arvostetaan käypään arvoon vuosineljänneksittäin Keskuskauppakamarin hyväksymän kiinteistöarvioitsijan toimesta hyvää kiinteistöarviointitapaa noudattaen. Kiinteistöt ja kiinteistöarvopaperit arvioidaan

myös niitä ostettaessa, myytäessä, maksettaessa rahastomerkintä apporttiomaisuudella tai luovutettaessa. (OP, 2019)

Erikoissijoitusrahastojen arvonmääritys perustuu riippumattoman arvioitsijan määrittämiseen sekä rahaston omistamiin nettovaroihin, joista on vähennetty rahaston velat. Rahaston arvo perustuu siis ulkopuolisen arviointiin eikä määritellä markkinoilla toisin kuin REIT-kiinteistörahastot. Tämän johdosta rahaston volatiliteetti on pienempi verrattuna REIT-rahastoihin. (EQ, 2019)

Erikoissijoitusrahastot voivat arvostaa omistamansa kiinteistöt eri tavoilla rahaston omaisuutena. OP-Vuokratuotto (2019) rahasto esittelee omissa säännöissään kuinka se arvostaa omistamansa kiinteistöt. Rahastolla on kaksi eri tapaa menetellä, kun se hankkii omistukseensa useisiin eri asuntoihin oikeuttavia asunto-osakeyhtiön tai -osakeyhtiöiden osakkeita samalla kertaa

Jos osakkeet on hankittu rahastolle pitkäaikaisiksi sijoituskohteiksi ja ne on tarkoituksena myydä yksittäisinä asuntoina, arvostetaan ne yksittäisten asuntojen käypiin arvoihin.

Mikäli rahasto hankkii asunnot yhtenä kokonaisuutena eikä niitä ole tarkoitettu pitkäaikaisiksi sijoituskohteiksi eikä luovutettavaksi yksittäisinä asuntoina, arvostetaan ne yhtenä asuntojen käypiin arvoihin perustuvana kokonaisuutena, jolloin arvostukseen saattaa sisältyä kohteeseen kuuluvien asuntojen määrästä johtuvaa paljousalennusta.

Kuitenkin jos asunnot on hankittu osana suurempaa kokonaisuutta ja arvostettu paljousalennus huomioiden, on niiden arvostuksessa mahdollista siirtyä käyttämään 12 kuukauden kuluttua kohteen hankinnasta yksittäisten asuntojen arvostukseen perustuvaa arvoa, joka vastaa asuntojen todennäköistä realisointiarvoa ja joka ei pidä sisällään mitään paljousalennusta. Tällöinkin edellytyksenä on tällöin se, että nämä asunnot on tarkoitettu Rahaston pitkäaikaisiksi sijoituskohteiksi ja ne aiotaan myydä yksittäisinä asuntoina. (OP, 2019)

Erikoissijoitusrahastojen säännöt mahdollistavat rahastoille myös velanoton, jonka avulla rahastojen tuottoja on mahdollista kasvattaa velkavivun myötä ja tämä on erityisen tärkeää kiinteistösijoittamisessa. Kiinteistösijoittamisessa pääomanmerkitys on erityisen suuri kiinteistöjen suuren yksikkökoon johdosta. Velkavivulla rahastojen tuottoja on mahdollista kasvattaa, koska vieraan pääoman korko on matalampi kuin kiinteistösijoitusten tuotto. Yleensä erikoisrahastojen säännöt mahdollistavat, että enintään 50 % rahaston pääomasta voi olla vierasta pääomaa. Rahastonhoitajat määrittelevät rahastolle optimaalisen rahoitusrakenteen. (OP, EQ, 2019)

Erikoissijoitus rahaston toimintaan sovelletaan soveltuvin osin kiinteistörahastolain säädöksiä koskien rahaston varojen sijoittamista, arvostamista ja arviointia sekä rahaston luotonottoa. (EQ, 2019)

3.2 Kiinteistösijoitusrahaston elinkaari

Kiinteistösijoitusrahastoilla on elinkaari, jossa rahasto suorittaa erilaisia toimenpiteitä liittyen sijoitustoimintaan. Elinkaari on erilainen riippuen rahaston rakenteesta ja toimintamallista. Kiinteistöihin sijoittavilla pääomasijoitusrahastoilla on yleensä ennalta sovittu sijoitusaika ja elinkaari. (Simola, 2013) REIT ja avoimilla kiinteistörahastoilla elinkaari on erilainen, koska niillä on muuttuva pääomarakenne, joka määrittää sijoitustoimintaa. Vaikka eri rahastotyypeillä elinkaari on erilainen ja näiden elinkaari vaihtelee, rahastotyypeittäin, on niiden toiminassa samankaltaisia vaihteita, joita tullaan kuvailemaan seuraavissa osioissa.

3.2.1 Perustamisvaihe

Perustamisvaiheessa rahaston hallinnointiyhtiö luo rahastolle sijoitusstrategian ja valitsee rahastolle sopivimman juridisen muodon. Sijoitusstrategiassa määritellään rahaston sijoituspolitiikka. Olennainen osa strategiaa on määritellä

minkälaisiin kiinteistöihin rahasto sijoittaa varansa. Suomessa toimii erilaisilla strategioilla toimivia rahastoja. Valittuja strategioita ovat esimerkiksi sijoittaminen asuntoihin, toimistokiinteistöihin, liiketiloihin, teollisuus- tai varastokiinteistöihin tai SOTE-kiinteistöihin. Strategiassa voidaan myös määritellä rahaston maantieteellinen sijoitusstrategia. pääosa Suomessa toimivissa rahastoissa sijoittaa pääkaupunkiseudulle ja yliopistokaupunkeihin. Pääomalla mitattuna suosituin sijoituskohde Suomessa toimiville kiinteistösijoitusrahasto on kaupalliset kiinteistöt. 2010- luvulla kuitenkin asuntorahastojen määrä on lukumääräisesti kasvanut erityisen nopeasti. (OP, EQ, Orava, 2019)

Valittu rahastomalli voi vaikuttaa rahaston elinkaaren eri vaiheisiin, koska rahastoilla on erilaisia sääntöjä, jotka määrittävät rahaston elinkaarta. Osalla rahastoilla on sovittu sijoitusaika ja irtautumisaika jo rahaston perustamisvaiheessa. (Simola, 2013)

Sijoitusstrategian luomisen jälkeen rahasto alkaa markkinoimaan perustettavaa rahastoa potentiaalisille sijoittajille. Kommandiittiyhtiö malliset rahastot keskittyvät yleensä institutionaalisiin sijoittajiin, koska kiinteistörahaston tarvitsevat pääomat ovat suuria ja tämä rahastomalli on usein instituutionalisille sijoittajille. Jos sijoittaja päättää sijoittaa rahastoon, hän antaa rahastolle sijoitussitoumuksen. Sijoitussitoumus on sitoumus sijoittaa sovittu pääoma perustettavaan yhtiöön, kun yhtiö tekee tarvitsee pääomaa maksaakseen ostamansa kiinteistöt. (Tesi, 2019)

Kiinteistörahastojen toimintaa määrittää Suomessa useampi eri laki riippuen rahastotyypistä. Rahaston toimintaan määrittävä laki perustuu rahastontyyppiin. Kaikille rahastoille on yhtenäistä kuitenkin, että kiinteistörahasto toimintaan on harjoitettava huolellisesti ja asiantuntevasti omistajien yhteiseksi eduksi. Kaikkia rahaston omistajia on kohdeltava yhdenvertaisesti.

Kiinteistörahastolaissa määritetään, minkälaiset ehdot kiinteistörahastolain mukaisen rahaston perustamisessa on. Kiinteistörahastolaki määrittää siis vain

kiinteistörahastolain mukaisia rahastoja, joita Suomessa on toiminut vain yksi, Orava REIT-rahasto

3.2.2 Sijoitusvaihe

Sijoitusvaiheessa rahasto neuvottelee sopivista sijoituskohteista joko rakennuttajien, kiinteistöomistajien tai suoraan rakennusyritysten kanssa riippuen omasta sijoitusstrategiastaan. Rahastoilla on erilaisia sijoitusstrategioita riippuen minkälaisiin kiinteistöihin ne ovat keskittyneet. Sijoitusvaiheessa rahasto tekee lopulliset sijoituspäätökset. Usein sijoittajat siirtävät vasta tässä vaiheessa lupaamansa varat rahaston käyttöön, kun kohdekohtainen sijoituspäätös on tehty. Rahaston sijoituspäätöksistä vastaa rahastoyhtiö itsenäisesti, tosin joidenkin rahastojen säännöissä sijoittajilla saattaa olla ns. Veeto-oikeus estää yksittäinen sijoitus. (Timo Sotavalta, 2016)

Osa rahastoista toimii itse rakennuttajina sijoituskohteissaan. Nämä rahastot ostavat itse sijoituskohteen tarvitsemat tontin ja hoitaa itse rakennuttajan tehtävät tai palkkaavat rakennuttaja konsultin vastaamaan näistä tehtävistä. Tässä vaihtoehdossa rahaston riskit kasvavat, koska rakennuttamiseen liittyy aina riskejä, erityisesti uusilla rahastoilla, joiden kokemus rakennuttamisesta on vielä vähäistä. Toisaalta rahastot pystyvät näin saamaan rakennuttajan tuotto-osuuden itselleen. Kun rahastot vastaavat itse kohteiden rakennuttamisesta ne pystyvät muokkaamaan kohteet sopimaan mahdollisimman hyvin heidän tarpeisiinsa ja sitä kautta kasvattamaan vuokratuottoja mahdollisimman korkeiksi. (OP, 2019)

Monet rakennusyritykset tarjoavat myös rahastoille valmiita kokonaisuuksiaan, jotka ne ovat itse suunnitelleet ja omistavat tarvittavan tontin ja muut luvat rakentamiselle. Varsinkin suuret rakennusyritykset, jotka toimivat itse myös grynereinä, ovat tarjonneet rahastoille valmiita kokonaisuuksia. Erityisesti, kun uusien asuntojen kysyntä on ollut vähäistä viime vuosina Suomessa, rakennusyritykset ovat tarjonneet mielellään toteutumisvalmiita kokonaisuuksia rahastoille. Rakennusyritykset myös hyödyntävät yhteistyötä rahastojen kanssa

aluehankkeissa eli samaan kortteliin voidaan rakennuttaa vierekkäin sekä omaperustaisia- ja vuokrakohteita. Tässä yhteistyömallissa voidaan saavuttaa kustannussäästöjä, koska rakennusyhtiöt voivat tehdä suurempia hankintasopimuksia ja suunnitella resurssiaan tehokkaammin. Rahastoille rakennettavia kohteita muokataan sijoittajien toiveiden mukaan, sopimaan mahdollisimman hyvin vuokra-asunnoiksi. Tosin rahastot huomioivat myös suunnittelussa niiden jälleenmyyntiarvon, koska rahastot saattavat myydä irtautumisvaiheessa asunnot myös omistusasunnoiksi, joten asuntojen laadun tulee vastata alueen yleistä laatutasoa arvon maksimoimiksi. (Rakennuslehti, 2016)

Osa rahastoista on keskittynyt ostamaan valmiita asuntoja suoraan rakennuttajilta. Usein rahastot ostavat suuremman määrän asuntoja kerralta, jolloin he voivat hyödyntää sijoittajille tarjottavaa massa-alennusta. Useat rakennusyhtiöt ovat tarjonneet sijoitusrahastoille alennusta, kun ne ostavat useita asuntoja kerralla tai ne ovat ostaneet asuntoja, jotka ovat olleet myymättä pidemmän aikaan. Rahastoille tarjottavat alennukset saattavat olla Rakennusyhtiöt tarjoavat myös asuntoja rahastoille kohteiden ennakkomarkkinointi vaiheessa, jotta kohteiden tarvittava ennakkovarausaste kasvaa tarvittavan suureksi, jotta kohteen rakentaminen voidaan aloittaa. Rahastot voivat esimerkiksi ostaa rakennettavasta asuntoyhtiöstä suurimman osan yksiöistä sekä kaksioista, jotta rakentaminen saadaan käyntiin. Rahastoille asuntojen ostaminen soveltuu hyvin, koska näin ne pystyvät optimoimaan asuntoportfolionsa asuntojen koot sopiviksi, koska useissa Suomen kunnissa kuntien asettamat määräykset asuntojen keskineliömääristä eivät välttämättä ole optimaalisia vuokra-asuntotuotantoon. (Kortelainen, 2014)

Osalla rahastoilla on myös omistajiensa kautta intressejä saada asuntokohteiden rakentaminen käyntiin ostamalla asuntoja rakennettavasta asuntoyhtiöstä. Esimerkiksi osa eläkeyhtiöstä haluaa tukea asiakasyhtiöidensä liiketoimintaa ostamalla asuntoja tietyistä kohteista, jotta niiden rakentaminen saadaan käyntiin. (Timo Sotavalta, 2015)

Useimmiten Suomessa toimivat asuntorahastot keskittyvät pienempiin asuntoihin, joiden kysyntä on suurempaan vuokramarkkinoilla. (Kalmi, 2015)

3.2.3 Ylläpitovaihe

Kun rahasto on täyttänyt sääntöjensä mukaiset sijoitustavoitteensa alkaa rahaston ylläpitovaihe. Ylläpitovaiheessa rahaston rooli jää pienemmäksi, koska usein kiinteistöjen operatiivinen hallinnointi on ulkoistettu siihen erikoistuneelle yhtiölle. Nämä hallinnointiyhtiöt vastaavat kiinteistöjen vuokraamisesta ja taloyhtiöiden hallinnoinnista. (Roininen, 2011)

Ylläpitovaiheen aikana rahastot maksavat omistajilleen osinkotuottoja vuokratuottoihin perustuen rahaston sääntöjen mukaisesti. Rahastotyypistä riippuen sijoittajien määrä saattaa muuttua ylläpitovaiheen aikana. Rahaston säännöt saattavat sallia sijoitusten lunastuksen ylläpitovaiheen aikana, osan rahastojen säännöt toisaalta saattavat estää osuuden lunastuksen kesken rahaston elinkaaren. (EQ,2019) Rahaston ylläpitovaiheen kesto on määritelty rahaston säännöissä, jos kyseessä on suljettu asuntorahasto.

3.2.4 Irtautumisvaihe

Rahaston elinkaaren viimeinen vaihe on irtautumisvaihe.

Kun rahaston suljetun rahaston sääntöjen mukainen ylläpitovaihe on päättynyt, alkaa rahaston irtautumisvaihe, jossa rahasto myy omistamansa kiinteistöt ja tulouttaa omistamansa varat rahaston omistajille. Irtautumisvaiheessa rahasto voi myydä omistamiaan kohteita joko asunto kerrallaan tai esimerkiksi asunto-osakeyhtiö kerrallaan tai myydä koko rahaston eteenpäin uusille sijoittajille. Rahaston myytyä sijoituskohteensa se tulouttaa kaikki varansa omistajilleen ja hallinnollinen omistajayhtiö purkautuu. (Simola, 2013)

3.3 Rahastojen sijoitustoimintaan liittyvät riskit ja valvonta Suomessa

Kiinteistösijoittamiseen liittyy paljon riskejä johtuen suurista pääomista ja yksikkökoosta, jotka liittyvät kiinteästi kiinteistösijoittamiseen. Samoin globaali taloustilanne vaikuttaa kiinteistösijoituksiin vaikkakin kiinteistömarkkinoiden ja arvopaperimarkkinoiden välinen korrelaatio vaihtelee alueittain ja kiinteistön ominaisuuksien mukaan. Kiinteistöihin liittyvät riskit voidaan eritellä rakennusajan riskeihin sekä ylläpitovaiheen riskeihin.

Kiinteistösijoittamiseen liittyy yllämainittujen riskien lisäksi muita sijoittamiseen liittyviä yleisiä riskejä, joista osa ovat erityisesti kiinteistösijoittamiseen liittyviä ja osa markkinariskejä. Tässä osiossa esitellään kiinteistösijoittamiseen liittyviä riskejä.

Kiinteistösijoitusrahastoihin liittyvät riskit kasvavat sen mukaan, ovatko rahastot mukana myös rakentamisvaiheessa olevissa kiinteistössä vai sijoittavatko ne vain valmiiksi rakennettuihin kohteisiin. Eri rahastoilla on myös erilainen rooli rakentamisvaiheessa olevissa kiinteistöissä, sillä osa rahastoista ostaa vain yksittäisiä asuntoja rakenteilla olevista kohteista, osa rahastoista ostaa avaimetkätehen periaatteella kokonaisia kiinteistöjä rakennusyhtiöiltä ja osa rahastoista toimivat kohteen rakennuttajina. Mitä suuremman roolin rahasto ottaa rakennusvaiheessa sitä suurempia taloudellisia riskejä rahaston toimintaan liittyy. (Lättilä, 2015)

Erikoissijoitusrahaston omistavat rahasto-osuuksia ostaneet sijoittajat. Rahaston omistajien etua sijoitusrahastossa ohjaa rahaston hallitus, jonka jäsenistä vähintään kolmanneksen valitsee rahaston osuudenomistajat. Rahaston varojen omistusoikeus kuuluu aina osuudenomistajille eikä rahaston hallinnointiyhtiölle. Rahaston varat tulee olla lainsäädännön mukaan erillisen säilytysyhteisön hallinnassa, sijoittajien varojen turvaamiseksi. (Pörssisäätiö, 2015)

Sijoitusrahastolaki suojaa kattavasti perinteisten sijoitusrahastolain omistajia. Rahaston riskit liittyvät pääasiassa rahaston tekemiin sijoituksiin. Sijoittajat voivat menettää sijoittamansa varat jos rahaston sijoitukset eivät ole tuottavia tätä riskiä kutsutaan markkinariskiksi, mutta itse rahasto ei voi mennä konkurssiin, koska rahasto ei voi käyttää velkarahaa hyödykseen. (Savikko, 2008) Kiinteistösijoitusrahastot ovat kuitenkin erikoissijoitusrahastoja, joiden sääntelyä ei ole sijoittajan riskien kannalta yhtä kattavaa. Erikoissijoitusrahastot voivat ottaa velkaa sekä niiden sijoitusportfolio voi olla riskiltään suurempi verrattuna sijoitusrahastolain mukaisiin sijoitusrahastoihin. Sijoitusrahastolain mukaisessa rahastossa tulee olla vähintään 16 erilaista sijoituskohdetta, mutta erikoissijoitusrahastoissa ei tarvitse olla näin montaa sijoituskohdetta. Kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin sijoittava erikoissijoitusrahaston sijoittajien lukumäärään on tehty myös helpotuksia verrattuna tavalliseen sijoitusrahastolain mukaiseen rahastoon. Tavallisessa rahastossa sijoittajien lukumäärän tulee olla vähintään 50, mutta erikoissijoitusrahaston vähimmäisvaatimus on 10 rahastonomistajaa. (Rakli, 2017)

Erikoissijoitusrahaston tulee kertoa sijoittajilleen rahaston toimintaan liittyviä riskejä. Rahastot esittelevät rahastoesitteissään rahastoa koskevia riskejä. Rahastot esittelevät niiden toimintaan liittyviä riskejä eri kategorioissa.

Vuokraustoimintaan liittyvä riski

Kiinteistörahastojen toimintaa liittyy oleellisesti riski siitä, että rahaston omistamia tiloja ei saada vuokrattua tai tilojen vuokrataso on odotettua matalampi. Suuri osa rahaston tuotoista perustuu vuokraustoiminnasta saatavista tuloista, joten tämä riski on kiinteistörahastoille merkittävä. Rahastot pyrkivät pienentämään riskiä käyttämällä ammattilaisia apuna vuokralaisten hankinnassa ja valitsemisessa. (Fennia, 2019)

Markkinariski

Rahastojen toimintaa liittyy markkinariski, joka tarkoittaa että rahaston omistamien kiinteistöjen markkina-arvo voi vaihdella markkinamuuttujien mukaan. Rahaston arvon vaikuttavia markkinamuuttujia voivat olla esimerkiksi korkovaihtelut, osakemarkkinoiden vaihtelut tai vuokralaisen luottoluokituksen vaihtelut. Markkinariski sisältää sijoittajan kannalta tappioriskin, jos rahaston omistamien kiinteistöjen arvot laskevat näiden markkinamuuttujien takia. Rahastot pyrkivät suojatumaan näiltä riskeiltä arvioimalla jatkuvasti näitä markkinariskejä ja mahdollisesti tekemällä erilaisia suojaustoimia. (EQ, 2019)

Operatiivinen riski

Operatiivisella riskillä tarkoitetaan rahaston operatiiviseen toimintaan liittyviin riskeihin. Nämä riskit tarkoittavat rahastoyhtiön toimintaan, menettelyihin, henkilöihin tai esimerkiksi järjestelmiin liittyviin puutteisiin tai vajavaisiin resursseihin. Mikäli rahastoyhtiön sisäinen toiminta ei ole riittävällä tasolla niin tämä voi vaikuttaa voimakkaasti sijoitusten arvoon. (Fennia, 2019)

Likviditeettiriski

Rahaston likviditeettiriskillä tarkoitetaan riskiä, että rahasto ei välttämättä pysty muuttamaan sijoituksiaan rahaksi riittävän nopeasti. Erityisesti tämä riski koskee kiinteistösijoitusrahastoja, koska kiinteistöjen realisointi ei ole yhtä nopeaa verrattuna muihin arvopapereihin. Kiinteistöjen vaikeamman realisoinnin takia niiden arvonmuutokset voivat olla voimakkaampia nopeassa realisointitilanteessa. (Brueggeman & Fisher, 2011)

Erikoissijoitusrahaston kohdalla likviditeettiriski korostuu erityisesti verrattuna REIT-rahastoihin, koska erikoissijoitusrahastolla on velvollisuus lunastaa sijoittajien osuudet pois sijoittajan niin halutessaan. REIT-rahastojen kaupankäynti tapahtuu pörssissä, jolloin sijoituksen volatilitteetti on suurempi,

mutta REIT-rahastolla ei ole velvollisuutta lunastaa osuuksia, vaan omistajat myyvät omistuksensa arvopaperipörssissä markkinahinnalla.

Kiinteistömarkkinoilla asuntojen hinnat vaihtelevat kysynnän ja tarjonnan mukaan niin kuin muillakin vapailla markkinoilla. Kiinteistömarkkinoita ei ole Suomessa säännelty voimakkaasti. Kiinteistöjen omistaminen on sallittu Suomen, EU:n ja muiden maiden kansalaisille. Vuonna 2019 Suomessa uudistettiin, kuitenkin kiinteistöjen omistusta koskevaa lainsäädäntöä ja EU:n ulkopuolisille toimijoille kiinteistöjen omistaminen on osittain luvanvaraista. (Eduskunta, 2019) Kiinteistömarkkinoilla voi myös tapahtua ajanjaksoja, jolloin kiinteistöjen arvot alkavat laskea yleisesti. Kiinteistöjen arvojen alkaessa laskea luultavasti moni sijoittaja haluaisi lunastaa sijoituksensa pois kiinteistörahastosta ja siirtää pääomansa muualle. (Brueggeman & Fisher, 2011)

Eri rahastotyypeille on erilaiset säännöt tilanteessa, joissa sijoittajat haluavat nostaa varansa. Rahastojen säännöissä saattaa olla ennalta määrätyt ajanjaksot kalenterivuositain, jolloin pääomien nostaminen on sallittua. Kiinteistörahastojen kohdalla näitä rajoituksia käytössä, koska kiinteistöt eivät ole suhteellisen helposti likvidiksi pääomaksi muutettavia omaisuuseriä, jolloin erittäin nopeasti toteuttava transaktio olisi suoritettava alle markkinahinnalla todennäköisesti. Jos rahasto joutuisi myymään omistuksiaan nopeassa aikataulussa alennetuilla hinnoilla myös muut rahaston sijoittajat kärsisivät tilanteesta huomattavasti, mikä todennäköisesti voisi kiihdyttää edelleen pääomien pakoa rahastosta. Ennakkomäärätyt lunastusajankohdat luovat rahastoista stabiilimpia sijoituskohteita sijoittajille ja samalla helpottavat rahastoyhtiön toimintaa, koska ne voivat ennakoida rahaston pääomien tarpeita etukäteen. (Fiva, 2019)

Kiinteistörahastojen säännöillä pyritään myös vaikuttamaan siihen, että sijoittajat olisivat pitkäaikaisia sijoittajia eivätkä ostaisi ja lunastaisi rahasto-osuuksia lyhyellä aikataululla. Rahastojen merkintäpalkkiot ja lunastuspalkkiot ovat suhteellisen korkeita verrattuina tavallisiin osakesijoitusrahastoihin, mikä ei

kannusta sijoittajaa tekemään transaktioita lyhyellä aikavälillä vaan pysymään sijoittajana mahdollisimman kauan. (Fiva, 2019)

Rahastojen säännöissä voidaan myös määrätä, että lunastuspalkkion suuruus on korkeampi, jos sijoittaja on tehnyt rahastomerkinän esimerkiksi alle viisi vuotta lunastusajankohtaa aikaisemmin. Tällä säännöllä pyritään sitouttamaan sijoittajia toimimaan pitkäjänteisesti rahaston omistajina. (EQ,2019; OP,2019)

Kiinteistösijoituksiin on siirtynyt suuria pääomia viime vuosina johtuen korkomarkkinoiden matalasta tuottotasosta. Sijoittajat ovat etsineet pääomilleen muita vähäriskisiä sijoituskohteita ja kiinteistömarkkinoita on pidetty vähäriskisenä sijoituksena. (Lassila, 2017; Hypo 2019)

Suomessa kiinteistörahastoja ei ole ajautunut likviditeettiongelmiin, mutta likviditeettiongelmiin riski oletettavasti kasvaa mikäli korot lähtisivät nousuun historiallisesti erittäin matalalta tasoltaan. Korkeiden nostessa sijoittajille tulee saataville vaihtoehtoja sijoittamiseen ja yleisesti ottaen korkosijoituksia pidetään kiinteistösijoittamista matalariskisempänä sijoitusmuotona. Korkeiden nostessa oletettavasti osa sijoittajista lunastaisi rahasto-osuuksiaan pois kiinteistösijoitusrahastoista. Historiallisesti matala korkotaso on 2010-luvulla lisännyt sijoittajien kiinnostusta muihin sijoitusinstrumentteihin korkosijoitusten sijaan (Lassila, 2017) , mutta mikäli korko sijoitusten tuotto-odotukset nousisivat oletettavasti pääoma alkaisi siirtymään takaisin sijoitusmuotoon. Kiinteistöjen tuotto-odotukset ovat samanaikaisesti laskeneet Suomen kasvukeskuksissa hintojen noustessa ja uusien sijoittajien markkinoille tullessa. (Catella, 2017) Korkeiden nostessa rahastojen kulut saattavat myös kasvavat, jos ne ovat käyttäneet sijoituksissaan vieraanpääoman ehtoista rahoitusta, jossa on vaihtuva korko. Lainaehdoissa saattaa myös vaatimuksia pääomarakenteelle ja sekä vakuusehtoja, mikä pääomien karatessa saattaa vaikeuttaa rahaston toimintaa entisestään.

Rahaston sijoitusrakenne vaikuttaa myös merkittävästi pääomarisktiin. Rahastojen sijoitukset voivat olla toisiinsa nähden likviditeetiltaan erilaisia. Mikäli

rahaston kiinteistöjen likvidisointi on vaikeaa, niin tilanteessa, jossa useampi sijoittaja haluaa irtautua rahastosta, rahaston riskit ovat suurempia ja tappiot todennäköisempiä. Tavallisesti kiinteistön likviditeettiin vaikuttaa kiinteistön yksikköarvo, käyttötarkoitus ja sijainti. (Hoesli & MacGregor, 2000) Tavallisesti asuinkiinteistöjen/ huoneistojen likviditeetti on korkeammalla tasolla, koska niiden kaupankäyntiin on kehitetty yleisiä markkinapaikkoja ja yksikkökoko on pienempi sekä vuosittain toteutettavien transaktioiden määrä suurempi verrattuna liikekiinteistöihin. (Hoesli & MacGrego, 2000)

Osa Suomessa toimivista erikoissijoitusrahastoista sijoittaa varansa pääosin pieniin asuntoihin, jotka sijaitsevat kasvukeskuksissa ja pyrkivät näin pienentämään rahaston sisäistä riskiä (Ålandsbanken, 2019) Rahastojen tulee ilmoittaa pääomajakaumansa rahaston tiedoissa, jossa näkyy oman ja vieraan pääoman suhteet kokonaisvaroista.

Finanssivalvonta tutki vuonna 2019 avointen erikoissijoitusrahastojen toimintaan Suomessa. Teema-arviossa tutkittiin rahastojen likviditeetinhallintaan liittyviä asioita. Arviossa huomautettiin, että osalla Suomessa toimivien rahastojen arvonmäärityksessä oli kehitettävää liittyen arvonmäärityksen riippumattomuuteen sekä rahastojen ilmoittamiin sääntöihin, milloin arvonmäärityksen periaatteita voidaan tarvittaessa muokata

Fivan arviossa myös tutkittiin rahastojen likviditeetinhallintaan liittyviä kysymyksiä. Tutkimuksessa esiteltiin eri likviditeetinhallintaan liittyviä käytänteitä, joita hyödyntäen rahastot pienentävät likvideettiriskiä. Kaikilla tutkituilla rahastoilla oli käytössä porrastettu lunastuspalkkio käytäntö, mutta suurimmalla osalla oli käytössä myös muita käytäntöjä kuten rahaston oikeus keskeyttää lunastukset, lunastukset voidaan siirtää eteenpäin mikäli rahaston tulee hankkia varoja myymällä omistuksiaan ja rahastot pitävät osan varoistaan likvideissa varoissa, kuten pörssilistattuihin arvopapereihin tai vastaaviin sijoituskohteisiin. Koska Suomen kiinteistömarkkina on kehittynyt suotuisasti viime vuosina ja rahastojen nettomerkinnot ovat olleet positiivisia ei rahastojen ole ollut tarpeen hyödyntää näitä edellä mainittuja välineitä. Yhtä poikkeusta lukuun ottamatta rahastot ovat

pystyneet maksaneet osakkaiden omistukset suoraan kassastaan. Finanssivalvonta huomautti arviossaan kuitenkin, että rahaston lunastusten maksaminen normaalissa markkinatilanteessa ei tule perustua likviditeetinhallintavälineiden käyttöön. Rahastojen tulee suunnitella rahaston likviditeetinhallinta ja miten välineitä tullaan käyttämään haastavimmissa markkinatilanteissa, joissa niitä tarvitaan. Niitä tulee myös käyttää johdonmukaisesti turvaamalla rahaston osuudenomistajien yhdenvertaisuus. (Fiva,2019)

Rahastojen tulee Suomessa noudatettavan sääntelyn mukaan tehdä myös säännöllisesti stressitestejä, jossa arvioidaan rahastojen maksuvalmiusriskejä ja niiden avulla varmistetaan rahastojen maksuvalmius. (Fiva, 2019)

Suomalaisen sääntelyn mukaan stressitestien on:

- a) perustuttava määrälliseltä tai jos tämä ei ole tarkoituksenmukaista, laadulliselta kannalta luotettaviin ja ajantasaisiin tietoihin;
- b) simuloitava tarvittaessa rahaston varojen maksuvalmiuden puutteellisuutta ja epätavallisia lunastustoimeksiantoja
- c) katettava markkinariskit ja niistä johtuvat vaikutukset
- d) otettava huomioon arvonmääritykseen liittyvät herkkyydet stressitilanteissa
- e) tapahduttava aikavälillä, joka on tarkoituksenmukainen rahaston luonteen kannalta ottaen huomioon kyseisen rahaston sijoitusstrategia, maksuvalmiusprofiili, sijoittaja tyyppi ja lunastuspolitiikka, ja ne on suoritettava vähintään kerran vuodessa.

(Fiva, 2019)

Fivan (2019) toteuttamassa teema-arviossa todettiin, että eri rahastojen stressitestikäytännöissä oli eroja eri yhtiöiden välillä. Testien oletukset ja taso vaihteli arvion mukaan hyvin paljon.

3.3.1 Rahastojen omistusten arvonmääritys ja kiinteistöjen tase-arvot

Rahastojen tulee sääntöjen mukaan arvostaa kiinteistöt taseessaan käypään arvoon. Rahaston säännöissä ja rahaston toimintaan ohjaavassa laissa määrätään tarkemmin, kuinka rahasto omistamien kiinteistöjen arvonmääritys tulee tehdä. Kiinteistöjen käypä arvo vaihtelee kiinteistömarkkinoiden hinnanmuutosten myötä ja siksi niiden arvonmääritys on tärkeä prosessi rahastoille. (Fiva, 2019) Kiinteistöjen hinnat ovat Suomessa nousseet 2010-luvulla erityisesti kasvukeskuksissa (Tilastokeskus, 2019) Suomalaisen rahastosääntelyn mukaan avointen vaihtoehtorahastojen arvonmääritys on tehtävä sellaisin väliajoin, jotka ovat asianmukaisia rahaston hallussa olevien varojen ja sen osuuksien merkintä- ja lunastusvälin kannalta. (Fiva, 2019) Käytännössä rahastojen on suoritettava arvonmääritys kvartaaleittain, jotta sijoittajilla on mahdollisuus lunastaa osuuksiaan. Sääntelyn mukaan ulkopuolisen arvonmäärittäjän tulee olla riippumaton rahastosta, yhtiöstä ja muista henkilöistä, joilla on läheisiä sidoksia rahastoon tai yhtiöön. Tällä sääntelyllä turvataan sijoittajien asemaa rahastojen toiminnassa.

Jos rahasto on ulkoistanut arvonmäärityksensä, se ei vaikuta yhtiön vastuuseen rahastoa ja sen sijoittajia kohtaan. Suomalaisen sääntelyn mukaan yhtiön on osoitettava, että ulkopuolinen arvonmäärittäjä on lakisääteisessä, pakollisessa ammattirekisterissä tai kuuluu lakien tai muiden säädösten tai ammattisääntöjen piiriin. Lisäksi on osoitettava, että ulkopuolinen arvonmäärittäjä voi tarjota riittävät ammatilliset takeet siitä, että se voi tehokkaasti huolehtia arvonmääritystoiminnasta sääntelyn edellyttämällä tavalla. (Fiva, 2019)

Jos rahastoyhtiö itse huolehtii arvonmäärityksestä, edellytetään että arvonmääritystehtävät ovat toiminnallisesti riippumattomia salkunhoidosta. Yhtiöiden tulee kuvata sääntelyn mukaan arvonmäärityspolitiikoissa suoja-toimista, joilla varmistetaan että arvonmääritystehtävän hoito tapahtuu toiminnallisesti riippumattomasti. (Fiva, 2019)

Teema-arviossaan Fiva (2019) tutki arvonmääritykseen liittyviä käytäntöjä suomalaisissa rahastoissa. Arviossa huomautettiin, että osalla Suomessa toimivien rahastojen arvonmäärityksessä oli kehitettävää liittyen arvonmäärityksen riippumattomuuteen sekä rahastojen ilmoittamiin sääntöihin, milloin arvonmäärityksen periaatteita voidaan tarvittaessa muokata.

Kiinteistöjen ja asuntojen hintojen noustessa erityisesti Helsingin seudulla Suomessa on epäilty, että rahastoihin liittyä kiinteistöjen arvonnousuun liittyviä riskejä. Kiinteistöjen arvojen noustessa rahastot voivat kirjanpidollisesti merkitä arvonnousun tilikauden voitoksi. Sijoittajan kannalta tämä saattaa olla riski, sillä rahastoille ei synny arvonnousua vastaavaa kassavirtaa, jolloin niiden maksukyky ei välttämättä vastaa tilikauden voittoa. Koska osan rahastojen säännöt sallivat vieraan pääoman käytön rahaston toiminnassa, rahastot voivat maksaa sijoittajilleen osinkoja, tuloksestaan vaikka varsinaisesti rahaston kassavirta ei mahdollistaisi tätä ilman vieraan pääoman käyttöä.

Eryteisesti Orava asuntorahastoa on arvosteltu liittyen kiinteistöjen kirjanpito arvojen määrittämisestä, koska rahasto ostaa asuntojaan alennettuun hintaan, mutta ostettuaan asunnot rahasto korottaa asuntojen arvoja vastaamaan ns. listahintaan, jolla asunnot myydään kuluttajille. Oravan asuntorahasto toimintaperiaate edellyttää, että asuntojen hinnat nousevat ja että yhtiö pystyy myös myymään asuntojaan korkeammalla hinnalla, kuin niiden hankintahinta on. Asuntorahastot ovat pystyneet ostamaan asuntojaan tukkualennuksella aikaisemmin, kun asuntomarkkinoilla kysyntä ei ollut voimakasta, mutta vuonna 2016 asuntojen kysynnän kasvaessa tukkualennusten määrä on laskenut. (Hertsi, 2016)

4 Tutkimusaineisto ja -menetelmät

Tutkielmassa tutkitut rahastot ovat suomalaisten rahastoyhtiöiden kiinteistösijoittamiseen keskittyneitä rahastoja. Kiinteistörahastot ovat tuottomuotoisia rahastoja ja maksavat sijoittajille osinkoja vuosittain tuotoistaan.

4.1 Tutkimuksessa vertailtavat rahastot

EQ hoivakiinteistöt erikoissijoitusrahasto

EQ hoivakiinteistöt on EQ rahastoyhtiön hallinnoima erikoissijoitusrahasto ja vaihtoehtorahasto, joka sijoittaa varansa suomalaisiin kiinteistöihin. EQ hoivakiinteistöt rahasto sijoittaa varansa ensisijaisesti kiinteistöihin, joissa voidaan harjoittaa terveys-, hoito- tai sosiaalipalveluihin liittyvää liiketoimintaa. Rahaston kokonaispääomasta enintään puolet voi olla vierasta pääomaa pääsääntöisesti, mutta rahasto voi tilapäisesti ottaa vielä kolmasosan verran pääomasta lisää vierasta pääomaa erityisistä syistä, jolloin rahaston kokonaisvaroista 5/6 voi olla vierasta pääomaa. (EQ, 2019B)

EQ liikekiinteistöt

EQ Liikekiinteistöt on EQ rahastoyhtiön hallinnoima erikoissijoitusrahasto ja vaihtoehtorahasto, joka sijoittaa varansa suomalaisiin kiinteistöihin. EQ liikekiinteistöt rahasto sijoittaa varansa ensisijaisesti kiinteistöihin, joiden käyttötarkoituksena on toimisto, liiketila, majoitus tai muu soveltuva liiketoiminta. Rahaston kokonaispääomasta enintään puolet voi olla vierasta pääomaa pääsääntöisesti, mutta rahastolla on mahdollisuus tilapäisesti ottaa vielä kolmasosan verran pääomasta lisää vierasta pääomaa erityisistä syistä, jolloin rahaston kokonaisvaroista 5/6 voi olla vierasta pääomaa. (EQ, 2019C)

OP vuokratuotto

OP vuokratuotto on OP-rahastoyhtiön hallinnoima erikoissijoitusrahasto, joka sijoittaa varansa asuntoihin, kiinteistöihin ja niiden rakentamiseen. Noin puolet rahaston pääomasta sijoitetaan vuokra-asuntoihin, noin viidennes rahaston bruttovaroista sijoitetaan välillisesti asuntojen rakennuttamiseen hankkimalla osuuksia yhtiöistä, jotka harjoittavat asuntojen vuokraamista ja rakennuttamista. Tämän lisäksi rahasto sijoittaa toimitiloihin kuten liiketiloihin ja toimistotiloihin.

Rahaston ensisijainen tuotto koostuu rahaston omistamien asuntojen vuokratuotoista. Lisäksi rahasto saa tuloja omistamiensa liikekiinteistöjen vuokraamisesta sekä tekemällä sijoituksia yhtiöihin, joiden toimialana ovat rakennus tai kiinteistökehityshankkeet. (OP, 2019)

Ålandsbanken Asuntorahasto (A)

Ålandsbanken Asuntorahasto on Ålandsbanken rahastoyhtiön hallinnoima erikoissijoitusrahasto, joka sijoittaa varansa Suomessa sijaitseviin asuntoihin. Rahaston omistamia asuntoja käytetään pääosin vuokra-asuntoina, mutta rahasto voi tilapäisesti myös omistaa asuntoja, joita ei tarjota vuokrattavaksi vaan ne ovat tarkoitettu realisoitavaksi. Pääosin rahaston hankkimat asunnot ovat uusia ja rahaston tavoitteena on myydä ne 10 vuoden sisällä. Rahaston varoja hajautetaan maantieteellisesti eri Suomen kasvukeskuksiin ja eri asunto-osa-alueisiin. Rahaston tuotot tulevat pääasiallisesti rahaston omistukseen hankkimien vuokra-asuntojen vuokratuotoista sekä asuntojen mahdollisesta arvonnoususta. (Ålandsbanken, 2019)

Orava REIT-rahasto

Orava REIT-rahasto on ensimmäinen suomalainen asunto-REIT-, joka on vapautettu tuloverosta ja luovutusvoittoverosta tietyin edellytyksin. Rahasto on perustettu vuonna 2010. Orava REIT-rahaston tavoitteena on ostaa kokonaisia kiinteistöjä tukkumarkkinoilta alennettuun hintaan, vuokrata ne eteenpäin ja myydä vuokratyöstä vapautuvia asuntoja markkinoille käyvällä hinnalla. Orava REIT-rahasto sijoittaa asuinkäytössä oleviin kiinteistöihin ja osakehuoneistoihin, mitkä sijaitsevat suurissa ja keskisuurissa kaupungeissa. Rahaston tuotot muodostuvat sijoitusasuntojen tuotoista ja arvonnousuista. (Inderes, 2013)

Ålandsbanken Asuntorahasto A

Rahasto sijoittaa uusiin, pienempiin vuokra-asuntoihin kasvukeskuksissa, pääasiassa pääkaupunkiseudulla. Rahaston arvonekehitys koostuu vuokraustoiminnan tuotosta sekä asuntojen mahdollisesta arvonnoususta. Rahaston vuotuinen tuotto-odotus on pitkällä aikavälillä 4-6 %.

Rahaston sijoitustoiminnan tavoitteena on pitkällä aikavälillä kasvattaa rahasto-osuuden arvoa sijoittamalla varat Suomessa sijaitseviin asuntoihin. Rahasto voi myös tilapäisesti omistaa asuntoja, joita ei tarjota vuokrattaviksi, vaan jotka on tarkoitettu vain myytäväksi. Rahaston varoja hajautetaan sijoituksiin useammassa asunto-osakeyhtiöissä ja maantieteellisesti Suomen eri kaupungeissa sijaitseviin asuntoihin. Rahasto omistaa normaalisti enintään 10-30 % yhdessä asunto-osakeyhtiössä sijaitsevista asunnoista. Rahasto sijoittaa pääasiallisesti uusiin asuntoihin ja tavoitteenaan myydä ne 10-vuoden sisällä. Maantieteellisesti omistukset keskitetään vetovoimaisille alueille, joissa on hyvin toimivat vuokra-asuntomarkkinat.

Tavallisista sijoitusrahastoista poiketen, rahasto voi aktiivisesti hyödyntää lainarahoitusta sijoitustoiminnassaan sijoitetun pääoman lisäksi. Tämä merkitsee, että rahasto voi luoda tuottoa rahasto-osuudenomistajille

sijoitussalkusta, joka on suurempi kuin rahasto-osuudenomistajien rahastoon sijoittama pääoma. (Ålandsbanken, 2019)

4.2 Aineisto ja tutkimusmenetelmä

Tutkimuksen aineistona ovat Suomessa toimivien asuntosijoitusrahastojen historialliset kvartaalituotot. Kvartaalituotot ovat kerätty ajanjaksolta 1/2015-12/2018. Tutkimukseen valittiin tämä kyseinen aikaväli, jotta tutkittavasta aineistoista saataisiin mahdollisimman laaja. Yksityisille piensijoittajille tarjottavat avoimet kiinteistösijoitusrahastot ovat Suomen sijoitustuotemarkkinoilla toimineet vasta rajoitetun ajan, joten siksi tutkimusajanjakso on verrattavan lyhyt. Valittuun tutkimusjaksoon vaikutti myös, se että Orava REIT-kiinteistörahasto, päätti muuttaa vuoden 2018 lopussa yhtiömuotonsa asuntorahastosta kiinteistöyhtiöksi. Lyhyt tutkimusjakso ja rajoitettu aineiston määrä asettavat omat rajoituksensa tutkimustulosten tulkinnalla. Tutkielmaa varten kvartaalituotot on annualisoitu ja tässä tutkimukset esitellyt tulokset ovat annualisoituja arvoja.

Rahastojen tuottohistoria kerättiin Suomessa toimivien rahastoyhtiöiden tietokannoista. Kerätty aineisto, oli tuottoaineisto, joka huomioi osinkojen vaikutuksen rahaston arvossa sekä kiinteistöjen arvonnousun sekä rahastoyhtiön hallinnoinnista ottamat palkkiot. Tutkimusaineisto ei sisällä sijoittajan maksamia rahaston merkintä ja lunastuspalkkioita, koska ne vaihtelevat lunastus- ja merkintäaikataulun mukaan. Kaikki tutkimuksessa mukana olevat kiinteistösijoitusrahastot ovat tuotto-rahastoja, jotka maksavat omistajilleen osan tuotoistaan osinkoina sijoittajilleen vuosittain. Tutkittavat rahastot pyrittiin valitsemaan suomalaisten rahastoyhtiöiden valikoimista, jotta tutkimusaineisto koostuisi mahdollisimman hyvin piensijoittajille tarjottavista rahastoista.

Vertailuindeksinä tutkimuksessa käytettiin MSCI Europe real estate indeksin tuottoa. MSCI Europe Real estate indeksin yhtiöt edustavat Länsi-Euroopassa toimivia kiinteistöalan toimijoita. Indeksien yhtiöistä suurin osa toimii Keski-Euroopan markkinoilla Saksassa, Ranskassa, Isossa-Britanniassa sekä

Sveitsissä. Indeksiin kuuluu sekä kiinteistösijoitusyhtiöitä, että eri sijoitusstrategioilla varustettuja REIT-kiinteistörahastoja.

4.2.1 Sharpen luku

Sharpen luku mittaa sijoitussalkun riskiä jakamalla portfolion ylituotot salkun volatiliteetillä. Mitä suuremman arvon Sharpen suhdeluku saa, sitä paremmin rahasto on tuottanut riskiin suhteutettuna. Vertailtaessa rahastoja toisiinsa, suurimman Sharpen luvun omaava rahasto on vertailuryhmän parhaiten suoriutunut rahasto. (Sharpe, Alexander, Bailey, 1999 s:844-846) (Kaava 1)

$$S = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \quad (1)$$

S = Sharpen suhdeluku

r_p = Rahaston tuotto

r_f = Riskitön tuotto

σ_p = Rahaston volatiliteetti

Sharpen luvun laskemista varten rahastoille laskettiin logaritmiset kuukausituotot kaavan 1 mukaan. Rahaston volatiliteetti on myös laskettu logaritmisten tuottojen keskihajonnan avulla.

4.2.2 SKASR Vinous- ja huipukkuuskorjattu Sharpen luku

Tutkimuksessa käytettiin Sharpen luvun lisäksi vinous- ja huipukkuuskorjattua Sharpen lukua, koska Sharpen lukua kohtaan on esitetty tiettyä kritiikkiä, jota SKASR-tunnusluku pyrkii korjaamaan. Pätäri (2011) esitti tutkimuksessaan uuden laajennuksen Sharpen-tunnuslukuun, mikä vastaa paremmin sijoittajan kokemaan kokonaisriskiin. SKASR tunnusluku ottaa huomioon tuottojen vinouman ja huipukkuuden. Erona SKASR-tunnusluvussa verrattuna

perinteiseen Sharpen tunnuslukuun SKASR:ssä käytetään kaavan osoittajassa keskihajonnan sijasta vinous- ja huipukkuuskorjattua hajontaa (SKAD), joka huomioi vinouden ja huipukkuuden vaikutuksen riskiin. (Pätäri, 2011)(Kaava 2)

$$SKASR = \frac{r_p - r_f}{SKAD_p^{(ER/|ER|)}}$$

4.2.3 Treynorin luku

Treynorin luku on yleisesti käytetty tunnusluku, kun vertaillaan rahastojen tuottojen ja riskien välistä suhdetta keskenään. Treynorin luvussa rahaston ylituottojen jakajana käytetään rahaston betaa. (Vaihekoski,2004) (Kaava 3)

(3)

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta}$$

T = Treynorin luku

R_p = Rahaston tuotto

R_f = Riskitön tuotto

β = Beta

4.2.4 Information ratio

Information ration kuvaa rahaston ja indeksin välisen tuottoeron. Tämän tunnusluku kuvaa kuinka paljon vuotuista tuottoa lisätuottoa on saavutettu suhteessa otettuun riskiin verrattuna tässä tutkielmassa käytettyyn vertailuindeksiin MSCI Europe real estate. (Aktia, 2020)

5 Tulokset

Tutkielmassa rahastoja vertailtiin toisiinsa eri tunnuslukujen perusteella. Tutkimuksessa käytetyt tunnusluvut olivat Sharpen-luku, SKASR, Treynorin-luku, Information ratio ja keskimääräinen tuotto. Tutkimuksen tulokset esitellään tässä osiossa tunnuslukukohtaisesti ja käydään läpi rahastojen suoriutuminen edellä mainittujen mittareiden mukaisesti.

5.1 Vuosittainen tuotto

| Rahasto | Keskimääräinen tuotto |
|-------------------------------------|-----------------------|
| EQ Liikekiinteistö Tuotto | 2,31 % |
| EQ Hoivakiinteistö Tuotto | 2,25 % |
| S-Asuntorahasto Tuotto | 1,73 % |
| Ålandsbanken Asuntorahasto C Tuotto | 1,07 % |
| OP Vuokratuotto Tuotto | 0,91 % |
| Ålandsbaken A Tuotto | 0,77 % |
| Orava REIT- Tuotto | -4,69 % |

Tutkittujen rahastojen keskimääräiset annualisoidut vuosituotot, Taulukko 1,

Ylläolevaan taulukkoon listattu tuottojärjestyksessä tutkimuksessa mukana olevat rahastot vuosittaisen tuoton perusteella. Tutkielmassa mukana olleet rahastot raportoivat tuottoja kvartaaleittain mutta tutkielmaa varten tuotot annualisoitiin, jotta tulokset olisivat vertailukelpoisia muihin tutkimuksiin nähden. (taulukko 1) Tutkimuksessa mukana olleista rahastoista EQ Liikekiinteistö erikoissijoitusrahasto on vuosittaisella tuotolla vertailun tuottavin rahasto.

| Rahasto | Beta |
|-------------------------------------|-------|
| Orava REIT- Tuotto | 0,83 |
| S-Asuntorahasto Tuotto | 0,03 |
| EQ Liikekiinteistö Tuotto | 0,01 |
| EQ Hoivakiinteistö Tuotto | 0,00 |
| Ålandsbaken A Tuotto | -0,04 |
| OP Vuokratuotto Tuotto | -0,06 |
| Ålandsbanken Asuntorahasto C Tuotto | -0,10 |

Tutkittujen rahastojen Beta-luvut, Taulukko 2

Tutkittavista rahastoista tutkittiin myös Beta-luvut. Ylläolevassa taulukossa (2) on esitetty tutkittavien rahastojen Beta-luvut. Orava REIT-rahaston Beta arvo on suurin tutkituista rahastoista. Orava REIT-rahaston Beta arvo 0,83 on korkea verrattuna muihin rahastoihin , koska seuraavaksi korkein Beta-arvo on 0,03, joka on S-Asuntorahaston arvo. REIT-rahastolle suhteellisesti korkeammat tämä on tyypillistä sillä se on ainoa pörssilistattu rahasto, jonka arvonmäärittämiseen vaikuttaa myös Helsingin pörssin muutos toisin kuin avoimiin erikoissijoitusrahastoihin. Orava REIT-rahaston Beta-arvo on kuitenkin alle 1.0, mikä indikoi, että Orava REIT-rahaston arvo muuttuu hitaammin kuin vertailuindeksin tuotto.

| Rahasto | Volatiliteetti |
|------------------------------|----------------|
| Orava REIT tuotto | 14,0 % |
| Ålandsbanken asuntorahasto c | 1,4 % |
| OP vuokratuotto tuotto | 1,3 % |
| Ålandsbaken A tuotto | 1,2 % |
| S-asuntorahasto tuotto | 0,8 % |
| EQ liikekiinteistö tuotto | 0,6 % |
| EQ hoivakiinteistö tuotto | 0,4 % |

Tutkittujen rahastojen Volatiliteetti-luvut, Taulukko 3,

Rahaston volatiliteetti vaihtelevat selvästi rahastotyyppin mukaan. Taulukon (3) mukaan Orava REIT-rahaston volatiliteetti oli 14% ja seuraavaksi suurin volatiliteetti oli Ålandsbanken asuntorahasto c arvo 1.4%. Muiden avoimien erikoissijoitusrahastojen volatiliteetit ovat myös alhaisia.

5.2 Sharpen tunnusluku

| Rahasto | Sharpen luku |
|--|--------------|
| EQ Hoivakiinteistö tuotto | 10,38 |
| EQ Liikekiinteistö tuotto | 8,58 |
| S-asuntorahasto tuotto | 4,71 |
| Ålandsbanken asuntorahasto C tuotto | 1,57 |
| OP vuokratuotto tuotto | 1,47 |
| Ålandsbanken A tuotto | 1,30 |
| Orava REIT- tuotto | -0,05 |

Taulukko 4, Tutkittujen rahastojen Sharpen, luvut

Taulukkoon (4) on kerätty tiedot vertailtavien rahastojen Sharpen luvuista. Sharpen tunnusluvun arvioinnissa rahastoja vertaillaan toisiinsa Sharpen luvun arvon perusteella. Sharpen luku kertoo kuinka paljon paremmin rahaston on tuottanut verrattuna riskittömään sijoitukseen yhtä volatilitettiyksikköä kohden. Mitä korkeamman arvon Sharpen luku saa sitä paremmin sijoitus on tuottanut suhteessa riskiinsä. Sharpen luvun avulla eri rahastoja voidaan vertailla toisiinsa

Positiivinen Sharpen luku kertoo itsessään, että rahasto on tuottanut yli riskittömän sijoituksen. Tutkimuksessa vertailtavista rahastoista positiivisen Sharpen luvun saivat kaikki muut rahastot paitsi Orava-REIT- rahasto. Kaikista korkeimman Sharpen luvun arvon saavutti EQ-Hoivakiinteistöt tuotto rahasto. Seuraavaksi korkeimman arvon saavutti EQ-Liikekiinteistö rahasto. Sharpen luvun perusteella nämä ovat siis tutkituista rahastoista parhaiten menestyneet.

5.3 Treynorin tunnusluku

| Rahasto | Treynorin luku |
|-------------------------------------|----------------|
| EQ liikekiinteistö tuotto | 170,65 |
| S-asuntorahasto tuotto | 40,24 |
| Orava REIT- tuotto | 1,13 |
| Ålandsbanken asuntorahasto C tuotto | -9,75 |
| OP vuokratuotto tuotto | -16,61 |
| Ålandsbaken A tuotto | -22,54 |
| EQ hoivakiinteistö tuotto | -1017,77 |

Taulukko 5, Tutkimuksessa tutkittujen rahastojen Treynorin luvut

Tutkimuksessa vertailtiin rahastoja Treynorin luvun perusteella. Ylläolevassa taulukossa 5. on esitetty tutkimuksessa mukana olevien rahastojen Treynorin luvut. Tutkimuksessa positiivisen Treynorin luvun arvon sai 3 rahastoa. Positiivisen arvon saavuttivat EQ liikekiinteistö tuotto, S-asuntorahasto tuotto, Orava- REIT-rahasto. Treynorin luvun jakajana toimii rahaston Beta-arvo ja neljän tutkimuksessa mukana olevan rahaston Beta-arvo on negatiivinen, joten näiden rahastojen Treynorin luku oli negatiivinen.

5.4 SKASR-tunnusluku

| Rahasto | SKASR |
|-------------------------------------|-------|
| EQ hoivakiinteistö tuotto | 18,92 |
| EQ liikekiinteistö tuotto | 10,16 |
| S-asuntorahasto tuotto | 5,20 |
| OP vuokratuotto tuotto | 1,54 |
| Ålandsbanken asuntorahasto C tuotto | 1,43 |
| Ålandsbaken A tuotto | 1,12 |
| Orava REIT- tuotto | -0,04 |

Taulukko 6, Tutkittujen rahastojen SKASR-arvot

Tutkimuksessa käytettiin rahastojen vertailuun SKASR-tunnuslukua eli tuottokorjattua Sharpen lukua. Taulukkoon 6 on listattu eri rahastojen Skasr-luvut suuruusjärjestyksessä. SKASR luku antaa kattavamman kuvan rahastojen toiminnasta verrattuna Sharpen lukuun. SKASR luvulla vertailtuna korkeimman arvon tutkituista rahastoista saavutti EQ hoivakiinteistö rahasto (18,92) ja toiseksi korkeimman arvon saavutti EQ-liikekiinteistö tuotto rahasto (10.16). Ylläolevaan taulukkoon on listattu kaikki tutkimuksessa mukana olleet rahastot SKASR-tunnusluvun mukaisessa suuruusjärjestyksessä. Alhaisin SKASR-tunnusluvun arvo tutkituista rahastoista on ORAVA REIT-rahastolla (-0,04).

5.5 Information ratio

| Rahasto | Information Ratio |
|-------------------------------------|--------------------------|
| EQ liikekiinteistö tuotto | 0,985 |
| EQ hoivakiinteistö tuotto | 0,957 |
| S-asuntorahasto tuotto | 0,766 |
| Ålandsbanken asuntorahasto C | 0,424 |
| OP vuokratuotto tuotto | 0,388 |
| Ålandsbaken A tuotto | 0,344 |
| Orava REIT tuotto | -0,043 |

Taulukko 7, Tutkittujen rahastojen Information rate-arvot

Ylläolevassa taulukossa (7) on kuvattu rahastojen Information ratio arvot. Tutkimuksen kohderahastoista suurimman arvon sai EQ liikekiinteistö-rahasto ja seuraavaksi korkeimmat arvot EQ hoivakiinteistöt ja S-asuntorahasto. Heikoimman arvon sai Orava REIT-rahasto. Parhaiten menestyneet rahastot ovat tehneet ylituottoa tutkimusajanjaksolla verrattuna vertailuindeksiin.

6 Johtopäätökset ja yhteenveto

Tutkielman lähtökohtana oli tutkia Suomessa toimivia kiinteistörahastoja ja vertailla niiden eroja taloudellisessa suorituskyvyssä. Tutkielmassa tarkasteltiin lisäksi näiden rahastojen erilaisia ominaisuuksia ja eroja rahastoja säätelevässä lainsäädännössä. Aikaisempaa tutkimusta on Suomessa tehty rajoitetusti, koska avoimet kiinteistöihin erikoistuneet kiinteistörahastot ovat tulleet sijoitusmarkkinoille vasta lähinnä 2010-luvulla sekä REIT-rahastoja ohjaava lainsäädäntö uudistettiin vasta 2000-luvun loppupuolella. Avoimet erikoiskiinteistörahastot ovat mielenkiintoinen tutkimuskohde, koska ne ovat lyhyessä ajassa keränneet merkittäviä pääomamääriä Suomessa ja rahastot ovat markkinoineet niitä näkyvästi piensijoittajille.

Kansainvälisesti REIT-rahastoja on tutkittu paljon ja useamman vuosikymmenen aikaan, tutkimus painottuu Yhdysvaltoihin, koska REIT-rahastot on alun perin lähtöisin Yhdysvalloista. Euroopassakin on tehty REIT-rahastoja koskevaa tutkimusta sekä muuta kiinteistösijoittamiseen liittyvää tutkimusta. Suomessa on myös tutkittu kiinteistösijoittamiseen liittyviä aiheita, mutta lähinnä koskien kiinteistösijoitusyhtiötä ja muita kuin avoimia kiinteistösijoitusrahastoja, koska Suomessa REIT-rahastot ja avoimet kiinteistösijoitusrahastot ovat uusia sijoitustuotteita. Saksassa on toteutettu avoimia kiinteistösijoitusrahastoja koskevaa tutkimusta aikaisemmin ja niissä on esimerkiksi tutkittu eri kiinteistörahastomallien likviditeettiä toisiinsa verrattuna.

Nämä tutkimukset aikaisemmat tutkimukset Euroopassa ovat osoittaneet, että REIT-rahastojen likviditeetti on korkeampi verrattuna kiinteistöyhtiöihin ja kiinteistörahastoihin, koska REIT-rahastoissa yksittäisen omistajan omistusosuutta on rajattu sekä niissä ei ole kaupankäyntiin liittyviä rajoituksia, kuten avoimissa kiinteistörahastoissa. Toisaalta aikaisemmat tutkimukset ovat myös osoittaneet, että REIT-rahastojen tuotot ovat Euroopassa jääneet kiinteistöyhtiöiden tuottoja alhaisemmiksi ja jääneet alhaisemmaksi, kuin osakemarkkinoiden tuotot. Listattujen kiinteistösijoitustuotteiden välillä on saatu myös erilaisia tutkimustuloksia liittyen, näiden korrelaatioon osakemarkkinoiden

yleisen kehityksen kannalta. Osassa tutkimuksissa korrelaatio on havaittu ollut korkeampaa kuin toisissa. Avoimien kiinteistörahastojen korrelaatio yleiseen markkinakehitykseen on huomattu olevan pienempi kuitenkin kuin pörssilistatuissa REIT-rahastoissa.

Tutkielman tuloksista käy ilmi, että Suomessa toimivalla REIT-rahastolla on ollut suurempi volatiliiteetti ja Beta-arvo verrattuna erikoissijoitusrahastoihin. Tämä on tyypillistä REIT-rahastoille, sillä ne ovat pörssilistattuja ja siten REIT-rahastojen arvo määräytyy avoimilla osakemarkkinoilla sijoittajien kiinnostuksen perusteella toisin kuin erikoissijoitusrahastojen, joiden arvo määräytyy rahaston omistamien kiinteistöjen vuokratuotoista ja kiinteistöjen arvoista. Rahastojen arvonmääritys on toisiinsa verrattuna erilainen eri rahastotyypeillä ja tällä tekijällä voidaan todeta olevan suura merkitystä tämän tutkimuksen tuloksille.

Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että REIT-rahastojen tuoton ja arvon kehittymisestä on todettu erilaisia tutkimustuloksia. Osa aikaisemmista tutkimuksista osoittaa, että ne niiden arvon kehitys on riippuvainen osakemarkkinoiden kehityksestä ja toisaalta osa tutkimustuloksista osoittaa, että ne ovat oma omaisuusluokkansa, jonka kehitys ei ole vahvasti riippuvainen osakemarkkinoiden kehityksestä.

Tämän tutkielman mukaan kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat tuottaneet paremmin kuin ainoa Suomessa toimiva REIT-rahasto. Erikoissijoitusrahastot ovat kaikilla tutkimuksessa käytetyillä tunnusluvuilla tuottaneet lisäarvoa suhteessa enemmän verrattuna REIT-rahastoon. Tutkielmaan valituilla useilla riskiin suhteutetuilla tuottomittareilla pyrittiin saamaan kokonaiskuva kiinteistörahastojen toiminnasta ja näiden mittareiden perusteella erikoissijoitusrahastoihin sijoittaminen on tuottanut suurempaa taloudellista lisäarvoa kuin REIT-rahasto.

Erikoissijoitusrahastoja on lukumäärällisesti myös perustettu Suomessa selkeästi enemmän verrattuna REIT-rahastoihin. REIT-rahastot eivät Suomessa ole herättäneet sijoittajien mielenkiintoa sijoitusmarkkinoilla, mikä voidaan todeta

niiden vähäisestä lukumäärästä Suomen sijoitusmarkkinoilla. Orava REIT-rahaston muutettua rakennettaan Helsingin pörssissä ei tällä hetkellä ole yhtään REIT-lainsäädännön mukaista rahastoa.

Tutkielman tulokset osoittavat, että Suomessa REIT-rahasto ei ole yltänyt suorituskyvyltään samalle tasolle kuin avoimet kiinteistöerikoissijoitusrahastot. Tutkielman tulokset ovat kuitenkin rajalliset, koska Suomessa on toiminut vain yksi REIT-rahasto Orava REIT-rahasto nykyisen REIT-lainsäädännön alaisena. Yhden rahaston kohdalla tuloksissa korostuu yksittäisen rahaston toiminta ja se ei välttämättä edustava otos REIT-rahastojen toiminnasta.

Orava REIT-rahaston ongelmia on käsitelty Suomessa myös erilaisissa julkaisuissa. Rahaston ongelmiin ja heikkoon suorituskykyyn on johtanut monia syy eikä REIT-rakenne yksistään ole selittävä tekijä rahaston huonoon suoriutumiseen tutkimuksessa. Yksittäisen rahaston kohdalla heikko suoriutuminen voi liittyä yhtiön huonosti valittuun strategiaan tai yhtiön johdon suoriutumiseen esimerkiksi.

Avoimien kiinteistöihin sijoittavien erikoisrahastojen tutkittu taloudellinen suorituskyky on tutkielmassa käytettyjen riskisuhteutettujen mittareiden mukaan ollut REIT-rahastoja korkeampi. Tutkielman tulosten rajoituksena ovat myöskin aikasarjan lyhyys sekä rahastojen määrä, näin ollen tämän tutkimuksen tuloksia voidaan pitää rajallisina.

6.1 Tutkimuksen jatkokysymykset:

Kiinteistörahastot ovat suhteellisen uusi sijoitusvaihtoehto Suomessa erityisesti piensijoittajille suunnatut rahastovaihtoehdot. Tutkimuksessa käytetty aikajakso on tämän takia suhteellisen lyhyt ja tulokset sen vain rajallisesti merkitseviä. Rahastojen suorituksen vertailua varten pidempi aikajakso toisi tilastollisesti merkitseviä tuloksi, joten saman tutkimuksen toistaminen pidemmällä aikasarjalla olisi kiinnostava jatkotutkimuskohde.

Tutkielmaan voisi lisätä myös lisää tutkimuskohteita. Vertailuun voitaisiin ottaa mukaan pörssiin listatut kiinteistösijoitusyhtiöt, joita tässä tutkielmassa ei ollut mukana. Tähän tutkimukseen ei valittu kiinteistösijoitusyhtiöitä, koska tutkimuksessa pyrittiin vertailemaan eri rahastovaihtoehtojen välistä suoriutumista.

Suomalaiset kiinteistörahastot ovat toimineet suhteellisen lyhyen aikaan 2010-luvulla, jolloin Suomessa on ollut käynnissä talouden nousukausi ja asuntojen hinnat ovat nousseet vuosittain erityisesti suurissa kaupungeissa. Kiinteistöjen hintojen nousu yhdistettynä kiinteistösijoittamisen suosion on edesauttanut vahvaa pääomavirtaa kiinteistörahastoihin, mutta lisätutkimuksen kannalta olisi mielenkiintoista tutkia, kuinka rahastot pärjäisivät heikommassa taloustilanteessa. Erityisen mielenkiintoinen tutkimuskysymys avoimien erikoiskiinteistösijoitusrahastojen kohdalla olisi nopea taloustilanteen heikentyminen, milloin suuri määrä sijoittajia haluaisi nopeassa aikataulussa siirtää sijoituksensa pois rahastoista. Tällaisessa tilanteessa rahastojen riskienhallinnan toimia voitaisiin tutkia ja tutkia, kuinka helposti rahastot voivat ajautua likviditeettiongelmiin.

Vuonna 2020 alkanut Covid-19 viruksen aiheuttama erittäin nopea taloustilanteen muutos voi mahdollisesti näkyä sijoittajien sijoituskäyttäytymisessä tai pitkittyessään näkyä myös asuntojen hinnoissa, mikä luultavasti heijastuisi rahastojen tuottoihin. Koska rahastojen tuotot koostuvat sekä niiden omistamien kiinteistöjen vuokratuloista että kiinteistöjen

arvonnoususta, kiinteistöjen arvonalasku vaikuttaisi välittömästi rahastojen tuottoihin. Nopea taloustilanteen heikentyminen voi myös vaikuttaa rahastojen vuokratuloihin, mikäli vuokralaiset eivät pysty maksamaan vuokria tai yritysten konkurssien myötä liiketilojen tarjonta lisääntyy kysyntää nopeammin.

7 Lähteet

Aktia, 2020, Määritelmät yleisimmin käytetyille tunnusluvuille, Aktia, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.aktia.fi/fi/saasta-ja-sijoita/rahastot/tunnusluvut>, viitattu 13.1.2020

Brounen, D. and ter Laak, M., 2005 Understanding the discount: evidence from European property shares, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 11(3), pp. 241–252.

Block, Ralph L., 2002, *Investing in REIT-s: Real Estate Investment Trusts Revised and Updated Edition*. Princeton, NJ: Bloomberg Press.

Brueggeman William, Fisher Jeffrey, *Real Estate Finance & Investments (The McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate)* 14th Edition, McGraw-Hill Irwin, page: 80

Catella, 2017, *Catellan Markkinakatsaus*, kevät 2017

Ellis Richard, 2008, *Market View: European Investments*, First Half 2008.

Craft, T.M. ,2001, “The role of private and public real estate in pension plan portfolio allocation choices”, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 7, No. 1, pp. 17-23

Chin,W., Dent, P. and Roberts, C., 2006, An exploratory analysis of barriers to investment and market maturity in Southeast Asian cities, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 12, No. 1, pp. 49-57

Chong, J., miffre, J. and stevenson, s., 2009, Conditional correlations and real estate investment trusts, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 15, No. 2, pp. 173-184.

Chun, G.H., Ciochetti, B.A. and Shilling, J.D.,2000, Pension-Plan Real Estate Investment in an Asset–Liability Framework. Real Estate Economics, 28: 467-491.

Eichholtz, P. M. A. ,1996a, Does international diversification work better for real estate than for stocks and bonds?, Financial Analysts Journal, 52:1, 56-62

Elementtisuunnittelu, 2019, Betonirakenteiden säilyvyys, Betoniteollisuus ry, web-julkaisu, saatavilla:
<https://www.elementtisuunnittelu.fi/fi/julkisivut/rakenteellinen-toiminta/sailyvyys>, viitattu: 13.10.2019

EQ, 2019, EQ Kiinteistörahasto-opas, EQ

B) EQ, 2019, Hoivakiinteistöt rahasto-esite, EQ

C) EQ, 2019, Liikekiinteistöt rahasto-esite, EQ

A) Heidi Falkenbach, Jaakko Niskanen & Sami Kiehelä, 2013, Development and performance of the public real estate investment sector in Finland, International Journal of Strategic Property Management, 17:3, 233-247

B) Falkenbach Heidi , 2009, Market Selection For International Real Estate Investments, International Journal of Strategic Property Management (2009) 13, 299–308

Fennia, 2019, Erikoissijoitusrahasto Fennica Toimitilat I – Rahastoesite, Fennia

Fraser, W. D., Leishman, C. and Tarbert, H., 2002, The long-run diversification attributes of commercial property, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 20 No. 4, pp. 354-373

Glascok, John & Kelly, Lynne., 2007, The Relative Effect of Property Type and Country Factors in Reduction of Risk of Internationally Diversified Real Estate Portfolios. The Journal of Real Estate Finance and Economics. 34. 369-384.

Georgiev Georgi, Gupta Bhaswar, Kunkel Thomas, 2003, The Journal of Portfolio Management Special Real Estate Issue 2003, 29 (5) 28-33;

Eduskunta, 2019, Hallituksen esitys HE2532018 vp, Suomen Eduskunta, Web-julkaisu, saatavilla: https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Sivut/HE_253+2018.aspx, viitattu 13.10.2019

Han, J. ,1996, Targeting markets is popular: A survey of pension real estate investment advisors, Real Estate Finance,

Heiskanen Reetta, 2014, Työeläkeyhtiöt saavat torstaista lähtien rakennuttaa asuntoja velkavivulla HS, web-julkaisu, saatavilla: <http://www.hs.fi/talous/art-2000002789147.html>, viitattu 17.5.2017

Hertsi Anneli, 2016, Orava Asuntorahasto tienaa vain arvonnousulla, Kauppalehti, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/orava-asuntorahasto-tienaa-vain-arvonnousulla/iPT6jPy>, viitattu: 6.4.2017

Ho, K. H., Ong, S.E. and T.F. Sing, 2006, Asset allocation: International real estate investment strategy under a workable analytic hierarchy process (AHP), Journal of Property Investment and Finance, 24(4),

Hoesli Martin, MacGregor Bryan D, 2000, Property investment : principles and practice of portfolio management, Harlow : Pearson Education cop. 2000

Hoesli, M., Lekander, J., 2008, real estate portfolio strategy and product innovation in europe, *Journal of Property Investment & Finance*, 26(2), pp. 162–176.

Hurmerinta Mirko, 2019, Suomen REIT-markkina uhkaa kuolla nuorena, *Kauppalehti*, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/suomen-REIT-markkina-uhkaa-kuolla-nuorena/5d36b164-8f54-3e39-a4b4-6833fd9b7859>

Viitattu 12.12.2019

Hypo, 2019, Hypon Asuntomarkkinakatsaus Q3/2019 Julkaisu: Syyskuu 2019

Hämäläinen Karo, 2017, Ovatko asuntorahastot pyramidihuijaus?, *Taloustaito*, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.taloustaito.fi/Rahat/ovatko-asuntorahastot-pyramidihuijaus/#a9a88587>, viitattu, 3.4.2018

Ilmarinen, 2019, Kiinteistösijoitukset, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.ilmarinen.fi/ilmarinen/sijoitukset/kiinteistot/>, viitattu: 22.9.2019

Inderes, 2013, Orava asuntorahasto seurannan aloitus, web-julkaisu, saatavilla: https://www.inderes.fi/et/system/files/company-reports/seurannan_aloitus_2013.pdf, viitattu: 2.10.2019

Johanning, Lutz & Rudolph, Bernd & Schweizer, Denis. ,2013, Do Alternative Real Estate Investment Vehicles Add Value to REIT-s? Evidence from German Open-ended Property Funds. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*. 47. 10.1007/s11146-011-9342-z.

Jones Lang LaSalle (2009) Retail Real Estate investment activity in Continental Europe down 56%, Press Release 12.1.2009.

Kalmi Riikka, 2015, Asiantuntija: Rahastot eivät aiheuta asuntojen hintakuplaa, Taloussanomat, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.is.fi/taloussanomat/art-2000001862476.html>, viitattu 3.4.2019

Kortelainen Mikko, 2014, Rahastot saavat asuntoja jopa 30 prosentin alennuksella, Rakennuslehti, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.rakennuslehti.fi/2014/05/rahastot-saavat-asuntoja-jopa-30-prosentin-alennuksella/>, viitattu:23.5.2017

KTI,2014, Kiinteistöalan yhteiskunnallinen ja kansantaloudellinen merkitys, KTI

KTI, 2016, KTI Markkinakatsaus kevät 2016, KTI

Lassila Anni, 2017, Orava-asuntorahaston tappio syveni alkuvuonna – alensi tulosenustetta, HS

Lassila Anni, 2017, Huippusuosittuihin asuntorahastoihin liittyy vaiettuja riskejä – sijoittajat eivät välttämättä saa rahojaan pois, HS/Rakennuslehti, Web-julkaisu, saatavilla: <https://www.rakennuslehti.fi/2017/11/huippusuosittuihin-asuntorahastoihin-liittyy-vaiettuja-riskeja-sijoittajat-eivat-valttamatta-saa-rahojaan-pois/>, 23.3.2018

Lättilä Hannu, 2015, Oulun siilotalon rakentaja voi ajautua konkurssiin – rakennuttajarahastoon sijoittaneille miljoonatappiot, Rakennuslehti, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.rakennuslehti.fi/2015/11/oulun-siilotalojen-rakentaja-voi-ajautua-konkurssiin-rakennuttajarahastoon-sijoittaneille-miljoonatappiot/>, viitattu, 24.4.2018

Maurer, R., F. Reiner, and R. Rogalla, 2005, "Return and risk of German open-end real estate funds," Journal of Property Research, 21, 209–233.

Martin Hoesli, Bryan D. MacGregor, 2000, Property investment : principles and practice of portfolio management, Harlow : Pearson Education cop. 2000

Morley John, 2014, "The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation" Yale law journal, March;123(5) sivut:1228-1287

MSCI, 2020, MSCI US REIT Index (USD), web-julkaisu, saatavilla: <https://www.msci.com/documents/10199/08f87379-0d69-442a-b26d-46f749bb459b>

Mueller, G. A. and Mueller, R. G., 2009, Public and private real estate in mixed-asset portfolio, Journal of Real Estate Portfolio Management, 2003, Vol. 9, No. 3, pp. 193-203.

Newsec, 2017, Newsec markkinakatsaus kevät Suomi kevät 2017, Newsec

Niskanen Jaakko, Falkenbach Heidi, 2012, Liquidity of european real estate equities: REIT-s and reocs, international journal of strategic property management, international journal of strategic property management, Volume 16(2): 173–187

Oikarinen, E., Hoesli, M. and Serrano, C., 2011, The long-run dynamics between direct and securitized real estate, Journal of Real Estate Research, 33(1), pp. 73–104.

Olkkonen, O. & Kaleva H., Land, P. 1997. Toimitilasijoittaminen, Markkinat, Strategia, Analyysi. Kiinteistötalouden instituutti ry ja Suomen itsenäisyyden juhlarahasto, Sitran julkaisusarja nro 157, Painotalo Gillot OY, Turku.

OP, 2019, OP Vuokratuotto, OP, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.op.fi/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset/rahastot/kaikki-rahastot/op-vuokratuotto>, viitattu 3.3.2019

OP, 2019, OP Vuokratuotto rahaston säännöt –esite, OP

Orava Asuntorahasto, 2018, Orava Asuntorahasto web-julkaisu, saatavilla: <http://oravaasuntorahasto.fi/>, viitattu, 22.3.2017

Pagliari Jr, J. L., Scherer, K. A. n Monopoli, R. T. ,2005, Public versus private real estate equities: a more re- fined, long-term comparison, Real Estate Economics, vol 33,(1), pp.147-187

Pätäri, E. ,2011, Does the risk-adjustment method matter at all in hedge fund rankings? International Research Journal of Finance and Economics Volume 6, 69–99

Rakennuslehti, 2016, SRR Uusimaa gryndaa 245 asuntoa asuntorahastolle Espoossa, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.rakennuslehti.fi/2016/05/srr-uusimaa-gryndaa-245-asuntoa-asuntorahastolle-espoossa/> , viitattu 13.9.2019

Rakennuslehti, 2017, Tässä syitä, miksi asuntorakentaminen on Suomessa paljon Itävaltaa kalliimpaa, Rakennuslehti, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.rakennuslehti.fi/2017/02/tassa-syita-miksi-asuntorakentaminen-on-suomessa-paljon-itavaltaa-kalliimpaa/>

Rakli, 2017, Kiinteistöpääomarahastot, viitattu 5.5.2017, web-julkaisu, <https://www.rakli.fi/kiinteistosijoittaminen/>

Rakli, 2019, Epäsuora kiinteistosijoittaminen, viitattu 3.4.2019 web-julkaisu, saatavilla: <https://www.rakli.fi/kiinteistosijoittaminen/sijoitus-ja-rahoitusmuodot/epasuora-kiinteistosijoittaminen.html>

Realia, 2019, Miten löydetään paras vuokralainen, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.realiaasuntovuokraus.fi/ajankohtaista/miten-loydetaan-paras-vuokralainen#3d06181e>, viitattu 14.8.2019§

Petri Roininen, 2011, Kiinteistörahastomallin esiselvitys, Tampereen kaupunkiseudun kuntayhtymä, Core Capital Oy, web-julkaisu, saatavilla: https://www.tampereenseutu.fi/site/assets/files/4334/kiinteistorahastomalli_esiselvitys_loppuraportti.pdf, viitattu 23.9.2019

Saarinen Merja, 2017, Oravan yhtiökokous vahvisti uuden Ovaro-nimen, Kauppalehti, Web-julkaisu, Kauppalehti, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/oravan-yhtiokokous-vahvisti-uuden-ovaro-nimen/b6b4a53e-a8b9-3374-b90e-cf4c1288d023?ref=twitter%3A46c8> viitattu: 23.8.2019

Savikko, Pörssisäätiö, 2008, <http://www.porssisaatio.fi/blog/2008/11/07/voikosijoitusrahasto-menna-konkurssiin/>

Seiler, M. J., Webb, J. R. and Myer, F. C. N. ,1999, Diversification issues in real estate investment, Journal of Real Estate Literature, Vol. 7, No. 2, pp. 163-179.

Shape William, Alexander Gordon J., Bailey Jeffery V., 1999 "Investments", Yhdysvallat, Prentice-Hall International Inc.,

Simola Ulla, 2013, Asuntosijoitus ilman sijoitusasuntoa, Taloustaito, 9/2013

Suomen vuokranantajat, 2018, Tuottotutkimus 2018, Suomen vuokranantajat. Suomen yrittäjät, 2019, Kommandiittiyhtiö, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.yrittajat.fi/yrittajan-abc/perustietoa-yrittajyydesta/yritysmuodot-ja-vastuut/kommandiittiyhtio-317662>, viitattu 31.5.2017

Suomen virallinen tilasto (SVT): Osakeasuntojen hinnat [verkkojulkaisu]. ISSN=2323-878X. Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 1.11.2019].
Saantitapa: <http://www.stat.fi/til/ashi/>

Suominen Lippo, Sijoittajan matka maailman markkinoilla: Kiinteistösijoitusrahastot Nordea, 2015, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.nordea.com/fi/media/uutiset-ja-lehdistotiedotteet/News-fi/2015/2015-06-09-sijoittajan-matka-maailman-markkinoilla-kiinteistosijoitusrahastot.html>, viitattu: 23.4.2019

Schweizer, D., Haß, L.H., Johanning, L., 2013,. Do Alternative Real Estate Investment Vehicles Add Value to REITs? Evidence from German Open-ended Property Funds., The Journal of Real Estate Finance and Economics volume 47, pages65–82

S-pankki, 2019, S-asuntorahasto avaintietoesite, S-pankki

Tesi, 2019, Sijoitusprosessi, Tesi, web-julkaisu, saatavilla: <http://www.teollisuussijoitus.fi/rahastoille/sijoitusprosessi/>, viitattu.17.9.2019

Timo Sotavalta, haastattelu 15.6.2015,

Talouselämä, 2012, Ei VVO, ei Sato... Eniten asuntoja rakennuttava yllättää, Alma Media, web-julkaisu saatavilla: <https://www.talouselama.fi/uutiset/ei-vvo-ei-sato-eniten-asuntoja-rakennuttava-yllattaa/b93ea72f-a1b8-37e6-8c80-21147acc5a5b>, viitattu 13.4.2018

Vaihekoski Mika, 2004, *Rahoitusalan sovellukset Excel*, WSOY Helsinki sivu:260

Varma, 2018, Varma on merkittävä kiinteistösijoittaja, web-julkaisu, saatavilla: <https://www.varma.fi/muut/kiinteistot/varman-kiinteistot/> , viitattu 23.4.2018

Vero,2019, Sijoitusrahasto-osuudet, Suomen verottaja.

Worzala, E. ,1994, "Overseas Property Investments: How Are They Perceived by the Institutional Investor?", Journal of Property Valuation and Investment, Vol. 12 No. 3, pp. 31-47.

Ålandsbanken, 2019, Ålandsbanken Asuntorahasto avaintietoesite,
Ålandsbanken