

Kiinteistöihin sijoittaminen arvopaperimarkkinoilla - osakesijoitukset verrattuna rahastosijoituksiin

Mikael Kujala

Tekijä(t) Mikael Kujala	
Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma	
Opinnäytetyön otsikko Kiinteistöihin sijoittaminen arvopaperimarkkinoilla - osakesijoitukset verrattuna rahastosijoituksiin	Sivu- ja liitesivumäärä 58 + 5
<p>Tässä opinnäytetyössä esitellään kiinteistösijoittamista eri muodoissa. Nämä muodot voidaan karkeasti jakaa kahteen ryhmään: suora kiinteistösijoittaminen ja epäsuora kiinteistösijoittaminen. Suorassa kiinteistösijoittamisessa ostetaan kiinteistö, maapohja, asunto- tai keskinäisen kiinteistöyhtiön osakkeet. Epäsuoriin kiinteistösijoituksiin puolestaan luetaan sijoitukset listattuihin kiinteistösijoitusyhtiöihin sekä listaamattomat sijoitusinstrumentit, kuten rahastot.</p> <p>Tämä opinnäytetyö on vertaileva tutkimus, jossa keskitytään epäsuoriin kiinteistösijoituksiin, koska ne ovat tavallisille kansalaisille helpommin saavutettavissa, kuin suorat kiinteistösijoitukset. Epäsuorat kiinteistösijoitukset eivät vaadi suurta alkupääomaa ja niiden riskit ovat hyvin hallittavissa, koska ne ovat luonteeltaan likvidejä sijoituksia.</p> <p>Työssä käydään aluksi läpi kiinteistösijoittamista yleisellä tasolla ja tarkastellaan kiinteistösijoittamisen eri muotoja kokonaiskuvan hahmottamiseksi. Tämän jälkeen tarkastellaan osakesijoittamisen ja rahastosijoittamisen perusteita kummankin sijoitusmuodon etujen, haittojen sekä verotuksen näkökulmasta, jonka jälkeen esitellään tutkimuksen vertailukohteet.</p> <p>Vertailukohteiksi valikoitui Helsingin pörssistä kiinteistösijoitusyhtiöt Citycon Oyj, Technopolis Oyj sekä Sponda Oyj. Rahastojen puolelta tutkimukseen otettiin mukaan Sijoitusrahasto Odin Kiinteistö, Sijoitusrahasto eQ Eurooppa Kiinteistö sekä Sijoitusrahasto Danske Invest Kiinteistö K. Kiinteistösijoitusyhtiöiden valinnassa rajauksena toimi se, että yhtiön oli oltava listattu Helsingin pörssissä. Rahastojen valinnassa rajauksena oli, että rahasto on kooltaan yli 10 miljoonan euron sijoitusvarallisuutta hallinnoiva. Lisäksi kaikilla vertailukohteilla tuli olla yli 10 vuoden toimintahistoria.</p> <p>Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, että onko kannattavampaa sijoittaa kiinteistöihin suoriin osakesijoituksina kyseisten kiinteistösijoitusyhtiöiden kautta vai rahastosijoituksina kyseisten rahastojen kautta. Tutkimus on tehty yksityissijoittajan näkökulmasta.</p> <p>Tutkimuksessa verrataan valittujen yhtiöiden ja rahastojen tuottoja sekä riskejä toisiinsa. Menetelmänä käytetään kustakin vertailuryhmän kohteesta löytyviä historiallisia tietoja. Tiedoista on muodostettu kattavasti tunnuslukuja, joiden avulla vertailu on helposti ymmärrettävissä. Lopuksi on tehty yhteenveto tutkimuksen tuloksista ja niihin liittyvät johtopäätökset. Tutkimus ei ole sijoitussuositus, vaan tarkoituksena on tuoda esiin, että minkälaisia mahdollisuuksia ja toisaalta minkälaisia uhkia mihinkin sijoituskohteeseen liittyy. Tutkimuksessa ei oteta kantaa yhtiöiden ja rahastojen tulevaisuuden arvon kehitykseen. Tutkimus on tehty vuoden 2016 kesän ja syksyn aikana.</p>	
Asiasanat kiinteistösijoittaminen, osakesijoittaminen, rahastosijoittaminen, kiinteistösijoitusyhtiö, kiinteistöosakerahasto	

Sisällys

1	Johdanto.....	1
2	Kiinteistöt sijoituskohteena.....	2
2.1	Suora kiinteistösijoittaminen.....	3
2.2	Epäsuora kiinteistösijoittaminen.....	4
2.2.1	Kiinteistösijoitusyhtiöt.....	4
2.2.2	Kiinteistöosakerahastot.....	4
2.2.3	Kiinteistöpääomarahastot.....	5
2.2.4	Rahastojen rahastot.....	6
2.2.5	REIT-rahastot.....	6
2.2.6	Sijoitusrahastolain mukaiset erityisrahastot.....	7
2.2.7	Kiinteistömarkkinoiden suurimmat toimijat Suomessa.....	7
3	Osakesijoittaminen.....	9
3.1	Osakesijoittamisen edut.....	10
3.2	Osakesijoittamisen haitat.....	11
3.3	Osakesijoittamisen verotus.....	12
4	Rahastosijoittaminen.....	14
4.1	Rahastosijoittaminen Suomessa.....	14
4.2	Rahastoyhtiö ja säilytisyhteisö.....	15
4.3	Rahastosijoittamisen edut.....	19
4.4	Rahastosijoittamisen haitat.....	20
4.5	Rahastosijoittamisen verotus.....	20
5	Vertailtavat kiinteistösijoitusyhtiöt ja kiinteistöosakerahastot.....	22
5.1	Citycon sijoituskohteena.....	22
5.2	Technopolis sijoituskohteena.....	22
5.3	Sponda sijoituskohteena.....	23
5.4	Sijoitusrahasto ODIN Kiinteistö.....	23
5.5	Sijoitusrahasto eQ Eurooppa Kiinteistö.....	24
5.6	Sijoitusrahasto Danske Invest Kiinteistö K.....	24
6	Kiinteistösijoitusyhtiöiden keskinäinen vertailu.....	25
6.1	Kiinteistösijoitusyhtiöiden toiminnan laajuus.....	25
6.1.1	Liikevaihdot.....	25
6.1.2	Liikevaihtojen muutosprosentit.....	26
6.1.3	Taseiden loppusummat.....	28
6.1.4	Investointiasteet.....	29
6.2	Kiinteistösijoitusyhtiöiden kannattavuudet.....	30
6.2.1	Käyttökatteet.....	30
6.2.2	Nettotulokset.....	31

6.2.3	Oman pääoman tuotot.....	32
6.3	Kiinteistösijoitusyhtiöiden vakavaraisuus	33
6.3.1	Omavaraisuusasteet.....	33
6.3.2	Nettovelkaantumisasteet	34
6.4	Kiinteistösijoitusyhtiöiden markkinaperusteiset tunnusluvut	34
6.4.1	P/B-luvut	35
6.4.2	P/E-luvut	35
6.4.3	Osakekohtaiset tulokset	36
6.4.4	Osakekohtainen tulorahoitus.....	37
6.4.5	Osingot ja pääoman palautukset.....	38
7	Kiinteistösijoitusyhtiöiden ja rahastojen vertailu	40
7.1	Osakkeiden vuosittainen tuotto	40
7.2	Rahastojen vuosittainen tuotto	41
7.3	Osakkeiden ja rahastojen riskin vertailu.....	42
7.3.1	Sijoitusten volatiliteetti	43
7.3.2	Sharpen luku.....	44
7.3.3	Osakkeiden beta-kerroin	45
7.3.4	Rahastojen tracking error ja active share	46
8	Tulosten vertailu	49
8.1	Tulokset kiinteistösijoitusyhtiöiden keskinäisestä vertailusta.....	49
8.1.2	Pisteet toiminnan laajuudesta	50
8.1.3	Pisteet kannattavuudesta	50
8.1.4	Pisteet vakavaraisuudesta	51
8.1.5	Pisteet sijoittajien tunnusluvuista	51
8.1.6	Yhteenveto kiinteistösijoitusyhtiöiden keskinäisestä vertailusta.....	51
8.2	Kiinteistösijoitusyhtiöiden ja kiinteistöosakerahastojen keskinäisen vertailun tulokset	52
8.2.1	Pisteet kokonaistuotoista.....	52
8.2.2	Pisteet volatiliteetista	53
8.2.3	Pisteet Sharpen luvuista.....	53
8.2.4	Pisteet Beta-luvuista.....	54
8.2.5	Pisteet Tracking error-luvuista	54
8.2.6	Yhteenveto kiinteistösijoitusyhtiöiden ja kiinteistöosakerahastojen keskinäisen vertailun tuloksista	54
8.3	Tutkimuksen pätevyys ja luotettavuus.....	55
9	Johtopäätökset.....	57
	Lähteet	59

1 Johdanto

Päädyin tähän aiheeseen, koska mediassa on ollut viime aikoina paljon keskustelua pankkien asuntorahastoista ja REIT-muotoisista rahastoista. Keskustelussa taka-alle on jäänyt Helsingin pörssiin listatut kiinteistösijoitusyhtiöt sekä listaamattomat kiinteistöosakerahastot, joiden kautta sijoittamalla saa laajan hajautuksen kotimaisia sekä ulkomaisia kiinteistösijoituksia.

Lisäksi tämän tutkimuksen yhtiöt ja rahastot toimivat limittäin eri kiinteistösijoitusmuotojen markkinoilla, joten hajautus niiden kautta sijoittaessa on vielä laajempaa, kuin sijoittaessa pelkkiin asunto-osakkeiden hallinnointiin keskittyviin rahastoihin.

Kiinteistöistä on historiallisesti saatu vakaata tuottoa osinkojen, vuokrien ja arvonnousun myötä. Aikana, jolloin tuoton saaminen sijoituksille on hankalaa korkojen ollessa historiallisen alhaalla, arvoon nousee vakaata tuottoa tekevät defensiiviset yhtiöt, joiden riskitaso ei ole yhtä merkittävä, kuin syklisimmillä aloilla.

Tutkimusta voidaan hyödyntää sijoittajan miettiessä sijoitussalkkunsä sisällön hajautusta asunto- ja kiinteistösijoitusten kesken sekä sitä kautta koko sijoitussalkun allokaatiota rakentaessa. Epäsuorat kiinteistösijoitukset voivat muodostaa sijoitussalkun kivijalan, koska ne ovat matalan volatiliteetin sijoituskohteita ja kiinteistösektorilla toimivat yhtiöt jakavat yleensä osinkoja laskusuhdanteidenkin aikana.

Työ on vertaileva tutkimus, jossa tarkastellaan pörssiyhtiöiden tunnuslukuja sekä kiinteistöosakerahastojen tunnuslukuja, joiden avulla analysoidaan kunkin sijoituskohteen kannattavuutta yksityissijoittajan näkökulmasta.

Pääongelma:

- Onko kannattavampaa sijoittaa kiinteistöihin pörssin kautta osakesijoituksina vai listaamattomien kiinteistöosakerahastojen kautta?

Alaongelmat:

- Miten kiinteistösijoitusyhtiöt ja kiinteistöosakerahastot pärjäävät noususuhdanteissa ja laskusuhdanteissa?
- Miten riski vaikuttaa sijoituksen tuottoon?

Seuraavassa luvussa esitellään kiinteistösijoittamisen eri muodot Suomen markkinoilla. Jäljempänä työssä keskitytään vain kiinteistösijoitusyhtiöihin ja kiinteistöosakerahastoihin.

2 Kiinteistöt sijoituskohteena

Kiinteistöt ovat maailmaan suurin omaisuusluokka. Yksityishenkilöille asunto edustaa usein suurinta ja monesti myös ainoaa sijoituskohdetta. Suomessa varsinkin eläke- ja henkivakuutusyhtiöt suosivat kiinteistöjä osana sijoitussalkkuaan siitä syystä, että kiinteistöistä saatava vuokratuotto on melko tasaista suhdanteista riippumatta verrattuna muihin omaisuusluokkiin.

Kiinteistö koostuu kahdesta eri elementistä. Rakennuksesta tai rakennuksista, joiden hinta laskee ajan ja kulumisen myötä, sekä tontista, jonka arvo puolestaan yleensä nousee rakentamattoman tonttimaan vähentyessä ajan saatossa. Rakennuskustannusten nousu saattaa nostaa rakennuksien nimellishintaa lyhyellä aikavälillä, mutta pitkällä aikavälillä rakennuksen reaaliarvo laskee, koska se vaatii peruskorjauksia ja kunnostuksia. (Hugin & Munin 2012, 3.)

Pitkällä aikavälillä kiinteistön arvonnousu perustuu täten tontin arvonnousuun. Jotta tontin arvo nousisi, pitää siitä saatavien tulojen kasvaa. Tulojen kasvu voi tapahtua vuokrausasteen nousuna tai yleisen vuokratason nousuna. Yleisen vuokratason nousu edellyttää kysyntää vuokratiloista tontilla tai alueella, jolla tontti sijaitsee. Jos suositulla alueella ei ole vapaita vuokratiloja tai niitä on vähän, kohdistuu vuokriin nousupainetta ja siten kiinteistön arvo nousee. (Hugin & Munin 2012, 4.)

Kiinteistösijoittaminen on tärkeä osa monen suursijoittajan sijoitusstrategiaa. Se on yksi yleisimmistä keinoista päästä suuriin omaisuuksiin kiinni, koska velkavivun ottaminen kiinteistösijoituksissa on hyvin yleistä. Kiinteistöillä on yleensä korkeat vakuusarvot, jotka edesauttavat lainan ottamisessa. Velkavivun käyttö nostaa kiinteistöjen tuoton omalle pääomalle usein selkeästi osakesijoituksia korkeammaksi. (Parviainen & Järvinen 2015, 87-89.)

Kiinteistöjen trendit ovat pitkiä ja ne ovat yleensä jälkisyklisiä, eli niiden arvot eivät reagoi yhtä herkästi talouden muutoksiin, kuin osakemarkkinoiden arvot. Tämä johtuu siitä, että kiinteistöjen ostaminen ja myyminen on hankalampaa, kuin osakkeiden. Kiinteistöt ovat siis luonteeltaan epälikvidejä. Ostajan löytäminen vie yleensä runsaasti aikaa ja kaupan käyntikustannukset ovat melko korkeita. Tästä syystä likviditeettitarpeen yllättäessä kiinteistöt eivät yleensä ole ensimmäisiä kohteita, joista luovutaan. (Parviainen & Järvinen 2015, 87.)

Kiinteistöjä tarkastellessa sijoittajan näkökulmasta, on painotettava, että kiinteistösijoittamiseen liittyy merkittäviä eroja sekä kassavirran, että arvonkehityksen suhteen. Tyypillisiä kohteita yksityishenkilöille ovat pienet asuinhuoneistot suurissa kaupungeissa tai suuret asunnot ja tontit kaupunkien laitamilla. Yritykset taas ovat yleensä enemmän kiinnostuneita pienistä liikekiinteistöistä ja suurista varasto- tai toimistotiloista. Asuinhuoneistoihin sijoittaminen on helpointa, jonka vuoksi myös kaikkein yleisintä. Loput tyypillisimmistä kiinteistösijoittamisen muodoista vaativat enemmän perehtymistä ja näkemystä. Ne saattavat kuitenkin tarjota poikkeuksellisen hyvää tuottoa, jos esimerkiksi näkemys alueen kaavoituskehityksestä osuu kohdalleen. Toisaalta myös tappion riski on suurempi, mitä epälikvidimpi kiinteistösijoittamisen muoto valitaan. (Parviainen & Järvinen 2015, 88.)

2.1 Suora kiinteistösijoittaminen

Kiinteistöjä voidaan pitää verrattain turvallisina sijoituksina. Täysin turvallinen sijoituskohte se ei kuitenkaan ole, vaikka hinnat ovat nousseet vuosikymmeniä. Eikä senkään vuoksi, että niiden hinnat perustuvat reaaliarvoon odotusarvojen sijaan. Maailmanhistoria on täynnä tilanteita, joissa kiinteistöjen hinnat ovat romahtaneet. Esimerkiksi Japanissa 1980-luvun lopulla, Suomessa 1990-luvun alussa, USA:ssa 2008 ja Espanjassa 2012. Tämän vuoksi onkin tärkeää, että sijoittaja seuraa kiinteistösijoitustensa alueen makrotaloudellista kehitystä erityisen tarkasti mahdollisten kuplien vuoksi. (Parviainen & Järvinen 2015, 87.)

Myös korkojen nousu ja työttömyyden kasvu heijastuvat kiinteistöjen arvoihin negatiivisesti. Pudotukset arvoissa voivat olla rajujakin myös turvallisina pidetyissä keskusta-asunnoissa. Kiinteistöjen arvoihin vaikuttavat lisäksi muutokset kaavoituksessa, joukkoliikenteessä, infrastruktuurihankkeissa ja yleisesti alueen maineessa. (Parviainen & Järvinen 2015, 88.)

Suoran kiinteistöomistamisen etuna voidaan pitää sijoittajan mahdollisuutta kontrolloida päätöksentekoa kiinteistössä esimerkiksi vuokrasopimusten ehtojen, rahoituksen, ylläpidon ja sijoituksen elinkaaren osalta. Sijoittajalla on myös yleensä hyvä mahdollisuus parantaa kiinteistön arvoa kunnostamisella ja kehittämisellä. Sijoittaja pystyy itse päättämään peruskorjausten tarpeellisuuden sekä investointien ajankohdat. (Rakli 2016.)

Vastaavasti epäsuorassa kiinteistösijoittamisessa ei ole samoja vaikutusmahdollisuuksia sijoituksen ”sisällä”. Jos esimerkiksi kiinteistösijoitusyhtiötä johdetaan huonosti, niin yksityisen osakkeenomistajan vaikutusmahdollisuus asian muuttamiseksi on hyvin rajallinen. Toisaalta epäsuorissa kiinteistösijoituksissa sijoittaja ei tarvitse yhtä paljon asiantuntemusta ja kokemusta kiinteistömarkkinoilta onnistuakseen sijoituksessa.

2.2 Epäsuora kiinteistösijoittaminen

Epäsuoralla kiinteistösijoittamisella tarkoitetaan yksityishenkilön tai yrityksen sijoituksia erilaisiin kiinteistösijoitusrahastoihin ja kiinteistösijoitusyhtiöihin. Nämä rahastot ja yhtiöt voivat olla joko listattuja tai listaamattomia. (Rakli 2016.)

Epäsuoraa kiinteistösijoittamista pystytään toteuttamaan monien erilaisten omistusrakenteiden kautta. Suomessa yleisimmät muodot ovat osakeyhtiö ja kommandiittiyhtiö. Lähihistoriassa on myös perustettu erikoissijoitusrahaston nimellä toimivia kiinteistösijoitusrahastoja. (Rakli 2016.)

Osakeyhtiöissä hallinnointia hoidetaan tavallisesti yhtiön oman organisaation toimesta, kun puolestaan kommandiittiyhtiö- ja sijoitusrahastomuotoisia rakenteita hallinnoi yleensä erillinen hallinnointiyhtiö. (Rakli 2016.)

2.2.1 Kiinteistösijoitusyhtiöt

Pörssinoteerattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeiden historiallinen tuotto on ollut pohjoismaissa yleistä osaketuottoa parempaa viimeiset 20 vuotta. (Rakli 2016.)

Helsingin pörssissä listatut kiinteistösijoitusyhtiöt Technopolis, Citycon ja Sponda ovat julkisesti noteerattuja osakeyhtiöitä ja toimivat täten osakeyhtiölain velvoittamana. Yhtiöiden päätoimialana on omistaa, kehittää ja hallita kiinteistöjä tai kiinteistöyhtiöiden osakkeita ja käydä niillä kauppaa. Rahoitusta kiinteistösijoitusyhtiöt hankkivat joko oman pääoman ehtoisena tai vieraan pääoman ehtoisena. Oman pääoman ehtoisella rahoituksella tarkoitetaan käytännössä osakeanteja, jonka seurauksena osakkaan omistusosuus yhtiössä laimentuu lisääntyneiden osakkeiden myötä. Vieraan pääoman ehtoisena rahoituksena pidetään käytännössä pankkirahoitusta ja joukkovelkakirjalainoja.

Suomen kiinteistömarkkinoilla toimii myös monia suuria Helsingin pörssin päälistan ulkopuolisia yrityksiä, kuten VVO-yhtymä Oyj, Avara Oy, Sato Oyj sekä Renor Oy. (Rakli 2016.)

2.2.2 Kiinteistöosakerahastot

Kiinteistöosakerahastot sijoittavat pörssinoteerattuihin kiinteistösijoitusyhtiöihin ja rahaston kautta sijoittaminen tarjoaa monia etuja, joista keskeisimmät ovat:

- Likviditeetti: osakerahastoissa kaupankäyntiä tapahtuu päivittäin

- Ammattimainen kiinteistönhallinta: yhtiöt ovat toimineet alalla useita vuosia. Yksityissijoittajalla ei käytännössä ole samoja resursseja
- Sisäinen kiinteistönhallinta: suoraomisteisessa kiinteistössä käytetään usein konsultteja, joilla ei ole samaa kiinteistötuntemusta
- Pienemmät kiinteät kustannukset: hoitokustannukset jakautuvat suuremmalle pinta-alalle
- Kiinteistökehitys: kiinteistön kokonaistuotto tulee hyvin onnistuneista kehitysprojekteista, eikä ainoastaan vuokrista tai olemassa olevan kiinteistön ostosta
- Parempi rahoitus: asemansa vakiinnuttaneilla kiinteistöyhtiöillä on hyvät pankkisuhteet, joiden ansiosta ne yleensä saavat paremmat ehdot ja etulyöntiaseman muihin toimijoihin nähden silloin, kun pankit tiukentavat antolainastaan
- Läpinäkyvyys: pohjoismaiset pörssinoteeratut kiinteistöyhtiöt ovat hyviä raportoijia. Suoraomisteisen kiinteistön hallinnoijan tiedotus voi olla valikoivaa ja vajavaista varsinkin silloin, kun menee huonosti. (Hugin & Munin 2012, 11.)

2.2.3 Kiinteistöpääomarahastot

Suomalaiset kiinteistöpääomarahastot ovat lähes aina kommandiittiyhtiötä, joissa hallintoyhtiö toimii vastuunalaisena yhtiömiehenä. Riippuen rahaston strategiasta ja johtamismallista, sijoittajalla voi olla mahdollisuus vaikuttaa rahaston päätöksentekoon hallintokomitean kautta. Hallintoyhtiö perii rahastolta hallintopalkkiota, joka on yleensä sidottu rahaston kokoon. (Rakli 2016.)

Yleensä rahastoissa on sovittu myös rahaston tuottoihin sidotuista onnistumispalkkioista. Kommandiittiyhtiömuodon etuna on verotuksellinen läpinäkyvyys. Kiinteistöistä saatua tuloa verotetaan vain kerran osakkaiden tasolla ja siksi kiinteistöpääomarahastot sopivat hyvin etenkin institutionaalisille sijoittajille. (Rakli 2016.)

Suomalaiset kiinteistöpääomarahastot ovat yleensä kiinteäpääomaisia, joissa rahasto on suljettu sen jälkeen, kun tavoiteltu pääoma on saatu sijoittajilta sijoitussitoumuksina, eikä uusia sijoituksia enää tehdä. Myös rahastojen toiminta-aika ja sijoittajien lukumäärä on useimmiten ennalta määrätty. (Rakli 2016.)

Suurimpia suomalaisia kiinteistörahastojen hallinnointiyhtiöitä ovat ICECAPITAL Real Estate Asset Management Oy, Aberdeen Asset Management ja CapMan Real Estate. (Rakli 2016)

Jos pääomarahastolla on vain muutamia sijoittajia, joiden kontrolli on rahastoon normaalia kiinteistörahastoa suurempi, niin kyseessä on ns. sijoitusklubi. (Rakli 2016.)

2.2.4 Rahastojen rahastot

Kiinteistörahastojen rahasto on useimmiten kommandiittiyhtiömuotoinen yhteissijoitusinstrumentti, joka sijoittaa varansa listaamattomiin kiinteistörahastoihin ennalta sovitun strategian mukaisesti. Rahastojen rahastossa on useita sijoittajia. Suomessa toimii vain yksi, Pohjola Kiinteistösijoitus Oy:n hallinnoima kiinteistörahastojen rahasto. (Rakli 2016.)

2.2.5 REIT-rahastot

REIT-rahastot (Real Estate Investment Trust) ovat yritystasolla verovapaita. Niiden ei tarvitse maksaa yhteisöveroa, mutta niille on asetettu kiinteistörahastolain mukainen velvoite jakaa hyvin korkeaa osinkoa, jopa 90% tuloksesta. Verotulot syntyvät valtiolle, kun jaettuja osinkoja verotetaan osakkeenomistajien pääomatulona. REIT-rahastoihin liittyy myös muuta sääntelyä sallitun liiketoiminnan sekä vieraan pääoman käytön osalta.

Suomessa REIT-rahastoja säännellään kiinteistörahastolaissa ja verohuojennuslaissa. Osakeyhtiönä toimivan REIT-rahaston verotuksellinen läpinäkyvyys edellyttää, että:

- yhtiön varoista vähintään 80% tulee olla sijoitettuna asunto-osakeyhtiöiden osakkeisiin tai asuinrakennuksiin
- vierasta pääomaa saa olla enintään 80% rahaston varallisuudesta
- yksittäisen osakkaan omistusosuus ei saa olla yli 10% yhtiön osakepääomasta
- voitosta on jaettava osinkoina aina vähintään 90%
- yhtiön osakkeiden tulee olla pörssissä noteerattuja viimeistään kolmantena verovuonna toiminnan aloittamisesta

Sijoittajan kannalta on tärkeää havaita, että mikäli yhtiö ei tee voittoa, niin yhtiön ei tarvitse maksaa osinkoina edellä mainittua 90 % voitosta. Orava Asuntorahasto on ensimmäinen ja tällä hetkellä ainoa suomalainen REIT-rahasto. (Rakli 2016.)

2.2.6 Sijoitusrahastolain mukaiset erityisrahastot

Erikoissijoitusrahastoiksi kutsutaan rahastoja, jotka poikkeavat sijoitusrahastolain mukaisesta riskin hajauttamisen periaatteesta. Tavallisessa sijoitusrahastossa pitää lain mukaan olla vähintään 16 eri sijoituskohdetta, kun taas erikoissijoitusrahastossa kohteita voi olla vähemmän. Lisäksi pääasiallisesti kiinteistöihin sekä kiinteistöarvopapereihin varojaan sijoittavassa erikoissijoitusrahastossa riittää tiettyjen edellytysten täytyessä osuudenomistajien määräksi 10 rahasto-osuudenomistajaa, kun muissa sijoitusrahastoissa vähimmäisvaatimus on 50 rahasto-osuudenomistajaa. (Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48)

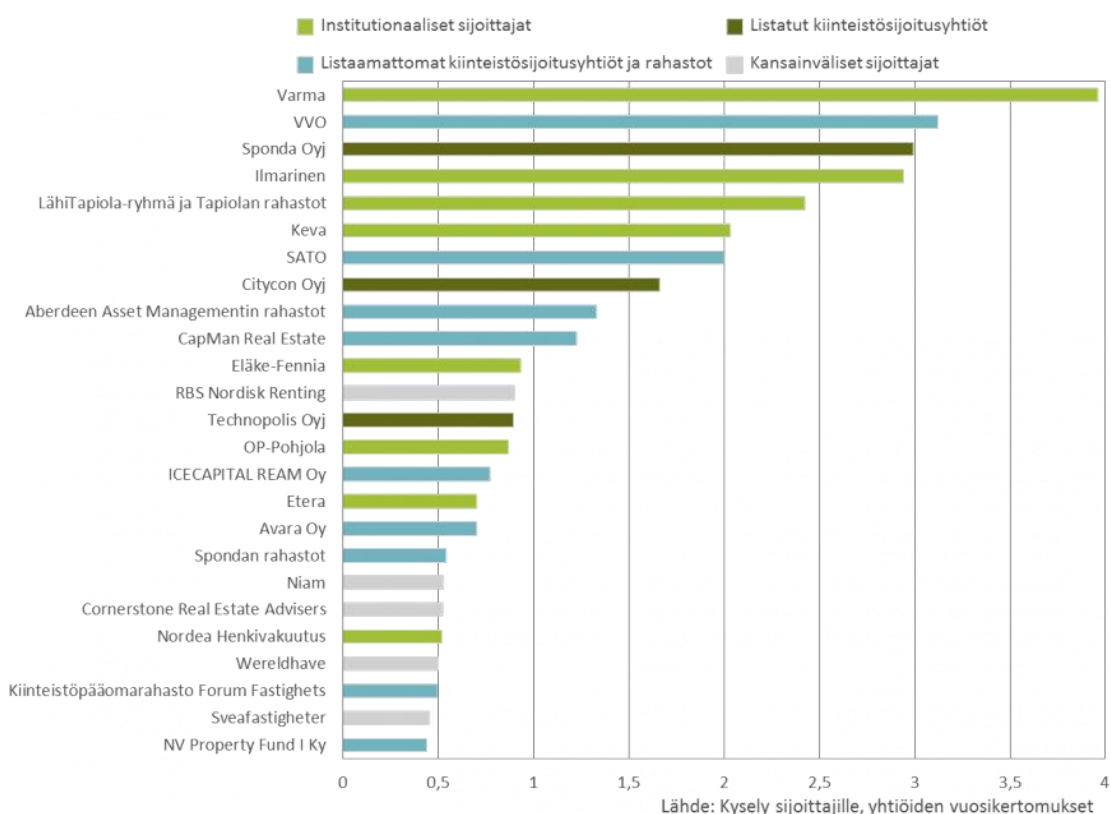
Suomessa ensimmäinen kiinteistöihin sijoittava erikoissijoitusrahasto perustettiin vuonna 2012 ja se on nimeltään eQ Hoivakiinteistöt. (Rakli 2016)

2.2.7 Kiinteistömarkkinoiden suurimmat toimijat Suomessa

Kattavan kokonaiskuvan saavuttamiseksi seuraavassa kuviossa havainnollistetaan vielä Suomen kiinteistömarkkinoiden rakennetta:

SUURIMMAT KIINTEISTÖSIJOITTAJAT SUOMESSA

Suorien kiinteistösijoitusten markkina-arvo vuoden 2012 lopussa, mrd euroa



Kuvio 1. Suurimmat kiinteistösijoittajat Suomessa 2012.

Kuviosta voi havaita, että Suomen kiinteistömarkkinoilla suurimmat toimijat ovat institutionaalisia sijoittajia, kuten Varma ja Ilmarinen. Seuraavaksi suurimmat euromääräiset omistukset ovat listaamattomilla kiinteistösijoitusyhtiöillä ja rahastoilla. Kolmantena tulee julkisesti noteeratut yhtiöt ja neljäntenä kansainväliset sijoittajat. (Rakli 2012)

3 Osakesijoittaminen

Kuten edellä kuvattiin, kiinteistöihin voi sijoittaa monia eri ”reittejä” pitkin. Seuraavaksi tarkastellaan yleisimpiä sijoittamisen muotoja. Tarkastelu aloitetaan osakesijoittamisesta, jonka jälkeen siirrytään perinteisen rahastosijoittamisen tarkasteluun.

Suomessa osakesijoittaminen on euroissa mitattuna yleisempää, kuin rahastosijoittaminen. Elokuussa 2016 suomalaisilla kotitalouksilla oli suorissa osakesijoituksissa varallisuutta noin 30 miljardia euroa. Tämä summa jakaantuu noin 800 000 osakkeenomistajan kesken. Vertailun vuoksi mainittakoon, että talletustileillä oli kuitenkin noin 80 miljardia euroa. Selkeästi suurin omaisuusluokka suomalaisilla on kuitenkin asunnot ja kiinteistöt. (Ekholm 2016.)

Osakesijoittamisen yleisyys selittyy pitkälti suurten yhtiöiden pitkällä historialla. Monet suuret yhtiöt ovat myös järjestäneet henkilöstöanteja tai jakaneet kanta-asiakkailleen optioita. Useilla yhtiöillä on lisäksi ollut henkilöstön sitouttamisohjelmia, joissa työntekijöille on maksettu kannustepalkkioita osakkeina tai optioina. (Ekholm 2016.)

Osakesijoittamisessa on kyse osakeyhtiön omistamisesta. Kun ostetaan osake, saadaan sitä vastaava omistusosuus yhtiöstä. Yhtiön osakepääoma muodostuu kaikista liikkeellä olevista osakkeista ja yhtiö laskee osakkeet liikkeelle osakeanneissa. Yhtiökokouksen päätöksellä voidaan myös korottaa osakepääomaa laskemalla liikkeeseen uusia osakkeita. Tämä luonnollisesti laimentaa piensijoittajan omistusosuutta yhtiössä, kun osakemäärä kokonaisuudessaan kasvaa. Se on tärkeää tiedostaa juurikin kiinteistösijoittamisessa, joka on hyvin pääomavaltainen ala ja osakeannit ovat verrattain yleisiä. (Kallunki & Martikainen & Niemelä 2011, 101-102.)

Huomattavaa on myös, että osakkeenomistajan taloudellinen riski rajoittuu vain hänen omistusosuuteensa, vaikka yhtiö ajautuisi velkasaneeraukseen tai konkurssiin. Eli osakesijoittaja on huonoimmassakin tapauksessa suojassa yhtiön velkojilta osakeyhtiölain mukaisesti. (Kallunki ym., 102.)

Yhtiöillä voi olla useita osakesarjoja, jotka antavat omistajalleen erilaisia oikeuksia. Yleensä myös niiden markkinahinnat poikkeavat toisistaan tämän vuoksi. Osakesarjat merkitään erilaisin tunnuksin, esimerkiksi A ja B osake. Oikeudet jaetaan taloudellisiin oikeuksiin ja päätösvaltaan. Taloudellisia oikeuksia ovat oikeus osinkoon ja etuoikeus uusien osakkeiden merkinnässä osakeanneissa. Päätösvaltaa osakkeenomistaja käyttää yhtiö-

kokouksissa ja yleensä pörssiyhtiöiden hallitukset koostuvatkin suurimpien osakkeenomistajien edustajista.

Julkisesti noteerattujen yhtiöiden (Oyj) osakkeilla käydään kauppaa pörssissä. Siellä sijoittajat voivat vapaasti ostaa ja myydä osakkeita keskenään. Osakkeiden hinnat määräytyvät kysynnän ja tarjonnan mukaan. Suomessa on yksi arvopaperipörssi, joka harjoittaa osakekauppaa. Sen virallinen nimi on NASDAQ OMX Helsinki. Yleisesti kuitenkin käytetään nimeä Helsingin pörssi. Sen omistaa ruotsalainen osakeyhtiö nimeltään OMX ja Helsingin pörssistä käytetään yleensä lyhennystä OMXH. Kauppaa siellä voi käydä arkisin klo 10:00 – 18.25. Arvopaperipörssissä sijoittamisen voi aloittaa, kun avaa itselleen arvo-osuustilin, jonka saa kotimaisista pankeista tai ulkomaisten pankkien sivuliikkeistä, kuten Nordnetistä. (Kallunki ym., 103)

3.1 Osakesijoittamisen edut

Tässä osiossa käsitellään lyhyesti osakesijoittamisen etuja verrattuna rahastosijoittamiseen. Suurimmaksi eduksi voidaan todeta korkeampi tuotto-odotus. Helsingin pörssin indeksi nousi vuosina 1957-2004 keskimäärin 10,9 %. Luvussa ei ole huomioitu osinkoja, veroja, eikä muita kuluja. Vastaavasti Yhdysvalloissa Standard & Poor's 500 indeksi nousi vuosina 1925-2003 keskimäärin 10,4 % vuosittain. Yleisesti onkin todettu, että osakemarkkinoilta voi pitkällä aikajaksolla odottaa noin 10 % tuottoa. (Saario 2014, 25-27.)

Onnistuneella osakepoiminnalla voidaan päästä vielä huomattavasti korkeampiin keskimääräisiin tuottoihin. Lisäksi osakesijoittamisen etuna on vuosittain tai useammin saatavat osingot ja pääoman palautukset. Edellyttäen tietenkin, että yhtiövalinnat ovat sellaisia, että ne jakavat säännöllisesti varojaan omistajilleen. Täten sijoituksille saadaan kassavirtaa. Monissa rahastoissa osingot ja pääoman palautukset sijoitetaan uudelleen samoihin osakkeisiin saman rahaston sisällä. Tällöin osuudenomistaja ei pääse itse vaikuttamaan siihen, että miten tämä kassavirta käytetään. Osakesijoittamisessa omistaja päättää itse miten yhtiöltä saamansa varat käyttää.

Osakesijoittajalla on lisäksi lukematon määrä vaihtoehtoja eri toimialojen sisällä, mihin varansa sijoittaa. Osakesijoittaminen ei tunne kansainvälisiä rajoja. Esimerkiksi muiden EU-maiden pörssiin tehdyt sijoitukset ovat lähestulkoon yhtä halpoja, kuin kotimaiseen yhtiöön tehdyt sijoitukset Helsingin pörssin kautta varsinkin, jos valuuttaa ei tarvitse vaihtaa erikseen kauppaa varten.

Osakesijoittaja voi täten perustaa sijoituspäätöksensä enemmän omalle näkemykselle, kuin rahastosijoittaja. Osakesijoittajalla on vapaus valita itse "voittajat" tuhansien yhtiöi-

den joukosta. Täten sijoitussalkusta voidaan muodostaa juuri sellainen, kuin itse halutaan.

Osakesijoittajan eduksi on myös nähtävä tiedonsaannin yltäkylläisyys. Jokaisella julkisesti noteeratulla yhtiöllä on internetsivut, joiden kautta löytyy runsaasti yhtiökohtaista materiaalia, mukaan lukien osavuosikatsaukset ja vuosikertomukset tilinpäätöksineen. Lisäksi analyysimateriaalia tarjoavat useat itsenäiset yhtiöt ja rahoituslaitokset.

Osakesijoitukset ovat lisäksi likvidejä, eli rahat saa sijoituksista takaisin tarvittaessa nopeasti. Osakekaupan virallinen selvitysaika on kaupapäivä + 2 selvityspäivää. (Euroclear 2016.)

3.2 Osakesijoittamisen haitat

Osakesijoittamisen haitoista verrattuna rahastosijoittamiseen merkittävimpanä voidaan pitää osakkeisiin liittyvää riskiä arvon alentumisesta tai pahimmassa tapauksessa sijoituksen menettämistä kokonaan. Tätä riskiä voidaan kuitenkin hallita tehokkaasti hajauttamalla. Harry Markowizin vuonna 1952 kehittämässä modernissa portfolioteoriassa pureudutaan juuri tähän osakesijoittamisen haittaan. Markowitz huomasi, että parhaan hyödyn hajauttamisesta saa sijoittamalla sellaisiin osakkeisiin, joiden korrelaatio keskenään on mahdollisimman alhainen tai sitä ei ole ollenkaan. Useiden tutkimusten mukaan jo 10 eri osakkeeseen sijoittaminen pienentää sijoitussalkun riskiä merkittävästi. Yli 50 osakkeen omistaminen ei puolestaan enää laske sijoitussalkun riskitasoa merkittävästi. (Wikipedia 2016.)

Vaikka osakkeen arvo ei putoaisikaan pysyvästi, niin haitaksi voidaan luokitella myös osakkeiden volatiliteetti, joka saattaa aiheuttaa harmaita hiuksia sijoittajille. Osakekursien voimakas heilahtelu on nykyisessä markkinaympäristössä melko normaalia ja johtuu pitkälti markkinapsykologiasta, eli sijoittajien sopulikäyttäytymisestä. Toisin sanoen, kun suuri määrä sijoittajia siirtyy yhtä aikaa myyntilaidalle, niin osakekurssien arvoista voi helposti lähteä päivätasolla kaksinumeroisia prosenttilukuja.

Jos sijoittajan strategiana on ostaa ja myydä paljon osakkeita lyhyessä ajassa, eli treidata, niin haitaksi muodostuu myös kaupankäyntikustannukset. Lisäksi yksityissijoittajalla haitaksi voidaan mainita ns. epätäydellinen informaatio. Usein isoilla rahoitusalan instituuteilla on markkinoiden tai yksittäisen osakkeen kannalta relevantti tieto nopeammin saatavilla, kuin piensijoittajalla. Lisäksi suuret instituutiot käyttävät tehokkaampia kaupankäyntimenetelmiä, kuten robottikauppaa, jolla pystytään toimimaan tärkeän uutisen tullessa

markkinoille hiukan muita toimijoita nopeammin. Eli haittana voidaan yleisesti todeta, markkinoiden epätasapuolisuus kaikkien toimijoiden kesken.

Lisäksi sijoitusstrategiasta riippuen, osakesijoittaminen saattaa olla rahastosijoittamista enemmän aikaa vaativaa. Jos yhtiöihin haluaa tutustua kunnolla, niin se voi viedä useita tunteja, kun taas rahastoon tutustuu huomattavasti nopeammin.

3.3 Osakesijoittamisen verotus

Osakesijoittamisesta saatuja tuloja verotetaan pääomatuloina. Tulot jakautuvat kolmeen osaan ja niitä ovat luovutusvoitot, osingot ja pääoman palautukset. Myyntitappiot taas puolestaan voidaan vähentää pääomatuloista.

Luovutusvoitto muodostuu luovutushinnan ja hankintahinnan erotuksesta, josta vähennetään kaupankäyntikulut. Voitto-osuutta verotetaan kulloinkin voimassa olevan pääomatu-
lon veroprosentin mukaan. Vaihtoehtoisesti luovutusvoiton laskennassa voidaan käyttää hankintameno-olettamaa, jos se on luovutusvoiton saajan kannalta edullisempi vaihtoehto. Hankintameno-olettamaa käytettäessä osakkeiden hankintahinnaksi muodostuu 20 % luovutushinnasta. Jos osakkeet on omistettu yli 10 vuotta, niin hankintameno-olettamana voidaan käyttää 40 prosenttia luovutushinnasta. Luovutusvoiton verotuksessa poikkeuksena ovat myyntihinnaltaan alle 1000 euron luovutukset, jotka ovat verovapaita, jos ne ovat syntyneet saman kalenterivuoden aikana. (Verohallinto 2016.)

Luovutusvoittoa laskettaessa käytetään ns. FIFO-periaatetta (first in – first out). Eli jos samalle arvo-osuustilille ollaan hankittu samaa osaketta useassa erässä, niin myydessä katsotaan, että ensimmäiset myynnit kohdistuvat ensimmäiseksi hankittuihin osakkeisiin. (Verohallinto 2016)

Vuonna 2016 julkisesti noteeratun yhtiön osingosta 85 % on veronalaista pääomatuloa ja 15 % on verovapaata tuloa. Listattu yhtiö, joka jakaa osinkoa, tekee osingoista 25,5 % ennakonpidätyksen ennen osingon maksamista. Ennakonpidätys tilitetään Verohallinnolle yhtiön toimesta. (Verohallinto 2016)

Pääoman palautusten verotus uudistui vuoden 2014 alusta alkaen. Pörssiyrityksen vapaan oman pääoman rahastoista jaettavien varojen verotuksesta säädettiin Tuloverolakiin nimelliset säännökset. Osakeyhtiölain mukaista varojen jakoa vapaan oman pääoman rahastosta aloitettiin verottamaan pääsääntöisesti osinkona verovuodesta 2014 alkaen. Listatun yhtiön varojenjako vapaan oman pääoman rahastosta tulkitaan siis saajan verotuksessa aina osinkona. (Verohallinto 2016.)

Osakesijoittamisesta aiheutuneita luovutustappioita sijoittaja pystyy vähentämään tuloverotuksessaan vain pääomatuloista. Jos luovutustappion kanssa samalle verovuodelle ei kohdistu pääomatuloja, niin vähennys siirtyy seuraavalle viidelle vuodelle. Vuodesta 2016 alkaen myyntitappion vähennysoikeus koskee kaikkia pääomatuloja, mm. myyntivoitot, vuokratulot ja osingot. Myyntitappioiden perusteella ei voi saada alijäämähyvitystä ansiotulon verotuksessa. Poikkeuksena luovutustappioiden vähentämisoikeudessa on yhteensä hankintahinnaltaan alle 1000 euron suuruisista osakeostoista aiheutuneet tappiot, joita ei voi vähentää pääomatulojen verotuksessa. (Verohallinto 2016.)

4 Rahastosijoittaminen

Seuraavaksi tarkastellaan perinteistä rahastosijoittamista. Se on hyvin yleistä Suomessa, mutta ymmärrys siitä on yleisesti ottaen heikompaa, kuin osakesijoittamisesta. Tämän vuoksi käsitellään rahastosijoittaminen hiukan yksityiskohtaisemmin.

Sijoitusrahastot ovat osakkeista ja muista arvopapereista koostuvia rahastoja, joiden omistajia ovat siihen sijoittaneet yksityiset henkilöt, yhteisöt ja säätiöt. Sijoitusrahasto voidaankin nähdä useiden sijoittajien muodostamana markkinatoimijana, joka tarjoaa piensijoittajille hyvän mahdollisuuden hyödyntää institutionaalisen toimijan asiantuntemusta sekä kustannustehokkuutta. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Toimintaperiaatteena on, että sijoittajien varoja kerätään yhteen ja sijoitetaan edelleen arvopapereihin, jotka muodostavat rahaston. Rahastot jakautuvat sisäisesti yhtä suuriin rahasto-osuuksiin, jotka tuottavat kaikille samanlaiset oikeudet rahastossa olevaan omaisuuteen. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Sijoitusrahastoilla on rahoitustarkastuksen vahvistamat säännöt, joista selviää esimerkiksi, että minkä tyyppinen sijoitusrahasto on kyseessä ja minkälaista sijoituspolitiikkaa se harjoittaa. Suomalaiset rahastot noudattavat sijoitusrahastolakia. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Sijoitusrahastot jakautuvat kahteen ja voivat olla joko tavallisia sijoitusrahastoja tai vaihtoehtorahastoja. Sijoitusrahastoja, eli UCITS-rahastoja säännellään kaikissa Euroopan unionin maissa yhtenäisellä sijoitusrahastodirektiivillä, eli UCITS-direktiivillä. Vaihtoehtorahastoja puolestaan sääntelee Euroopan unionin vaihtoehtorahastojen hoitajia koskeva direktiivi AIFMD. (Pörssisäätiö 2015.)

4.1 Rahastosijoittaminen Suomessa

Rahastosijoittamisessa Suomi on tullut reilusti muuta maailmaa jäljessä, sillä ensimmäinen sijoitusrahasto perustettiin Yhdysvalloissa vuonna 1924. Suomen ensimmäinen sijoitusrahasto aloitti toimintansa 15.10.1987, kun sijoitusrahastolaki astui voimaan. Suomen ensimmäinen sijoitusrahasto toimi nimellä Presta. Sen hallinasta vastasi PSP-Sampo Rahasto-osakeyhtiö. Nykyään sama rahasto tunnetaan nimellä Sijoitusrahasto Danske Invest Suomi Osake. (Danske Bank 2016.)

Suomessa rahastosijoittaminen alkoi kunnolla yleistyä vasta syvimmän laman jälkeisinä vuosina 1993-1994. (Wikipedia 2015.)

Vielä 1990-luvulla suomalaiset rahastoyhtiöt eivät halunneet asiakkaikseen piensijoittajia, jotka olisivat säästäneet vain kymmeniä tai satoja markkoja kerrallaan. Siihen aikaan rahastoyhtiöitä kiinnostivat vain isommat asiakkaat. Siihen aikaan tietotekniikka ei ollut vielä niin kehittyntä, kuin nykyään ja rahastojen hallinnointikulut olivat suhteessa suuremmat. Nykyään Suomessa kuluttajia kannustetaan aloittamaan rahastosäästäminen mahdollisimman nuorena ja tänä päivänä sadoilla tuhansilla suomalaisilla on omistuksessaan vähintään yksi rahasto-osuus. (Möttölä 2008, 7.)

Elokuussa 2016 suomalaisilla kotitalouksilla oli rahasto-osuuksissa kiinni yhteensä noin 20 miljardia euroa. Kasvu on siis ollut räjähdysmäistä. (Ekholm 2016.)

4.2 Rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö

Sijoitusrahaston sijoitustoimintaa ja hallintoa hoitaa käytännössä aina rahastoyhtiö, joka on osakeyhtiömuotoinen. Rahastoyhtiöllä voi luonnollisesti olla hallinnoitavana useita eri rahastoja. Sijoitusrahastolaki määrittelee rahastoyhtiön roolin seuraavasti:

"Rahastoyhtiö edustaa omissa nimissään rahasto-osuuden omistajia ja toimii näiden puolesta sijoitusrahastoa koskevissa asioissa sekä käyttää sijoitusrahastossa olevaan omaisuuteen liittyviä oikeuksia". (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Toisin sanoen rahastoyhtiöt eivät omista hoitamiaan sijoitusrahastoja, vaan ne toimivat lähinnä hallinnollisena osapuolena. Tämän lisäksi sijoitusrahastolaissa määritellään rahastoyhtiöiden ja sijoitusrahastojen varojen keskinäisestä roolista seuraavasti:

"Sijoitusrahastoon kuuluvaa omaisuutta ei saa ulosmitata rahastoyhtiön velasta". (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Rahastoyhtiön omaisuus sekä sijoitusrahastossa oleva varallisuus on täten pidettävä erillään toisistaan. Tällä lain kohdalla on tärkeä tarkoitus. Kun sijoittaja laittaa rahojaan sijoitusrahastoon, niin hän ei ota rahastoyhtiön omien varojen hoidosta aiheutuvaa riskiä kantakseen, koska rahastoyhtiö ei voi ottaa varallisuutta sijoitusrahastosta omien vastuidensa kattamiseen mahdollisen velkasaneerauksen tai konkurssitilanteen uhatessa. Rahastoyhtiön tehtävä on vain hallinnoida rahastojen varoja. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Sijoitusrahastolaissa on lukuisasti rahastoyhtiötä koskevia säädöksiä. Rahastoyhtiön osakepääoman on oltava vähintään 125 000 euroa ja omia varoja on oltava 0,02 % määrästä, jolla sen hallinnoimien sijoitusrahastojen yhteenlaskettu arvo ylittää 250 miljoonaa euroa. (Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48, 6 §)

Vähimmäispääomavaatimus pitää omalta osaltaan huolen siitä, ettei kuka tahansa pysty perustamaan sijoitusrahastoa. Suomessa rahastoyhtiöitä ovatkin pääasiassa perustaneet vain pankit ja pankkiiriliikkeet. Rahastoyhtiön perustamiseen vaaditaan lisäksi toimilupa, jonka myöntää valtionvarainministeri. Rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä vähintään 33 % valitaan sijoitusrahaston osuudenomistajien toimesta.

Käytännössä rahastoyhtiö vastaa siis lähinnä sijoitusrahastojen salkunhoidosta, markkinoinnista sekä taloushallinnosta. Tästä se veloittaa hallinnointipalkkiota. Hallinnointipalkkioksi muodostuu sijoitusrahastojen rahastoyhtiölleen vuodessa maksamien hallinnointipalkkioiden yhteissumma. Palkkiot määritellään prosentteina rahaston arvosta ja ne vaihtelevat osakerahastoissa sekä yhdistelmärahastoissa 0,6 – 3,0 % välillä. Hallinnointipalkkioita ei makseta erikseen, vaan ne veloitetaan päivittäin osuuden arvosta. Hallinnointipalkkiot tulevat täten siis rahasto-osuuden omistajien maksettaviksi, koska ne vähentävät osuuden arvoa. Kolikon käänköpuolena rahasto-osuuden omistajat eivät vastaa henkilökohtaisesti sijoitusrahastoa koskevista velvoitteista. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Sijoitusrahaston varoja tulee säilyttää säilytisyhteisössä, joita ovat käytännössä pankit ja pankkiiriliikkeet. Säilytisyhteisön tehtävänä on myös valvoa rahastoyhtiön toimintaa. Sijoitusrahastolain mukaisesti säilytisyhteisöllä on viime kädessä vastuu sijoitusrahaston arvonlaskennan oikeellisuudesta. Lisäksi säilytisyhteisö ottaa vastaan ja suorittaa sijoitusrahastoa koskevat maksut. Säilytisyhteisö perii tästä säilytyspalkkion. Valveutunut rahastosijoittaja saattaa haluta, että säilytisyhteisö on eri yhtiö kuin varainhoitaja. Monesti rahastoyhtiöt säilyttävät arvopapereitaan samaan konserniin kuuluvassa säilytisyhteisössä. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

4.3 Rahasto-osuuden merkintä ja lunastus

Sijoitusrahastot ottavat jatkuvasti vastaan uusia sijoituksia, sijoittajien merkityksessä rahasto-osuuksia. Rahastosijoituksensa saa myös joustavasti takaisin, koska rahasto lunastaa rahasto-osuuksia aina, kun omistajat niin haluavat. Merkinnän sekä lunastuksen yhteydessä käytetään käypää markkinahintaa. Lunastuksen tulee tapahtua viipymättä, käytännössä seuraavana pankkipäivänä.

Pörssiosakkeista poiketen rahasto-osuuksilla ei ole nimellisarvoa. Rahasto-osuuden arvo on aina sama, kuin koko rahaston pääoma jaettuna rahasto-osuuksien lukumäärällä. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Rahasto-osuuksista muodostuu sijoitusrahaston pääoma. Pääoma vaihtelee sitä mukaa, kun rahastoon tulee uusia sijoituksia ja kun sijoituksia lunastetaan pois. Rahaston pääoma vaihtelee luonnollisesti myös rahaston arvopapereiden hintojen muutosten mukana. Rahaston nettopääoma on rahaston varojen markkina-arvo, vähennettynä rahaston veloilla. Rahaston velkoja ovat hallinnointi- ja säilytyspalkkiot. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

4.4 Rahasto-osuustodistus

Rahastoyhtiön tehtävänä on pitää rekisteriä osuuksien omistajista. Osuudenomistaja saa halutessaan osuuksistaan kirjallisen osuustodistuksen, jonka hän voi jättää säilytettäväksi rahastoyhtiöön tai pankkiin. Yleisesti omistus perustuu kuitenkin tähän rekisteriin, eikä asiakkailta ole samanlaista tarvetta kirjallisille todistuksille, kuin vielä vuosikymmen sitten. Piensijoittajat näkevät rahasto-osuutensa kätevästi arvo-osuustilillään.

4.5 Rahasto-osuuden arvo

Rahasto-osuuden arvo lasketaan päivittäin, ja se julkistetaan vähintään 2 kertaa kuukaudessa. Rahaston sijoitukset arvostetaan laskenta-ajankohdan kurssien mukaisesti arvoihin. Laskenta-ajankohdan määrittää rahaston säännöt. Rahastojen sijoitukset eli arvopaperit ja johdannaiset arvostetaan markkina-arvoonsa sijoitusrahastolain määrittämällä tavalla. Yhden osuuden arvo saadaan, kun sijoitusten arvosta vähennetään rahaston hallinnointi- ja säilytyspalkkiot ja jaetaan tämä luku liikkeessä olevien rahasto-osuuksien määrällä. Sijoitusrahasto-osuudet noteerataan hallinnointi- ja säilytyspalkkioilla vähennettynä, joten sijoittajan ei tarvitse erikseen laskea omistamansa osuuden päivän arvoa. Ja kun nämä palkkiot on huomioitu jo osuuden arvossa, niitä ei tarvitse erikseen veloittaa osuudenomistajilta. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Eri rahastoyhtiöillä voi kuitenkin olla käytössä eri laskenta-ajankohta rahasto-osuuden arvolle, joka vaikeuttaa tarkkaa vertailua. Useat rahastoista laskevat rahasto-osuuden arvonsa ennen pörssin sulkeutumista, jotta osuuksien arvot ehditään laskemaan ja ilmoittamaan Helsingin arvopaperipörssille, joka ilmoittaa tiedot eteenpäin talousmedialle. Erot rahastojen laskentakäytännöillä voivat kuitenkin helposti antaa harhaanjohtavan kuvan rahasto-osuuden päivän kehityksestä, jos vaikkapa toisen osakerahaston arvo on laskettu kolmelta iltapäivällä, eli ennen New Yorkin pörssin aukeamista. Helsingin pörssissä kurssit

voivat muuttua vielä paljon klo 15-17 välisenä aikana. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

4.6 Sijoituspolitiikka, salkunhoitaja ja varojen allokointi

Rahaston sijoituspolitiikalla tarkoitetaan rahaston strategialinjausta. Rahaston sijoituspolitiikka määrittää:

- sijoittaako rahasto varojaan kotimaisiin vai ulkomaisiin arvopapereihin, vai sekä että
- toimiiko sijoitusrahasto osake- vai korkomarkkinoilla, vai sekä että
- käytetäänkö salkunhallinnassa johdannaisia, joista yleisimmät osakerahastoilla ovat optiot ja futuurit
- millä perusteilla sijoituspäätöksiä tehdään
- mikä on rahaston vertailuindeksi
- jakaako rahasto voitto-osuuksia vai ei

Sijoituspolitiikka siis käytännössä määrittää sen, että kuinka korkealla riskillä rahasto toimii ja sitä kautta kuinka suurta tuottotasoa voidaan odottaa. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Salkunhoitaja tekee sijoitusrahaston sijoituspäätökset. Täten vertaillessa eri rahastoja, sijoittaja tulee vertailleeksi eri salkunhoitajia. Salkunhoitajan ammattitaito määrittää rahaston menestyksen pitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä kuka tahansa voi menestyä. Usein salkunhoitajan vaihtaessa työpaikkaa, myös osa sijoittajista lunastaa rahansa ulos rahastosta ja sijoittaa ne uudelleen saman salkunhoitajan hallinnoimaan rahastoon, hänen uudessa työpaikassa. Tästä käytetään termiä ”viisas raha”, joka seuraa menestynyttä salkunhoitajaa. (Puttonen & Kivisaari, 2016.)

Varojen allokointi osoittaa rahaston varojen kohdentumisen tietyllä hetkellä eri sijoituskohteisiin. Näitä sijoituskohteita ovat mm. pörssiosakkeet, käteinen eri valuutoissa ja joukko-velkakirjalainat. Pääasiassa osakkeisiin sijoittavan rahaston varojen allokaatio voi olla esimerkiksi:

- Osakkeet 80 %
- Johdannaiset 8 %
- Korkoinstrumentit 7 %
- Käteinen 5 %

Kuten edellä mainittiin varojen allokaation rajat määrittää sijoituspolitiikka. Tämä saattaa myös johtaa kohonneeseen riskiin, sillä esimerkiksi finanssikriisin aikana vuosina 2008-2009 monet rahastot joutuivat pakkomyynnin eteen alhaisillakin hinnoilla, kun rahaston säännöt pakottivat keventämään rahastojen osakepainoa.

4.3 Rahastosijoittamisen edut

Rahastoilla on monia merkittäviä etuja verrattuna suoraan kiinteistösijoittamiseen. Tärkeimpiä näistä ovat helppohoitoisuus ja nopea rahaksi muutettavuus, eli erinomainen likvidiys. Rahastosijoittajan ei tarvitse seurata markkinoita niin tiiviisti, kuin kiinteistösijoittajan. Rahastomerkintä on vaivaton tapahtuma, jonka voi tehdä, vaikka omalta tietokoneelta. Tarpeen vaatiessa varat saa ulos rahastosta noin päivän viiveellä. (Lindström 2005, 222.)

Rahaston etuihin kuuluu myös hajautus, jonka voi tehdä pikkurahalla, toisin kuin suorissa kiinteistösijoituksissa. Lisäksi rahastotarjonta on hyvin monipuolista. Rahasto voi suursijoittajana käydä pörssikauppaa pienemmin kustannuksin, kuin yksityissijoittaja. Täten sijoittaja saa rahaston tarjoaman hajautuksen suhteellisen halvalla.

Rahastoista saa myös kiitettävästi tietoa. Tärkeimpiä informaation lähteitä sijoitusrahastoa valittaessa ovat rahastojen esitteet. Niistä ilmenee mm. sijoituspolitiikka, salkunhoitajat, rahaston säännöt ja historiallinen tuotto. (Lindström 2005, 223.)

Useimmat rahastot julkaisevat osuuksien arvon ja sen muutoksen päivittäin. Kotimaisten rahastojen arvot ovat nähtävillä päivittäin sanomalehdissä, internetissä ja teksti-tv:ssä. Täten myös rahastojen arvojen kehityksen vertailu on helpompaa sijoittajan näkökulmasta. Rahastojen internetsivuilla on myös rahastoesitteiden lisäksi rahastojen vuosikertomukset ja muita raportteja, josta ilmenee mm. rahastosalkun sisältö ja hallinnoitavien varojen määrä. Lisäksi osuudenomistajan näkökulmasta tarkka viranomaisvalvonta on turvallisuutta lisäävä tekijä. (Lindström 2005, 223.)

4.4 Rahastosijoittamisen haitat

Pitkällä aikavälillä tarkastellessa aktiivisesti hoidetut rahastot tuottavat keskimäärin huonommin, kuin passiivisesti hoidetut indeksirahastot, joiden pyörittämiseen ei tarvita sijoitustaitoja tai analyysivoimaa. Tämä johtuu kuluista. Rahastoyhtiön asiantuntemus maksaa ja mitä enemmän se maksaa, sitä vähemmän yksityissijoittajalle jätetään tuottoa. Rahastomaailmassa hinta ja laatu eivät kulje käsi kädessä. Ylisuuri palkkio merkitsee lähes aina keskimääräistä huonompaa tuottoa. (Lindström 2005, 225.)

Lisäksi yksityissijoittajan vaikutusmahdollisuudet salkunhoitajan päätöksiin ovat hyvin rajalliset. Sijoittamalla rahastoon, sitoutuu samalla rahaston sijoitusstrategiaan. Toki tämä voidaan tulkita myös rahaston etuna, jos sijoitukset menevät hyvin.

4.5 Rahastosijoittamisen verotus

Yleensä sijoitusrahastoja hallinnoivat rahastoyhtiöt. Rahastoyhtiöt puolestaan ovat yleensä joko pankkien tai pankkiiriliikkeiden omistuksessa. Rahastoyhtiöt saavat tuottoonsa asiakkaiden maksamista omaisuudenhoitomaksuista, kuten rahastojen merkintä-, hallinnointi- ja lunastuspalkkioista. Rahastoyhtiöitä verotetaan voitostaan niin, kuin osakeyhtiötä yleensäkin. Sijoitusrahastot itsessään on säädetty verovapaiksi subjekteiksi, jotta verotuksen moninkertaisuudelta vältytään. Täten rahaston saamat korkotulot, myyntivoitot sekä osingot ovat rahastolle verovapaata tuloa. (Niskakangas 2014, 37.)

Verotus tapahtuu siinä vaiheessa, kun rahaston osuudenomistaja saa tuloa rahastosta. Se miten osuudenomistaja saa rahastosta tuloa, riippuu rahaston voitonjakopolitiikasta. Jotkin rahastot jakavat vuosittain kertynyttä voittoa osuudenomistajille. Toiset rahastot eivät jaa juoksevaa tuottoa vuosittain ollenkaan, vaan ideana on ainoastaan osuuksien arvonnousu. Tällöin rahasto sijoittaa vuoden aikana saamansa tulot takaisin rahastoon, jolla luodaan omistaja-arvoa asiakkaalle. Jälkimmäinen rahastotyyppi on nykyään yleisempi. (Niskakangas 2014, 37.)

Rahastotyyppistä riippumatta, kummassakin tapauksessa osuudenomistaja saa pääomatuloa, jos rahastosta realisoidaan omaisuutta voitollisesti vuoden aikana. Rahastolta saatu vuosittain maksettu voitto on suhteellisesti verotettavaa pääomatuloa. Realisoitu arvonnousu puolestaan verotetaan luovutusvoitonä. Kumpaankin sovelletaan samaa pääomatulon verokantaa. (Niskakangas 2014, 37.)

Tämän vuoksi suurin osa sijoittajista suosiikin osingot, myyntivoitot ja korkotulot uudelleen sijoitettavia rahastoja. Merkittäviä syitä tähän on kaksi. Ensimmäkin, jos sijoittajalla on pitkä

sijoitushorisontti, hän saa korkoa korolle-efektistä nopeammin suuremman tuoton rahastosijoitukselleen, koska rahasto ei maksa osinko- tai luovutusvoittoveroa vuosittain. Täten se pystyy kustannustehokkaasti sijoittamaan saamansa osinkotulot ja myyntivoitot uudelleen osakkeisiin. Puhutaan ns. lykkääntymisedusta rahaston hyväksi, kun verot maksetaan vasta osuudenomistajan kotiuttaessa voittoja. Näin ollen sijoittaja pystyy käytännössä itse määrittämään, että milloin kotiuttaa hänelle kuuluvat voitot. Täten hänen ei tarvitse välttämättä maksaa veroja voitoistaan joka vuosi, vaan ainoastaan sinä vuonna, kun hän päättää kotiuttaa voitot rahastosta. Olettaen, että rahasto on ollut voitollinen sijoitusperiodin aikana.

Pääomatulojen veroprosentti vuonna 2016 on 30 % aina 30.000 euroon asti, jonka ylittävältä osalta pääomatulosta maksetaan veroa 34 % mukaan. Täten sijoittajan kannattaa harkita osingot uudelleensijoittavissa rahastoissa myös sitä, että tuleeko rahasto-osuuksien myynnistä sijoitusperiodin lopussa niin paljon voittoa, että siitä joutuisi maksamaan verot korotetun pääomatulon veroprosentin mukaan. Tällaisessa tapauksessa olisi kannattavampaa kotiuttaa voitot pikkuhiljaa vuosien varrella tai kahtena eri verovuonna, esimerkiksi joulukuussa ja seuraavan vuoden tammikuussa. (Verohallinto 2016.)

5 Vertailtavat kiinteistösijoitusyhtiöt ja kiinteistöosakerahastot

Seuraavaksi esitellään tutkimuksen kohteina olevat kiinteistösijoitusyhtiöt ja kiinteistöosakerahastot. Kaikki vertailuyhtiöt ja -rahastot ovat hyvin erilaisia monilla eri mittareilla mitattuna. Vaikka kaikki ovat keskittyneet kiinteistösektorille, niin sektorin sisällä yhtiöiden toiminta ja maantieteellinen hajautus eroaa merkittävästi.

5.1 Citycon sijoituskohteena

Citycon Oyj on suomalainen kiinteistösijoitusyhtiö, jossa yhdistyy kiinteistösijoittaminen ja kauppakeskusliiketoiminta. Yhtiön kiinteistöt toimivat vähittäiskaupan alalla ja yhtiö sijoittaa pääasiassa kauppakeskuksiin. Kauppakeskuksista yhtiö vuokraa toimitiloja eri alojen yrityksille ja kaupungistuminen on yhtiön liiketoimintaa edistävä megatrendi. Yhtiön omistuksessa on mm. Iso omena Espoossa ja Koskikeskus Tampereella.

Citycon on alansa markkinajohtaja Suomessa ja Virossa sekä yksi suurimmista toimijoista Norjassa ja Ruotsissa. Yhtiöllä on myös jalansija Tanskassa. Yhtiö omistaa yhteensä 53 kauppakeskusta pohjoismaissa ja Baltiassa, joista 65 % sijaitsee pääkaupungeissa.

Lisäksi yhtiö johtaa ja vuokraa 13 kauppakeskusta Norjassa muiden omistajien puolesta. Vuoden 2015 lopulla yhtiön kiinteistökannan arvo oli 4,7 miljardia euroa, joka tekee siitä pohjoismaiden suurimman pörssiin listatun kiinteistösijoitusyhtiön. Bruttovuokratuottoa yhtiölle kertyi samana vuonna 224 miljoonaa euroa. Suurimpia vuokralaisia ovat mm. Kesko, S-ryhmä, H&M ja Stockmann. (Citycon 2016.)

5.2 Technopolis sijoituskohteena

Technopolis Oyj on toimistotilojen asiantuntija. Yhtiön keskeinen toiminta-ajatus on tarjota moderneja, joustavia, useille käyttäjille tarkoitettuja työympäristöjä sekä niihin skaalautuvia palveluja. Technopolis on kansainvälinen toimistokiinteistöjen omistaja, operoija, kehittäjä sekä palveluiden tarjoaja. Yhtiö toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Virossa, Venäjällä ja Liettuassa. Yhtiön toiminta keskittyy näissä maissa 13 kaupunkiin. Sillä on 1 700 asiakasta ja sen tiloissa työskentelee noin 49 000 henkilöä. Yhtiöllä on vuokrattavia toimistokiinteistöjä noin 740 400 m², ja sen kiinteistökanta on keskimäärin vain 15 vuotta vanhaa.

Technopoliksella on 20 konseptin mukaista toimistokampusta, eli suurta kiinteistökokonaisuutta, jotka tarjoavat palveluja keskeisillä sijainneilla. Suomessa toimistokampuksia ovat

mm. Linnanmaan ICT-tekniikan kehityskeskus Oulussa, Ruoholahden toimitilat Helsingissä ja Aviapoliksen toimitilat Vantaalla.

Yhtiön asiakasjakaumasta suurimmat sektorit ovat: ohjelmistot, konsultointi ja siihen liittyvä toiminta (21 %), tukkukauppa (10 %), arkkitehti- ja insinööripalvelut; tekninen testaus ja analysointi (8 %) sekä pääkonttorien toiminta; liikkeenjohdon konsultointi (8 %). (Technopolis 2016.)

5.3 Sponda sijoituskohteena

Sponda Oyj on Suomen suurimpien kaupunkien toimitilakiinteistöihin erikoistunut sijoitusyhtiö. Spondan toiminta-ajatuksena on omistaa, vuokrata ja kehittää toimisto-, liiketila- ja kauppakeskuskiinteistöjä toimintaympäristöiksi, jotka luovat edellytyksen asiakkaiden menestykselle. Sponda on Suomessa listatuista kiinteistösijoitusyhtiöistä ainoa, jonka toiminta keskittyy jatkossa vain Suomeen. Yhtiön strategisena tavoitteena on 1-3 vuoden aikajänteellä luopua kokonaan Venäjän liiketoiminnoista, logistiikkakiinteistöistä sekä Turun kiinteistöomistuksesta.

Jatkossa Spondan kiinteistöomistusta keskitetään alueille Helsingin ydinkeskustassa ja Ruoholahdessa sekä Tampereella. Yhtiö omistaa tällä hetkellä 162 kiinteistöä, joiden arvo on 3,7 miljardia euroa. Spondan omistuksessa on mm. kauppakeskus Forum Helsingissä ja kauppakeskus Ratina Tampereella.

Yhtiön kiinteistösalkun kivijalat käyvän arvon mukaan ovat: toimistokiinteistöt (64 %) ja kauppakeskukset (24 %). Yhtiön suurimmat asiakkaat ovat: Suomen valtio, Kesko-konserni ja HOK-elanto Liiketoiminta Oy. (Sponda 2016)

5.4 Sijoitusrahasto ODIN Kiinteistö

Sijoitusrahasto ODIN Kiinteistö on osakerahasto, jota hallinnoidaan aktiivisesti ja joka voi sijoittaa vain yrityksiin, jotka on joko pörssinoteerattu tai niiden pääkonttori tai alkuperä on Ruotsissa, Norjassa, Suomessa tai Tanskassa ja joiden pääasiallinen toimiala on kiinteistöjen omistus ja hallinnointi. Rahaston tavoitteena on pitkällä aikavälillä ylittää pörssissä noteerattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden tuotto. Merkinnästä ja lunastuksesta ei peritä kuluja. Rahaston vuotuinen hallinnointipalkkio on 2,0 prosenttia. Minimimerkintä on 500 euroa. Rahasto-osuuksille ei makseta osinkoa. Rahasto on perustettu 24.8.2000. Rahastolla oli hallinnoitavana varoja vuoden 2016 elokuussa 168,7 miljoonaa euroa. (Odin 2016)

5.5 Sijoitusrahasto eQ Eurooppa Kiinteistö

Sijoitusrahasto eQ Eurooppa Kiinteistö on aktiivisesti hoidettu osakerahasto, joka pyrkii pitkällä aikavälillä ylittämään Euroopan listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden keskimääräisen tuoton. Rahasto sijoittaa eurooppalaisten listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeisiin ja osakesidonnaisiin instrumentteihin. Kiinteistösijoitusyhtiöihin kuuluvat yhteisöt, joiden päätoimialana on kiinteistöjen omistaminen, hallinnointi ja kehittäminen. Rahasto pyrkii sijoituksissa huomioimaan eri kiinteistösektoreilla ja maantieteellisillä alueilla kulloinkin vallitsevia markkinatilanteita.

Rahaston merkintäpalkkio on 1 %, lunastuspalkkio 1 % ja vuotuinen hallinnointipalkkio 1,5 %. Minimimerkintä on 500 euroa ja lisämerkintä 100 euroa. Rahaston sijoitusten mahdolliset korko- ja osinkotuotot sijoitetaan takaisin rahastoon. Rahaston toiminta alkoi 20.3.2004. Rahaston hallinnoimat varat heinäkuun lopulla 2016 olivat 12,6 miljoonaa euroa. (EQ 2016.)

5.6 Sijoitusrahasto Danske Invest Kiinteistö K

Sijoitusrahasto Danske Invest Kiinteistö K:n sijoitustoiminnan tavoitteena on saavuttaa sijoitetuille varoille pitkällä aikavälillä arvonnousua aktiivisen omaisuudenhoidon keinoin sijoitusrahastolain ja rahaston sääntöjen puitteissa. Varat sijoitetaan julkisen kaupan käynnin kohteena oleviin osakkeisiin ja osakesidonnaisiin arvopapereihin, joiden liikkeeselaskijoina ovat Euroopassa noteeratut kiinteistösijoitusyhtiöt. Rahaston sijoituskohteiden tuotot, kuten osingot ja korot, sijoitetaan uudelleen.

Rahasto on tarkoitettu sijoittajille, jotka haluavat hyötyä eurooppalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden tuottomahdollisuuksista ja jotka hyväksyvät sijoituksen voimakkaankin arvovaihtelun ja sen, että sijoituksen arvo voi laskea. Merkintäpalkkio on 1%, lunastuspalkkio 1 % ja vuotuinen hallinnointipalkkio 1,9 %. Rahasto on aloittanut toimintansa 19.4.2005. Rahaston hallinnoimat varat elokuun alussa 2016 olivat 13,4 miljoonaa euroa. (Danske Bank 2016.)

6 Kiinteistösijoitusyhtiöiden keskinäinen vertailu

Aloitetaan vertailu kiinteistösijoitusyhtiöstä. Yhtiöstä käydään läpi pääpiirteittäin toiminnan laajuus, kannattavuus, vakavaraisuus, oleelliset sijoittajan tunnusluvut sekä osinkojen ja pääoman palautusten maksuhistoria.

Rahastot otetaan mukaan vertailuun seuraavassa luvussa, koska niitä ei pysty vertailemaan luotettavasti tässä luvussa esitetyillä mittareilla. Seuraavassa luvussa yhtiöitä ja rahastoja vertaillaan keskenään historiallisten tuottojen ja riskin näkökulmasta.

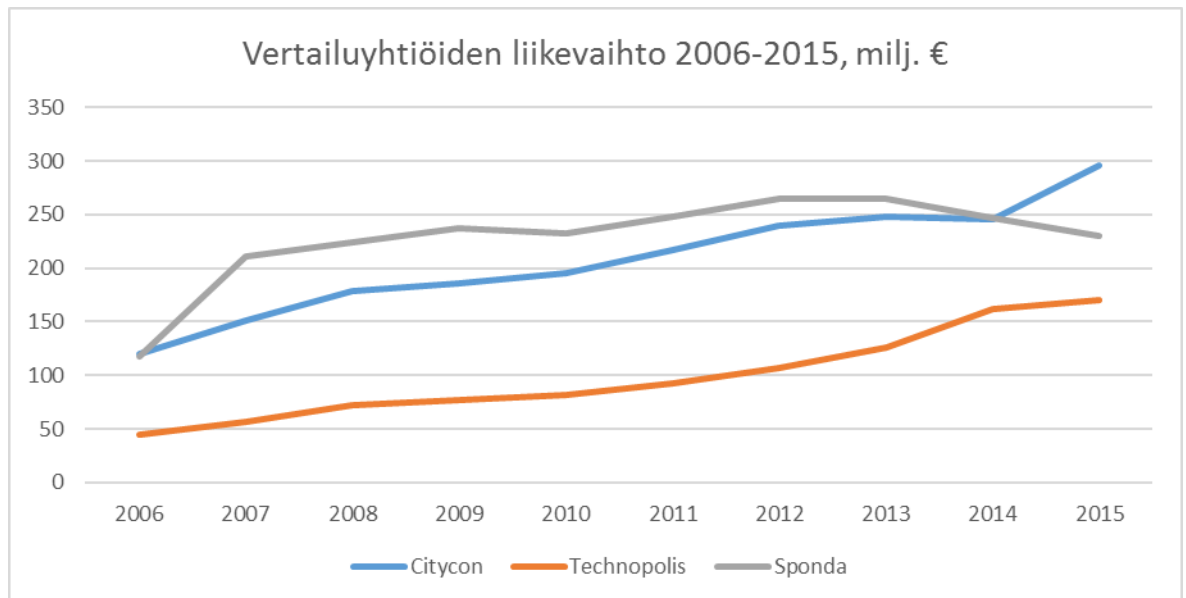
Tämän luvun yhteydessä pohditaan tuloksiin vaikuttavia tekijöitä ja myöhemmin luvussa 8 (tulosten vertailu) tulokset pisteytetään jokaisen osa-alueen osalta vielä erikseen.

6.1 Kiinteistösijoitusyhtiöiden toiminnan laajuus

Kiinteistösijoittamisessa toiminnan laajuudella on suuri merkitys, kun vertaillaan alan yhtiöitä. Suurilla yhtiöillä on tiettyjä mittakaavaetuja, joista tärkeimpiä ovat rahoituksen kustannukset ja hyvät neuvotteluasemat yrityskauppamarkkinoilla. Tietenkin sillä edellytyksellä, että muutkin seikat, kuten kasvu ja kannattavuus ovat hyvällä tasolla. Toiminnan laajuutta voi kuvata monilla eri mittareilla. Valitsin tähän tutkimukseen mielestäni keskeisimmät kiinteistösijoittamisen näkökulmasta. Tarkastelujaksoksi valitsin 10 kokonaista tilikautta, koska siihen aikaan mahtuu mukaan finanssikriisi sekä sen jälkeinen nousukausi. Ajanjakso on riittävän pitkä kuvaamaan yhtiöiden lähihistorian kehitystä.

6.1.1 Liikevaihdot

Kiinteistösijoitusyhtiöiden liikevaihdoista ylivoimaisesti suurin osa tulee bruttovuokratuotoista, eli ydinbisneksestä. Liikevaihtoa kasvattavat myös erinäiset palvelutuotot, kuten siivouspalvelut, aulapalvelut, kokouspalvelut, ICT- ja kalustepalvelut sekä muut ylläpito- palvelut.



Kuvio 2. Vertailuyhtiöiden liikevaihto 2006-2015, milj. €. Lähde: Balance Consulting

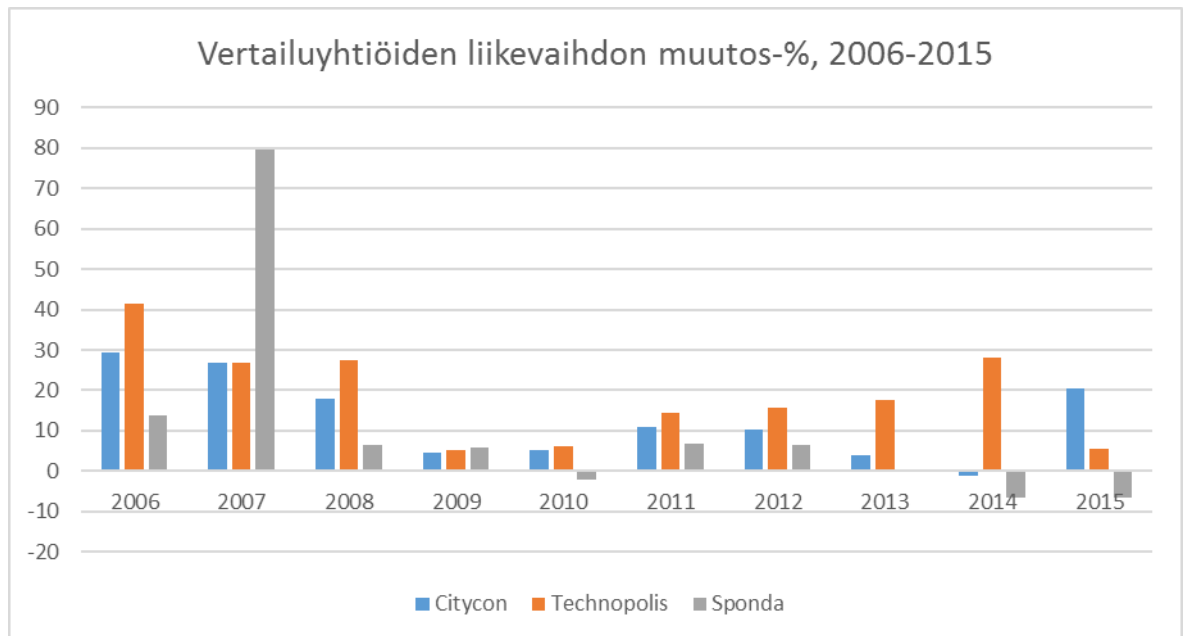
Kuten kuviosta voidaan havaita, niin Cityconin ja Technopoliksen liikevaihdot ovat olleet kasvu-uralla lähestulkoon koko tarkasteluperiodin. Suurin selittävä tekijä tälle on onnistuneet investoinnit laajennushankkeisiin ja aktiivinen toiminta yrityskauppariikalla. Citycon otti merkittävän kasvuloikkauksen vuonna 2015 ostamalla Norjan toiseksi suurimman kauppakeskusyhtiön Sektor Gruppenin, mikä nosti sen liikevaihdolla mitattuna vertailuyhtiöistä suurimmaksi. (Citycon 2016, 11.)

Technopolis puolestaan onnistui vuonna 2015 kasvattamaan liikevaihtoaan orgaanisesti 5,5 % ja palvelutuotot kasvoivat 20 % verrattuna edelliseen vuoteen. (Technopolis 2016, 3.)

Spondan liikevaihdon kehitys ei ole ollut niin yhtenäistä, kuin muiden yhtiöiden. Viimeisen kahden kokonaisen tilikauden aikana liikevaihto on ollut laskusuunnassa johtuen epävarmasta taloustilanteesta, mikä on heijastunut toimitilamarkkinoille ja vaikuttanut etenkin vuokrausasteisiin. Lisäksi Venäjän heikko taloustilanne ja ruplan romahtaminen vaikuttivat Spondaan negatiivisesti vuosina 2013-2015. Nykyään Spondalla on vähemmän omistuksia Venäjällä, mikä tasoittaa maantieteellistä riskiä.

6.1.2 Liikevaihtojen muutosprosentit

Seuraavaksi tutkitaan vielä tarkemmin liikevaihtoa vuotuisen muutosprosentin muodossa. Luvuista voidaan hahmottaa yhtiöiden ns. kriisikestävyys, eli kuinka liikevaihto on historiallisesti kehittynyt talouden eri suhdannevaiheissa.



Kuvio 3. Vertailuyhtiöiden liikevaihdon muutos-%, 2006-2015. Lähde: Balance Consulting

Kuviossa on havaittavissa merkittäviä muutosprosentteja tarkasteluajanjaksolla. Suurin vuosittainen liikevaihdon muutos on ollut Spondalla vuonna 2007, jolloin se yhdistyi Suomen valtion kokonaan omistaman kiinteistösijoitusyhtiö Kapiteelin kanssa. Liikevaihtoon kirjattiin kasvua 79,6 %.

Kokonaiskuvaa tarkastellessa voidaan todeta, että kaikki yhtiöt ovat kasvattaneet liikevaihtoa kiitettävästi yli 10 % vuosina 2006-2007 nousukauden huipentuessa. Vielä vuonna 2008 Citycon ja Technopolis ovat yltäneet yli 15 % liikevaihdon kasvuun. Finanssikriisin rantautuessa kunnolla Suomeen 2009-2010 kaikki yhtiöt ovat jääneet melko vaatimattomiin liikevaihdon kasvuprosentteihin. Spondalla liikevaihto kääntyi laskuun.

Vuodet 2011-2012 ovat olleet markkinatilanteeseen nähden varsin hyviä. Kasvuprosentteja on kirjattu 6,6 – 15,6 % väliltä. Huomioitavaa on se, että tuohon aikaan Euroopassa alkoi herätä huoli PIGS-maiden velanhoitokyvystä ja Euroopan velkakriisi teki tuloaan. Siitä huolimatta liikevaihtojen kasvut ovat olleet melko tasaisia.

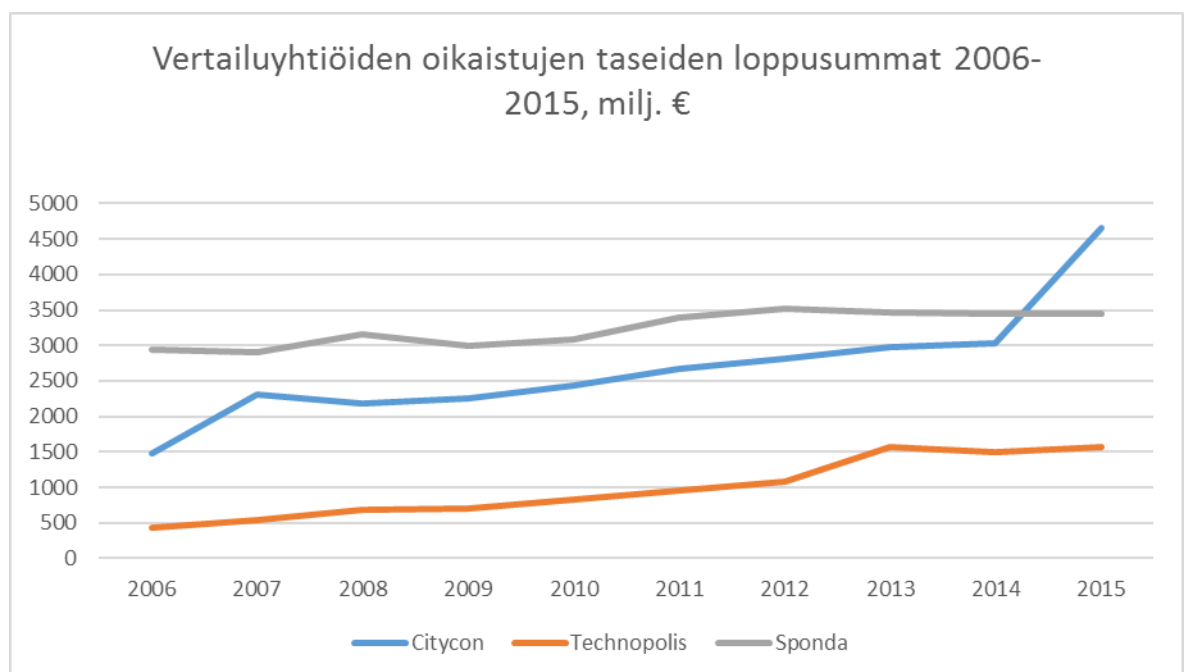
Vuosina 2013-2015 Spondan liikevaihto lähti sukeltamaan epävarmuuden vallitessa markkinoilla, kun taas samaan aikaan varsinkin Technopolis onnistui liikevaihdon kasvattamisessa poikkeuksellisen hyvin markkinatilanne huomioiden. Citycon kirjasi -1,3 % liikevaihdon laskua vuodelle 2014, joka jäi väliaikaiseksi kehitykseksi näin jälkeen päin tarkasteltuna.

Sijoittajan näkökulmasta katsottuna voidaan tiivistää, että Spondan liikevaihdon kehitys on yhtiöistä vaikeimmin ennustettavissa. Lisäksi yhtiö ei ole liikevaihdolla mitattuna niin kriisikestävä, kuin toiset yhtiöt vertailuryhmässä.

Technopoliksen ja Cityconin liikevaihtojen kehitys on ollut hyvin samankaltaista, lukuun ottamatta muutamaa viime vuotta, joihin yritysjärjestelyt ovat vaikuttaneet merkittävästi. Kummatkin yhtiöt ovat todistaneet, että matalasuhdanteen aikanakin liikevaihtoa on pystytty kasvattamaan ja varsinkin Technopolis on pystynyt kirjaamaan vakuuttavia liikevaihdon kasvulukuja lähes koko tarkastelujakson ajan.

6.1.3 Taseiden loppusummat

Kiinteistösisjoitusyhtiöillä suurin yksittäinen taseen loppusummaan vaikuttava tekijä on luonnollisesti sijoituskiinteistöt ja niiden käypien arvojen muutokset. Hyvässä kunnossa olevat taseet toimivat omalta osaltaan puskureina seuraavien laskusuhdanteiden aikana.



Kuvio 4. Vertailuyhtiöiden oikaistujen taseiden loppusummat 2006-2015, milj. €. Lähde: Balance Consulting

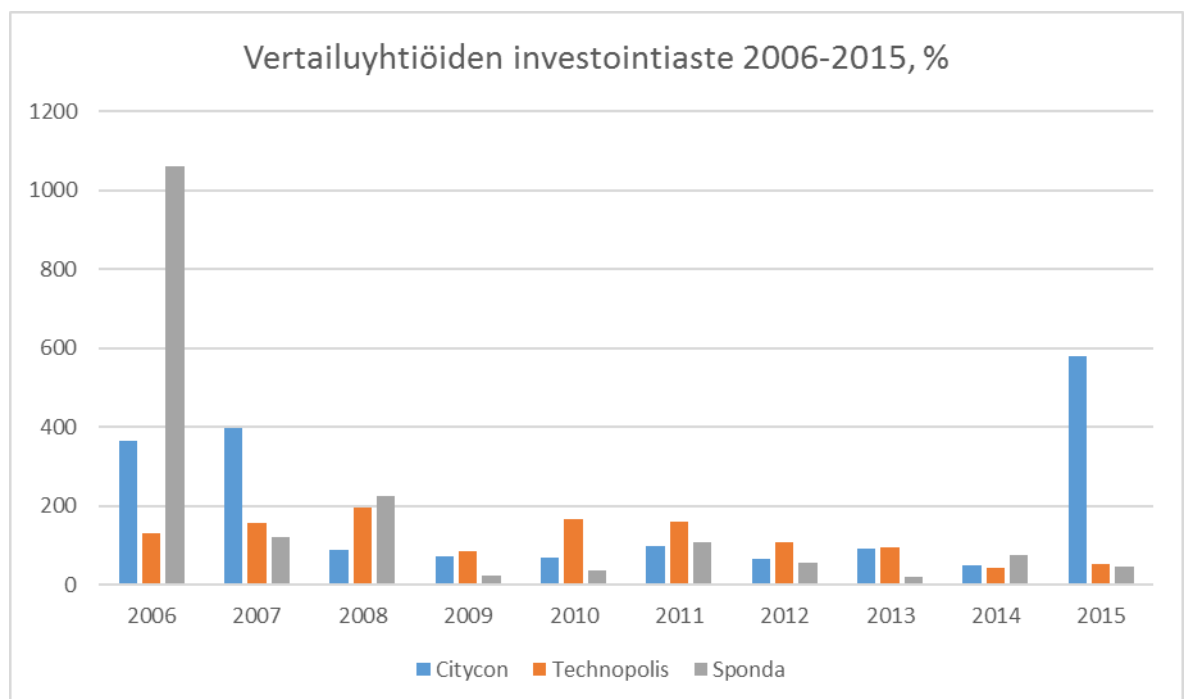
Kuviosta voidaan selkeästi havaita Cityconin kasvuhaluisuus menneen 10 vuoden aikana. Yhtiön oikaistun taseen loppusumma oli pyöristettynä tarkasteluajanjakson alussa 1.486.000.000 euroa ja lopussa 4.665.000.000 euroa. Tase on siis yli kolminkertaistunut 10 vuodessa.

Technopolis on kasvattanut tasettaan myös hyvää tahtia. Pitää kuitenkin huomioida, että yrityskauppojen mukanaan tuomat liikearvot saattavat aiheuttaa tulevaisuudessa alaskirjauksia, jos ne eivät ole olleet realistisia kirjaushetkellä.

Spondan oikaistu tase on vuosittain pysynyt melko tasaisena ja pitkässä juoksussa hiukan nousujohteisena. Liikevaihdoista poiketen Spondan oikaistun taseen kehityksen ennustettavuus on melko hyvä.

6.1.4 Investointiasteet

Investointiasteet saadaan, kun suhteutetaan yritysten vuosittaiset investoinnit liikevaihtoihin. Investointiaste kertoo yrityksen luottamuksesta tulevaisuuteen sekä kasvuhalusta ja -kyvystä. Investointiasteet saattavat vaihdella vuosittain merkittävästi, johtuen monesta eri asiasta. Kiinteistösijoitusyhtiöillä investointiasteeseen vaikuttaa mm. makrotaloudellinen tilanne, tietyn markkina-alueen vetovoimaisuus, meneillään olevat kehityshankkeet ja rahoituksen hinta. Täten investointiasteista vertaillen tulee kiinnittää huomiota pitkän aikavälin kehitykseen, sen sijaan, että tarkasteltaisiin vain viimeisimpiä tilikausia. (Balance Consulting 2016.)



Kuvio 5. Vertailuyhtiöiden investointiaste 2006-2015, %. Lähde: Balance Consulting

Kuviosta voi havaita, että suurimmat investointipanostukset suhteessa liikevaihtoon on tehty 2006-2008 ja näiden investointien hedelmiä on poimittu finanssikriisin jälkeen.

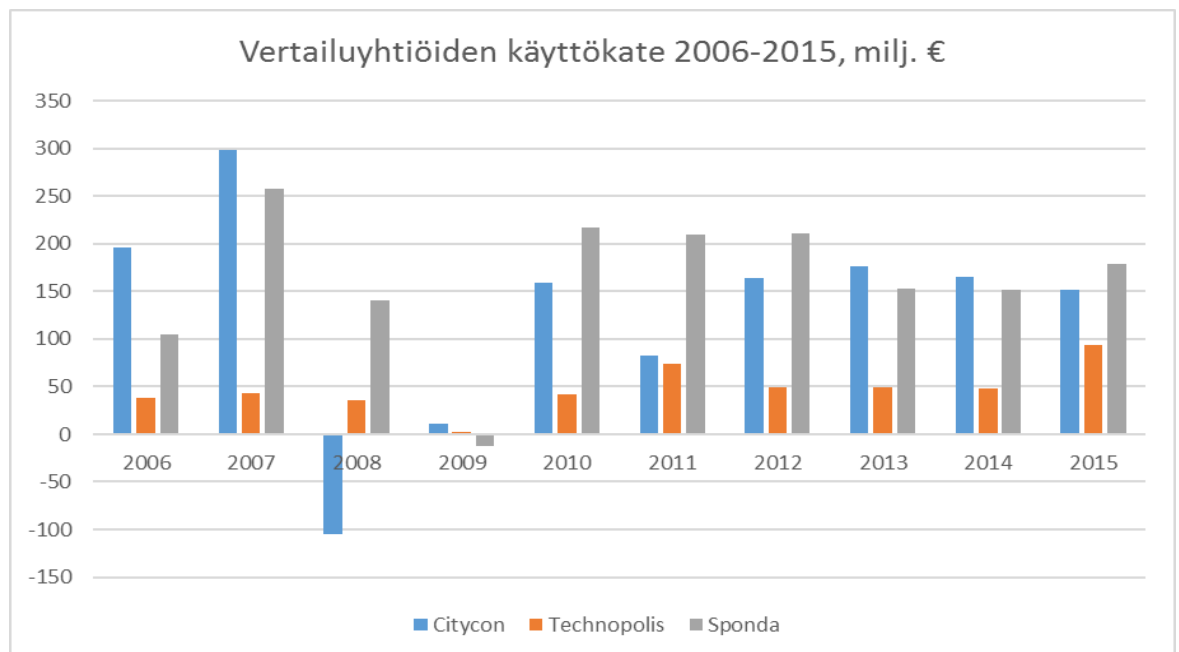
Investointiasteiden 10 vuoden keskiarvot jakautuvat yhtiöillä seuraavasti: Citycon 188 %, Sponda 177 % ja Technopolis 120 %. Luvuista voi päätellä, että Citycon on ollut melko rohkea investoinneissaan ja investointivetoinen strategia on liikevaihdon kehityksellä mitattuna ollut varsin onnistunut. Sponda on myös ollut aktiivinen investoija, mutta viime vuosien liikevaihdon kehitys kertoo siitä, että investoinnit eivät ole olleet kaikkein kannattavimpia. Technopolis puolestaan on ollut investoinneissaan konservatiivisempi, kuin vertailuyhtiöt, investointiasteen sijoituksessa vuosittain 43-197 % välille. Voidaan päätellä, että Technopoliksen liikevaihdon kasvu on nojannut suhteellisen paljon orgaaniseen kasvuun.

6.2 Kiinteistösijoitusyhtiöiden kannattavuudet

Edellä kuvattiin kuinka yhtiöiden liikevaihdot ovat kehittyneet melko suotuisasti viimeiset 10 vuotta. Sijoittajan kannalta ensisijaisen tärkeää on kuitenkin, että kasvu tapahtuisi myös mahdollisimman kannattavasti. Varsinkin tappiolliset tilikaudet heikentävät sijoittajien luottamusta yhtiötä kohtaan merkittävästi. Seuraavaksi tarkastellaan yhtiöiden kannattavuutta käyttökateen, nettotuloksien ja oman pääoman tuoton kautta.

6.2.1 Käyttökateet

Käyttökate on yleisesti sovellettu tunnusluku kiinteistösijoitusyhtiöillä. Osa yhtiöstä ilmoittaa tulevaisuuden näkymissäänkin ennusteen käyttökateen kehitykselle. Käyttökate kertoo liiketoiminnan tuloksen ennen poistoja, veroa ja rahoituseriä. Eli toisin sanoen käyttökate kertoo kuinka paljon yrityksen liikevaihdosta jää katetta, kun siitä vähennetään toimintakulut. (Balance Consulting 2016.)

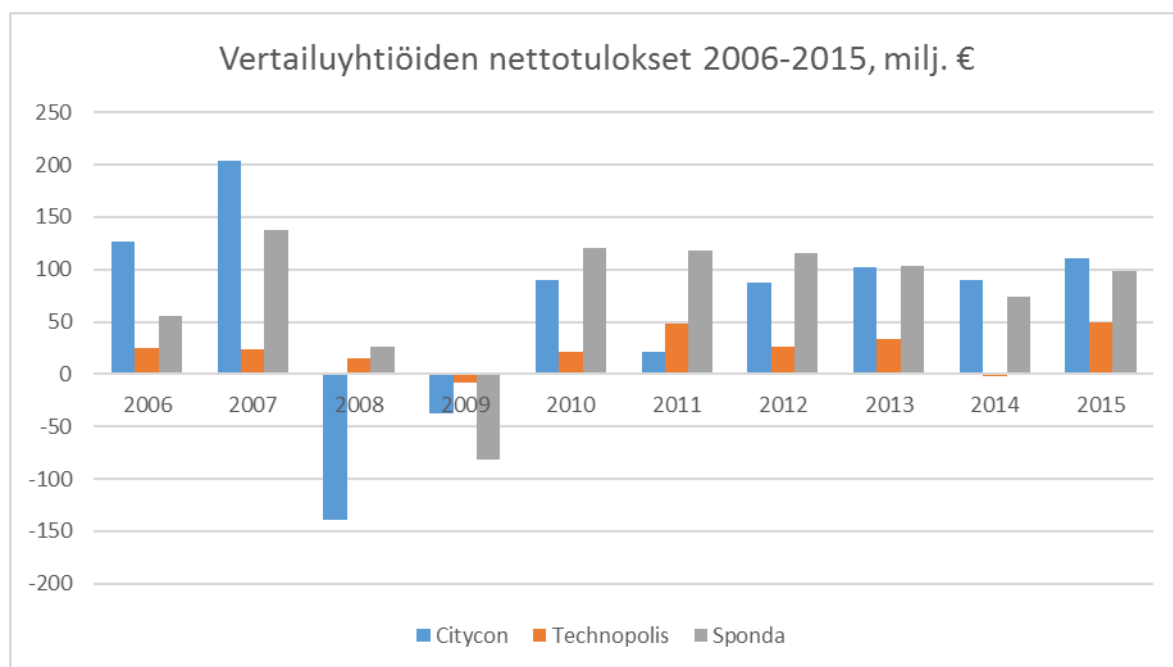


Kuvio 6. Vertailuyhtiöiden käyttökate 2006-2015, milj. €. Lähde: Balance Consulting

Käyttökatteita verrattaessa huomiota herättää, että Sponda on menestynyt todella hyvin. Yritys on kirjannut yhdeksänä vuonna yli 100 miljoonan euron käyttökateen. Vielä viime vuonnakin se teki käyttökateen enemmän, kuin Citycon, joka ajoi tuolloin liikevaihdolla mitattuna Spondan ohi. Käyttökatevertailussa kärkisijan ottaa siis Sponda. Koko aikajaksoa tarkastellessa voidaan havaita, että Technopolis on menestynyt lähes yhtä hyvin. Luonnollisesti luvut ovat sillä pienempiä, kuin verrokeilla, johtuen pienemmästä liikevaihdosta. Technopoliksen finanssikriisin jälkeinen kasvu on kuitenkin ollut hyvin kannattavaa. Varsinkin viime vuoden käyttökateessa näkyy investointien tuottama hyöty. Citycon on puolestaan ollut tasaisen varma suorittaja käyttökateella mitattaessa vuodet 2012-2015. Negatiivisena merkinä voidaan kuitenkin pitää käyttökateen 104,50 miljoonan euron tappiota vuonna 2008.

6.2.2 Nettotulokset

Nettotulos on yrityksen varsinaisen toiminnan tulos. Se on yrityksen omistajille jäävä osuus tilikauden tuloksesta ja sitä käytetään yleensä voitonjakopäätöksen perustana. Nettotulos ei sisällä tuloslaskelman satunnaisia eriä ja tilinpäätössiirtoja. (Balance Consulting 216)



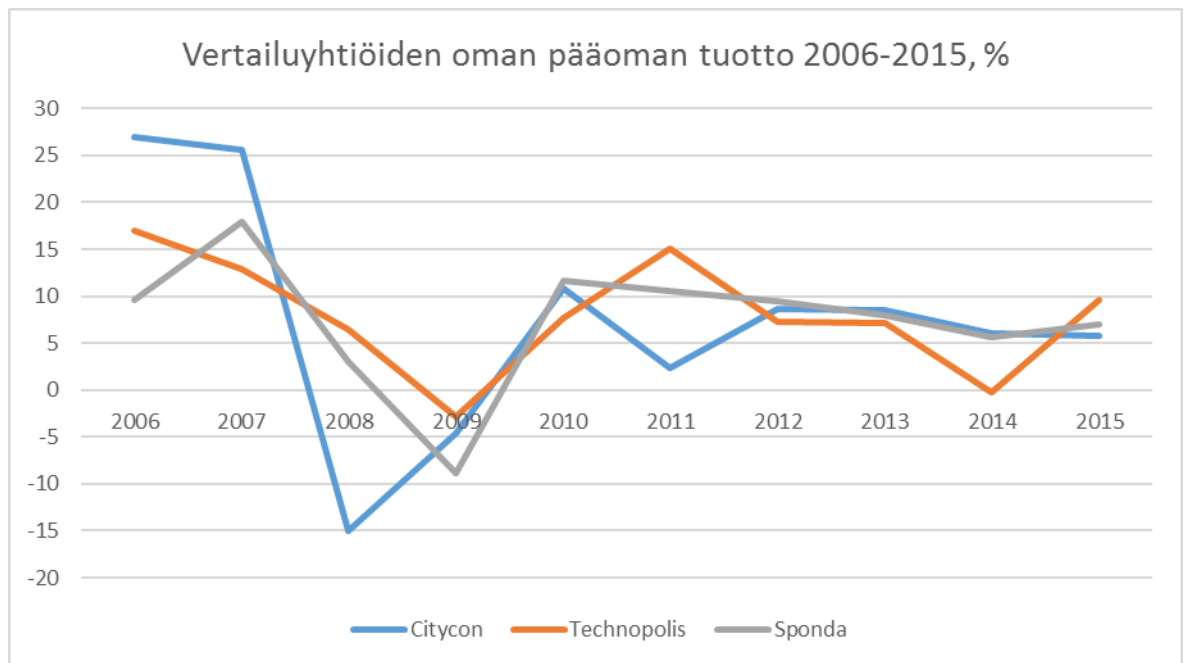
Kuvio 7. Vertailuyhtiöiden nettotulokset 2006-2015, milj. €. Lähde: Balance Consulting

Kuviosta voidaan havaita, että yksikään yhtiö ei ole pystynyt kasvattamaan nettotulostaan useita vuosia putkeen. Vertaillessa vuotta 2014 ja 2015 näyttäisi, että suunta on kaikilla yhtiöillä oikea. Technopoliksella vuoden 2015 nettotulos on koko tarkastelujakson

korkein, kun taas Cityconilla ja Spondalla on vielä reilusti matkaa finanssikriisiä edeltäviin huippuihinsa. Sponda on kuitenkin vuonna 2015 liikevaihdon laskusta huolimatta pystynyt kasvattamaan nettotulostaan.

6.2.3 Oman pääoman tuotot

Oman pääoman tuottoprosentti (ROE) on sijoittajalle hyödyllinen tunnusluku, sillä se kertoo yhtiön kyvystä huolehtia omistajiensa yhtiöön sijoittamista pääomista. Luku kertoo kuinka paljon yhtiö on kyennyt kerryttämään omalle pääomalle tuottoa yhden tilikauden aikana. (Balance Consulting 2016.)



Kuvio 8. Vertailuyhtiöiden oman pääoman tuotto 2006-2015, %. Lähde: Balance Consulting

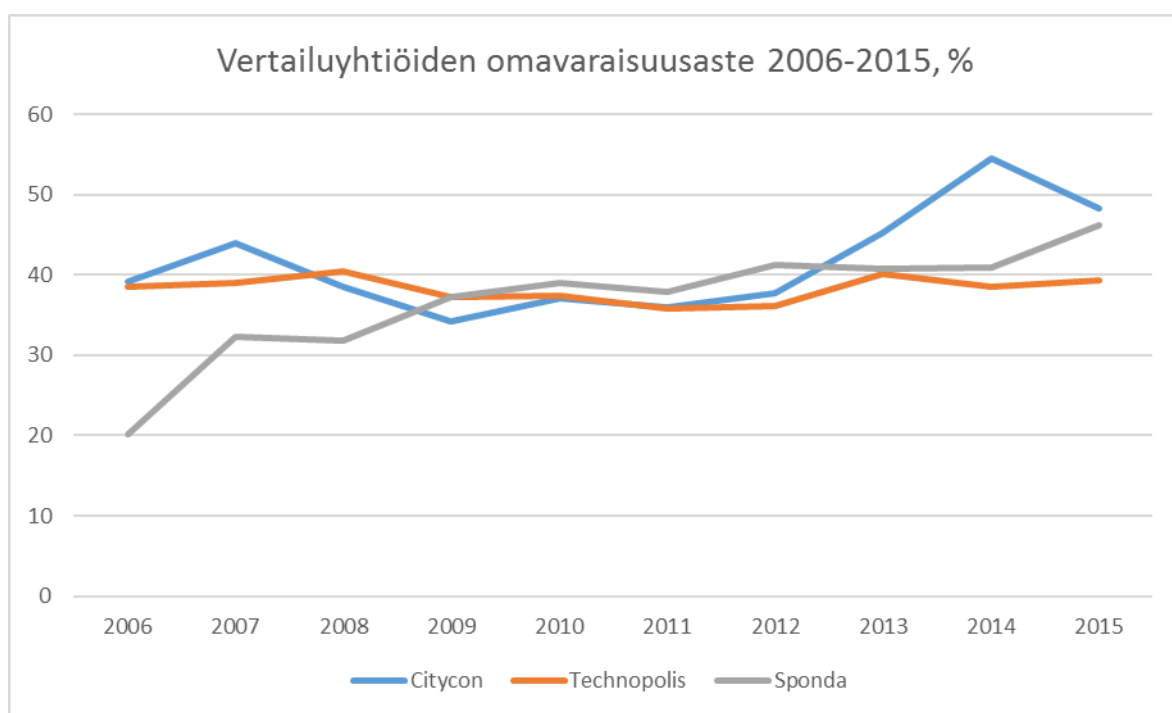
Kuviosta voidaan havaita, että kaikki yhtiöt pääsivät noususuhdanteen aikana vuosina 2006-2007 hyvään (yli 15 %) tai erinomaiseen (yli 20 %) oman pääoman tuottoprosenttiin. Kriisikestävimpänä tällä tunnusluvulla mitattuna voidaan pitää Technopolista, joka sekin suoriutui aika heikosti vuosina 2008-2010. Vuonna 2015 kaikilla yhtiöllä oman pääoman tuotto on välttävällä 5-10 % tasolla. Tästä ei kuitenkaan voida vetää liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä, koska raskaat investoinnit vääristävät lukuja, kun niistä ei ole vielä saatu tuottoja. Yleisesti ottaen voidaan todeta, että kiinteistösjoiitusyhtiöt eivät lukeudu pörssin parhaimmiston oman pääoman tuotto prosentilla mitattaessa.

6.3 Kiinteistösijoitusyhtiöiden vakavaraisuus

Kiinteistösijoittaminen on hyvin velkavetoista liiketoimintaa, joten seuraavaksi tarkastelemme yhtiöiden vakavaraisuutta omavaraisuusasteen ja nettovelkaantumistasojen mitta-reilla.

6.3.1 Omavaraisuusasteet

Omavaraisuusasteella mitataan yrityksen tappion sietokykyä sekä kykyä selviytyä si-toumuksistaan pitkällä tähtäimellä. Tunnusluvun arvo kertoo, että kuinka suuri osuus yh-tiön varallisuudesta on rahoitettu omalla pääomalla. Mitä korkeampi omavaraisuusaste yhtiöllä on, sitä vakaammalla pohjalla on myös liiketoiminta. (Balance Consulting 2016.)

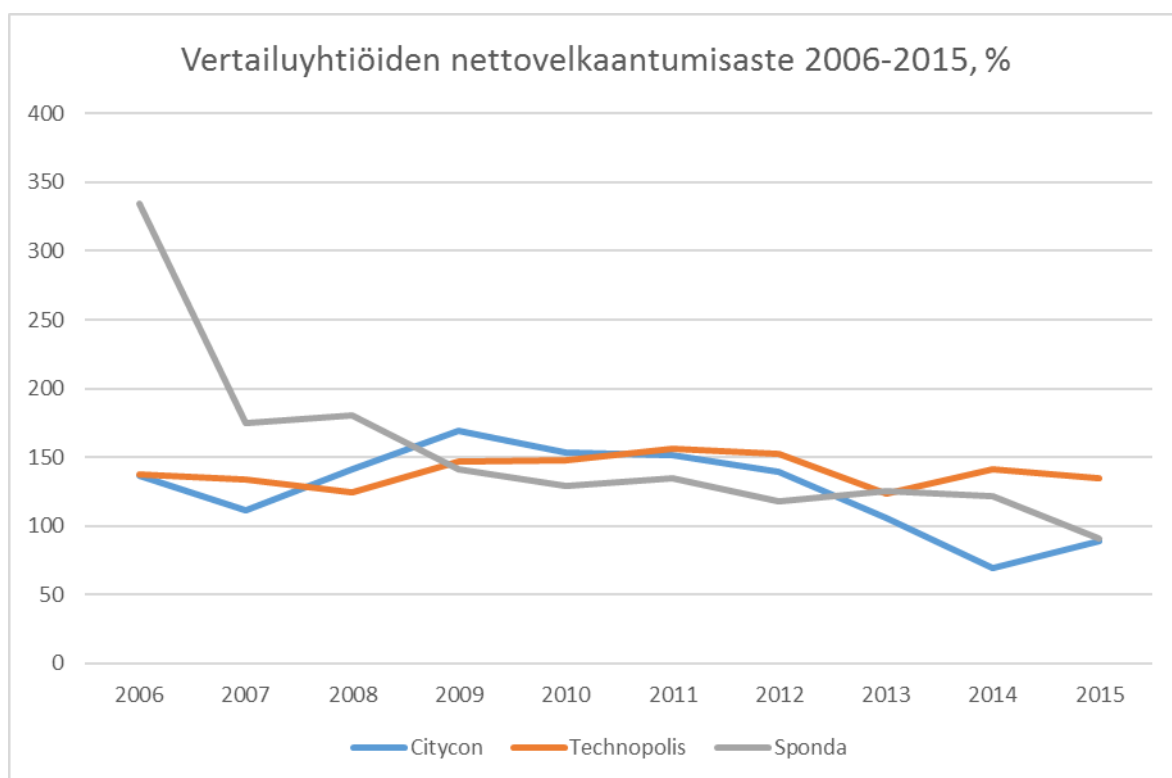


Kuvio 9. Vertailuyhtiöiden omavaraisuusaste 2006-2015, %. Lähde: Balance Consulting

Kuviosta on havaittavissa, että Sponda on kasvattanut omavaraisuusastettaan lähes joka vuosi koko tarkasteluperiodin ajan. Finanssikriisi ei ole vaikuttanut yhtiöiden omavarai-suusasteeseen merkittävästi, vaan se on kaikilla yhtiöillä pysynyt kohtalaisen hyvällä 30-40 % tasolla. Spondan ja Cityconin omavaraisuusaste vuonna 2015 hipoi lähes 50 % erinomaista tasoa, jolloin lähes puolet yhtiöiden varallisuudesta oli rahoitettu omalla pää-omalla ja puolet vieraalla pääomalla. Technopolis puolestaan jäi viime vuonna hyvälle, noin 40 % tasolle. Kaikilla yhtiöillä on siis hyvät puskurit olemassa mahdollisen laskusuh-danteen alkaessa, joka on korostetun tärkeää, kun yhtiöiden kannattavuudet eivät ole pörssi-yhtiöiden kärkipäästä.

6.3.2 Nettovelkaantumisasteet

Nettovelkaantumisaste-% (Net Gearing) kuvaa yrityksen velkaantuneisuutta. Se mittaa yhtiön korollisen nettovelan ja oman pääoman suhdetta. Luku kertoo mikä on omistajien yhtiöön sijoittamien omien pääomien ja rahoittajilta lainattujen korollisten velkojen suhde. Luku ei huomioi yhtiöiden likvidejä varoja. (Balance Consulting 2016.)



Kuvio 10. Vertailuyhtiöiden nettovelkaantumisaste 2006-2015, %. Lähde: Balance Consulting

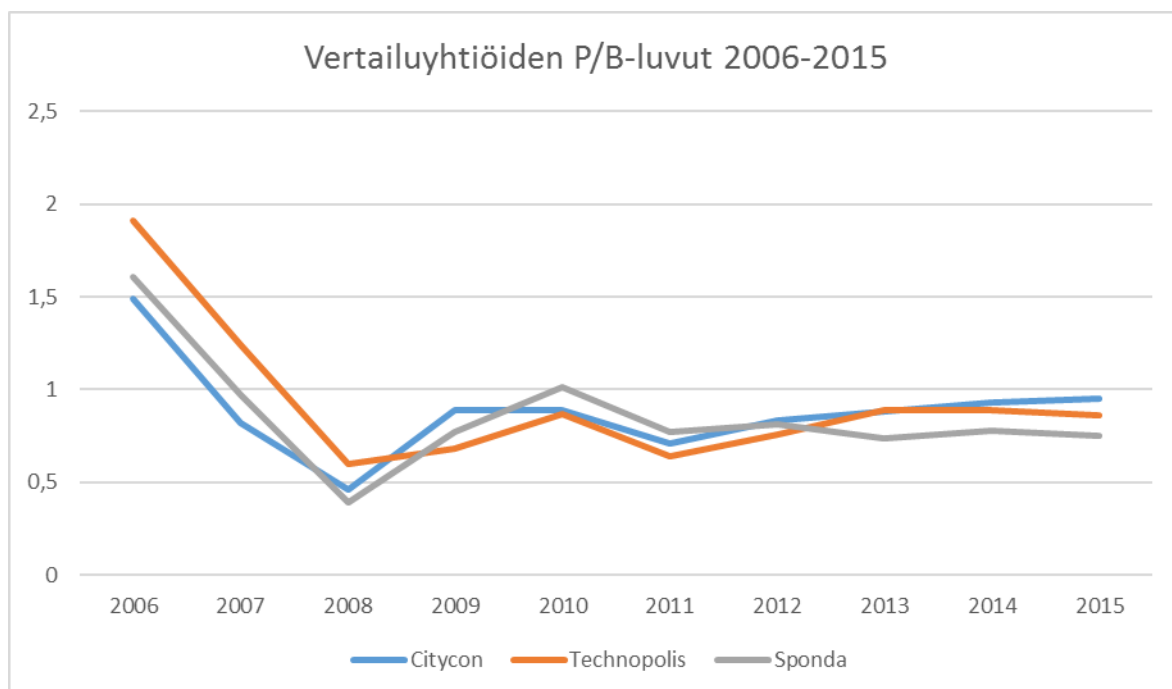
Suurimman osan tarkasteluajanjaksosta yhtiöiden nettovelkaantumisaste on 100-150 % välillä, jota voidaan pitää välttävänä/tyydyttävänä. Yleisesti ottaen negatiivinen lukema kertoo, että yhtiö on nettovelaton ja lukema 100 kertoo, että omistajien ja rahoittajien pääomapanokset ovat yhtä suuret, jota voidaan pitää tasapainoisena tilanteena. Citycon ja Sponda ovat päässeet hiukan sen alle viime vuonna, mikä on hyvä suoritus kiinteistösijoitusyhtiöltä. Technopolis on yhtiöistä suhteellisesti velkaisin. (Balance Consulting 2016.)

6.4 Kiinteistösijoitusyhtiöiden markkinaperusteiset tunnusluvut

Seuraavaksi tarkastellaan vertailuyhtiöitä ns. sijoittajan tunnusluvuilla. Olen valinnut sellaiset tunnusluvut, jotka ovat käyttökelpoisia sekä relevantteja vertailun kannalta. Näitä ovat P/B-luku, P/E-luku, EPS ja CPS. Lopuksi verrataan vielä osinkojen ja pääoman palautusten historiaa.

6.4.1 P/B-luvut

P/B-luku (Price/Book value) kuvaa osakekohtaisella tasolla osakkeen hinnan ja osakekohtaisen oman pääoman suhdetta. Yritystasolla se kuvaa yhtiön markkina-arvon suhdetta omaan pääomaan. Lähtökohtaisesti luku on kummassakin sama. Luku kertoo, että kuinka moninkertainen yhtiön markkina-arvo on suhteessa taseen omaan pääomaan. (Balance Consulting 2016.)

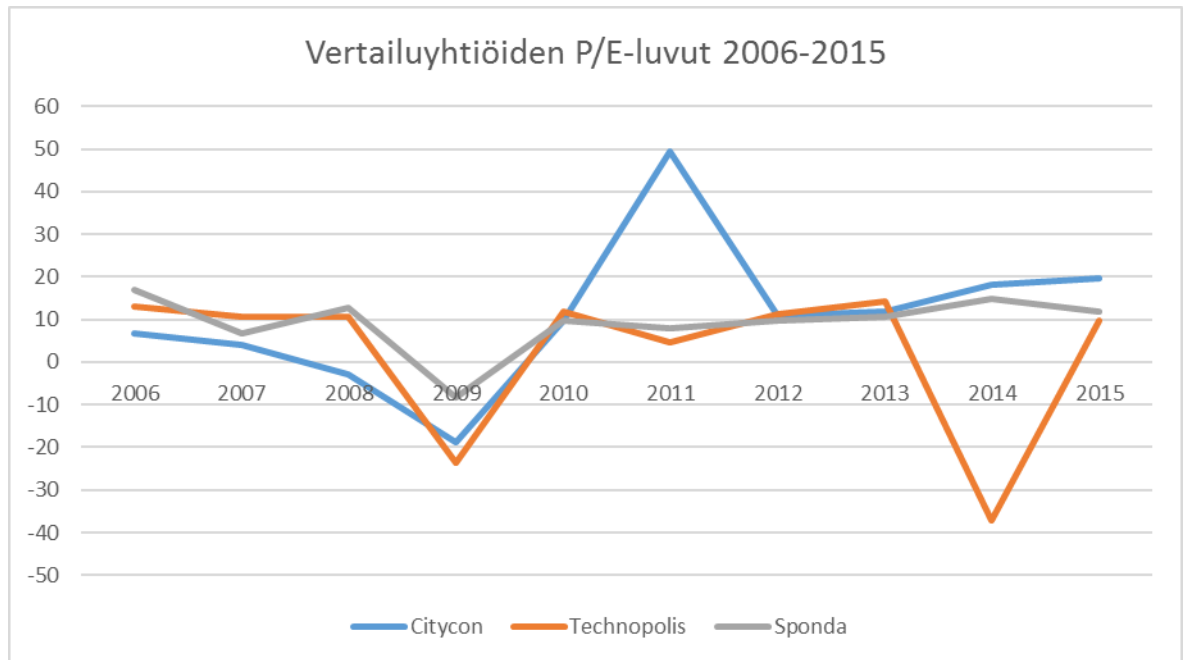


Kuvio 11. Vertailuyhtiöiden P/B-luvut 2006-2015. Lähde: Balance Consulting

Kuviosta näkee, että oman pääoman tuotto on yhtiöillä matala sekä, että ne toimivat pääomavaltaisella alalla. Helsingin pörssin keskimääräisen P/B-luvun pyöriessä normaalisti noin 1,5 molemmin puolin, voidaan alle 1,0 lukuja pitää hyvin matalina. Sijoittajien keskuudessa P/B-lukua käytetään myös ennustettaessa markkinoiden ylikuumentumista. Kuten kuviosta voi huomata, niin P/B lukujen valossa markkinat ovat olleet ylikuumentuneet jo vuonna 2006. Tällä hetkellä vertailuyhtiöiden P/B-luvut eivät viittaa pörssikuplaan.

6.4.2 P/E-luvut

P/E-luku (Price/Earnings) kuvaa osakkeen hinnan ja osakekohtaisen tuloksen suhdetta. Myös P/E-luvun voi laskea yhtiökohtaisella tasolla, eli markkina-arvo/nettotulos. Kummatkin antavat saman tuloksen. P/E-luku kertoo, että mikäli tulos pysyisi ennallaan, niin kuinka monessa vuodessa yhtiö tekisi markkina-arvonsa verran tulosta. (Balance Consulting 2016)



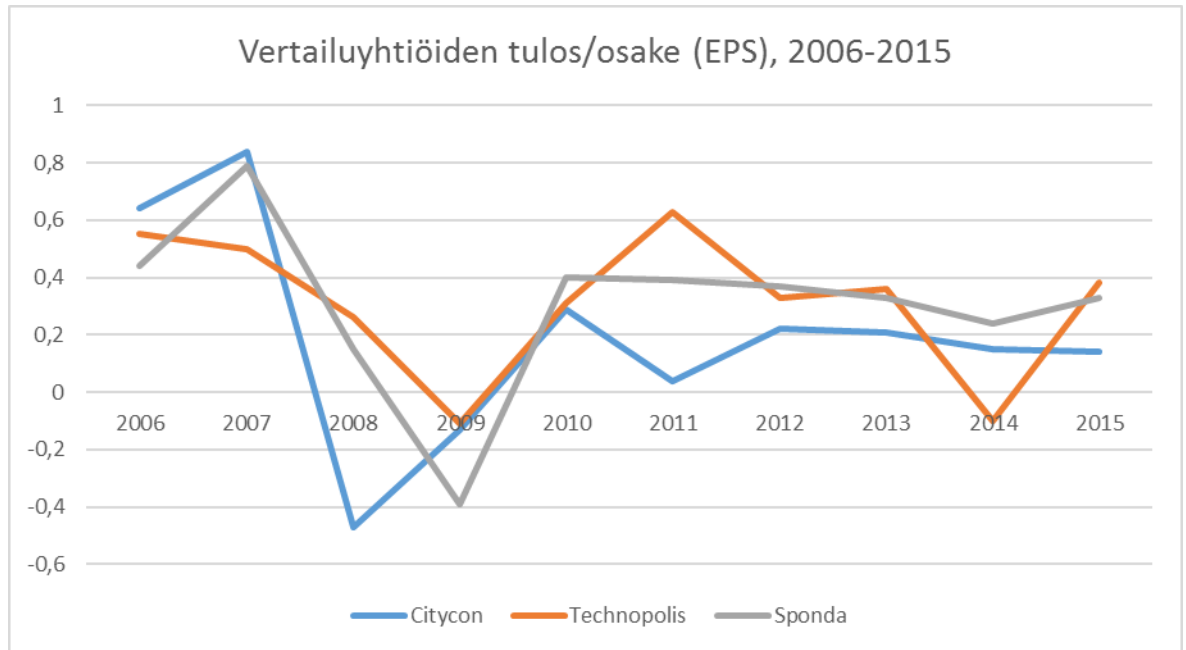
Kuvio 12. Vertailuyhtiöiden P/E-luvut 2006-2015. Lähde: Balance Consulting

Yhtiöiden P/E-luvut ovat kehittyneet melko saman suuntasesti, lukuunottamatta Cityconin vuoden 2011 lopun korkeaa arvostusta ja Technopoliksen vuoden 2014 matalaa arvostusta. P/E-luvussa sijoittajat määrittelevät kysynnän ja tarjonnan mukaisesti osakkeen hinnan (P) ja yhtiö pääsee itsenäisesti vaikuttamaan vain tulokseen (E). Täten historiallisia P/E-lukuja tarkasteltaessa, pääimmäiseksi tarkastelun kohteeksi muodostuu se, että onko jokin osakkeista ollut ajan saatossa kroonisesti aliarvostettu tai yliarvostettu.

10 vuoden ajanjaksolta lasketut mediaanit P/E-luvuista ovat yhtiöillä todella lähekkäin. Cityconin mediaani P/E-luku on 10,25, Technopoliksen on 10,65 ja Spondan puolestaan 10,09. Kun kyseessä ei ole voimakkaasti kasvava ala, niin P/E-lukua 10 voidaan pitää yhtiöille normaalina. Cityconin vuoden 2015 P/E-luku 19,64 on varsin korkea kiinteistöalan yhtiölle.

6.4.3 Osakekohtaiset tulokset

Osakekohtainen tulos (earnings per share) osoittaa yhtiön tuloksen yhtä osaketta kohden. Tunnusluku on vuotuisia nettotuloksia hiukan tarkempi, koska se ottaa huomioon myös osakkeiden määrän tilikauden aikana. Muutokset voivat olla merkittäviä, jos tilikudella on ollut isoja osakeanteja. (Balance Consulting 2016.)

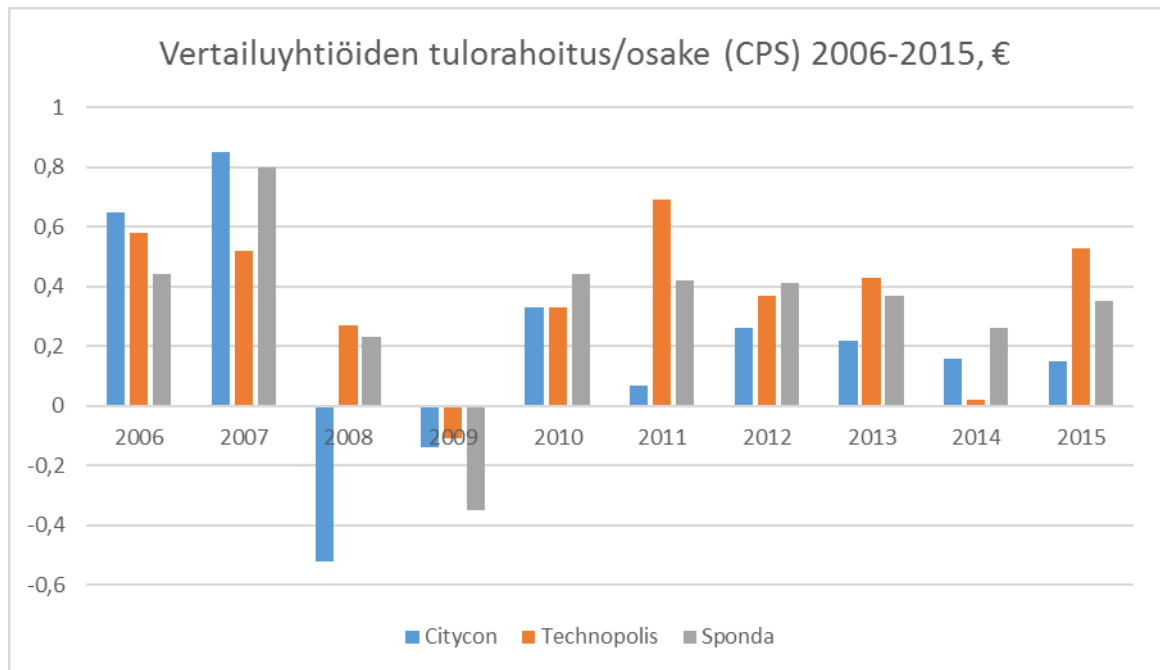


Kuvio 13. Vertailuyhtiöiden tulos/osake (EPS), 2006-2015. Lähde: Balance Consulting

Kuviosta huomaa, että jokaisen yhtiön osakekohtainen tulos laski reilusti finanssikriisin aikana. Sittemmin Sponda on ollut joka vuosi osakekohtaisella tuloksella mitattuna Cityconia edellä. Myös Technopolis on kirjannut kohtalaisen hyviä osakekohtaisia tuloksia, lukuun ottamatta vuotta 2014. Technopolis teki vuonna 2015 yhtiöistä parhaan osakekohtaisen tuloksen.

6.4.4 Osakekohtainen tulorahoitus

Seuraavaksi tarkastelen kiinteistösijoitusyhtiöiden kassavirtaa. Tulorahoitus/osake-tunnusluku (CPS) kertoo osakekohtaisen rahoitustuloksen. Tunnusluku on kiinteistösijoitusyhtiötä tarkastellessa yksi tärkeimmistä, koska se kertoo yhtiön kyvystä tuottaa kassavirtaa laskusuhdanteenkin aikana. Matalasuhdanteissa kiinteistöjen arvot saattavat heilahdella voimakkaasti ja aiheuttaa taseeseen alakirjauriskejä. Täten kiinteistösijoitusyhtiö, joka kykenee vuosittain tuottamaan vahvaa kassavirtaa, erottuu edukseen.



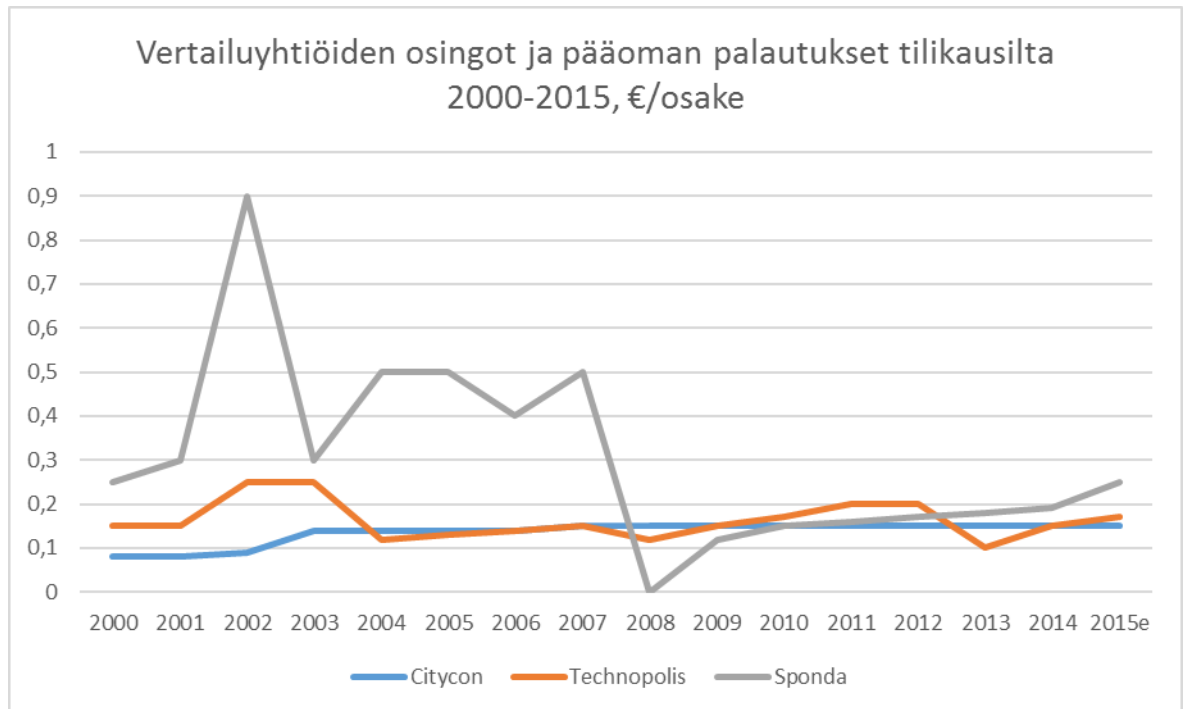
Kuvio 14. Vertailuyhtiöiden tulorahoitus/osake (CPS) 2006-2015, €. Lähde: Balance Consulting

Vuosina 2006-2015 Citycon on tuottanut osakekohtaista tulorahoitusta keskimäärin 0,20 €/osake. Technopolis on tuottanut keskimäärin 0,36 €/osake ja Sponda 0,34 €/osake. Suurin selittävä tekijä Cityconin reippaasti huonompaan menestykseen on vuoden 2008 tehty -0,52 € / osakekohtainen tulorahoitus. Tämän vuoden jälkeen Citycon ei ole päässyt enää vuoden 2006 ja 2007 huippulukemiin. Tästä voidaan päätellä, että Citycon on vertailuyhtiöistä vähiten kriisikestävä osakekohtaisella tulorahoituksella mitattuna. Technopoliksen ja Spondan CPS-luvut ovat olleet suhteellisen hyvällä tasolla koko katsauskauden, lukuun ottamatta finanssikriisin syvintä vuotta 2009.

6.4.5 Osingot ja pääoman palautukset

Osingot ja pääomanpalautukset ovat kiinteistösijoittajalle erittäin tärkeitä. Vertailuyhtiöt ovat ns. arvo-osakkeita, eli niillä on yleensä matalat P/E-luvut ja korkeat efektiiviset osinkotuotto prosentit. Osingot ja pääoman palautukset ovat sijoittajan näkökulmasta osittain verrannollisia asuntosijoituksesta saataviin vuokratuottoihin. Eli pitkäjänteiselle osakesijoittajalle ne muodostavat ainoan tulonlähteen omistusaikana, ennen mahdollista myyntivoittoa. Perinteisesti osinkoa jaetaan kerran vuodessa, jos siihen on edellytys. Vertailuyhtiöistä Citycon on kuitenkin nykyään poikkeus, kun se jakaa osinkoa 4 kertaa vuodessa. Täten se on sijoittajalle osinkojen puolesta houkuttelevin vaihtoehto. Nimittäin, jos sijoitusstrategiana on sijoittaa osingot uudelleen takaisin samaan yhtiöön, niin 4 kertaa vuodessa sijoittavalle henkilölle ajallinen hajautus sekä korkoa korolle-tekijä on suotuisampi.

Seuraavassa kuviossa ulotin tarkasteluperiodin 15 vuoteen. Tilikaudelta 2015 saattaa tulla vielä ylimääräistä osinkoa vuonna 2016, joten kuviossa viimeisen vuoden osinko on tällä hetkellä ennuste.



Kuvio 15. Vertailuyhtiöiden osingot ja pääoman palautukset tilikausilta 2000-2015, €/osake. Lähde: Citycon & Technopolis & Sponda 2016

Sponda on ollut selkeästi paras osingon maksaja vuosina 2000-2007 suhteutettuna osakemääräänsä, jonka jälkeen yhtiön osingon maksulle on muodostunut selkeämmin havaittavissa oleva osinkopolitiikka. Sponda on yrityksistä ainoa, joka on jättänyt osingon maksamatta vuonna 2008.

Citycon on jo vuodesta 2003 alkaen maksanut osakkeelle tasaisesti 0,14 ja 0,15 euron osinkoa/pääomanpalutusta. Tämän kaltainen ennustettavuus on suuressa arvossa sijoittajien keskuudessa.

Technopolis on Spondan tavoin maksanut osinkoa hiukan ailahtelevasti. Vuodesta 2013 alkaen suunta on ollut kuitenkin nouseva.

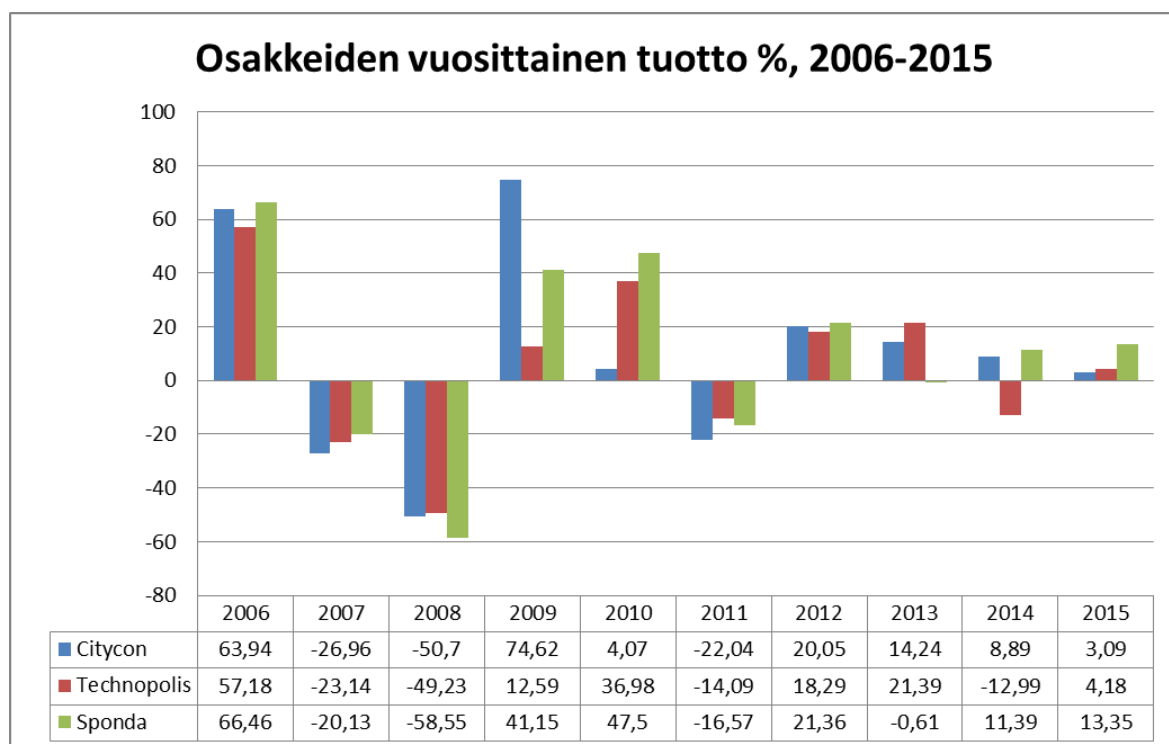
Kun otetaan laskuihin mukaan osinkojen irtoamispäivien mukaiset kurssitasot koko tarkasteluajanjaksolla, niin efektiiviset osinkotuotto prosentit ovat olleet Cityconilla keskimäärin 5,63 %. Technopoliksella keskimäärin 4,61 % ja Spondalla keskimäärin 4,96 %. Historiallisten osinkojen valossa Citycon vaikuttaa houkuttelevimmalta sijoituskohteelta.

7 Kiinteistösijoitusyhtiöiden ja rahastojen vertailu

Seuraavaksi aloitetaan vertailemaan valittuja yhtiöitä ja rahastoja keskenään. Tämän luvun yhteydessä pohditaan lukuihin vaikuttavia tekijöitä ja myöhemmin luvussa 8 (tulosten vertailu) tulokset pisteytetään jokaisen osa-alueen osalta vielä erikseen.

7.1 Osakkeiden vuosittainen tuotto

Tarkastellaan ensin osakkeiden vuosittaista kokonaistuottoa. Kokonaistuottoon on laskettu kurssinousu tai kurssilasku, lisättyinä sen vuoden osingolla ja/tai pääomanpalautuksella.



Kuvio 16. Osakkeiden vuosittainen tuotto %, 2006-2015. Lähde: Citycon & Technopolis & Sponda 2016

Kuten kaaviosta voi havaita, niin vuonna 2006 kiinteistösijoitusyhtiöiden tuotto prosentit ovat olleet todella hyviä. Vuonna 2008 finanssikriisin rantautuessa Suomeen, kaikki kolme yritystä menettivät arvostaan noin puolet kyseisen vuoden aikana. Tämän jälkeen kaksi seuraavaa vuotta olivatkin plusmerkkisiä. Vuonna 2011 Euroopan velkakriisi jätti jälkensä yrityksiin ja tuotto prosentit valuivat jälleen miinukselle. Tämän jälkeisinä vuosina ainoastaan Technopolis on tehnyt tuotto prosentilla mitattaessa yhden miinusmerkkisen vuoden. Muutoin kaikki yritykset ovat vuosittain päässeet kiitettäviin tuotto prosentteihin.

Vertailukelpoisuuden vuoksi osakkeiden arvot tulee laskea osingot ja pääomanpalautukset uudelleen sijoitettuina, koska vertailtavat rahastot ovat sellaisia, että ne sijoittavat

saamansa osingot takaisin rahastoon. Seuraavassa taulukossa olen laskenut havainnollistavasti miten 1000 euron sijoitus kuhunkin yhtiöön olisi tuottanut tarkasteltavalla 10 vuoden jaksolla.

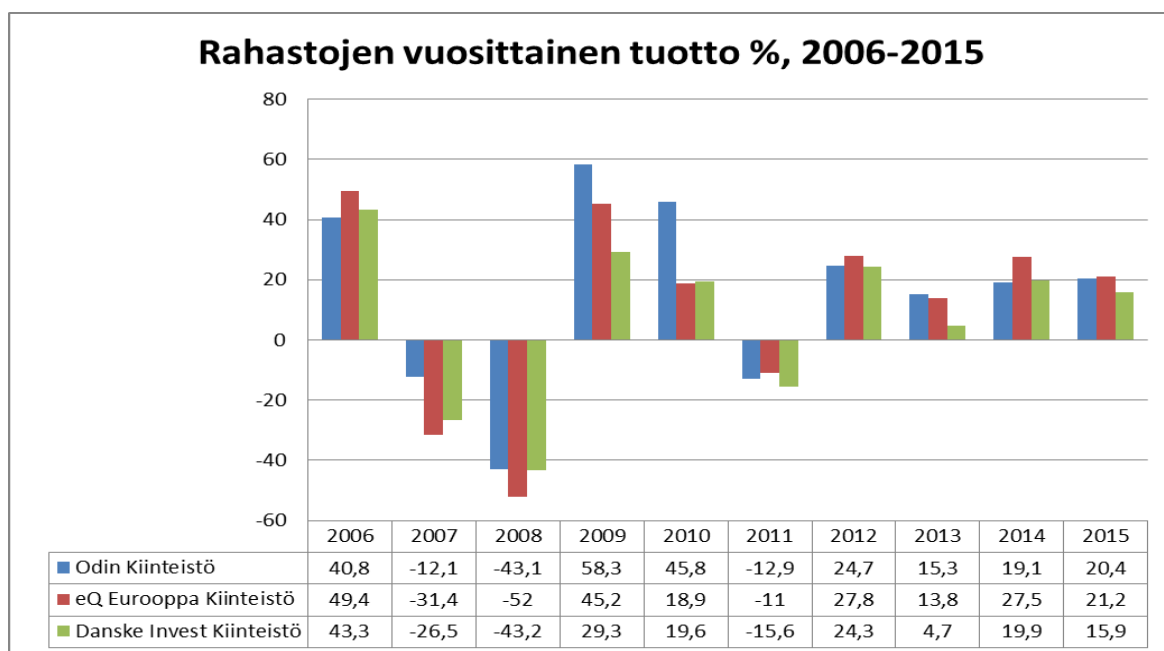
Taulukko 1. 1000 euron sijoituksen tuotto 10 vuodessa

1.1.2006 sijoitus: 1000 €	Citycon	Technopolis	Sponda
Osakekurssin muutos 2006-2015	-9,47 %	-25,40 %	-11,51 %
Sijoituksen arvo 31.12.2015	905 €	746 €	885 €
Tuotto osingot uudelleen sijoitettuna	66,04 %	5,78 %	45,80 %
Osingot uudelleen sijoitettuna, arvo 31.12.2015	1 660 €	1 058 €	1 458 €

Kiinteistösijoitusyhtiöistä parhaiten kuluneen 10 vuoden jaksolla on menestynyt kauppa-keskuksiin erikoistunut Citycon, toiseksi menestynein on ollut Sponda ja kolmantena Technopolis. Cityconin menestyksen vertailuyhtiöihin nähden selittää lievästi vähäisempi kurssilasku ja osinkojen uudelleen sijoittamisesta muodostunut korkoa korolle-tekijä, joka Cityconilla oli hiukan kilpailijoitaan suurempi.

7.2 Rahastojen vuosittainen tuotto

Seuraavaksi verrataan miten rahastot ovat pärjänneet korkeamman riskin osakkeille samalla ajanjaksolla.



Kuvio 17. Rahastojen vuosittainen tuotto %, 2006-2015. Lähde: Odin & eQ & Danske Bank 2016

Vertailtavista kiinteistöosakerahastoista parhaan tuoton 10 vuoden periodilla on tarjonnut Odin Kiinteistö. Jos siihen olisi sijoittanut 1000 euroa 1.1.2006, niin rahasto-osuuden arvo olisi 31.12.2015 ollut 1156 euroa (+15,6 %). Seuraavaksi parhaiten menestyi eQ Eurooppa Kiinteistö. Tuhannen euron sijoitus siihen olisi samalla ajalla poikunut loppusummaksi 1109 euroa (+10,9 %). Danske Invest Kiinteistö K rahastoon sijoittamalla vastaavaksi summaksi olisi muodostunut 1071 euroa (+7,1 %).

Rahastot ilmoittavat tuotot aina nimellistuottoina, eli jos kuluneiden 10 vuoden tuottoluvuista vähennettäisiin vielä kulloinenkin inflaatio, niin tuotto prosentit olisivat vielä alhaisempia. Vertailukelpoisuuden vuoksi kiinteistösijoitusyhtiöiden tuottolaskelmissa inflaation vaikutus on myös jätetty huomioimatta.

Suuremman hajautuksen johdosta rahastoissa on pienempi riski ja siten niihin on turvallisempaa sijoittaa lyhyellä aikavälillä. Tästä johtuen tuotto-odotusta ei voida rahastoissa nostaa niin korkealle, kuin osakkeissa. Tuotto-odotusta madaltaa omalta osaltaan myös rahastojen perimät kulut, jotka näkyvät myös tässä 10 vuoden tuottovertailussa. Samaa kuluerää ei ole suorassa osakeomistuksessa, joten sijoittajalle käteen jäävä rahamäärä vuosien sijoitusperiodin jälkeen on odotusarvoisesti suurempi osakesijoituksissa.

Merkille pantavaa rahastojen tuottojen vertailussa on se, kuinka paljon paremmin Odinin kiinteistöosakerahasto on menestynyt finanssikriisin jälkimainingeissa vuosina 2009 ja 2010. Tämä johtuu siitä, että eQ:n ja Dansken rahastot ovat koko Euroopan kiinteistösektorille sijoittavia rahastoja, kun Odinin rahasto puolestaan sijoittaa vain Pohjoismaihin. Maantieteellinen hajautus on siten kyseisinä vuosina suosinut Odinin rahastoa enemmän, kuin kilpailijoiden rahastoja. Toiseksi parhaiten on menestynyt eQ:n rahasto.

7.3 Osakkeiden ja rahastojen riskin vertailu

Riskin mittaaminen ei ole aivan yhtä yksiselitteistä, kuin tuottojen laskeminen. Riskin mittaamisen portfolioteoria kehitettiin vasta 1950-luvulla nuoren amerikkalaisen opiskelijan Harry Markowitzin toimesta. Tuohon aikaan kehitetyt mallit olivat kuitenkin liian monimutkaisia arkikäyttöön. Riskienhallinnan työkaluksi portfolioteoria alkoikin kehittyä kunnolla vasta 1960-luvulla, kun amerikkalaiset professorit Sharpe, Lintner ja Moss kehittivät riskimalleja yksinkertaisemmiksi ja samoihin aikoihin tietokoneiden kapasiteetit alkoivat kehittyä suuremmiksi. (Puttonen & Repo 2011, 85.)

Rahoitusmarkkinoilla mielletään, että riski ja tuotto kulkevat käsi kädessä. Suuremmasta riskistä vaaditaan suurempaa tuottoa. Riski on sijoittajalle epävarmuutta ja jos sijoittaja

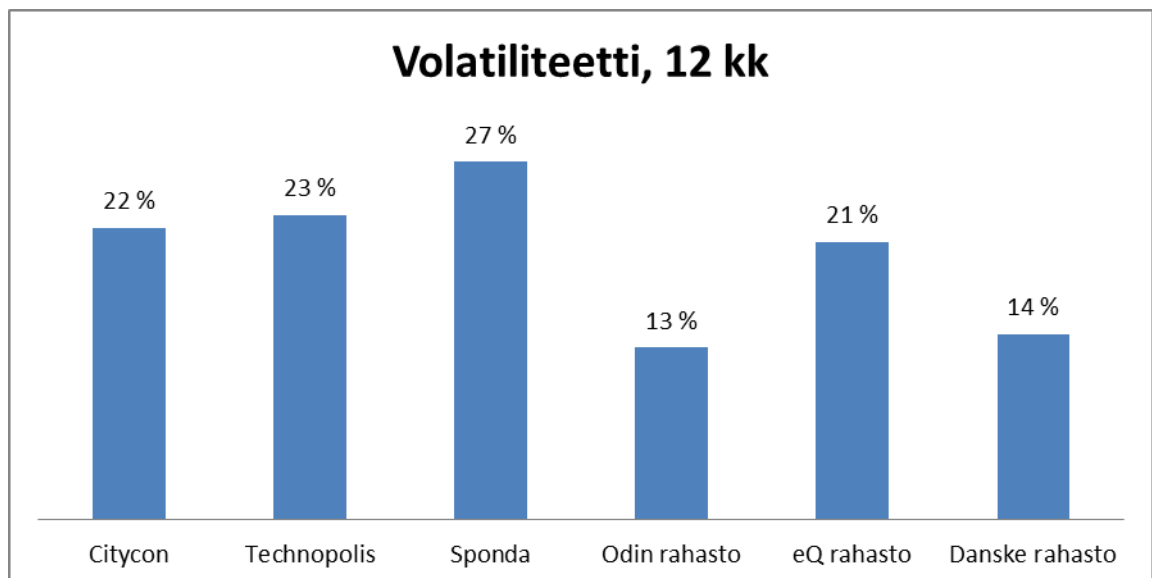
ottaa ”epävarmuutta” kannettavakseen, niin vastapainoksi korvauksen tulisi hyvässä skenaariossa olla sijoittajan kannalta palkitseva.

7.3.1 Sijoitusten volatiliteetti

Yleisin riskiä kuvaava tunnusluku on volatiliteetti, joka kuvaa sijoituksen arvon heilahtelua. Laskennallisesti volatiliteetti on tuottojen keskihajonta, eli varianssin neliöjuuri. Käytännössä mitä suurempi on sijoituskohteen volatiliteetti, sitä suurempi on sen riski. Toisin sanoen sijoituksen arvon voimakas heilahtelu luo epävarmuutta. (Puttonen & Repo 2011, 85.)

Volatiliteettia tulkitaan siten, että mikäli tuottojen hajonta noudattaa normaalijakaumaa, on odotettavissa, että noin 2/3 osaa kaikista havainnoista osuu vakiopoikkeamalla vähenneen ja vakiopoikkeamalla lisätyn keskiarvon väliselle alueelle. Mikäli siis rahaston volatiliteetti on esimerkiksi 20 %, niin tulkinnan mukaan rahaston tuotto pysyy kahtena vuotena kolmesta plus/miinus 20 prosentin välillä rahaston tuotto-odotuksesta. (Puttonen & Repo 2011, 88.)

Seuraavassa kuviossa esitetään koko vertailuryhmän volatiliteetit 12 kuukauden ajanjaksolta 09/2015 – 09/2016:



Kuvio 18. Volatiliteetti, 12 kk. Lähde: Balance Consulting & Odin & eQ & Danske Bank 2016

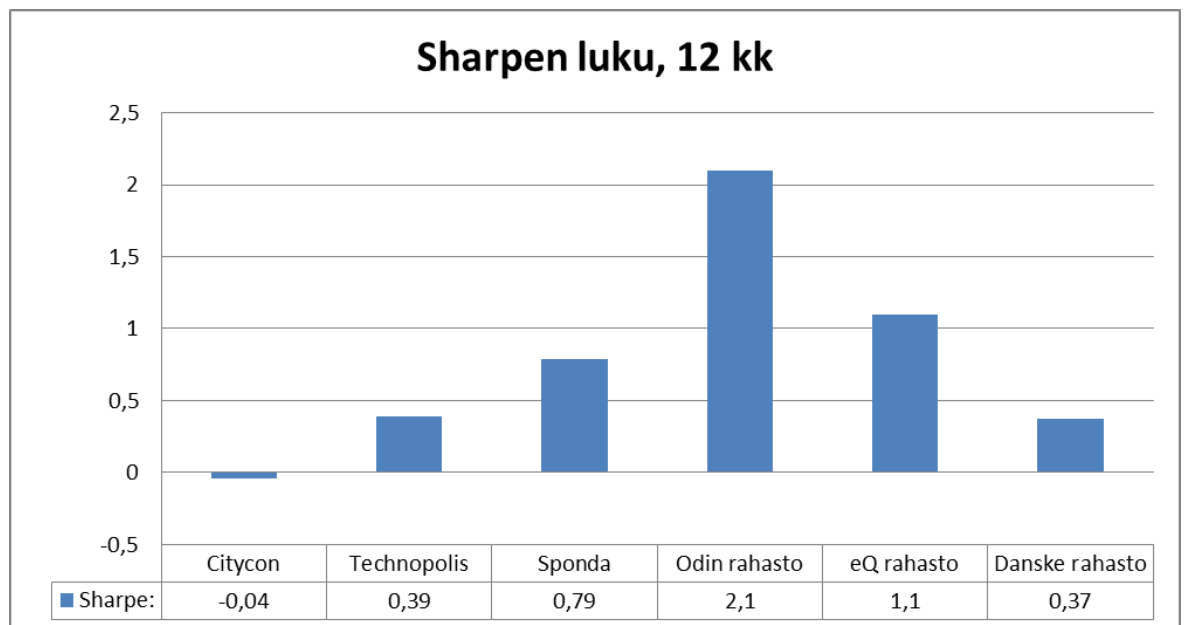
”Mitä suurempia rahaston päivämuutokset ovat suhteessa keskimääräiseen päivämuutokseen, sitä suurempi on rahaston volatiliteetti. Mitä suurempi on rahaston volatiliteetti, sitä suurempi on sijoituksen tulevaan tuottoon liittyvä epävarmuus”. (Danske Bank 2016.)

Kuten taulukosta voi havaita, niin volatiliteetilla mitattuna suurin riski on Spondalla ja pienin riski on Odinin kiinteistörahastolla. Huomiota herättävää taulukossa on eQ Eurooppa Kiinteistö rahaston verrattain korkea 21 prosentin volatiliteetti, joka vastaa jo lähes osakkeiden volatiliteettia. Rahastoilla saa laajemman hajautuksen, kuin yksittäisillä osakkeilla, joten olisi perusteltua, että myös volatiliteetti olisi huomattavasti alhaisempi, kuten Odinin ja Dansken rahastoilla onkin. Rahaston korkeaan volatiliteettiin saattaa vaikuttaa lyhyellä aikavälillä sijoittajien epärationaalinen käyttäytyminen, samoin kuin yksittäisten osakkeiden hintojen heilahteluun.

7.3.2 Sharpen luku

Sharpen riskikorjatussa tuottomittarissa salkun keskimääräistä ylituottoa verrataan salkun kokonaisriskiin, jota mitataan volatiliteetilla. Sharpen mittari kertoo, että kuinka paljon enemmän tuottoa yhtä volatiliteettiprosenttia kohti rahasto on tuottanut, verrattuna riskittömään sijoitukseen. Mitä suurempi Sharpen arvo on, sitä paremmin rahasto on tuottanut suhteessa riskiinsä. (Puttonen & Repo 2011, 105)

Seuraavassa kuviossa on esitetty vertailuryhmän Sharpen luvut 12 kuukauden ajanjaksolta 09/2015 – 09/2016:



Kuvio 19. Sharpen luku, 12 kk. Lähde: Balance Consulting & Odin & eQ & Danske Bank 2016

Kuviosta voidaan havaita, että Odinin kiinteistörahastolla on korkein Sharpen luku ja täten se on tuottanut parhaiten suhteessa riskiinsä. Tällä mittarilla riskinotto tulkitaan silloin kannattavaksi, kun Sharpen luku on positiivinen. Kaikilla muilla vertailuryhmästä riskinotto

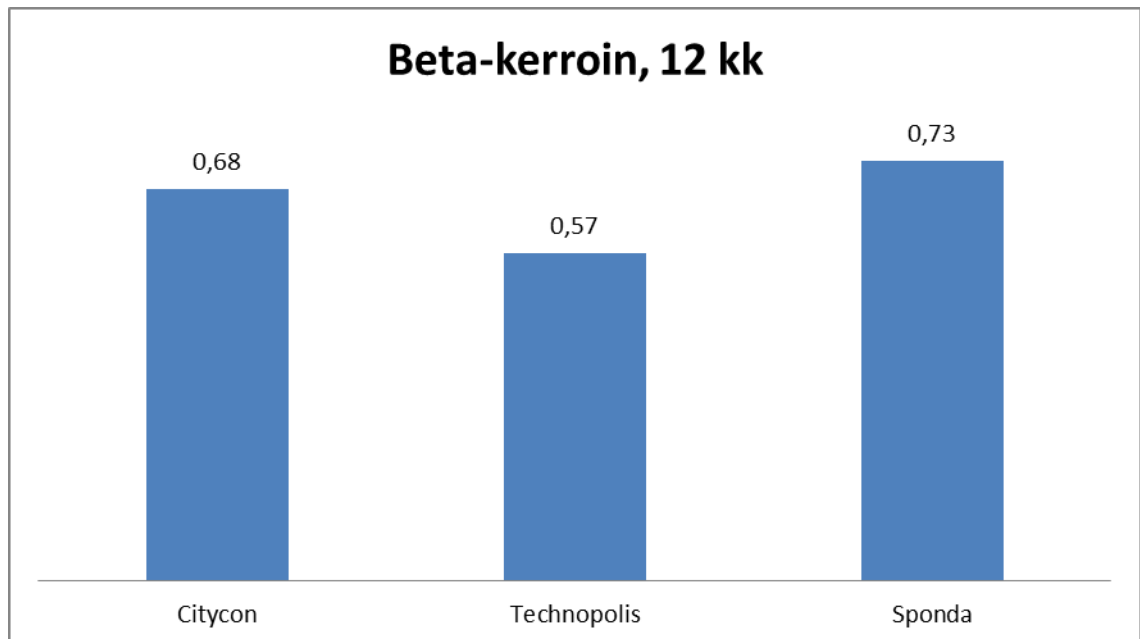
onkin ollut kannattavaa kuluneen 12 kuukauden ajalla, paitsi Cityconilla. Negatiivinen Sharpen luku kertoo riskitöntä korkoa huonommasta tuotosta. (Wikipedia 2015)

7.3.3 Osakkeiden beta-kerroin

Seuraavaksi tutkitaan osakkeiden ja rahastojen markkinariskiä kuvaavia tunnuslukuja. Beta-kerroin on yleinen ja hyödyllinen tunnusluku yksittäisten osakkeiden markkinariskiä mitattaessa. Tracking erroria puolestaan hyödynnetään aktiivisemmin rahastojen markkinariskiä mitattaessa, jota tutkitaan tarkemmin seuraavassa alaluvussa.

Beta-kerroin kertoo osakkeen arvon muutosherkkyydestä verrattuna pörssi-indeksiin. Pörssi-indeksin beta-kerroin on 1. Jos osakkeen beta on korkeampi kuin 1, on sen arvo heilahdellut lähihistoriassa voimakkaammin, kuin indeksiin sisältyvien kurssien arvot keskimäärin. Betalla mitattuna puhutaan siis pörssi-indeksiä riskisemmästä osakkeesta, jos osakkeen beta-kerroin ylittää yhden. Vastaavasti alle yhden beta-kerroin kertoo, että osakkeen arvo on lähihistoriassa heilahdellut sen pörssi-indeksiä vähemmän. (Saario 2014, 92.)

Seuraavassa kuviossa on esitetty vertailuosakkeiden beta-kertoimet 12 kuukauden ajanjaksolta 09/2015 – 09/2016:



Kuvio 20. Beta-kerroin, 12 kk. Lähde: Balance Consulting 2016

Kuviosta voi havaita, että kaikkien kiinteistösijoitusyhtiöiden beta-kertoimet ovat alle yhden ja täten niitä voi pitää vähäisen markkinariskin osakkeina. Etenkin Technopolis 0,57 beta-

kertoimella sijoittuu OMX Helsinki-indeksin osakkeiden häntäpäähän beta-kertoimien valossa. Beta-kerroin 0,57 tarkoittaa käytännössä sitä, että jos pörssi-indeksi nousee 10 %, niin osakkeen odotetaan nousevan samaan aikaan 5,7 %. Vastaavasti pörssi-indeksin laskiessa 10 %, odotetaan osakkeen laskevan vain 5,7 % samalla ajanjaksolla.

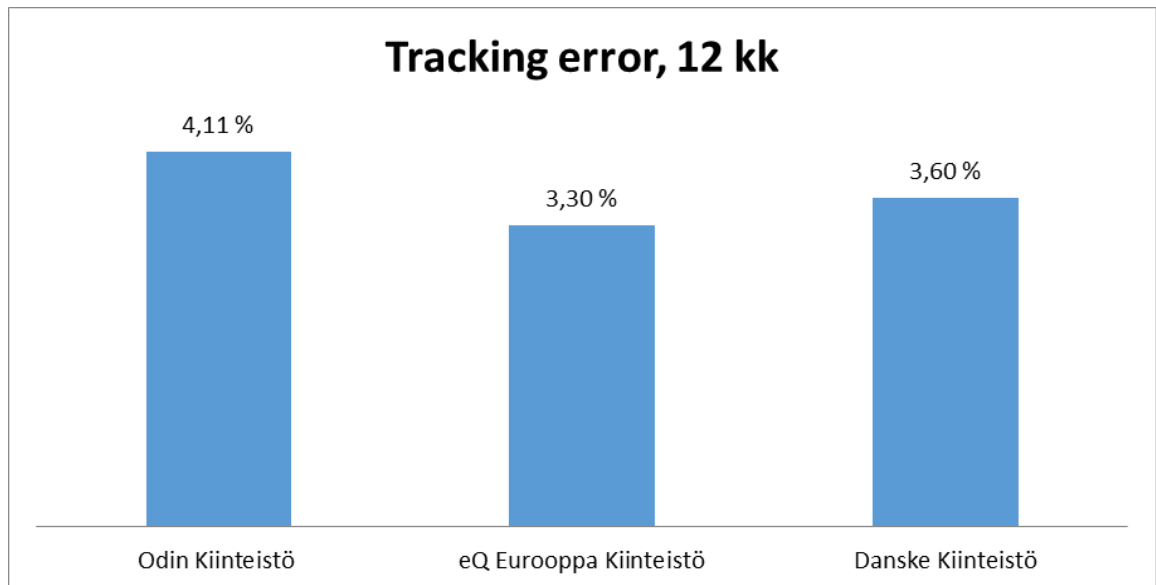
Korkein beta-kerroin vertailuosakkeista on Spondalla. Sijoittaja voi hyödyntää Beta-kerrointa omien sijoituspäätöksien tukena, jos sijoittajalla on selvä näkemys tulevaisuuden kurssikehityksestä jompaan kumpaan suuntaan. Osakkeiden ollessa nousutrendissä, kannattaa sijoittajan yleensä omistaa korkean betan osakkeita. Vastaavasti osakkeiden ollessa laskutrendissä, kannattavampaa on omistaa alhaisen betan osakkeita. Tästä voimme päätellä, että beta-kertoimella mitattuna, varovaiselle sijoittajalle sopisi parhaiten Technopoliksen osakkeet. Kohtalaista riskiä sietävälle sijoittajalle Cityconin osakkeet ja korkea riskiä sietävälle sijoittajalle Spondan osakkeet.

7.3.4 Rahastojen tracking error ja active share

Rahastot eivät yleensä ilmoita beta-kertoimia, vaan paremmin kuvaava tunnusluku rahastojen markkinariskille on nimeltään tracking error, eli aktiivinen riski. Tunnusluku mittaa, kuinka tarkasti sijoituksen tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa.

Aktiivisella tuotolla puolestaan tarkoitetaan sijoituksen ja vertailuindeksin tuottoeroa. Korkea tracking error merkitsee sitä, että sijoituksen tuotto suhteessa vertailuindeksin tuottoon on vaihdellut voimakkaasti. Eli rahaston salkunhoitaja ei ole todennäköisesti kovin paljon seurannut indeksiä. Vastaavasti pieni tracking error kuvastaa sitä, että sijoituksen tuotto seuraa läheisesti vertailuindeksin tuottoa. Toisin sanoen tracking error kertoo rahaston volatiliteetista suhteessa vertailuindeksiin. Tunnusluku ilmaistaan prosentteina vuodessa. (Puttonen & Repo 2011, 102.)

Seuraavassa kuviossa on esitetty vertailurahastojen tracking errorit 12 kuukauden ajanjaksolta 09/2015 – 09/2016:



Kuvio 21. Tracking error, 12 kk. Lähde: Odin & eQ & Danske Bank 2016

Kuviosta ilmenee, että korkein tracking error-luku on ollut Odinin kiinteistörahastolla kulu-
neen 12 kk aikana. Odin Kiinteistön vertailuindeksi on VINX Real Estate Index. Odinin
tracking error on ollut 4,11 %, eli sen verran rahaston tuotto on heilunut vertailuindeksin
tuoton ympärillä. Selkeyden vuoksi mainittakoon, että volatilitteetti kuvaa puolestaan sitä,
paljonko rahaston tuotto on heilunut oman keskiarvonsa ympärillä. (Puttonen & Repo
2011, 103.)

Toiseksi korkein tracking error on ollut Dansken kiinteistörahastolla, jonka vertailuindeksi
on Global Property Research 250 Europe (UK -20 %) – indeksi. Rahaston aktiiviseksi
riskiksi muodostui luku 3,60 %.

Alhaisin aktiivinen riski on eQ Eurooppa Kiinteistörahastolla, jonka vertailuindeksi puoles-
taan on FTSE EPRA/Nareit Developed Europe Index. Rahaston tracking erroriksi muo-
dostui 3,30 %.

Tästä voidaan havaita, että tracking error ei tunnuslukuna ole täysin ongelmaton. Eri ra-
hastoja vertaillessa ei saada täysin luotettavia lukuja, koska rahastoilla on eri vertailuin-
deksit. Tracking error on kuitenkin hyvä suuntaa antava mittari, joka kertoo salkunhoitajan
toimintatavoista.

Tunnusluvun tulkintaan on monia vastauksia. Lukuja 3,30 – 4,11 % ei voida vielä pitää
merkittävinä. Toki jos vertaa ETF-rahastoihin, jotka ovat passiivisesti hoidettuja, niin esi-
merkiksi 0,5 prosentin tracking error on varsin tyypillinen tällaisille rahastoille. Toisaalta
suuremman riskin rahastoissa voi esiintyä jopa 10 prosentin tracking erroreita, kuten esi-

merkiksi kehittyville markkinoille sijoittavissa rahastoissa. Täten on siis selvää, että lähtökohtaisesti pienempi tracking error luku kertoo maltillisemmasta riskistä. Joskin tuotto-odotuskin on vaisumpi.

Jotta aktiivisen riskin tunnuslukua olisi helpompi tulkita, on active share-luku hyvä yhdistää tracking error tunnuslukuun, jotta sijoittaja voi vertailla mistä hän salkunhoidossa maksaa. Active share, eli aktiivisuus on verrattain uusi tunnusluku. Sen on lanseerannut Crejmers ja Petäjistä vuonna 2009. Aktiivisuutta rahastojen ei ole pakollista ilmoittaa markkinointimateriaalissaan. Tunnusluku kertoo, että kuinka paljon rahaston salkun sisältö poikkeaa koostumukseltaan vertailuindeksistä. Odin on vertailurahastoista ainoa, joka ilmoittaa luvun markkinointimateriaalissaan.

Odin ilmoittaa kiinteistörahastonsa aktiivisuudeksi 42 % (31.8.2016). Tunnusluku siis kertoo, että rahaston salkku poikkeaa 42 prosenttisesti vertailuindeksin koostumuksesta. Tästä voidaan päätellä, että Odin Kiinteistön 4,11 prosentin tracking error-luku on perusteltavissa, koska salkunhoitaja ei yritä orjallisesti seurata indeksin kehitystä. Korkea aktiivisuus viestii myös siitä, että salkunhoitajalla on pyrkimys viedä rahastoa siihen suuntaan, että se voitaisi vertailuindeksin tuotot. (Odin 2016)

Yhdysvalloissa onkin tehty tutkimus vuonna 2010, jossa havaittiin, että korkean active sharen-luvun omaavat rahastot ovat keskimäärin voittaneet vertailuindeksinsä. Erityisesti jos rahastot ovat olleet kooltaan pieniä. Luonnollisesti mitä isommaksi rahasto kasvaa, niin sitä suuremmalla todennäköisyydellä se ajautuu ostamaan rahastoon suurimpien yri-tysten osakkeita, joilla on myös suurin paino pörssi-indeksissä. (Puttonen & Repo 2011, 117-118.)

Jos tracking error olisi alle 1 prosentin, niin olisi järkevämpää sijoittaa indeksirahastoon, koska kulut olisivat pienemmät. Tracking error kertoo siis osaltaan myös siitä mistä rahastossa maksetaan. Jos sijoittaja haluaa rahastoltaan indeksiä parempaa tuottoa, niin siitä joutuu maksamaan.

8 Tulosten vertailu

8.1 Tulokset kiinteistönsijoitusyhtiöiden keskinäisestä vertailusta

Luvussa 6 kiinteistönsijoitusyhtiöitä vertailtiin keskenään neljän eri kokonaisuosa-alueen perusteella, joita olivat:

- toiminnan laajuus
- kannattavuus
- vakavaraisuus
- sijoittajan tunnusluvut sekä osingot ja pääoman palautukset

Nämä kokonaisuudet pilkottiin pienempiin osa-alueisiin, joita olivat:

- liikevaihdot
- liikevaihtojen muutos-%
- oikaistujen taseiden loppusummat
- investointiasteet
- käyttökatteet
- nettotulokset
- oman pääoman tuotot (ROE)
- omavaraisuusasteet
- nettovelkaantumisasteet
- P/B-luvut
- P/E-luvut
- osakekohtaiset tulokset (EPS)
- osakekohtaiset tulorahoitukset (CPS)
- osingot ja pääoman palautukset

Seuraavassa tulokset on pisteytetty niin, että kullakin osa-alueella parhaiten menestynyt yhtiö saa kolme pistettä, toiseksi parhaiten menestynyt kaksi pistettä ja viimeiseksi jäänyt yhden pisteen. Tämän luvun loppuun on kerätty pisteet taulukkoon, josta on helppo havaita lopputulos. Tämän jälkeen siirrytään analysoimaan kiinteistönsijoitusyhtiötä verrattuna kiinteistöosakerahastoihin.

8.1.2 Pisteet toiminnan laajuudesta

Taulukko 2. Pisteet toiminnan laajuudesta

	Citycon	Technopolis	Sponda
Liikevaihto	3	1	2
Liikevaihdon muutos-%	2	3	1
Oikaistun taseen loppusumma	3	1	2
Investointiaste	3	1	2
YHTEENSÄ:	11	6	7

Toiminnan laajuudella mitattuna Citycon on ollut yhtiöistä menestynein viimeisen 10 vuoden ajanjaksolla. Se otti kärkisijan liikevaihdoilla, oikaistujen taseiden loppusummilla sekä investointiasteilla mitattuna. Se oli yhtiöistä kasvuhaluisin ja -kykyisin. Oikaistun taseen loppusumman se yli kolminkertaisti 10 vuodessa ja liikevaihdon se kasvatti 119 miljoonasta eurosta 296 miljoonaan euroon.

Prosentuaalisesti liikevaihtoa kasvatti eniten puolestaan Technopolis, joka kirjasi 10 vuodelta keskimääräiseksi liikevaihdon muutosprosentiksi 18,9. Citycon kirjasi keskimääräistä vuotuista liikevaihdon kasvua 12,8 prosenttia ja Sponda 10,4 %.

8.1.3 Pisteet kannattavuudesta

Taulukko 3. Pisteet kannattavuudesta

	Citycon	Technopolis	Sponda
Käyttökate	1	2	3
Nettotulos	3	1	2
Oman pääoman tuotto	1	3	2
YHTEENSÄ:	5	6	7

Kannattavuudella mitattuna Sponda on ollut yhtiöistä menestynein tarkasteluajanjaksolla. Raskaat investoinnit eivät siis ole vaikuttaneet yhtiön kannattavuuteen yhtä paljon, kuin vertailuyhtiöillä. Sponda otti selkeän kärkisijan käyttökateilla mitattuna ja toisen sijan nettotuloksilla sekä oman pääoman tuotoilla mitattuna. Toiseksi parhaiten kannattavuuden tarkastelussa suoriutui Technopolis, joka kirjasi parhaan keskimääräisen oman pääoman tuoton tarkasteluajanjaksolla (8,0 %). Kolmantena kannattavuusvertailussa tuli Citycon, joka nousi nettotuloksella mitattuna yhtiöistä suurimmaksi vuonna 2015.

8.1.4 Pisteet vakavaraisuudesta

Taulukko 4. Pisteet vakavaraisuudesta

	Citycon	Technopolis	Sponda
Omavaraisuusaste	3	1	2
Nettovelkaantumisaste	3	1	2
YHTEENSÄ:	6	2	4

Citycon on tarkasteluajanjaksolla ollut yhtiöistä vakavaraisin. Sponda oli vakavaraisuudella mitattuna lähes saman arvoisissa lukemissa vuoden 2015 lopussa. Technopolis on tällä hetkellä yhtiöstä heikoimmassa rahoituksellisessa asemassa.

8.1.5 Pisteet sijoittajien tunnusluvuista

Taulukko 5. Pisteet sijoittajien tunnusluvuista

	Citycon	Technopolis	Sponda
P/B-luku	1	2	3
P/E-luku	2	1	3
Osakekohtainen tulos	1	2	3
Osakekohtainen tulorahoitus	1	3	2
Efektiivinen osinkotuotto-%	3	1	2
YHTEENSÄ:	8	9	13

Sijoittajien tunnusluvuista Sponda keräsi parhaat pisteet. Tarkasteluajanjaksolla sen P/E-luvut ja P/B-luvut ovat keskimäärin olleet kilpailijoiden lukuja alhaisempia ja osakekohtainen tulos keskimääräisesti vertailuryhmän korkein. Technopoliksen vahvuudeksi puolestaan muodostui osakekohtainen tulorahoitus, jossa se kirjasi vertailuryhmän korkeimmat keskimääräiset lukemat. Citycon on tarkasteluperiodilla kunnostautunut parhaana osingon maksajana, kun kriteerinä käytettiin keskimääräistä efektiivistä osinkotuotto prosenttia.

8.1.6 Yhteenveto kiinteistösijoitusyhtiöiden keskinäisestä vertailusta

Citycon menestyi parhaiten toiminnan laajuutta ja vakavaraisuutta mittaavissa osalualueissa. Sponda puolestaan keräsi parhaat pisteet kannattavuuden ja sijoittajien tunnuslukujen osalualueissa. Seuraavassa vielä pisteet yhteenlaskettuina:

Taulukko 6. Yhteenveto kiinteistösijoitusyhtiöiden keskinäisestä vertailusta

	Citycon	Technopolis	Sponda
Toiminnan laajuus	11	6	7
Kannattavuus	5	6	7
Vakavaraisuus	6	2	4
Sijoittajan tunnusluvut ja osingot	8	9	13
YHTEENSÄ:	30	23	31

Eniten pisteitä keräsi Sponda. Toiseksi sijoittui Citycon ja kolmanneksi Technopolis.

8.2 Kiinteistösijoitusyhtiöiden ja kiinteistöosakerahastojen keskinäisen vertailun tulokset

Luvussa 7 kiinteistösijoitusyhtiöitä ja kiinteistöosakerahastoja vertailtiin seuraavilla mittareilla:

- vuosittaiset kokonaistuotot (10 v.)
- volatilitteetti (12 kk)
- Sharpen luku (12 kk)
- Beta-luku (12 kk)
- Tracking error-luku (12kk)

Seuraavaksi vertailun tulokset on pisteytetty samalla periaatteella, kuin edellisessä luvussa. Eli vertailuryhmästä kunkin osa-alueen menestyneimmälle yhtiölle/rahastolle on annettu kolme pistettä. Toiseksi tulleelle kaksi pistettä ja viimeiseksi sijoittuneelle yksi piste. Pisteiden yhteenveto on tämän luvun lopussa.

8.2.1 Pisteet kokonaistuotoista

Seuraavassa taulukossa esitellään koko vertailuryhmän kokonaistuotot tarkasteluajanjaksoilta. Yhtiöiden tuotot on laskettu osingot ja pääoman palautukset uudelleen sijoitettuna, kuten rahastojenkin.

Taulukko 7. Kokonaistuotto 2006-2015

	Kokonaistuotto 2006-2015
Citycon	66,0 % (3 pst)
Sponda	45,8 % (2 pst)
Odin rahasto	15,6 % (3 pst)
eQ rahasto	10,9 % (2 pst)
Danske rahasto	7,1 % (1 pst)
Technopolis	5,8 % (1 pst)

Vertailuryhmästä Cityconin kokonaistuotto oli paras hyvästä osinkovirrasta johtuen. Technopoliksen kokonaistuotto oli ryhmän vaatimattomin, johtuen tarkasteluajanjaksolla tapahtuneesta 25,40 % kurssilaskusta.

8.2.2 Pisteet volatilitteetista

Taulukko 8. Volatilitteetti 09/2015 – 09/2016

	Volatilitteetti 09/2015 - 09/2016
Odin rahasto	13,0 % (3pst)
Danske rahasto	14,0 % (2 pst)
eQ rahasto	21,0 % (1 pst)
Citycon	22,0 % (3 pst)
Technopolis	23,0 % (2 pst)
Sponda	27,0 % (1 pst)

12 kuukauden volatilitteetilla mitattuna koko vertailuryhmän riskittömimmäksi sijoituskohteeksi valikoitui Odinin rahasto. Volatilitteetilla mitattuna Sponda oli riskisin vaihtoehto.

8.2.3 Pisteet Sharpen luvuista

Taulukko 9. Sharpen luvut 09/2015- 09/2016

	Sharpen luvut 09/2015 - 09/2016
Odin rahasto	2,1 (3pst)
eQ rahasto	1,1 (2pst)
Sponda	0,79 (3 pst)
Technopolis	0,39 (2 pst)
Danske rahasto	0,37 (1 pst)
Citycon	-0,04 (1 pst)

12 kuukauden Sharpen luvuilla mitattuna Odinin rahasto on tuottanut parhaiten suhteessa riskiinsä. Cityconin tuotto suhteessa riskiin on ollut viimeisen 12 kuukauden aikana riskitöntä korkoa heikomppaa.

8.2.4 Pisteet Beta-luvuista

Taulukko 10. Beta-luvut 09/2015 – 09/2016

	Beta-luvut 09/2015 - 09/2016
Technopolis	0,57 (3 pst)
Citycon	0,68 (2 pst)
Sponda	0,73 (1 pst)

12 kuukauden Beta-kertoimella mitattuna Technopolis oli yhtiöistä vähäriskisin. Vertailuryhmän jokaista yhtiötä voidaan pitää defensiivisenä Beta-kertoimilla mitattuna.

8.2.5 Pisteet Tracking error-luvuista

Taulukko 11. Tracking error-luvut 09/2015 – 09/2016

	Tracking error-luvut 09/2015 - 09/2016
eQ rahasto	3,30 % (3 pst)
Danske rahasto	3,60 % (2 pst)
Odin rahasto	4,11 % (1 pst)

12 kuukauden tracking error-luvuilla mitattuna eQ:n rahasto oli vähäriskisin. Vertailuryhmän Tracking-error luvut eivät ole hälyttävän korkeita.

8.2.6 Yhteenveto kiinteistösijoitusyhtiöiden ja kiinteistöosakerahastojen keskinäisen vertailun tuloksista

Seuraavaan taulukkoon on koottu yhtiöiden ja rahastojen pisteet niiden keskinäisestä vertailusta. Taulukko kuvaa historiallisen tiedon valossa sitä millä yhtiöllä/rahastolla on ollut paras riski-tuotto suhde.

Taulukko 12. Yhteenveto yhtiöiden ja rahastojen keskinäisen vertailun tuloksista

	Citycon	Technopolis	Sponda	Odin rahasto	eQ rahasto	Danske rahasto
Kokonaistuotto	3	1	2	3	2	1
Volatiliteetti	3	2	1	3	1	2
Sharpen luku	1	2	3	3	2	1
Beta-kerroin	2	3	1			
Tracking error				1	3	2
YHTEENSÄ:	9	8	7	10	8	6

Yhtiöiden ja rahastojen vertailussa parhaat pisteet muodostuivat Odinin rahastolle. Se voitti muut rahastot kokonaistuotolla, volatiliteetilla sekä Sharpen luvulla mitattuna. Yhtiöistä parhaiten pärjäsi Citycon, joka voitti vertailuyhtiöt kokonaistuotolla ja volatiliteetilla mitattuna. Koko vertailuryhmän paremmuusjärjestykseksi muodostui:

1. Sijoitusrahasto Odin Kiinteistö
2. Citycon Oyj
3. Technopolis Oyj / Sijoitusrahasto eQ Eurooppa
4. Sponda Oyj
5. Sijoitusrahasto Danske Invest Kiinteistö K

8.3 Tutkimuksen pätevyys ja luotettavuus

Tutkimuksessa käytetyt luvut on kerätty yhtiöiden ja rahastojen internetsivuilta, vuosiker-
tomuksista sekä Balance Consultingin tietokannasta, johon on tallennettu pörssiyritysten
julkiset tilinpäätöstiedot usean vuoden ajalta.

Kerätystä datasta muodostettiin Microsoft Excelillä taulukkoja sekä kuvioita, joita käytettiin
tutkimuksessa laajasti. Tutkimuksen reliabiliteetti kuvastaa sitä, kuinka hyvin menetelmä
toimii aineiston analysoinnissa. Tässä tutkimuksessa käytetty tutkimusväline on reliaabeli,
eli mittatarkka ja ”pysyvästi samaa mittaava”. Tutkimuksessa lukuja kertyi melko suuri
määrä, joten Excel-ohjelma oli oikea valinta tutkimusvälineeksi.

Tutkimuksen sisältövaliditeetti kuvastaa sitä, kuinka hyvin koottu aineisto vastaa ulkopuo-
lisia kriteereitä. Tutkimuksessa käsiteltiin ne osa-alueet, jotka tulee käsitellä vertailtaessa
pörssiyrityksiä ja sijoitusrahastoja keskenään. Esimerkiksi sijoittajien tunnuslukujen vertai-
lu on yleisesti hyväksytty ja laajalti käytetty vertailumenetelmä, kun vertailun kohteena on
saman toimialan yhtiöt tai rahastot.

Tutkimus on validi, eli luotettava ja pätevä, koska tutkimusmenetelmä on mahdollistanut
sen asian selvittämisen, mikä on ollut tarkoituksin selvittää. Haastattelut ja kyselyt eivät
olisi antaneet yhtä luotettavaa ja pätevää tietoa tutkittavista asioista, koska ihmisten mieli-
piteet ja uskomukset olisivat vaikuttaneet tutkimustuloksiin. Lisäksi haastattelijan läsnäolo
tai vastaajien mielentilat vastattaessa olisivat saattaneet vaikuttaa vastauksiin.

Tutkimuksessa tarkastelukohteiksi valittiin vain yhtiöiden ja rahastojen tiedot täysiltä tili-
kausilta/kalenterivuosilta, jotta tulokset eivät anna harhaanjohtavaa kuvaa tutkittavista

asioista. Tutkimus ei ole ajaton, vaan se kuvastaa vertailevasti tämän hetkistä näkemystä siitä, että kumpi epäsuoran kiinteistösijoittamisen muoto on lähihistorian valossa ollut kannattavampi.

Tutkimuksen tulokset ovat luonnollisesti lukijan tulkittavissa, koska tutkimuksessa on annettu täysin sama painoarvo jokaiselle osa-alueelle. Useat sijoittajat todennäköisesti antaisivat esimerkiksi liikevaihdon kasvulle tai osakekohtaiselle tulorahoitukselle suuremman painoarvon, kuin esimerkiksi P/E- ja P/B-luvuille. Rahastopuolella puolestaan sijoituspäätöstä tehdessä historiallinen kokonaistuotto saisi todennäköisesti suuremman painoarvon, kuin esimerkiksi tracking error-luku.

Jokaisen osa-alueen pisteytyksessä on kuitenkin käytetty samaa painoarvoa, jotta kirjoittajan omat asenteet ja näkemykset eivät vaikuttaisi lopputulokseen.

9 Johtopäätökset

Tutkimuksen pääteemana oli selvittää, että onko kannattavampaa sijoittaa kiinteistöihin pörssin kautta osakesijoituksina vai listaamattomien kiinteistöosakerahastojen kautta. Lisäksi tutkimuksessa tarkasteltiin riskin vaikutusta tuottoon.

Yleisellä tasolla vertailuryhmän historiallisten tuottojen vertailusta voidaan tehdä ensimmäinen johtopäätös. Mikäli sijoittajalla on pitkä sijoitushorisontti, niin epäsuorassa kiinteistösijoittamisessa kannattaa suosia osakesijoittamista. Näin kuitenkin ainoastaan, jos sijoittaa osingot uudelleen takaisin yhtiöön. Jos osingot käyttää muuhun tarkoitukseen, niin rahastoista muodostuu sijoittajalle parempi vaihtoehto, koska useimmat rahastot sijoittavat saamansa korot ja osingot uudestaan takaisin rahastoon.

Rahastosijoittamisessa saa sijoitukselleen korkoa korolle-efektin ikään kuin kaupan päälle. Lisäksi rahastoissa riski sijoituksen arvon alentumisesta on hajautushyödyn myötä pienempi. Tämä luonnollisesti maksaa sijoittajalle erinäisten rahastojen perimien palkkoiden muodossa, joka heikentää tuotto-odotusta niin pitkällä, kuin lyhyelläkin aikavälillä.

Toinen johtopäätös voidaan epäsuorassa kiinteistösijoittamisessa linkittää lyhyen aikavälin sijoittamiseen. Nousumarkkinassa kannattaa todennäköisesti suosia osakesijoittamista, koska osakkeiden arvot reagoivat voimakkaammin muun markkinan heilahteluihin, kuin rahasto-osuuksien arvot. Laskumarkkinassa puolestaan rahastosijoitukset ovat turvallisempia, koska rahasto-osuuksien arvojen muutokset eivät ole yhtä voimakkaita, kuin osakkeiden hintojen muutokset.

Yhtiökohtaisella tasolla tutkimustuloksissa oli selkeitä eroavaisuuksia yhtiöiden välillä. Viimeisen 10 täyden tilikauden aikana kasvuun on panostanut eniten Citycon ja Technopolis. Kumpikin yhtiöstä on onnistunut kasvattamaan liikevaihtoaan myös laskusuhdanteen aikana. Kasvu on kuitenkin vaatinut raskaita investointeja ja Technopolis onkin viime vuodet ollut yhtiöstä heikoimmassa rahoituksellisessa asemassa. Spondalla puolestaan on kannattavuus ollut tarkasteluajanjaksolla suhteessa parempi, kuin kilpailijoilla. Tulorahoituksella mitattuna Technopolis ja Sponda ovat olleet huomattavasti Cityconia edellä. Citycon puolestaan oli historiallisella osinkotuotto prosentilla mitattuna kärkisijalla ja sijoittajan ottaman riskin näkökulmasta Cityconin ennustettava osinko suhdanteista riippumatta tekee siitä houkuttelevan sijoitusvaihtoehdon.

Sijoittajat arvostavat sijoituspäätöksiään tehdessä eri asioita, joten yhtä oikeaa vastausta parhaasta sijoituksesta ei voi yksiselitteisesti antaa. Sijoituskohteen valinta riippuu hyvin

paljon sijoittajan riskinsietokyvystä. Selvää kuitenkin on, että pitkällä aikavälillä kannattaa kiinnittää huomiota yhtiöiden liiketoiminnan eroavaisuuteen. Tähän mennessä Citycon on onnistunut kauppakeskuksiin fokuoituneella liiketoiminnalla hyvin, mutta riskinä tulevaisuudessa on mm. kuluttajien siirtyminen yhä enemmän verkkokaappoihin. Sponda on myös enenevässä määrin ryhtynyt kasvattamaan kauppakeskusliiketoimintaa. Tämän tutkimuksen tulosten pohjalta osakepuolella juuri Sponda ja Citycon valikoituivat parhaiksi sijoituksiksi. Markkinariskin huomioivat tunnusluvut puolestaan nostivat Technopoliksen toiseksi parhaaksi sijoitukseksi vertailuyhtiöistä.

Rahastojen puolella on havaittavissa selkeä syy siihen miksi Odinin kiinteistörahasto on hallinnoitavilla varoilla mitattuna reilusti yli 10 kertaa suurempi rahasto, kuin vertailurahastot. Se oli muita rahastoja menestyneempi lähes jokaisella osa-alueella ja hallinnoitavista varoista päätellen sijoittajat ovat huomanneet tämän. Havainnoista merkittävin oli, että Odinin kiinteistörahasto oli kärkisijalla rahastojen vertailussa tuottohistoriassa sekä myös riskiä mittaavilla tunnusluvuilla. Tämän perusteella voidaan todeta, että rahastosijoittamisessa tuotto ja riski eivät aina ole tasapuolisessa suhteessa toisiinsa nähden. Toisin sanoen myös matalalla riskillä voi päästä korkeisiin tuottoihin. Huomattavaa kuitenkin on, että riskiä mittaavat tunnusluvut olivat 12 kuukauden ajanjaksolta, eivätkä siten anna pitkälle aikavälille ulottuvaa täysin yksiselitteistä kuvaa rahastojen riski-tuotto suhteesta.

Toiseksi parhaaksi rahastoksi valikoitui tulosten perusteella eQ:n kiinteistörahasto. Sen suurin eroavaisuus verrattuna Odinin rahastoon on se, että eQ:n rahasto sijoittaa kiinteistö-sijoitusyhtiöihin koko Euroopan alueella. Odinin kiinteistöosakerahaston markkina-alue puolestaan ulottuu vain Pohjoismaihin.

Tästä voidaan tehdä johtopäätös, että kiinteistöosakerahastoon sijoittaessa on ensisijaisen tärkeää harkita rahastojen maantieteellistä riskiä. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että koko Euroopan alueelle sijoittavien eQ:n ja Dansken rahastojen historiallisiin tuottoihin vaikutti merkittävästi Euroopan heikko talouskehitys tarkasteluajanjaksolla. Odinin kiinteistöosakerahastolla saattaa puolestaan tällä hetkellä olla vertailurahastoja kohonneempi riski johtuen Ruotsin ylikuumenuneista kiinteistömarkkinoista.

Tämä opinnäytetyö opetti analyyttistä tulkintaa osakkeiden ja rahastojen tutkimisessa. Osake- ja rahastanalyysissä numeroiden lisäksi on yhtä tärkeää kyetä huomaamaan mitkä tekijät vaikuttavat numeroiden taustalla sekä ovatko tekijät väliaikaisia vai pidemmälle ajanjaksolle ulottuvia. Jatkotutkimusehdotuksena esitän kiinteistö-sijoitusyhtiöiden riskien yksityiskohtaisempaa tutkimista rahoituksellisesta sekä operatiivisesta näkökulmasta tarkasteltuna.

Lähteet

Balance Consulting 2016. Tunnuslukuopas. Luettavissa:

<http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut>. Luettu 10.10.2016

Balance Consulting 2016. Yhtiön kotisivut. Luettavissa: <http://www.balanceconsulting.fi/>.

Luettu 15.8.2016

Citycon Oyj 2016. Vuosikertomus & vastuullisuusraportti 2015. Luettavissa:

http://www.citycon.com/sites/default/files/Citycon_AR_2015_FIN.pdf. Luettu 7.8.2016

Danske Bank 2016. Sijoitusrahasto Danske Invest Kiinteistö K avaintietoesite. Luettavis-

sa: http://www.danskeinvest.fi/web/show_download.kid?isin=FI0008808696&lang=fi. Luet-

tu 15.7.2016

Danske Bank 2016. Sijoitusrahasto Danske Invest Kiinteistö K kotisivu. Luettavissa:

http://www.danskeinvest.fi/web/show_fund.produkt?p_nld=1432&p_nFundgroup=59&p_nFund=2403.

Luettu 15.7.2016

Danske Bank 2016. Sijoitusrahasto Danske Invest Kiinteistö K rahastoesite. Luettavissa:

[http://www.danskeinvest.fi/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vld=rahastoesite_fi_20](http://www.danskeinvest.fi/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vld=rahastoesite_fi_20160915.pdf)

[160915.pdf](http://www.danskeinvest.fi/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vld=rahastoesite_fi_20160915.pdf). Luettu 15.7.2016

Danke Bank 2016. Tietoa Suomen ensimmäisestä rahastosta. Luettavissa:

[https://www.danskebank.fi/fi-fi/tietoa-danske-](https://www.danskebank.fi/fi-fi/tietoa-danske-bankis-ta/media/Tiedotteet/Pages/20121015_Suomenensimm%C3%A4inensijoitusrahasto25.aspx)

[bankis-](https://www.danskebank.fi/fi-fi/tietoa-danske-bankis-ta/media/Tiedotteet/Pages/20121015_Suomenensimm%C3%A4inensijoitusrahasto25.aspx)

[ta/media/Tiedotteet/Pages/20121015_Suomenensimm%C3%A4inensijoitusrahasto25.asp](https://www.danskebank.fi/fi-fi/tietoa-danske-bankis-ta/media/Tiedotteet/Pages/20121015_Suomenensimm%C3%A4inensijoitusrahasto25.aspx)

[x](https://www.danskebank.fi/fi-fi/tietoa-danske-bankis-ta/media/Tiedotteet/Pages/20121015_Suomenensimm%C3%A4inensijoitusrahasto25.aspx). Luettu 15.8.2016

EQ 2016. Sijoitusrahasto eQ Eurooppa Kiinteistön avaintietoesite. Luettavissa:

[https://www.eq.fi/~media/files/funds/eq-eurooppa-kiinteisto/kiid-eq-eurooppa-](https://www.eq.fi/~media/files/funds/eq-eurooppa-kiinteisto/kiid-eq-eurooppa-kiinteistö.pdf)

[kiinteistö.pdf](https://www.eq.fi/~media/files/funds/eq-eurooppa-kiinteisto/kiid-eq-eurooppa-kiinteistö.pdf). Luettu 13.6.2016

EQ 2016. Sijoitusrahasto eQ Eurooppa Kiinteistön kotisivut. Luettavissa:

<https://www.eq.fi/fi/funds/eq-eurooppa-kiinteisto>. Luettu 13.6.2016

EQ 2016. Sijoitusrahasto eQ Eurooppa Kiinteistön kuukausikatsaus 09/2016. Luettavissa:
https://www.eq.fi/~media/files/funds/eq-eurooppa-kiinteisto/monthly-reports/kk-eg-eurooppa-kiinteistö_201609.pdf. Luettu 13.10.2016

EQ 2016. Sijoitusrahasto eQ Eurooppa Kiinteistön rahastoesite:
<https://www.eq.fi/~media/files/funds/eq-eurooppa-kiinteisto/sijoitusrahasto-eg-eurooppa-kiinteistö.pdf>. Luettu 13.6.2016

Euroclear 2016. Tietoa osakekaupan selvitysjästä. Luettavissa:
<https://www.euroclear.com/dam/EFi/CustomAccountServices/KysymyksiäJaVastauksiaTiliasiakkuudesta.pdf>. Luettu 23.8.2016

Kallunki, J-P. Martikainen, M. Niemelä, J. 2011. Ammattimainen sijoittaminen. 7. uudistettu painos. Talentum Media Oy. Helsinki.

Kauppalehti 2016. Sponda Oyj tulostiedot. Luettavissa:
<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/tulostiedot.jsp?klid=1006>. Luettu 18.7.2016

Lindström, K. 2005. Menesty osakesijoittajana. 1. painos. Talentum. Helsinki.

Möttölä, M. 2008. Rahaa rahastoilla. 1. painos. HS Kirjat. Helsinki.

Niskakangas, H. 2014. Johdatus Suomen verojärjestelmään. 3. uudistettu painos. Talentum. Helsinki.

Odin 2016. Rahaston Kiinteistö C avaintietoesite. Luettavissa:
<http://doc.morningstar.com/document/d8e58dff94008c392b1994c6a45b083.msdoc/?clientid=odin&key=e2844771c57ad239>. Luettu 12.6.2016

Odin 2016. Rahaston Kiinteistö C kotisivu. Luettavissa:
<http://odin.fi/rahastovalikoimamme/instituutorahastot/odin-eiendom/>. Luettu 12.6.2016

Odin 2016. Rahaston Kiinteistö C rahastoesite ja säännöt. Luettavissa:
<http://doc.morningstar.com/Document/5c056527490fcc653cff65b2dfa36ca0.msdoc/?clientid=odin&key=e2844771c57ad239>. Luettu 12.6.2016

Odin 2016. Rahaston Kiinteistö C tietoesite. Luettavissa:

<http://odinfond.no/op/content/faktaark/fi/odin-eiendom-c.pdf>. Luettu 12.6.2016

Hugin & Munin. Rahastoyhtiö Odin Raportti 2012. Kiinteistösijoittaminen. Luettavissa:

http://odin.fi/op/content/brochures/fi/Special_Report_ODIN_Kiinteistosijoittaminen.pdf

Luettu 10.6.2016

Parviainen, A. & Järvinen, S. 2015. Sijoittamalla miljonääriksi. 2. uudistettu painos.

Talentum. Helsinki.

Puttonen, V. & Kivisaari T. 2016. Seligson & Co Oyj. Tietoa rahastosijoittamisesta.

Luettavissa: <http://www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/rahastosijoittaminen.htm>. Luettu

5.8.2016

Puttonen, V. & Repo, E. 2011. Miten sijoitan rahastoihin. 5. uudistettu painos.

WSOYpro Oy. Helsinki.

Pörssisäätiö 2014. Kotitalouksien rahoitusvarat. Luettavissa:

<http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/kotitalouksien-rahoitusvarat/>. Luettu 19.8.2016

Pörssisäätiö 2015. Sijoitusrahasto-opas. Luettavissa:

http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2015/05/sijoitus_rahasto_opas_2015_b.pdf.

Luettu 15.8.2016

Ekholm, R. Pörssisäätiö 2016. Artikkelit suomalaisista sijoittajista. Luettavissa:

<http://www.porssisaatio.fi/blog/2016/08/09/suosio-kotimaisiin-yhtioihin-ei-laannu/>. Luettu

21.8.2016

Rakli 2016. Kiinteistösijoittaminen. Luettavissa:

<http://www.rakli.fi/kiinteistosijoittaminen/kiinteistosijoittaminen.html>. Luettu 11.6.2016

Rakli 2012. Suomen suurimmat kiinteistösijoittajat. Luettavissa:

<http://www.rakli.fi/tietoa-kiinteistoalasta/kiinteistoalan-yhteiskunnallinen-merkitys/faktaa-kiinteistoalasta/suurimmat-kiinteistosijoittajat-suomessa-kuva.html>. Luettu 14.6.2016

Saario, S. 2014. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. 11. uudistettu painos.

Sanoma Pro Oy. Helsinki.

Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48. Tietoa rahastoja sitovista säädöksistä. Luettavissa:
<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1999/19990048>. Luettu 20.8.2016

Sponda Oyj 2016. Vuosikertomus 2015. Luettavissa:
<http://www.sponda.fi/vuosikertomus2015>. Luettu 14.8.2016

Technopolis Oyj 2016. Taloudellinen katsaus 2015. Luettavissa:
<http://www.technopolis.fi/app/uploads/2016/02/Taloudellinen-katsaus-ja-lausunto-2015.pdf>. Luettu 14.8.2016

Verohallinto 2016. Osakkeiden luovutusvoiton verotus. Luettavissa: https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoitukset/Osakkeet_ja_osingot/Osakkeiden_myynti%2811940%29.
Luettu 10.7.2016

Verohallinto 2016. Osinkojen verotus. Luettavissa:
https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoitukset/Osakkeet_ja_osingot. Luettu
27.7.2016

Verohallinto 2015. Pääoman palautuksen verotus. Luettavissa:
[https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Paaomanpalautusten_verotus_2014_ohje_he\(36121\)](https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Paaomanpalautusten_verotus_2014_ohje_he(36121)). Luettu 19.8.2016

Verohallinto 2016. Pääomatulon veroprosentti. Luettavissa:
https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Valtion_tuloveroasteikko_2016.
Luettu 20.7.2016

Verohallinto 2016. Sijoitusten verotus. Luettavissa:
<https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoitukset>. Luettu 27.7.2016

Wikipedia 2015. Sharpen luvun tulkinta. Luettavissa:
https://fi.wikipedia.org/wiki/Sharpen_luku. Luettu 19.9.2016

Wikipedia 2015. Sijoitusrahastojen tyypit. Luettavissa:
https://fi.wikipedia.org/wiki/Sijoitusrahasto#Sijoitusrahastojen_tyypit. Luettu 19.8.2016

Wikipedia 2016. Tietoa portfolioteoriasta. Luettavissa:
<https://fi.wikipedia.org/wiki/Portfolioteoria>. Luettu 3.9.2016