

Arvopaperimuotoinen kiinteistösijoittaminen Yhdysvalloissa listattuihin REIT-rahastoihin

Simo Tuomi

Tekijä Tuomi Simo	
Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma	
Opinnäytetyön otsikko Arvopaperimuotoinen kiinteistösijoittaminen Yhdysvalloissa listattuihin REIT-rahastoihin	Sivu- ja liitesivumäärä 30 + 30
<p>Opinnäytetyön tarkoituksena on selvittää suomalaisen piensijoittajan näkökulmasta Yhdysvaltojen kiinteistömarkkinoiden mielekkyyttä sijoituskohteena. Tavoitteena on tutkia pörssilistattujen kiinteistörahastojen eli REIT-rahastojen (Real Estate Investment Trust) erityispiirteitä verrattuna perinteiseen osake-sijoittamiseen ja tutkia toimialan kehittämiä omia taloudellisia tunnuslukuja sekä laskea rahastojen tilinpäätöstietojen avulla vuokraustoiminnan operatiivisten kustannusten suhdetta vuokratuottoihin. Tutkimus on rajattu Yhdysvaltoihin, jossa REIT-rahastojen tarjonta on monipuolisinta ja toimintahistoria ulottuu 1960-luvulle.</p> <p>Opinnäytetyö on toteutettu kaksiosaisena toiminnallisena työnä. Teoriaosiossa käsitellään REIT-rahastojen ominaisuuksia, toimialan historiaa, kiinteistöjen arvonmääritysmenetelmiä ja arvioidaan eri kiinteistötyyppien erityispiirteitä. Lisäksi osakesijoittamisen arvonmäärittämiseen liittyvää teoretietoa esitellään lyhyesti. Samalla perehdytään pörssilistattujen ETF-REIT-rahastojen rakenteeseen, koska ne mahdollistavat hajautetun aktiivisen tai passiivisen salkun rakentamisen pienellä pääomalla kohtuullisin lisäkuluin.</p> <p>Toinen osio on teoretiedon pohjalta koottu erillinen piensijoittajan opas, jonka tavoitteena on tarjota jonkin verran osakemarkkinoilta kokemusta hankkineille sijoittajille hyödyllistä käytännön tietoa Yhdysvaltojen REIT-rahastoista. Oppaassa esitellään todellisten esimerkkien avulla kuusi erilaista sijoituskohdetta ja ohjeistetaan tärkeimpien tietojen etsimisessä yhtiöiden tilinpäätösraporteista. Tilinpäätöstietoja esitellään taulukoiden avulla, jotta lukija pystyy helposti ymmärtämään REIT-rahastojen tuotto- ja kustannusrakennetta sekä arvioimaan itsenäisesti sijoituskohteiden arvostustasoa toimialalla käytettävien tunnuslukujen avulla. Asuntoihin sijoittavia REIT-rahastoja käsittelevässä kappaleessa analysoidaan lyhyesti kotimaista Orava Asuntorahastoa, koska se tarjoaa kiinnostavaa vertailutietoa tunnuslukujen osalta. Loppuyhteenvedossa arvioidaan REIT-rahastosijoittamisen ominaisuuksia taulukkomuodossa ja analysoidaan REIT-rahastojen tulevaisuuden menestykseen vaikuttavia tekijöitä.</p> <p>Opinnäytetyön tuloksena syntyi hyödyllistä tietoa REIT-rahastojen ominaisuuksista, operatiivisista kustannuksista, kiinteistösalkunhoidon perusteista sekä arvostusmenetelmien eroavaisuuksista Suomeen verrattuna. Tutkimuksen tekijä on laskenut sijoittajan kannalta oleellisia tunnuslukuja tilinpäätöstietojen avulla, jotta piensijoittaja voi helposti arvioida REIT-rahastojen kannattavuutta ja kustannusrakennetta.</p> <p>Opinnäytetyö toteutettiin kevätlukukaudella 2015 ja taloustiedot ovat pääosin vuodelta 2014.</p>	
Asiasanat REIT, FFO, ETF, piensijoittajan opas	

Sisällys

1	Johdanto	1
2	Perustietoa REIT-rahastoista	3
2.1	REIT-rahastojen historiaa	3
2.1.1	REIT-rahastojen voimakas arvonnousu ja romahdus helmikuussa 2007	4
2.1.2	REIT-markkina romahduksen jälkeen.....	6
2.2	Yleisimmät REIT-rahastotyytit	7
2.2.1	Toimitilat (Office REITs)	8
2.2.2	Asuntoihin sijoittavat REIT-rahastot (Residential REITs, Apartment REITs)9	
2.2.3	Vähittäiskauppakiinteistöihin sijoittavat rahastot (Retail REITs).....	9
2.2.4	Terveyssektoriin sijoittavat REIT-rahastot (Health Care REITs)	10
2.2.5	Hotelliikiinteistöihin sijoittavat REIT-rahastot (Hotel/Motel REITs)	11
3	ETF-rahastot ja REIT-ETF:t.....	13
3.1	Perustietoa ja historiaa.....	13
3.1.1	ETF-rahastojen kustannusvertailu yleisiin sijoituskohteisiin	13
3.2	ETF-rahastojen eri toteutustavat	15
3.2.1	Fyysinen eli arvopaperimuotoinen ETF	15
3.2.2	Synteettinen eli johdannaispohjainen ETF	15
3.3	REIT-ETF-rahastot Yhdysvalloissa	16
4	REIT-rahastojen arvonmääritys verrattuna osakkeiden arvonmääritykseen	18
4.1	Pörssilistattujen osakkeiden yleisimmät arvonmääritysmenetelmät.....	18
4.1.1	P/B- ja P/E-luvut.....	18
4.1.2	Yritysanalyysi	19
4.2	REIT-rahaston oikean arvostustason määrittäminen.....	19
4.2.1	FFO- ja AFFO-luvut.....	20
4.2.2	Jälleenhankintamenetelmä (replacement cost method).....	20
4.2.3	Kauppahistoriaan pohjautuva analyysi (market comparable approach)	20
4.2.4	Pääoman nettotuottoaste (cap rate)	21
4.2.5	Nettoarvo (Net asset value, NAV)	21
5	Riskin määrittäminen ja REIT-rahastoihin kohdistuvat yleisimmät riskit.....	22
5.1	Riski käsitteenä piensijoittajan näkökulmasta.....	22
5.2	Riskin mittaaminen ja hallitseminen	22
5.2.1	Volatiliteetti.....	23
5.2.2	Tracking error.....	23
5.2.3	Sharpen luku.....	23
6	Työn suunnittelu ja toteutus.....	25
7	Pohdinta.....	27
7.1	Johtopäätökset REIT-rahastojen ominaisuuksista ja hankitusta tiedosta.....	27

7.2	Näkemys REIT-rahastojen yhteiskunnallisesta merkityksestä ja eettisyydestä....	28
7.3	Visio REIT-pohjaisista sijoituskohteista tulevaisuudessa.....	29
7.4	Opinnäytetyöprosessin arviointi	30
	Lähteet	31
	Liite.....	33
	Liite 1. Piensijoittajan opas.....	33

1 Johdanto

Opinnäytetyöni aiheena on perehtyä yhdysvaltalaisiin pörssilistattuihin kiinteistörahastoihin, jotka tunnetaan lyhenteellä REIT (Real Estate Investment Trust). Kiinteistöt muodostavat merkittävän osan maailman rahassa mitattavissa olevasta varallisuudesta ja ovat toimivan yhteiskunnan kannalta yhtä keskeisiä kuin puhdas vesi, energia tai elintarvikkeet. Kiinteistöjä pidetään keskimäärin vakaina, yllätyksettöminä ja tuotoiltaan osakemarkkinoita heikompina, mutta korkoinstrumentteja tuottavampina sijoituskohteina. Tutkimus tulee osoittamaan, että arvopaperimuotoisessa kiinteistösijoittamisessa tappioriski ja tuottopotentiaali eivät eroa perinteisestä osakesijoittamisesta. Sijoittajan kannalta tulevien tuottojen arvioiminen sisältää valtavan määrän epävarmuustekijöitä, vaikka tulevien vuokratuottojen ennustettavuus on luotettavampaa kuin esimerkiksi listatun teknologyhtiön tulevien osinkojen kehitys. Kiinteistömarkkinoilla pätevät salkunhoitajat voivat saavuttaa erinomaisia tuottoja, jos he osaavat analysoida taitavasti eri alueiden vetovoimatekijöitä, ostovoiman kehitystä sekä investoida sellaisiin kiinteistötöyppeihin, jotka kullekin alueelle parhaiten sopivat. Kansainvälisissä REIT-rahastoissa piensijoittaja voi erikseen valita, minkä tyyppiisiin kiinteistöihin haluaa sijoittaa. Suomessa yleisölle avoinna oleva tarjonta on pääosin keskittynyt asuinkiinteistöihin, mutta vaihtoehtoja tulee jatkuvasti lisää.

Tutkimustyön tuloksena on laadittu piensijoittajia varten opas (liite 1), joka tarjoaa objektiivisen analyysin arvopaperimuotoisen kiinteistösijoittamisen ominaisuuksista, esittelee valikoituja REIT-rahastoja ja poimii niiden vuoden 2014 tilinpäätösraporteista sijoittajan kannalta oleellisia tietoja. Lisäksi esitellään yksi ETF-REIT-rahasto (Exchange Traded Fund, pörssinoteerattu REIT-rahasto), jonka avulla piensijoittaja voi hajauttaa kaikkiin kiinteistötöyppeihin maksamalla erillisen hallinnointipalkkion liikkeeseen laskijalle. Oppaassa esitellään yksi REIT-rahasto viideltä suurimmalta sektorilta siten, että valintakriteereinä ovat rahaston pääoman arvo, laadukas sijoittajatieto rahaston kotisivuilla ja yli 10 vuoden toimintahistoria.

Jotta tutkimus ei olisi liian laaja, siinä perehdytään tarkemmin vain Yhdysvalloissa pörssilistattuihin REIT-rahastoihin sekä yhteen useammasta REIT-rahastosta koottuun ETF-REIT-rahastoon. Arvopaperistettujen asuntoluottojen ympärille rakennetut REIT-rahastot (Mortgage REITs) ja molempia elementtejä sisältävät hybridirahastot (Hybrid REITs) ovat tämän tutkimuksen ulkopuolella. Aktiivisesti hoidettuja, kotimaisia sijoitusrahastomuotoisia kiinteistörahastoja sivutaan lyhyesti piensijoittajan oppaassa, jotta lukija hahmottaa niiden arvostusmenetelmien eroja yhdysvaltalaisiin REIT-rahastoihin. Tutkimuksessa ei oteta lainkaan kantaa perinteiseen asuntosijoittamiseen.

Kotimaisista vaihtoehdoista tutkitaan Orava Asuntorahaston vuoden 2014 tilinpäätöstietojä, koska niiden vertaaminen yhdysvaltalaiseen asuntoihin sijoittavaan REIT-rahastoon tarjoaa kiinnostavaa tietoa.

Valuutariskiä ei oteta huomioon, koska eri päävaluuttoihin sijoittaminen on suomalaisen piensijoittajan kannalta hajauttamista. Teoriaosuus ja sijoittajan opas on koottu siten, että ne palvelevat hieman kokeneempia piensijoittajia, jotka ymmärtävät peruskäsitteet ja osaavat etsiä sijoittamisen teorian tietoa itsenäisesti. Kiinteistösijoitusprosessia salkunhoitajan näkökulmasta kuvataan melko suppeasti, koska tarkempi analyysi vaatisi laatijalta konkreettista kiinteistösijoitusalan työkokemusta.

Tämän tutkimuksen lähtökohtana on se, että lukija ymmärtää perusasiat pörssiosakkeista ja sijoitusrahastoista. Sen sijaan ETF-rahastojen toiminnallisuutta käydään tarkemmin läpi, koska tämä sijoitusmuoto on Suomessa edelleen melko harvinainen yksityissijoittajien keskuudessa.

2 Perustietoa REIT-rahastoista

REIT-rahastot ovat arvopaperimuotoisia kiinteistörahastoja, joiden tarkoitus on omistaa tai rahoittaa kiinteistöjä. REIT-lyhenne tulee sanoista Real Estate Investment Trust, vapaasti suomennettuna ”kiinteistösijoitusrahasto”. Useimmat REIT-rahastot ovat pörssinoteerattuja eli vapaasti kaikkien sijoittajien saatavilla. REIT-rahastoja on kahta eri päätyyppiä, kiinteistöjä omistavat REIT:it (equity REIT) sekä kiinteistöjen arvopaperistettuihin luottoihin sijoittavat REIT:it (mortgage REIT). Näiden yhdistelmät, hybridirahastot (Hybrid REITs) ovat harvinaisempia. (Reit.com.2014a.)

Tässä tutkimuksessa tutkitaan vain kiinteistöihin sijoittavia REIT-rahastoja, koska niiden toimintamalli on piensijoittajan kannalta helpommin analysoitavissa ja hahmotettavissa. Tekstissä termillä ”REIT-rahasto” tarkoitetaan aina kiinteistöihin sijoittavaa, Yhdysvalloissa pörssilistattua rahastoa ellei toisin mainita. Luottoihin sijoittavia REIT-rahastoja sivutaan lyhyesti kappaleessa 2.1.

2.1 REIT-rahastojen historiaa

Lainsäädäntö REIT-rahastoista määriteltiin ja hyväksyttiin Yhdysvaltain kongressissa vuonna 1960 (Real Estate Investment Trust Act of 1960). Ensimmäiset REIT-rahastot aloittivat toimintansa samana vuonna. Lain tarkoituksena oli tarjota piensijoittajille samat mahdollisuudet sijoittaa kiinteistöihin kuin institutionaalisille sijoittajille ja päästä hyötymään pienellä pääomalla hajautetusta kiinteistösijoitussalkusta. Lain merkittävin sisältö liittyi sijoitusten verokohteluun. Sen mukaan REIT-rahasto voi vähentää verotettavasta tuloksestaan kaikki maksetut osingot, eikä se joudu maksamaan yhtiöveroa, jos osingot ylittävät 90 prosenttia tilikauden tuloksesta. Täsmennyksenä lakiin määriteltiin myöhemmin, että REIT-rahaston on maksettava aina vähintään 90 prosenttia tuloksestaan osinkoina osakkeenomistajille. Osakkeenomistajille määriteltiin velvollisuus maksaa pääomaveroa koko osinkotulosta, paitsi jos kyse oli eläketilistä. (Block 2012, 34.) Tässä tutkimuksessa verotusta käsitellään suppeasti vain suomalaisen piensijoittajan näkökulmasta.

1970-luvulla REIT-rahastot saivat Yhdysvalloissa huonoa mainetta, koska useat luottoihin sidotut REIT-rahastot ajautuivat konkurssiin. Arvopaperistetuissa luotoissa oli runsaasti velkavipua ja samanaikaisesti yleinen korkotaso nousi voimakkaasti öljykriisin seurauksena vuonna 1973. Korkojen nousu samalla romahdutti uusien luottojen kysynnän, jolloin rahastojen salkkujen korkoriski eskaloitui (Block 2012, 39). Tämä vaihe REIT-rahastojen historiassa johti lopulta kiinteistöpohjaisten REIT-rahastojen suosion kasvuun (Gordon 2008, 77).

1980-luku oli USA:n kiinteistömarkkinoilla voimakkaan kasvun aikaa. Korkotaso oli edelleen korkea, asuntolainakorot olivat ylimmillään 13 - 14 prosenttia. Silti REIT-rahastot alkoivat menestyä, koska toimestilasta ja asunnoista oli pulaa nostaen vuokratasoa. Kuitenkin 1980-luvulla Yhdysvaltojen pörssikurssien kehitystä ehkä parhaiten kuvaava S&P 500 -osakeindeksi tuotti REIT-rahastoja paremmin. Voimakkaampi kasvu alkoi 1990-luvulla, vuonna 1990 REIT-rahastojen määrä oli 67, vuosituhannen vaihteessa niitä oli jo yli 200. Keskimääräinen yhden REIT-rahaston pääoma nousi samassa ajassa 72 miljoonasta dollarista 726 miljoonaan dollariin. Kaikkien REIT-rahastojen yhteenlaskettu pääoma nousi 1990-luvulla 15 miljardista dollarista yli 800 miljardiin dollariin. Yhtenä selityksenä voimakkaalle kasvulle on pidetty kiinteistöjen alhaisia arvostustasoja 1990-luvun alussa. (Gordon 2008, 78 - 82.)

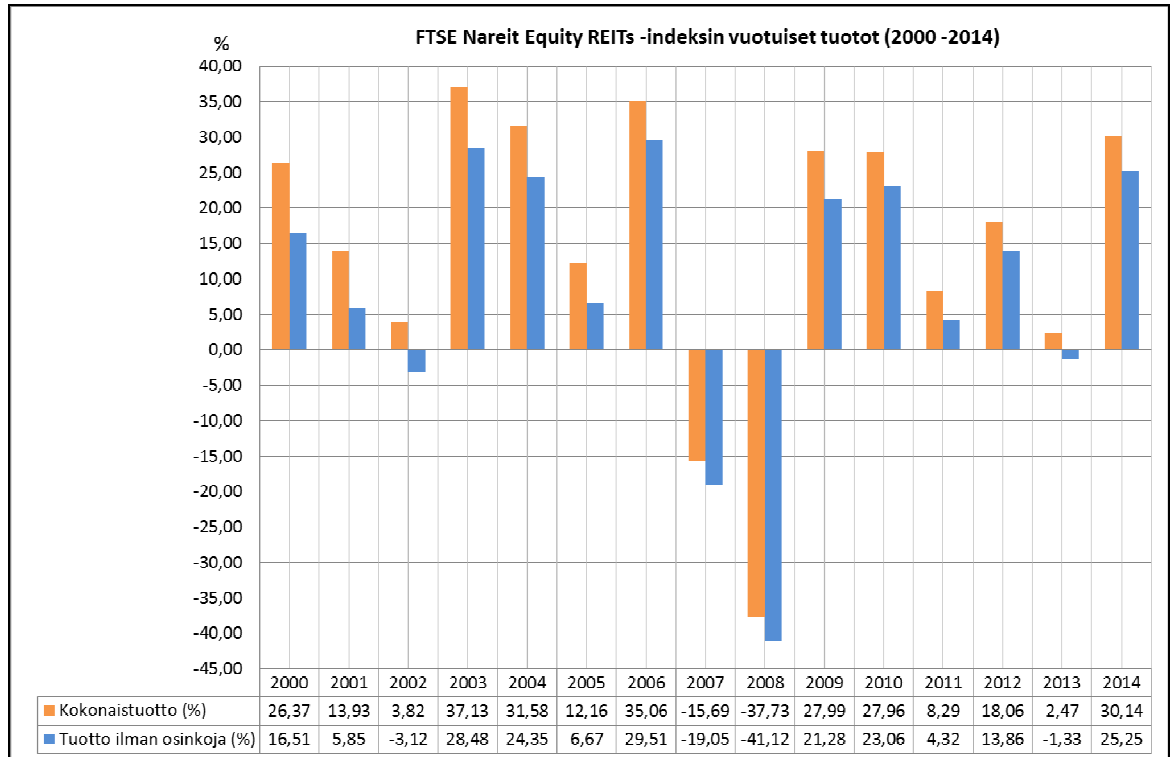
1990-luvun voimakas rahastopääomien kasvu toi mukanaan tarpeen monipuolistaa REIT-rahastojen kiinteistösalkkujen sisältöä. Aiemmin sijoitukset olivat tyypillisimmillään kaupakeskuksia ja asuinkiinteistöjä. 1990-luvulla ymmärrettiin, että REIT-mallia voidaan hyödyntää kaikenlaisissa kaupallisissa kiinteistöissä, kuten hotelleissa, sairaalakiinteistöissä ja toimistorakennuksissa. (Gordon 2008, 84.)

Lainsäädäntöä uusittiin vuonna 1999 (REIT Modernization Act 1999) siten, että REIT-rahastot saivat oikeuden eräänlaisen palveluyhtiön kautta tarjota kiinteistöjen hallinnointiin liittyviä palveluita, kuten USA:ssa tyypillisiä vastaanottopalveluita arvokkaissa asuinkiinteistöissä (consierge services). Uudistus tarjosi myös terveyssektorin REIT-rahastoille täysin uuden ansaintatavan. Rahastoille avautui mahdollisuus myydä erilaisia lisäarvopalveluita senioritalojen ja hoivakotien asukkaille. Laki myös mahdollisti REIT-rahastoille helpommat keinot ostaa, myydä ja kehittää kiinteistöjä. (Block 2012, 37.)

2.1.1 REIT-rahastojen voimakas arvonnousu ja romahdus helmikuussa 2007

2000-luku oli REIT-sijoittajille suurten voittojen aikaa helmikuuhun 2007 asti. Kuvion 1 mukaan ainoastaan vuonna 2002 REIT-rahastojen keskimääräinen tuotto osinkoineen ei ollut kaksinumeroinen. Tuotot eivät selittyneet juurikaan kiinteistöjen arvonnousulla, vaan sillä, että sijoittajat halusivat IT-sektorilla muodostuneen pörssikuplan aiheuttamien tappioiden jälkeen etsiä perinteisempiä ja helpommin hahmotettavia sijoituskohteita, kuten kiinteistöjä. Sijoittajat olettivat REIT-rahastojen olevan vakaita ja turvallisia kohteita, koska osinkotulo on ennustettavampaa kuin esimerkiksi pörssilistatuissa kasvuyhtiöissä. Toki myös kiinteistöjen arvonnousu 2000-luvun alkuvuosina innosti sijoittajia odottamaan REIT-rahastoista hyvää tuottoa. Ennen helmikuussa 2007 alkanutta romahdusta REIT-rahastot

eivät olleet korreloineet voimakkaasti muiden omaisuusluokkien kanssa, mikä lisäsi sijoittajien optimismia ja uskoa siihen, että IT-kuplan kaltaista romahdusta ei voi kiinteistösijoituksille tapahtua. Sijoittajainformaation lisääntyminen ja yleinen läpinäkyvyyden parantuminen internetin myötä myös herätti piensijoittajissa luottamusta. (Block 2012, 124 - 127.)



Kuvio 1. FTSE Nareit Equity REITs -indeksin vuotuiset tuotot v. 2000 - 2014 (Reit.com 2015).

Kuvio 1 havainnollistaa USA:n REIT-markkinoita kattavasti kuvaavan FTSE NAREIT Equity REITs -indeksin 2000-luvun kehitystä. Oranssi (vaaleampi) palkki kuvaa kokonaistuottoa osinkoineen. Taulukosta voidaan havaita, että osinkotuotot ovat olleet säännöllisesti hyvällä tasolla, vuosituhanen vaihteessa jopa keskimäärin 10 prosentin suuruisia. Osingot pysyivät myös vakuudettomien asuntoluottojen arvopaperistamisesta ja sitä seuranneista luottotappioista käynnistyneen subprime-kriisin aikana yli kolmessa prosentissa nousten vuonna 2009 lähes kuuteen prosenttiin osakekurssien laskun seurauksena. Arvonvaihtelut ovat olleet voimakkaita, hintaindeksi (tuotto ilman osinkoja) putosi vuonna 2008 yli 40 prosenttia. Huomionarvioista on myös erittäin hyvien vuosituottojen lukumäärä. Kokonaistuotto on ollut yli 20 prosenttia seitsemänä vuonna viidestätoista.

7.2.2007 REIT-rahastojen hintakehitystä kuvaava toinen yleisesti käytössä oleva MSCI US REIT-hintaindeksi saavutti ennätystasonsa, 1233,66 pistettä. Tästä alkoi yli kaksi vuotta kestänyt romahdus, joka päättyi maaliskuussa 2009 pistelukuun 287,87. Vakaana pidetty sijoitusluokka menetti arvoaan keskimäärin lähes 77 prosenttia, osingot huomioiden

hieman vähemmän. Romahdus johti suuren General Growth Properties -rahaston konkurssihakemukseen huhtikuussa 2009. USA:n triljoonien dollarien arvoinen kiinteistöomaisuus ei suinkaan menettänyt arvoaan kokonaisuudessaan näin paljon. On tärkeää osata hahmottaa, miten näin iso romahdus voi realisoitua REIT-rahastojen arvoon. REIT-rahastojen romahdusta on selitetty sillä, että kaikki kiinteistösijoittamiseen liittyvät muuttajat kääntyivät epäsuotuisaksi yhtäaikaan. Yhdysvalloissa investointipankit olivat asettaneet suuria sitovia johdannaissopimuksia, joiden arvot oli sidottu kiinteistöjen vakaaseen arvotukseen sekä asuntolainojen luottotappioriskien pysymiseen matalalla tasolla. Kun kiinteistöjen arvot laskivat alle niihin sidottujen luottojen, syntyi paniikki, joka johti suurten investointipankkien konkursseihin, luottokannan pakkorealisointiin ja alaskirjauksiin. REIT-rahastoille elintärkeä edullinen vieraan pääoman saatavuus katkesi, jolloin sijoittajien luottamus kiinteistöihin romahti. Syntyi tilanne, jossa ei enää osattu arvioida analyyttisesti kiinteistöjen oikeaa arvoa. REIT-rahastojen arvot laskivat velkavivun takia pääosin enemmän kuin yksittäisten kohteiden todelliset hinnat. Vaikka velkavivun arvioitiin olevan järkevällä tasolla (43 prosenttia), huomattiin, ettei sillä ollut merkitystä finanssikriisin iskiessä kiinteistömarkkinoille. Rahastojen arvonlaskua kiihdytti luonnollisesti myös kysynnän ja tarjonnan epätasapaino, koska myyjä oli pörssissä enemmän kuin ostaja. (Block 2012, 127 - 130.)

Piensijoittajan on ymmärrettävä, että REIT-rahaston osakkeenomistaja voi menettää koko sijoitetun pääoman aivan kuten yksittäisen pörssiosakkeen kohdalla. On siis tärkeää tietää, että REIT-rahasto eroaa perinteisestä piensijoittajille tarjottavasta osakepohjaisesta kiinteistörahastosta, jossa koko pääoman menettäminen on epätodennäköistä. Edes rahastoyhtiön konkurssi ei aiheuttaisi sijoitusten arvon romahtamista, koska yksittäisen rahaston varallisuus on erillään hallinnointiyhtiön taseesta. Konkurssitilanteessa sijoituspääoma siirtyisi väliaikaisen säilytysyhteisön haltuun, jonka jälkeen konkurssipesä etsii osuudenomistajalle uuden palveluntarjoajan. Välivaiheen aikana sijoittajat eivät pysty merkitsemään tai lunastamaan osuuksiaan. (Pörssisäätiö 2008.)

2.1.2 REIT-markkina romahduksen jälkeen

Keväällä 2009 luottamus REIT-rahastoihin alkoi palautua. Rahastot hakivat uutta pääomaa osakeanneilla, jotka hinnoiteltiin sijoittajan kannalta houkutteleviksi. Vuoden loppuun mennessä REIT-rahastot onnistuivat keräämään 11,75 miljardia dollaria uutta pääomaa sijoittajilta 87 rahaston liikkeeseen laskemana. Useat rahastot vähensivät velkavivun määrää ja laina-aikojen maturiteetteja lyhennettiin korkoriskin pienentämiseksi. Lainoittajat eivät aluksi luottaneet REIT-rahastoihin, esimerkiksi arvostettu Simon Property Group-rahasto joutui maksamaan 10,75 prosentin korkoa 10-vuotisesta vakuudettomasta

velkakirjalainasta. Jotkut REIT-rahastot joutuivat leikkaamaan tai jättämään osingot kokonaan maksamatta vuosina 2008 - 2010 heikon vuokratuoton ja osakeantien aiheuttaman osakekohtaisen laimentumisen takia. (Block 2012, 130 - 131.)

Kiinteistöperustaiset REIT-rahastot muodostavat tällä hetkellä noin 70 prosenttia koko Yhdysvaltojen pörssilistatuista rahastoista ja 90 prosenttia yhteensä noin 700 miljardin dollarin markkina-arvosta. Lukumääräisesti kiinteistöperustaisia REIT-rahastoja on listattuna noin 150 kappaletta, joista lähes kaikki on listattu New Yorkin pörssiin (NYSE). Listatuilla REIT-rahastoilla on omistuksessaan yli triljoonan dollarin arvoinen kiinteistömassa, joka koostuu yli 40 000 kiinteöstä kaikissa USA:n osavaltioissa. REIT-rahastot omistavat arviolta 15 prosenttia koko USA:n kiinteistövarallisuuden arvosta. REIT-rahastot ovat levinneet noin 30 maahan. (Reit.com.2014b.)

Taulukko 1. Tuottovertailu USA:n pääindeksien ja FTSE Equity REIT -indeksin välillä vuosina 2000 - 2014 (Reit.com 2015).

Kokonaistuotto-% /v	5 vuotta	10 vuotta	15 vuotta
FTSE Equity REIT	12,90	8,42	11,44
S&P 500	16,19	8,43	4,67
Dow Jones Ind Average	12,99	8,53	6,02

REIT-osakkeiden osingot huomioiva kokonaistuotto on ollut vuosina 2000 - 2014 lähes kaksinkertainen verrattuna Dow Jones Industrial Average -tuottoindeksiin (taulukko 1), kattavampi S&P500-tuottoindeksi on hävinnyt keskimäärin 6,77 prosenttiyksikköä vuodessa FTSE Equity REIT -tuottoindeksille. 10 vuoden aikavälillä kokonaistuotot ovat olleet hyvin samankaltaisia, vuosina 2010 - 2014 S&P 500 -indeksi on voittanut REIT-indeksin 3,39 prosenttiyksiköllä keskimäärin vuosittain.

Myös osinkotuotoissa REIT-rahastot ovat menestyneet erittäin hyvin. Vuonna 2014 REIT-rahastot maksoivat keskimäärin 3,57 prosentin osingot, S&P 500 -indeksin sisältämien osakkeiden vastaava tuotto oli vain 2,01 prosenttia. (Reit.com 2015).

2.2 Yleisimmät REIT-rahastotyytit

Reit.com-sivusto jakaa REIT-rahastot kymmeneen eri luokkaan, joista tässä tutkimuksessa käsitellään viittä suurinta, jotka muodostavat vajaat 75 prosenttia kaikista Yhdysvallois-

sa toimivista REIT-rahastoista. Alla kuvattujen lisäksi on teollisuuskiinteistöihin, varastotiloihin, metsätiloihin ja infrastruktuuriin sijoittavia rahastoja. (Reit.com.2014b.) Erikoisemmista yksittäisistä REIT-rahastoista voidaan mainita viinitiloihin sijoittava Vintage Wine Trust sekä Entertainment Properties Trust, joka on sijoittanut yli 2 miljardia dollaria elokuvateattereihin, hiihtokeskuksiin ja vesipuistoihin (Gordon 2008, 210). Lisäksi REIT-rahastoihin voi sijoittaa ETF-rahastojen avulla keskitetysti, jolloin yhdellä sijoituksella saa laajasti hajautetun kokonaisuuden (ishares 2014). ETF-REIT-rahastoja esitellään tarkemmin kappaleessa 3 sekä erillisessä piensijoittajan oppaassa (liite 1).

2.2.1 Toimitilat (Office REITs)

Toimitilat ovat yksi suhdanneherkimmistä kiinteistösijoittamisen osa-alueista. Arviolta 80 prosenttia USA:n toimitiloista on kiinteistösijoittajien omistuksessa, josta noin 10 prosenttia eli 100 miljardin dollarin arvoinen osa on REIT-rahastojen omistamia. Toimitiloihin sijoittavia REIT-rahastoja on noin 15 prosenttia kaikista julkisesti noteerattavista REIT-rahastoista. Toimistokiinteistöjen arvonmäärittämisen helpottamiseksi on kehitetty ryhmitteilyitä, jotka perustuvat rakennusten ikään, korkeuteen, pinta-alaan, sijaintiin sekä alueen kysyntään ja tarjontaan. Esimerkiksi yli 15-kerroksiset rakennukset ovat tutkitusti kalleimpia ylläpitää ja sijaitsevat yleensä arvokkaammalla maapohjalla, jolloin niihin kohdistuu suurempi maanvuokra tai kiinteistövero kuin keskimäärin. (Gordon 2008, 103 - 104.)

Lisäksi toimitilakiinteistöjä arvioidaan laadullisin perustein. A-luokkaan kuuluvat uudet toimitilat tiheään asutuilla alueilla, joissa on parhaat talotekniset ominaisuudet. B-luokan toimitila on tyypillisesti esikaupunkialueella sijaitseva toimiva, mutta suositaan menettävä kiinteistö. C-luokka edustaa halvimpia toimitiloja, joista puuttuvat monet nykyajan mukavuudet. (Gordon 2008, 104.)

Toimistoihin sijoittavan REIT-rahaston hoitaja joutuu analysoimaan useita eri tekijöitä sijoituspäätöstä tehdessään. Pyrkimys mahdollisimman suureen prosentuaaliseen vuokratuottoon tarkoittaisi mahdollisesti epäedullista sijaintia, riskiä suurista tulevista saneeraus kustannuksista sekä epävarmuutta vuokrausasteen tasosta. Vuokralaisen näkökulmasta oleellisia tekijöitä ovat hyvät liikenneyhteydet, alueen vetovoimatekijät, työvoiman tarjonta ja itse tilojen houkuttelevuus. REIT-rahastonhoitajan kannalta onnistunut investointi edellyttää erittäin hyvää paikallistuntemusta ja huolellisia kannattavuuslaskelmia. REIT-rahastoon sijoittavan tahon on näiden tekijöiden lisäksi pohdittava myös toimistokiinteistöjen kysyntänäkymiä tulevaisuudessa eli sitä, aiheuttaako etätyön lisääntyminen ja teknologian kehittyminen toimistotilojen käytön vähentymistä. (Gordon 2008, 105 - 106.)

2.2.2 Asuntoihin sijoittavat REIT-rahastot (Residential REITs, Apartment REITs)

Asuntoihin sijoittavat REIT-rahastot ovat suomalaisille tutuimpia, koska Helsingin pörssissä listattu Orava Asuntorahasto toimii samalla peruseriaaiteella kuin yhdysvaltalaiset esikuvansa.

Yhdysvalloissa REIT-rahastot omistivat vuonna 2007 noin miljoona asuntoa, joka oli 15 prosenttia koko vuokra-asuntomarkkinasta. Vuonna 1991 asuntoja oli vain 50 000. REIT-rahastot luokittelevat asuntokantaa vastaavilla mittareilla kuin toimistokiinteistöjä. A-luokituksen saa alle viisi vuotta vanha kohde, jossa asukkaille tarjotaan lisäarvopalveluita, kuten autonpesua, tenniskenttiä tai consierge-palveluita. B- ja C-luokka edustavat vaatimattomampaa tasoa. Asuinkiinteistöjä luokitellaan myös niiden kerrosluvun ja sijainnin perusteella. Suosituimpia asuntorahastoja ovat olleet 2000-luvulla korkeisiin asuinkiinteistöihin sijoittavat sekä laajan piha-alueen palveluineen sisältävät kokonaisuudet. (Gordon 2008, 120.)

Yhdysvalloissa tutkitaan jatkuvasti asumiskustannuksia vertailemalla omistusasumista ja vuokra-asumista. Deutsche Bankin tutkimus vuodelta 2006 esitti, että keskimäärin 47 suuressa metropolialueella omistusasumisen kokonaiskustannus oli 1500 dollaria kuukaudessa kun taas vuokra-asumisen vain 750 dollaria kuukaudessa. Tutkimustulosta voidaan analysoida joko siten, että vuokra-asuminen on kannattavaa tai siten, että sijoittajan näkökulmasta vuokratasoissa on nousuvaraa. Kolmas päätelmä on se, että vuokra-asunnoista oli tuolloin ylitarjontaa. Suomalaisesta näkökulmasta tutkimusta vääristää se, että omistusasunnon hankinnan rahoituksen oletetaan olevan kokonaan velkapääomaa (Gordon 2008, 122.)

Vuonna 2013 Forbes-lehdessä julkaistu tutkimus antaa päinvastaisen tuloksen, sen mukaan omistusasuminen tulee Yhdysvalloissa keskimäärin 44 prosenttia edullisemmaksi kuin vuokralla asuminen. Suurin selitys täysin erilaiselle tulokselle on korkotason voimakas lasku sekä asuntojen hintojen alamäki subprime-kriisin seurauksena. (Forbes 2013.)

2.2.3 Vähittäiskauppakiinteistöihin sijoittavat rahastot (Retail REITs)

Vähittäiskauppakiinteistöt ovat suurin yksittäinen sektori Yhdysvaltojen kiinteistöihin sijoitavista REIT-rahastoista edustaen noin 26 prosentin osuutta. REIT-rahastot omistavat arviolta kolmanneksen maan pienistä kauppakeskuksista ja noin puolet suuremmista (super regional malls). REIT-rahastot omistavat myös noin 15 prosenttia suurmyymälöistä, tunnetuimpia ovat Wal-Mart ja Home Depot. Osuudet ovat siis huomattavasti suurempia kuin asuntomarkkinoilla. Kiinteistösijoittajat jakavat vähittäiskauppakiinteistömarkkinaa

Yhdysvalloissa lisäksi pienempiin osa-alueisiin, kuten outlet-kauppakeskuksiin, kalliimpiin tuotteisiin keskittyviin kauppakeskuksiin (fashion malls) ja pienempiin lähiökauppakeskuksiin (community shopping centers). (Gordon 2008, 133 - 135.) Tarkka jaottelu auttaa pien-sijoittajia analysoimaan kohteita paremmin ja tarjoaa runsaasti mahdollisuuksia keskittyä haluttuun segmenttiin.

Vähittäiskauppaan sijoittavat REIT-rahastot joutuvat noudattamaan erilaista strategiaa vuokrasopimuksissaan verrattuna asuntoihin tai toimistokiinteistöihin sijoittaviin rahastoihin. Kauppakeskuskiinteistön omistaja ei voi menestyä ilman vuokralaistensa menestystä. Siksi vuokrasopimukseen liitetään lisäehtoja, joilla pyritään edistämään molempien etua. Vuokranantaja voi vaatia provisiota, mikäli myymälät ylittävät niille asetetut myyntitavoitteet. Vastaavasti omistajalla voi olla velvollisuus kustantaa markkinointikampanjoita ja järjestää promootitilaisuuksia myynnin edistämiseksi. Vuokrasopimukset ovat pituudeltaan yleensä kolmesta kuuteen vuotta, kun taas asuntorahastojen vuokrasopimukset ovat selvästi lyhyempiä, mutta toimistokiinteistöihin sijoittavien rahastojen sopimukset ovat tätäkin pitempiä. Rahastot seuraavat tarkasti omistamiensa liiketilojen myynnin kehitystä ja vertaavat myyntilukuja vastaaviin tiloihin muissa kauppakeskuksissa. Rahastot eli kiinteistönomistajat osallistuvat siis erittäin tiiviisti asiakkaidensa liiketoimintaan. Retail REIT-rahastojen salkunhoitajilta vaaditaan erittäin hyvää vähittäiskaupan tuntemusta ja trendien ja alueellisten vetovoimatekijöiden ymmärrystä. (Gordon 2008, 136 - 137.)

Ennen uusien sijoituspäätösten tekoa rahasto joutuu analysoimaan kohdealueen väestörakennetta, sen ostovoimaa, väestönkasvuennustetta, elinkeinorakennetta ja sen kykyä selviytyä tulevaisuudessa. Lisäksi verkkokaupan voimakas kasvu sekä teknisen kehityksen aiheuttamat ostotottumusten muutokset on otettava huomioon. Asiakkaat myös vaativat kauppakeskuskiinteistöiltä enemmän laatua, tämä on johtanut saneeraus- ja kehityskustannusten kaksinkertaistumiseen 1990-luvun alkuvuosista. (Gordon 2008, 138.)

2.2.4 Terveyssektoriin sijoittavat REIT-rahastot (Health Care REITs)

Terveyssektorin REIT-rahastot sijoittavat Yhdysvalloissa senioritaloihin, hoivakoteihin, terveysasemiin, sairaalakiinteistöihin ja laboratorioihin. Rahastot eivät osallistu lainkaan kiinteistöissä harjoitettavaan liiketoimintaan. Vuokra-ajat ovat tyypillisesti erittäin pitkiä. Pitkät vuokrasopimukset ja se, etteivät kiinteistön omistajat pääse hyötymään vuokralaistensa taloudellisesta menestyksestä kuten vähittäiskaupakiinteistöissä, ovat aiemmin vähentäneet sijoittajien mielenkiintoa terveyssektoriin. Toisaalta suhdannevaihtelut eivät suuresti vaikuta toimialaan, koska terveyspalveluiden kysyntä on tasaista. Vuokratuotot ovat keskimääräistä matalampia, mutta toisaalta riskit vuokralaisten menettämisestä ovat

pienet. Myös mahdollisuudet keskimääräistä edullisempaan vieraan pääoman hintaan ovat hyvät, koska luotonantajan kannalta terveyssektorin kiinteistöt ovat vakaampia kuin esimerkiksi toimistotilat. Terveyssektorilla kiinteistösijoittajien keskinäinen kilpailukaan ei ole merkittävää, koska hoivakotiyhtiö tai sairaala ei yleensä siirry kilpailutuksen kautta toisiin tiloihin kuten muut yritykset. (Block 2012, 78 - 79.)

Terveyssektorin rahastojen riskit liittyvät yleensä poliittisiin päätöksiin ja kiinteistöjen joustamattomaan rakenteeseen (single-use facilities). Poliittiset toimenpiteet saattavat lisätä tai vähentää yksityisten terveyspalveluiden kysyntää. Sairaalarakennusten muuttaminen toiseen käyttötarkoitukseen voi myös olla vaikeaa, mikä myös vaikuttaa maapohjan arvonalkeutukseen. Myös korkotason nousu voi aiheuttaa suurempia menetyksiä rahastolle verrattuna asuntorahastoihin pitkien vuokrasopimusten takia. (Block 2012, 80.)

Viime vuosina sektori on kuitenkin tuottanut erittäin hyvin, koska sijoittajat luottavat tulevaisuuden kysynnän kasvuun, joka näyttää valoisammalta kuin esimerkiksi vähittäiskaupakiinteistöissä, joiden vuokralaisten menestystä uhkaa verkkokaupan kasvun lisäksi tarjonnan lisääntymisen aiheuttama kilpailutilanteen kiristymisen. (Gordon 2008, 171.)

2.2.5 Hotellikiinteistöihin sijoittavat REIT-rahastot (Hotel/Motel REITs)

Hotellikiinteistöt ovat suhdanneherkimpää REIT-rahastoja, koska suuri osa yöpymisistä ei perustu välttämättömiin tarpeisiin. Hotelliyöpymisistä kertyvää tulovirtaa ei pystytä ennustamaan yhtä tarkasti kuin muissa rahastotyypeissä. Hyvin johdettu hotelliketju osaa tasoittaa kysynnän vaihteluita dynaamisella hinnoittelulla kehittyneiden järjestelmien ansiosta, joilla seurataan varausasteen kehitystä. Alan suurin ongelma on ylikapasiteetti. Hyvässä taloussuhdanteessa luotetaan siihen, että kysyntä kasvaa, jolloin investoidaan rohkeasti uusiin hotellikiinteistöihin. Suhdanteen heikentyessä huonehintoja painaa siten alaspäin ostovoiman heikentymisen lisäksi edellisestä taantumasta kasvanut tarjonnan määrä. (Gordon 2008, 196.)

Hotellisektorin monipuolisen rakenteen myötä on luotu segmenttijaottelu, joka muodostuu luksushotelleista, liikematkustushotelleista, keskitason hotelleista, alhaisen palvelutason hotelleista sekä edullisista motelleista. Lainsäädäntö estää REIT-rahastoja ja niiden tytäryhtiöitä toimimasta hotellioperaattoreina. Silti REIT-rahastot saavat usein osuuden hotelleissa tapahtuvasta myynnistä, kuten ravintolapalveluista. Rahastojen vuokralaiset ovat pääosin tunnettuja hotelliketjuja, joilla on laajemmat markkinointiresurssit sekä kehittyneemmät varausjärjestelmät kuin yksityisillä hotelleilla. REIT-rahastoille ketjut ovat helpompia kumppaneita, koska ketjujen hallinnointi on keskitettympää. Rahaston edustaja voi

neuvotella yhden henkilön kanssa kymmeniä hotelleja koskevista asioista. Hotellisektorilla REIT-rahastot joutuvat varautumaan huomattaviin saneerauskustannuksiin, koska menestyvät hotelliketjut vaativat kiinteistöiltä hyvää tasoa. (Gordon 2008, 197 - 198.)

3 ETF-rahastot ja REIT-ETF:t

Tässä kappaleessa esitellään ETF-rahastojen toimintaperiaate, kulurakenne ja se, miten ne eroavat osakkeista ja perinteisistä sijoitusrahastoista. Yksittäisistä sijoituskohteista käsitellään tarkemmin ainoastaan kiinteistöihin sijoittavia REIT-ETF-rahastoja.

3.1 Perustietoa ja historiaa

ETF (Exchange Traded Fund) tarkoittaa pörssinoteerattua sijoitusrahastoa, jolla voi käydä kauppaa kuten pörssinoteeratuilla osakkeilla. Sijoittaja maksaa omalle arvopaperivälittäjälleen hinnaston mukaisen välityspalkkion ostaessaan ja myydessään ETF-rahastoja. ETF-rahasto voi sijoittaa osakkeiden lisäksi esimerkiksi korkoinstrumentteihin, raaka-ainejohdannaisiin ja valuuttoihin sille määriteltujen sääntöjen puitteissa. Yleensä ETF-rahastojen sijoituspolitiikka on passiivista eli rahastot pyrkivät sijoittamaan ilmoitetun indeksin sisältämiin kohteisiin. Siten rahastot eivät saavuta tietyn markkina-alueen tai sektorin keskimääräistä kehitystä parempaa tai huonompaa tuottoa. Osa ETF-rahastoista on salkunhoidoltaan aktiivisia. (Kaartinen & Pomell 2013, 8.)

ETF-rahastojen katsotaan saaneen alkunsa modernin portfolioteorian kehittäneen Harry S. Markowizin väitöskirjatutkimuksesta vuonna 1952. Hän vertaili yksittäisen osakkeen riskiä suhteessa suurempaan portfolioon ja tuli johtopäätökseen, että laajalla hajauttamisella saavutetaan pienemmällä riskillä suurempi tuotto. Ensimmäinen yleisölle avoin indeksirahasto, Vanguard First Index Investment Trust, avattiin vuonna 1976 John C. Boglen toimesta. Boglen ajatuksena oli, että passiivinen sijoittaminen tuo paremman lopputuloksen kuin aktiivinen kaupankäynti. Ensimmäinen varsinainen pörssinoteerattu ETF-rahasto aloitti vuonna 1989, kohteena oli Kanadan 35 vaihdetuinta yritystä. (Kaartinen & Pomell 2013, 9.)

ETF-rahastojen lukumäärä on noin 1400 ja kokonaispääoma 3000 miljardia US-dollaria. Tästä osakepohjaisten rahastojen osuus on noin 80 prosenttia. Suomessa on listattu yksi ETF-rahasto, Helsingin pörssin 25 vaihdetuimpaan yhtiöön sijoittava Seligson & Co:n OMX Helsinki 25-ETF, joka aloitti helmikuussa 2002. (Kaartinen & Pomell 2013, 10 - 11.) Tämä rahasto on voittanut Morningstar Awards -palkinnon kolmena vuonna peräkkäin vuosina 2013 - 2015 parhaana kotimaisena osakerahastona (Morningstar 2015).

3.1.1 ETF-rahastojen kustannusvertailu yleisimpiin sijoituskohteisiin

Passiivinen sijoitusstrategia tarkoittaa palveluntarjoajan näkökulmasta vähäisempää työmäärää verrattuna aktiiviseen salkunhoitoon. Sijoittaja maksaa siten alhaisempaa vuotuis-

ta hoitopalkkiota suostuessaan siihen, ettei rahasto pyri valikoimaan parhaita mahdollisia sijoituskohteita, vaan sijoittaa automaattisesti esimerkiksi 25 suurimpaan yhtiöön indeksin mukaisilla painotuksilla. Lopullinen tuotto ei ole täsmälleen sama kuin indeksin mukaan laskettu tuotto, mutta on lähellä sitä. (Kaartinen & Pomell 2013, 13.) Toisaalta yhä useammat rahastoyhtiöt tarjoavat piensijoittajille sijoitusrahastojen merkinnät ja lunastukset veloitusetta (Nordnet 2015a, Handelsbanken 2015), kun taas ETF-osuuden ostosta ja myynnistä peritään aina palkkio ja lisäksi sijoittaja voi maksaa osto- ja myyntikurssin erotuksesta aiheutuvaa kustannusta eli spreadia (Kaartinen & Pomell 2013, 15). Lyhytaikaisessa sijoituksessa perinteinen rahasto voi siten olla kokonaiskustannuksiltaan edullisempi, mikäli rahasto ei peri merkintä- ja lunastuspalkkiota.

Suoriin osakesijoituksiin verrattuna ETF-rahastojen kustannustehokkuus perustuu sijoitettavaan pääomaan. Osakevälitysliikkeet perivät jokaisesta kaupasta palkkion riippumatta kaupan koosta. Esimerkiksi ainoan kotimaisen OMXHelsinki 25-ETF-rahaston mukaisen osakesalkun perustaminen tulee maksamaan suomalaiselle piensijoittajalle yli 100 euroa pelkkänä minimipalkkiona ilman aktiiviselle asiakkaalle myönnettäviä alennuksia. Sijoitettaessa yksityishenkilön näkökulmasta huomattavan suuria pääomia tai kaupankäynnin ollessa aktiivista, voi suora sijoittaminen muodostua ETF-rahastoja edullisemmaksi, koska arvopaperivälittäjien palkkiohinnastot joustavat alaspäin kaupankäyntivolyymien perusteella. (Nordnet 2015a.)

ETF:ien lisäksi piensijoittajien saatavilla on rahastoyhtiöiden hallinnoimia indeksirahastoja, jotka toimivat pääsääntöisesti samalla periaatteella kuin ETF:t, mutta ovat kaupankäynnin kannalta samanlaisia kuin perinteiset sijoitusrahastot, jolloin osto- ja myyntinoteerausten välillä ei ole spreadia. Indeksirahastojen toinen etu ETF-rahastoihin verrattuna on se, ettei niihin vaadita erillistä arvopaperisäilytyspalvelua, josta voidaan periä säilytyspalkkio. Indeksirahastoissa merkintä- ja lunastuspalkkiot ovat joko erittäin alhaiset, 0,10 - 0,15 prosenttia (OP 2015) tai niitä ei peritä lainkaan (Handelsbanken 2015, Seligson 2015). Nordnet Pankki toi vuonna 2014 Suomeen kaksi indeksirahastoa, jotka eivät peri lainkaan vuotuista hallinnointipalkkiota. Yhtiön markkinointimateriaalissa nämä uudet rahastot on nimetty superrahastoiksi (Nordnet 2015b). Pääsääntöisesti indeksirahastojen hallinnointipalkkiot ovat korkeammat kuin ETF-rahastojen, esimerkiksi OP Rahastoyhtiö perii indeksirahastojensa I-sarjasta 0,75 prosentin hallinnointipalkkion (OP 2015), Handelsbankenin Europafond Index-rahaston hallinnointipalkkio on 0,40 prosenttia (Handelsbanken 2015). Ishares MSCI Europe ETF:n palkkio on 0,35 prosenttia, Seligson OMX 25 Helsinki ETF:n vastaavasti 0,18 prosenttia (Kaartinen & Pomell 2013, 52, 54).

Aktiivisesti hoidettuja sijoitusrahastoja ei voida verrata suoraan ETF-rahastoihin, koska hiukan heikompikin tuottokehitys voi tarkoittaa parempaa onnistumista, jos tulosta mitataan riskitason perusteella. Salkunhoitaja voi suunnitelmallisesti poimia pienemmän riskitason osakkeita kuin vertailuindeksin muodostaman kokonaisuuden keskimääräinen riski. (Puttonen & Repo 2011, 129.)

3.2 ETF-rahastojen eri toteutustavat

ETF-rahastojen muodostamasta kokonaisuudesta käytetään lyhennettä ETP (Exchange Traded Product). Termi ETP kattaa fyysiset eli arvopaperimuotoiset ETF-rahastot, synteettiset ETF-rahastot sekä ETC:t (Exchange Traded Commodity) eli hyödykepohjaiset rahastot ja ETN:t (Exchange Traded Notes), jotka ovat velkakirjapohjaisia rahastoja. (Kaartinen & Pomell 2013, 32.) Tässä yhteydessä perehdytään vain osakepohjaisiin ETF-rahastoihin, jollaisia REIT-ETF:t ovat.

3.2.1 Fyysinen eli arvopaperimuotoinen ETF

Fyysinen toteutustapa tarkoittaa sitä, että ETF:n liikkeeseen laskija ostaa rahastoon konkreettisesti valitun kohdeindeksin mukaisia arvopapereita indeksin mukaisessa suhteessa aivan kuten osakkeisiin sijoittava sijoitusrahasto. Fyysinen toteutustapa aiheuttaa kaupan-
käyntikustannuksia, joka alentaa ETF:n tuottoa verrattuna vertailuindeksiin, mutta rahasto voi hankkia lisätuloja osakelainauksella. Osakelainaus voi olla vakuudellista tai vakuudetonta, vakuudeton lainaus voi aiheuttaa rahastolle tappioita. Piensijoittajan näkökulmasta fyysinen eli arvopaperimuotoinen ETF on selkeä ja turvallinen vaihtoehto verrattuna synteettiseen toteutukseen. (Kaartinen & Pomell 2013, 33.)

3.2.2 Synteettinen eli johdannaispohjainen ETF

Synteettinen eli johdannaispohjainen ETF nimensä mukaisesti ei sisällä lainkaan kohdeindeksin mukaisia arvopapereita, vaan vakuuskorin, jonka tuotto seuraa kohdeindeksin tuottoa erillisen tuotonvaihtosopimuksen eli swap-sopimuksen avulla. Piensijoittajan on ymmärrettävä, että johdannaissopimukseen sisältyy vastapuoliriski. Vastapuoli voi koostua yhdestä tahosta (single swap) tai useammasta (multi swap), jolloin sijoittajan asema on turvatumpi. UCITS III -direktiivi (sijoitusrahastoliiketoimintaa säätelevä direktiivi) määrittelee suurimman sallitun vastapuoliriskin, joka on single swap-sopimuksissa 10 prosenttia. ETF-liikkeeseen laskijat voivat määritellä erikseen direktiivin vaatimaa tasoa pienemmän vastapuoliriskin. Vastapuolen mahdollinen konkurssi oikeuttaa ETF-rahaston nostamaan vakuuspääoman ilman konkurssipesän suostumusta. Vastapuoliriski on suurimmillaan

silloin kun swap-sopimuksella on rahaston kannalta positiivinen arvo eli kohdeindeksi on tällöin noussut enemmän kuin vakuuskorin arvo. (Kaartinen & Pomell 2013, 33 - 34, 37.)

Synteettinen rakenne tarjoaa sijoittajalle pääsääntöisesti fyysistä rakennetta edullisemmat hallinnointipalkkiot sekä liikkeeseen laskijalle joustavamman mahdollisuuden sijoittaa epälikvideihin kohdeindekseihin. Rahasto ei joudu ostamaan tai myymään osakkeita sijoittajien kaupankäynnin takia. (Kaartinen & Pomell 2013, 37.)

3.3 REIT-ETF-rahastot Yhdysvalloissa

REIT-ETF-rahasto on pörssinoteeratuista REIT-rahastoista koottu hajautettu sijoituskori, joka pyrkii seuraamaan kohdeindeksin kehitystä mahdollisimman tarkasti. Kulurakenne suhteessa aktiivisesti hoidettuihin kiinteistörahastoihin on samankaltainen verrattaessa aktiivisesti hoidettuja osakerahastoja passiivisesti hoidettuihin ETF-rahastoihin. Yhdysvaltojen kiinteistömarkkinoilla piensijoittajalla on kolme perusvaihtoehtoa. Aktiiviset REIT-sijoitusrahastot valitsevat salkunhoitajien näkemyksen ja sijoituspolitiikan mukaisesti pörssinoteerattuja REIT-rahastoja ja pyrkivät saavuttamaan vertailuindeksiään parempaa tuottoa. Edut ja haitat ovat siten samat kuin kaikissa muissakin aktiivisesti hoidetuissa sijoitusrahastoissa. (Block 2012, 256.)

Myös REIT-ETF-rahastojen palkkiot ovat pääosin alhaisemmat kuin aktiivisesti hoidetuissa osakerahastoissa. 4,6 miljardin dollarin rahastopääomaa hallinnoiva iShares US Real Estate ETF perii 0,45 prosentin vuotuisen hallinnointipalkkion (iShares 2015). Fidelity rahastoyhtiön aktiivisesti hoidettujen REIT-rahastojen hallinnointipalkkiot ovat 0,83 - 1,14 prosenttia, yhtiö tarjoaa myös REIT-indeksirahastoa, jossa palkkio on vain 0,35 prosenttia eli alhaisempi kuin yllä mainitulla ETF-rahastolla (Fidelity 2015). Aktiiviset REIT-rahastot perivät Yhdysvalloissa keskimäärin 0,80 - 1,50 prosentin vuotuisen hallinnointipalkkion (Block 2012, 256).

iShares 50 REIT-ETF perii 0,48 prosentin vuotuisen hallinnointipalkkion. Se sijoittaa 50 markkina-arvoltaan suurimpaan Yhdysvalloissa pörssinoteerattuun REIT-rahastoon riippumatta toimialasta. ETF:n kokonaistuotto osinkoineen perustamisesta (1.5.2007) vuoden 2014 loppuun asti on ollut 32,72 prosenttia eli 3,76 prosenttia vuodessa. Samalla ajanjaksolla REIT 50-indeksi on noussut 36,95 prosenttia eli 4,23 prosenttiyksikköä enemmän ja vuositasolla 4,19 prosenttia eli 0,43 prosenttiyksikköä enemmän. (iShares 2015). Rahasto on siten onnistunut seuraamaan vertailuindeksiään lähes sataprosenttisella tarkkuudella kun hallinnointipalkkio otetaan huomioon.

REIT-ETF-rahastot voivat noudattaa aktiivista salkunhoitoa sekä pyrkiä lisätuottoihin myymällä osakkeita lyhyeksi (short selling) tai ottamalla velkavipua (Block 2012, 257). Aktiivisesti hoidettu Powershares Active U.S Real Estate Fund on perustettu 20.11.2008 ja on tuottanut vuoden 2014 loppuun mennessä 405 prosenttia eli keskimäärin 25,74 prosenttia vuodessa. Rahasto on hävinnyt vertailuindeksilleen keskimäärin 1,15 prosenttiyksikköä vuosittain, sen hallinnointipalkkio on 0,80 prosenttia. (Invesco 2015.) Silti sen viiden vuoden ajalta kertynyt vuosittainen tuotto on ollut noin prosenttiyksikön parempi verrattuna Ishares 50 REIT-rahastoon, jossa vertailuindeksi pohjautuu 50 suurimpaan rahastoon. (iShares2015). Edellisten esimerkkien osalta on huomioitava rahastojen aloitusajan kohta. Jälkimmäisen tuottoon on vaikuttanut REIT50-indeksin voimakas lasku, joka alkoi helmikuussa 2007.

Yhdysvalloissa on helmikuussa 2015 yhteensä 30 pörssinoteerattua REIT-ETF-rahastoa, joista osa sijoittaa globaaleille kiinteistömarkkinoille. Ishares on liikkeeseen laskijoista suurin 13 rahastollaan. Tarjolla on esimerkiksi Kiinaan, kehittyville markkinoille, teollisuuskiinteistöihin ja asuntoihin sijoittavia rahastoja. (Reit.com2015a.) IShares US Real Estate ETF -rahastoa käsitellään tarkemmin erillisessä piensijoittajan oppaassa (liite 1).

4 REIT-rahastojen arvonmääritys verrattuna osakkeiden arvonmääritykseen

REIT-rahastot poikkeavat hieman sijoituskohteena perinteisestä pörssiosakkeesta, siksi niiden arvonmääritykseen on kehitetty tunnuslukuja, jotta sijoittaja osaisi paremmin arvioida rahastojen arvostustasoja. Esimerkiksi teollisuusyritys kirjaa vuosittain poistoja, jotka johtuvat tuotantoon käytettävien koneiden käytöstä aiheutuvasta arvonalaskusta. Yritys joutuu säännöllisin väliajoin tekemään korvausinvestointeja, jotka ehkä tehostavat tuotantoa tulevaisuudessa, mutta aiheuttavat kohdistettuja kustannuksia, joista ei saada tuloa myöhemmin. REIT-rahastojen kiinteistöomaisuudesta tehtävät poistot olisivat loogisia, mikäli kiinteistöt hankittaisiin samalla periaatteella kuin tuotantovälineet ja ne purettaisiin elinkaaren päätteeksi. Yhdysvalloissa REIT-rahastot joutuvat kirjaamaan kiinteistöjen perusparannuksista ja ylläpidosta aiheutuvia menoja kuluiksi, vaikka todellisuudessa nämä usein nostavat kiinteistöjen arvoa sekä mahdollistavat suurempia vuokratuloja tulevaisuudessa. Esimerkiksi hotelli kiinteistön täyssaneeraus johtaa todennäköisesti hotelliyöpymisistä maksettavien keskihintojen selvään nousuun. Tästä johtuen on kehitetty kaksi tunnuslukua, FFO (funds from operations) ja AFFO (adjusted funds from operations), joiden tarkoitus on auttaa määrittelemään tarkempi kuva REIT-rahaston todellisesta arvosta. (Block 2012, 145.)

4.1 Pörssilistattujen osakkeiden yleisimmät arvonmääritysmenetelmät

Tiivistettynä pörssilistatun osakkeen markkina-arvo perustuu yhtiön tulevaisuudessa odotettavaan menestykseen ottaen huomioon ennustettavuuden epätarkkuus eli riskitaso. Riskitasoa arvioidaan yhtiötasolla, toimialatasolla ja toimintaympäristön tulevaisuudennäkymien perusteella. Teknologia-yhtiön tulevaisuuden menestyksen ja kasvun arvioiminen on vaikeampaa kuin pankin tai kiinteistöihin sijoittavan yhtiön. (Kallunki & Niemelä 2012, 17.) Toimintaympäristö voi aiheuttaa yllätyksiä kaikille toimialoille, vaikka kriisi osuisi pahiten yhteen sektoriin. Vuosien 2007 - 2008 Yhdysvalloissa arvopaperistetuista asuntolainoista alkanut subprime-kriisi levisi ensin koko rahoitussektorille ja loppuvaiheessa pörssiturssit romahtivat kaikilla toimialoilla. (Kallunki & Niemelä 2012, 21)

4.1.1 P/B- ja P/E-luvut

Yleisimmin käytetyt osakkeen arvostusta mittaavat tunnusluvut ovat p/b (osakkeen hinta/osakekohtainen tasearvo) ja p/e (osakkeen hinta/osakekohtainen nettotulos). Molemmat luvut antavat tietoa vain menneisyydestä, koska ne perustuvat tilinpäätöstiedoissa julkaistuihin arvoihin. Alle yhden suuruinen p/b-luku tarkoittaa sitä, että yrityksen nettovallisuus on suurempi kuin osakekannan markkina-arvo. P/e-luku ilmaisee, kuinka monta

vuotta kuluu siihen, että yrityksen edellisvuoden tulostasolla saadaan kokoon pääoma, joka on yhtä suuri kuin nykyhetken markkina-arvo. (Kallunki & Niemelä 2012, 24, 273.)

Pankkikonserni Nordean p/b-luku vuoden 2008 alussa oli 1,80. Sijoittajat arvostivat yhtiön liiketoiminnan lähes kaksi kertaa arvokkaammaksi suhteessa omaan pääomaan. Tammi-kuussa 2009 p/b-luku oli 0,59 eli sijoittajien näkemyksen mukaan yhtiön markkina-arvo oli vain 59 prosenttia tasearvosta. Heinäkuussa 2009 Nordean p/b-luku oli noussut yli kaksinkertaiseksi (1,27) ja samassa ajassa osakekurssikin kaksinkertaistui. Esimerkki vahvistaa sen, että yksittäisiä tunnuslukuja vertailemalla tai analysoimalla ei voida varautua yllättäviin arvonmuutoksiin, koska sijoittajilla on taipumus ylireagoida epävarmoina aikoina. (Kallunki & Niemelä 2012, 23.)

Yhdysvalloissa pörssilistatut REIT-rahastot ovat suomalaisesta näkökulmasta p/b-luvun perusteella pääsääntöisesti melko kalliita verrattuna Suomen ainoaan REIT-rahastoon, Orava Asuntorahastoon, jonka p/b-luku oli vuoden 2014 lopussa 0,92 (Kauppalehti 2015a). Yhdysvaltojen REIT-sektorin keskimääräinen p/b-luku samaan aikaan oli 2,92 (CSImarket 2015). Syitä suureen eroon analysoidaan kappaleessa 4.2.

4.1.2 Yritysanalyysi

Osana osakkeen arvonmäärittystä laaditaan yritysanalyysi, joka pohjautuu tilinpäätöstiedoista laskettaviin tunnuslukuihin (liikevaihdon kehitys, oman pääoman tuotto, taseen loppusumma, omavaraisuusaste, jne), rahavirtalaskelmiin, yrityksen kilpailuaseman arviointiin ja yritysjohdon strategian toimivuuden analysointiin sekä tulevaisuudennäkymien toteutumismahdollisuuksiin. (Kallunki & Niemelä 2012, 36 - 37, 46.)

REIT-rahastojen yritysanalyyseissa painotetaan enemmän toimialalle tyypillisiä tunnuslukuja, kuten vieraan pääoman hintaa, joka on vuokraustoiminnan kannattavuuden kannalta ratkaiseva tekijä. Sijoittajan on myös vertailtava rahastojen velkaantumistasetta, koska matalan korkotason vallitessa velkainen rahasto luonnollisesti saavuttaa suurempia osinkotuottoja kuin vakavarainen rahasto. (Block 2012, 360 - 361.)

4.2 REIT-rahaston oikean arvostustason määrittäminen

Tässä kappaleessa arvonmäärittystä lähestytään salkunhoitajan näkökulmasta. Erillisessä sijoittajan oppaassa (liite 1) pohditaan arvostusmenetelmien luotettavuutta ja käyttökelpoisuutta piensijoittajan kannalta. REIT-rahaston arvonmäärittäminen on monimutkaisempaa kuin sijoitusrahastumuotoisen rahaston, koska jälkimmäisen markkina-arvo määritellään suoraan omistuksessa olevan kiinteistösalkun sen hetkisen arvon perusteella eli p/b-luku on

hyvin lähellä arvoa yksi. REIT-rahaston markkina-arvoon vaikuttaa pörssikurssien yleinen arvostustaso sekä sijoittajien odotukset rahaston tulevaisuudesta. Sijoitusrahastomuotoisessa kiinteistörahastossa sijoittajan on arvioitava arvostusmenetelmän luotettavuutta itsenäisesti sijoitusrahastojen sääntöjä tutkimalla.

4.2.1 FFO- ja AFFO-luvut

FFO (funds from operations) ja AFFO (adjusted funds from operations) tarkoittavat tunnuslukuja, joiden avulla kiinteistöihin tehtävät korjaukset ja arvoa nostavat muutostyöt tulkitaan investoinneiksi, ei kustannuksiksi. Menetelmä kehitettiin 1990-luvun alussa, jotta alalle syntyisi standardisoituja laskukaavoja, jotka mittaavat kiinteistöihin tehtäviä parannusinvestointeja mahdollisimman tarkasti. FFO tarkoittaa nettotuloja, jotka REIT-rahasto saavuttaa pois lukien voitot tai tappiot, jotka syntyvät kiinteistöjen ostoista tai myynneistä. FFO-lukuun lisätään kiinteistöjen arvomuutos, jossa huomioidaan kulumisesta aiheutuvia poistoja, mutta myös mahdollinen maan arvon muutos, vuokratason nousun tuoma arvomuutos sekä kiinteistön tason nostamisesta syntyvä arvonnousu. (Gordon 2008, 224 - 225.)

FFO-menetelmä sisältää tulkinnanvaraisuuksia. REIT-rahasto voi kirjata mainonnan kuluja, epäonnistuneiden kauppojen sanktiomaksuja tai velkojen korkosuojaus kertyneiksi kuluiksi tai normaaleiksi muuttuviksi kuluiksi. Myös osa investoinneista on sellaisia, etteivät ne todellisuudessa nosta kiinteistön arvoa, vaan ovat osa normaalia kunnossapitoa. Tämä voi antaa liian myönteisen kuvan kassavirrasta. (Gordon 2008, 231.) AFFO-lukuun sisältyy tarkemmin vuokraustoiminnasta aiheutuvia kuluja ja sellaisia kiinteistön hoidollisia kustannuksia, joita ei voida pitää arvoa nostavina tekijöinä (Block 2012, 413).

4.2.2 Jälleenhankintamenetelmä (replacement cost method)

Jälleenhankintamenetelmä on selkeältä vaikuttava, mutta ei helpoin tapa arvioida kiinteistön arvoa. Se perustuu siihen, että arvioidaan vastaavan tasoisen kiinteistön investointikustannukset huomioiden sijainti ja olemassa olevan rakennuksen kunto. Menetelmä edellyttää tarkkaa analyysia alueen vetovoimatekijöistä, mikäli arvioitavan kohteen välittömään läheisyyteen ei voida rakennuttaa vastaavaa uutta kiinteistöä tilalle. Tarkka arvio edellyttäisi sitovaa tarjousta rakennuttajalta nykyisen tontin viereen. (Gordon 2008, 226.)

4.2.3 Kauppahistoriaan pohjautuva analyysi (market comparable approach)

Toteutuneisiin kauppoihin perustuva arvonnäätitys edellyttää mahdollisimman paljon hin-
tadataa vastaavanlaisista kohteista, jotta sitä voitaisiin käyttää todellisen arvon määrittäjä-

nä. Kauppoja on voitu toteuttaa myyjän taloudellisen ahdingon takia alihintaan tai ostaja on voinut maksaa ylihintaa jonkin muuta liiketoimintaa edistävän motiivin takia. Piensijoittajan kannalta tämä arvonmäärittystapa on hyödyllinen, koska Yhdysvalloissa viranomaiset usein tarjoavat toteutuneiden kiinteistökauppojen hintatietoja julkisesti internetsivuillaan. (Gordon 2008, 226 - 227.)

4.2.4 Pääoman nettotuottoaste (cap rate)

Pääoman tuottoaste on nettotuottojen ja kiinteistöjen hankintahinnan suhde. Suuri lukuarvo ilmaisee suurempaa tuottopotentiaalia, mutta myös korkeampaa riskitasoa. Luvussa ei huomioida poistoja tai arvonorotuksia, ei myöskään pääomakustannuksia. Sijoittaja voi hyväksyä matalan lukuarvon, koska hän voi mahdollisesti olettaa kiinteistön arvon nousevan nopeammin kuin korkean lukuarvon kohteessa. (Block 2012, 51, 103.)

4.2.5 Nettoarvo (Net asset value, NAV)

Kirjanpitoarvon (p/b) sijaan REIT-rahastoja arvioidaan yleisemmin omaisuuden nettoarvolaskelman perusteella. Kirjanpitoarvo sisältää epäkohtia, kuten poistojen kirjaaminen virallisen kirjanpitokäytännön mukaisesti. Vaikka liike- ja asuinkiinteistöjen oikean markkinaarvon määrittäminen on vaativaa, katsotaan sen olevan tarkempaa kuin teollisuusyrityksen tuotantolaitoksen oikean arvon selvittäminen, koska kiinteistöillä käydään enemmän kauppaa ja niiden tulevaisuuden vuokratuottoja on helpompi ennustaa kuin teollisuuslaitoksen saavuttamia tuotantomääriä ja niiden kannattavuutta. (Block 2012, 219.)

REIT-rahastojen nettoarvon laskentaan erikoistunut Green Street Advisors -tutkimusyritys on kehittänyt menetelmän, joka tutkii segmenttikohtaisesti kiinteistöjä ottaen sijaintitekijät huomioon. Tämän lisäksi yritys määrittelee jokaiselle kiinteistötyypille ominaisen cap rate asteen ja arvioi 12 kuukauden tähtäimellä saavutettavaa nettotuotosta. Näin otetaan kantaa mahdollisiin vuokrankorotuksiin tai vuokrausasteen tasoon. Tämän jälkeen analysoidaan rahaston omistaman maapohjan arvo, meneillään olevien rakennushankkeiden arvo, yhteistyöhankkeiden arvo rahaston omistuosuuden mukaisesti sekä lisäksi arvio rahaston keräämistä hallinnointipalkkiotuotoista ja vuokraustoimintaan liittyvien oheispalveluiden tuotoista. Loppusummasta vähennetään velat ja mahdolliset verovelvollisuudet, tämän jälkeen rahaston keskimääräistä vieraan pääoman hintaa verrataan yleiseen REIT-rahastojen maksamaan korkotasoon. Mikäli REIT-rahasto saa vierasta pääomaa keskimääräistä edullisemmin, nostaa se rahaston nettoarvoa. Lopuksi loppusummasta vähennetään liikkeeseen laskettujen etuoikeutettujen osakkeiden dollarimääräinen arvo. Osakekohtainen nettoarvo huomioi vielä mahdolliset avoimet vaihtovelkakirjasopimukset. (Block 2012, 219 - 220.) Nettoarvoa käsitellään lisää erillisessä piensijoittajan oppaassa (liite 1).

5 Riskin määrittäminen ja REIT-rahastoihin kohdistuvat yleisimmät riskit

Tässä kappaleessa käsitellään sijoittamisen tyypillisimpiä riskejä mittaavia menetelmiä teorian avulla sekä kuvataan REIT-rahastoille tyypillisiä riskejä.

5.1 Riski käsitteenä piensijoittajan näkökulmasta

Terminä riski tulee latinankielisestä ”risicum”-sanasta, jolla kuvataan mahdollisuutta. Suomen kielessä merkitys mielletään negatiivisvävyiseksi uhkaksi menettää pääomaa, vaikka sillä tarkoitetaan myös mahdollisuutta saavuttaa tuottoja. Riskinsietokyky on käsitteenä helpompi, sijoittaja osaa hahmottaa, kuinka suuren tappion on valmis sietämään sijoittamalleen pääomalle. Halutessaan riskittömän korkotason ylittävää tuottoa, sijoittaja arvioi tarjolla olevista sijoitusvaihtoehdoista itselleen sopivimpia. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 23 - 24.)

Riskiä voidaan kuvata myös tapahtumaksi, joka voi vaikuttaa kykyyn saavuttaa asetettuja tavoitteita. Riski on sijoituskohteena olevan yhtiön kannalta esimerkiksi tärkeän asiakkuuden säilyttäminen, maineenhallinta tai toimintaympäristö. (Murphy 2008, 39.)

5.2 Riskin mittaaminen ja hallitseminen

Tarve riskin mittaamiseen perustuu siihen, että sijoittaja tavoittelee mahdollisimman hyvää tuottoa mahdollisimman pienellä riskillä eli toisin sanoen parasta mahdollista riskikorjattua tuottoa pääomalleen. Tunnetuin riskiä mittaava menetelmä on Harry Markovitzin vuonna 1952 kehittämä portfolioteoria, jonka mukaan mahdollisimman laaja hajautus eri omaisuusluokkiin ja omaisuusluokkien sisälle pienentää sijoituksen riskejä ja siten tarjoaa paremman pitkän aikavälin tuoton kuin yksittäinen sijoituskohde. Portfolioteoria perustuu jo hankitun sijoitussalkun tulevien tuotto-odotusten painotettuun keskiarvoon. (Kallunki ym. 2011, 60.)

Hajauttamisessa on otettava huomioon sijoituskohteiden välinen korrelaatio. Mikäli salkun sijoituskohteet korreloivat toisiinsa negatiivisesti, tarkoittaa se niiden arvojen kehittymistä keskenään eri suuntaan, jolloin kokonaistuotto voi jäädä vaatimattomaksi, mutta tappioriski on pienempi. Vastaavasti positiivinen korrelaatio kuvaa tilannetta, jossa salkun osakkeet seuraavat toistensa kehitystä, jolloin hajautushyöty ei parane sijoituskohteita lisäämällä. (Puttonen & Repo 2011, 97 - 99.)

5.2.1 Volatiliteetti

Volatiliteetti tarkoittaa sijoituskohteen arvon heilahtelusta lasketusta keskihajonnasta otettua neliöjuurta. Volatiliteetin laskemiseksi on selvitettävä ensin varianssi, jossa toteutuneita arvoja verrataan keskiarvotuottoihin. Yksittäisen osakkeen tai sijoitusrahaston keskimääräistä suurempi volatiliteetti kertoo sen, että sen arvo vaihtelee voimakkaammin kuin alhaisen volatiliteetin sijoituskohde. Tällöin sen tulkitaan olevan keskimääräistä riskipitoisempi sijoituskohde, koska sen arvo voi varsinkin lyhyellä aikavälillä laskea yleistä markkinakehitystä enemmän. (Puttonen & Repo 2011, 85 - 86.)

Volatiliteetti on prosentuaalinen arvo, jota voidaan havainnollistaa seuraavasti: osakkeen keskimääräinen tuotto on ollut 12 prosenttia vuodessa ja sen volatiliteetti on 25 prosenttia. Osakkeen oletetaan kehittyvän tulevaisuudessa kahtena vuotena kolmesta siten, että tuotto on vähintään miinus 13 prosenttia ja enintään 37 prosenttia. Päätelmä perustuu normaalijakaumaan, jonka mukaan kaksi havaintoa kolmesta toteutuu keskiarvon ympärille volatiliteetin asettamien rajojen sisään (Puttonen & Repo 2011, 85.)

5.2.2 Tracking error

Tracking error eli salkunhoidon aktiiviriski kertoo rahastosijoittajalle sen, kuinka tarkasti aktiivisesti hoidetun sijoitusrahaston tuotto vastaa vertailuindeksin tuottoa. Jos tracking error on 10 prosenttia, rahaston tuotto vaihtelee keskimäärin 10 prosenttia vertailuindeksiin nähden. Keskimääräistä korkeampi tracking error kuvaa sitä, kuinka paljon salkunhoitaja poikkeaa sijoituspolitiikassaan vertailuindeksistä. Sijoittajan on tehtävä valinta, tavoitteleeko vertailuindeksiä korkeampaa tuottoa vai tyytyykö indeksin mukaiseen kehitykseen. Sijoittaja, joka haluaa välttää indeksiä heikomman kehityksen, valitsee sellaisen rahaston, jonka tracking error on mahdollisimman lähellä nollaa. (Puttonen & Repo 2011, 102 - 104.)

5.2.3 Sharpen luku

REIT-ETF:ien vertailun helpottamiseksi on syytä tuntea Sharpen luvun periaate. Sharpen luku mittaa riskikorjattua tuottoa suhteessa riskittömään tuottoon. Erityisen hyödyllinen Sharpen luku on vertailtaessa aktiivisia ja passiivisia rahastoja keskenään. Kaava on yksinkertainen, valitun rahaston tuoton ja riskittömän tuoton erotus jaetaan rahaston volatiliteetilla. Mitä suurempi arvo on, sitä parempi on rahaston riskikorjattu tuotto. Sharpen luvun suurin lisäarvo on käytännön tasolla se, että sijoittaja ymmärtää, että rahasto A on voinut tarkasteluvuonna tuottaa enemmän kuin rahasto B, mutta ylituotto on saavutettu riskipitoisemmilla osakkeilla, jolloin volatiliteetin kasvaessa rahasto B osoittautuukin use-

amman vuoden tarkastelujaksolla paremmin tuottavaksi vaihtoehdoksi. (Puttonen & Repo 2011, 105 - 106.)

Esimerkki:

Rahaston vuosituotto on 15 prosenttia, riskitön korko on 0,5 prosenttia ja rahaston volatiliiteetti on 12 prosenttia. Tällöin Sharpen luku on: $(15 - 0,5) / 0,12 = 1,21$. Lukuarvo kertoo, että rahasto on saavuttanut riskiinsä nähden 1,21-kertaisen tuoton eli on onnistunut hyvin.

6 Työn suunnittelu ja toteutus

Opinnäytetyön lopullisena tavoitteena oli laatia toiminnallinen työ, piensijoittajan opas, jota kuka tahansa voi hyödyntää omien sijoituspäätösten tukena sekä suomalaisittain uudenlaiseen omaisuusluokkaan perehtymiseen. Löyhänä esikuvana oppaalle on professori Vesa Puttosen ja päätoimittaja Eljas Revon Miten sijoitan rahastoihin -teos. Jotta piensijoittajan oppaasta ei tulisi liian laajaa, on siitä jätetty suurin osa aloittelevaa sijoittajaa koskevista asioista pois.

Oppaan kokoamiseksi oli laadittava henkilökohtainen oppimissuunnitelma, koska tekijällä ei ollut Yhdysvaltojen REIT-markkinoista lainkaan pohjatietoja. Lähtökohtaisesti opinnäytetyön laatijalla on laaja omakohtainen kokemus sijoittamisesta kotimaisiin osakkeisiin ja perinteisiin sijoitusrahastoihin. Johdannaismarkkinat ovat tulleet tutuiksi työkokemuksen sekä omakohtaisten sijoitusten kautta strukturoituihin tuotteisiin, sertifikaatteihin sekä osakeoptioihin ja lisäksi omakohtaista kokemusta on joukkovelkakirjalainoista.

Piensijoittajille tarjottaviin arvopaperimuotoisiin kiinteistösijoitusmarkkinoihin olin ennen tämän työn laatimista perehtynyt vain kotimaisiin, vuonna 2013 aloittaneisiin sijoitusrahastomuotoisiin kiinteistörahastoihin, kuten OP Vuokratuottoon ja Ålandsbanken Asuntorahastoon. Lisäksi olin tutkinut hiukan syksyllä 2013 pörssilistatun Orava Asuntorahaston taustoja. Nämä Suomessa uudet vaihtoehdot herättivät kiinnostukseni koko kiinteistösijoitusalaan kohtaan ja halusin tutkia, millaista tarjontaa piensijoittajille löytyy Yhdysvaltojen kiinteistömarkkinoilta ja erityisesti REIT-rahastoista. Yhdysvallat valikoitui tutkimuskohteeksi REIT-rahastojen pitkän toimintahistorian, markkinan koon ja sijoitusvaihtoehtojen runsaan määrän vuoksi. Kaipasin oman näkemyksen muodostamiseksi pitkän ajan toimintahistoriaa, kotimaisten vaihtoehtojen tuottopotentiaali oli alussa vaikeasti arvioitavissa.

Työn ensimmäinen vaihe oli luotettavan tiedon etsiminen. Kotimaisista kirjakaupoista tai kirjastoista ei arvopaperimuotoiseen kiinteistösijoittamiseen liittyviä teoksia löytynyt. Kansainvälisistä verkkokirjakaupoista löysin kaksi REIT-rahastosijoittamiseen keskittyntä, piensijoittajille tarkoitettua teosta, jotka tarjoavat kattavasti ja objektiivisesti tietopaketin koko toimialasta. Lisäksi Yhdysvaltojen kansallinen REIT-yhdistys, NAREIT, tarjoaa runsaasti koulutuksellista informaatiota ja tilastotietoa sekä linkkejä REIT-rahastojen kotisivuille. Tärkeä lähde tiedonkeruussa ja oppimisessa oli perehtyminen REIT-rahastojen tarjoamaan sijoittajatietoon ja tilinpäätöslukuihin. Lisäksi oli suunniteltava REIT-rahastoihin liittyvän muun teoriamateriaalin kokoaminen ja tutkittavan alueen rajaaminen. Kaiken teoriatiedon tuli palvella sijoittamista REIT-rahastoihin. Yleistä osakesijoittamisen teo-

riaa on tutkittu niin runsaasti, että se jätettiin tässä opinnäytetyössä tarkoituksella mahdollisimman suppeaksi.

Seuraava vaihe oli kirjallisuuden läpikäynti ja tärkeimpien osa-alueiden hahmottaminen. Lähtökohtana oli valikoida tarjolla olevasta tiedosta piensijoittajan näkökulmasta oleellimmat osa-alueet, kuten erilaisten kiinteistötyyppien erityispiirteet, rahastojen kustannusrakenne sekä arvomäärittymittarit. Teoriaosuuden laatimisprosessin tarkoituksena oli saavuttaa valmiudet luoda selkokielinen ja hyödyllistä tietoa sisältävä produkti eli piensijoittajan opas. Oppaalle määriteltiin etukäteen selvät tavoitteet, sen oli oltava mahdollisimman objektiivinen ja sen ei tullut sisältää eri sijoituskohteiden asettamista paremmuusjärjestykseen. Oppaan yksi päätavoite on rohkaista piensijoittajia etsimään uusia vaihtoehtoja kotimaan rajojen ulkopuolelta ja siten saavuttaa hajautushyötyä kohtuullisin kustannuksin.

Piensijoittajan opas suunniteltiin siten, että aluksi esitellään käytännön toimenpiteitä, jotka mahdollistavat sijoittamisen yhdysvaltalaisiin arvopapereihin, tämän jälkeen käydään läpi REIT-rahastojen erityispiirteitä ja toimialan omia arvostusmittareita. Alan vakiintuneiden arvostusmittareiden luotettavuuteen otetaan kantaa ainoastaan lähdekirjallisuudessa esitetyn kritiikin puitteissa. Eri REIT-rahastotyyppistä on valittu esimerkinomaisesti, jotta lukija voi samanaikaisesti avata tutkittavan yhtiön sijoittajasivuston ja etsiä itsenäisesti oppaassa mainittuja tietoja. REIT-rahastojen nettisivuillaan ylläpitämä sijoittajaviestintä on keskimäärin erittäin selkeää ja johdonmukaista. Tarkoituksena on, että kiinteistösijoitusalaan tuntematon lukija hahmottaa, mitä eroavaisuuksia on esimerkiksi kauppakeskusten omistamisessa verrattuna senioritaloihin tai toimistokiinteistöihin ja miten erityispiirteet vaikuttavat mahdolliseen tuottopotentiaaliin. Lopuksi opas analysoi lyhyesti argumentteja REIT-sijoittamisen puolesta ja vastaan suomalaisesta näkökulmasta.

7 Pohdinta

Opinnäytetyön alkuasetelma oli vaativa, koska REIT-rahastoja ei käsitellä opintojaksoissa eikä kotimaisissa oppikirjoissa. Tavoitteena oli luoda opas, joka sisältää tietoa aiheesta, josta laatija tiesi etukäteen vain toimintaperiaatteen, mutta ei tuntenut lainkaan kohdeyrityksiä eikä REIT-sektorin Yhdysvalloissa kehitettyjä vakiintuneita käytäntöjä. Piensijoittajan oppaan on oltava asiasisällöltään mahdollisimman virheetön, helppolukuinen ja se on avoimesti kenen tahansa saatavilla. Oppaan sisällön on oltava objektiivista, eikä se saa tarjota suoria sijoitussuosituksia. Tämä lähtökohta toisaalta takasi sen, että tutkimuksen tekijä joutui syvällisesti perehtymään aiheeseen ja oppi itse sellaista tietoa, jota ei oppilaitoksissa tai työelämässä opeteta.

7.1 Johtopäätökset REIT-rahastojen ominaisuuksista ja hankitusta tiedosta

Produktityyppinen tutkimus tähtäsi teorian tiedon pohjalta syntyvään piensijoittajan oppaaseen, joten yksilöityä tutkimusongelmaa ei etukäteen asetettu. Kantavana teemana oli kautta linjan Yhdysvaltojen REIT-rahastomarkkinoiden kiinnostavuuden ja sopivuuden analysointi suomalaisesta näkökulmasta. Johtopäätökset ovat pääosin helposti mitattavia ja luotettavia; REIT-rahastot ovat tarjonneet tasaista osinkotuottoa, joka keskimäärin on ylittänyt Yhdysvaltojen tunnetuimpien osakeindeksien keskiarvotuotot, lisäksi REIT-rahastojen kokonaistuotot ovat 15 vuoden ja jopa 30 vuoden aikavälillä ylittäneet pääindeksien, kuten S&P 500 -indeksin vastaavat tuotot. Looginen selitys REIT-rahastojen määrän sekä markkina-arvon vahvaan kasvuun on talouskasvu, väestönkasvu sekä muutoliike kasvukeskuksiin. Uhkatekijöitä ovat pitkään jatkuneen matalan korkotason kääntäminen nousuun sekä kiinteistömarkkinoiden ylikuumentuminen. Pitkän maturiteetin velkakirjojen korkotason mahdollinen nousu voi ohjata huomattavia pääomia turvallisempiin velkakirjasijoituksiin, tämä uhkatekijä koskee kaikkia korkean riskin sijoituskohteita. Korkotason voimakas nousu johtaisi kiinteistöjen arvonlaskuun, jonka vaikutus REIT-rahastojen arvoon voi olla reaali-pääomaa huomattavasti suurempi osakkeiden myyntiaallon takia. Kiinteistön omistaja ei voi siirtää kohonneita korkomenoja vuokriin, mikäli talouskasvu ja vuokralaisten maksukyky kehittyvät heikosti.

Työn eteneminen toi arvokasta tutkimustietoa yhdysvaltalaisista REIT-rahastoista, jota on Suomessa hyvin vähän tutkittu. Tärkeimmät johtopäätökset syntyivät REIT-rahastojen kustannusrakenteen analyysissä yksittäisten rahastojen tilinpäätöstietoja tutkimalla ja operatiivisia kustannuksia laskemalla. Eri kiinteistötyyppien kesken hallinnointikustannukset vaihtelevat voimakkaasti. Esimerkiksi asunnoissa vuokrasopimukset ovat lyhyempiä kuin liiketiloissa, mikä aiheuttaa rahaston maksettavaksi koituvia työvoimakustannuksia mark-

kinoinnin ja aktiivisen vuokraustoiminnan takia. Asuntoihin sijoittavat REIT-rahastot eivät ole Yhdysvalloissa hoitokuluiltaan merkittävästi kotimaista Orava Asuntorahastoa edullisempia, vaikka niiden kiinteistösalkun koko on usein moninkertainen. Kustannusvertailua vaikeuttaa tosin se, että Yhdysvalloissa kiinteistöjen kirjanpitoarvot ovat pääsääntöisesti markkina-arvoa alhaisemmat, joka laskennallisesti nostaa hallinnointipalkkioiden prosentuaalista osuutta. Teollisuudessa usein mainitut skaalaedut eivät näy kiinteistörahastojen kulurakenteessa merkittävässä määrin. Todennäköisin syy on se, että monet kustannukset ovat suoraan sidoksissa pinta-alaan, kuten lämmitys ja kiinteistöjen ylläpito. Tutkimustulosten luotettavuutta hiukan heikentää tutkittavien REIT-rahastojen pieni lukumäärä, mutta rahastojen kulurakenteet ovat kiinteistöryhmittäin pääsääntöisesti melko yhteneväisiä pistokokein tehtyjen mittausten perusteella. Esimerkkirahastojen tilinpäätösanalyysien pohjalta voidaan tehdä se johtopäätös, että hallinnointikustannukset eivät leikkaa merkittävästi REIT-rahastojen tuottopotentiaalia. Silti piensijoittajan on syytä tutkia rahastojen kulurakennetta kokonaisuudessaan, jotta ymmärtää tuottojen ja kustannusten likimääräisen suhteen.

7.2 Näkemys REIT-rahastojen yhteiskunnallisesta merkityksestä ja eettisyydestä

Eettinen sijoittaminen lisää jatkuvasti suosioitaan. Rahastoyhtiöt perustavat ympäristönsuojeluteeman tai kestävä kehityksen ympärille rakennettuja rahastoja. Sijoittajat ovat yhä enemmän kiinnostuneita sijoituskohteidensa yhteiskuntavastuusta ja myytävien tuotteiden ja palveluiden eettisyydestä. REIT-rahastot tuovat esiin omaa yhteiskunnallista rooliaan korostamalla kiinteistökehityksen positiivista vaikutusta muun muassa työllisyyteen, vähittäiskauppaan, matkailun edistämiseen ja vanhustenhoitoon. REIT-rahastot mahdollistavat yksityisen pääoman hyödyntämisen tilanteessa, jossa julkisen vallan resurssit eivät riitä, esimerkiksi rakennuttamaan vuokra-asuntoja. Epäsuorasti REIT-rahastot edistävät myös kilpailua majoitussektorilla, koska ilman rahastojen pääomia uusia hotellihankkeita todennäköisesti aloitettaisiin vähemmän, joka taas voisi johtaa hintatason nousuun.

Kriittisesti voidaan pohtia sitä, parantavatko sijoittajien omistuksessa olevat senioritalot vanhusten hyvinvointia tai hyötyykö REIT-rahaston omistaman vuokra-asunnon asukas siitä, että vuokraisännän päätavoitteet ovat tuoton maksimointi ja säännölliset vuokrankorotukset. Henkilökohtaisesti arvioin, että arvopaperimuotoinen kiinteistösijoittaminen sisältää yhteiskunnallisesti selvästi enemmän hyviä puolia kuin kielteisiä vaikutuksia etenkin siksi, että yksityisellä omistajalla on aina suuri intressi huolehtia omistamistaan kiinteistöistä, jotta ne voitaisiin myydä tulevaisuudessa mahdollisimman hyvään hintaan. Ylihin-

tainen ja huonosti hoidettu kiinteistö menettää nopeasti vuokralaisia, mikäli tarjolla on hin-
ta-laatusuhteeltaan parempia vaihtoehtoja.

Julkisen sektorin kantokyky ei välttämättä riitä senioritalojen laadun kehittämiseen, vero-
varoin rahoitettavat asuinkiinteistöt tuovat riskejä veronmaksajille, mikäli omaisuutta ei
viranomaisten toimesta hoideta ammattimaisesti. Julkisen vallan tulisi huolehtia kaavoi-
tusprosessin tehokkuudesta siten, että se olisi nopeaa ja että yksityisesti omistetut sijo-
tuskiinteistöt eivät saavuta liian helppoa kilpailuasemaa ja siten pääse saavuttamaan yli-
tuottoja kysynnän ja tarjonnan epätasapainon takia. Sijoittajien omistamia REIT-rahastoja
on siten perustetonta syyttää liian korkeista vuokrista, mikäli viranomaiset eivät anna
kilpailevien sijoittajien rakennuttaa alueelle lisää tarjontaa. REIT-rahastojen hienous on
siinä, että aiemmin suuressa osassa maailmaa suurten kiinteistökehityskohteiden rahoitus
oli kokonaan institutionaalisten sijoittajien hallussa. REIT-rahastot mahdollistavat kenelle
tahansa mahdollisuuden päästä omistamaan pienellä osuudella suuria kiinteistökokonai-
suuksia.

7.3 Visio REIT-pohjaisista sijoituskohteista tulevaisuudessa

REIT-rahastot ovat laajentaneet kohteitaan huvipuistoihin ja viinitiloihin. Käytännössä mi-
kä tahansa kiinteistötyyppi voidaan arvopaperistaa. Olisi aiheellista tutkia tulevaisuudessa
suurten infrastruktuurihankkeiden rahoittamista REIT-pohjaisesti, varsinkin Suomessa,
jossa infrastruktuurin laatu on heikentynyt pitkän taantuman takia. On vaikea perustella,
miksei moottoriteitä, julkisia rakennuksia ja sähköverkkoja voitaisi rakennuttaa elinkaari-
mallilla hyväksymällä piensijoittajat mukaan rahoittajiksi.

Hoivakiinteistöjen rahoitusta on jonkin verran Suomessa käynnistetty yksityissijoittajien
avulla. Tässä edelläkävijänä on eQ Hoivakiinteistöt -erikoissijoitusrahasto. Rahasto koros-
taa markkinointimateriaalissaan pitkiä vuokrasopimuksia aivan kuten sen yhdysvaltalaiset
esikuvansa, terveyssektorin REIT-rahastot (eQ 2015.)

Tuulivoimaloihin on kerätty yksityissijoittajilta rahoitusta Suomessa, mutta sijoitusten tule-
vaisuuden tuottojen poliittinen riski on erittäin suuri, koska hankkeiden kannattavuus pe-
rustuu julkisin varoin rahoitettaviin sähkön takuuhintoihin. REIT-pohjainen infrastruktuuri-
hankkeiden rahoitus ja omistus tarjoaisivat piensijoittajille mahdollisuuden kohtuulliseen
tuottoon ja yhteiskunnalle tilaisuuden nopeuttaa tiehankkeiden käynnistämistä sekä mah-
dollisuuden vapauttaa pääomia muihin yhteiskunnallisesti tärkeisiin hankkeisiin. Infrastruk-
tuurin arvopaperistaminen tukisi kotimaista omistajuutta ja monipuolistaisi kansalaisten
omaisuuden allokoointia sekä lisäisi yksityishenkilöiden kiinnostusta sijoittamista kohtaan.

7.4 Opinnäytetyöprosessin arviointi

Oppimisprosessina tämä opinnäytetyö oli antoisa, mutta melko työläs. Hankin itselleni sellaista osaamista ja tietoa, josta on hyötyä nykyisessä työssäni sekä mahdollisesti tulevaisuuden suunnitelmien toteuttamisessa. Opittu tieto tarjoaa myös mahdollisuuden hyötyä taloudellisesti piensijoittajan ominaisuudessa. Vaativinta prosessissa oli REIT-rahastojen tilinpäätöstietojen tulkitseminen ja tunnuslukujen laskeminen, koska käytäntö ja termit eroavat hieman kotimaisista pörssilistatuista yhtiöistä. Myös aiheesta saatavilla olevan kirjallisuuden vähäinen saatavuus oli yllättävää, koska REIT-rahastojen markkina-arvo on varsin huomattava.

Lähteet

Block, R. 2012. Investing in REITs. John Wiley & Sons, Inc. Fourth edition. Hoboken, New Jersey.

CSIMarket 2015. Luettavissa: <http://csimarket.com/>. Luettu: 12.2.2015.

eQ 2015. Luettavissa: <https://www.eq.fi/rahastot/eq%20hoivakiinteistot>. Luettu 17.5.2015.

Fidelity 2015. Luettavissa: <https://www.fidelity.com/sector-investing/real-estate/overview>. Luettu 17.5.2015.

Forbes 2013. Luettavissa: <http://www.forbes.com/sites/trulia/2013/03/20/rentvsbuy-winter2013/>. Luettu 30.1.2015.

Gordon, M. 2008. The Complete Guide to Investing in REITs. Atlantic Publishing Group, Inc. Ocala, Florida.

Handelsbanken 2015. Luettavissa: http://www.handelsbanken.fi/shb/inet/!Startfi.nsf/Fram-set?OpenView&id=Shbfi&navid=X_Henkiloasiakkaat&sa=/shb/inet/icentfi.nsf/default/qE1ADE3F79DAFFE70C22570F800469269?opendocument&iddef=Henkiloasiakkaat. Luettu 30.3.2015.

Invesco 2015. Luettavissa: <https://www.invesco.com/static/us/financialprofessional/contentdetail?contentId=9e2407c649400410VgnVCM10000046f1bf0aRCRD&dnsName=us>. Luettu 12.2.2015.

ishares 2014. Luettavissa: <http://www.ishares.com/us/products/productlist#categoryId=152&lvl2=overview>. Luettu 5.12.2014.

ishares 2015. Luettavissa: <http://www.ishares.com/us/products/239544/ishares-real-estate-50-etf>. Luettu 17.5.2015.

Kaartinen, A, Pomell P. 2013. ETF, Avain monipuoliseen sijoittamiseen. Talentum.

Kallunki, J-P, Niemelä J. 2012. Osakkeen arvonmääritys. Onnistunut sijoituspäätös. Talentum. Helsinki.

Kallunki, J-P, Martikainen M, Niemelä J. 2011. Ammattimainen sijoittaminen. 7. painos. Talentum. Vantaa.

Morningstar 2015.. Luettavissa: <http://www.morningstar.fi/fi/news/135424/2015-parhaat-rahastot-ja-varainhoitotalot.aspx>. Luettu 30.3.2015.

Murphy, D. 2008. Understanding Risk. The Theory and Practice of Financial Risk Management. Chapman & Hall/CRC. Boca Raton, Florida.

Nordnet 2015a. Luettavissa: <https://www.nordnet.fi/mux/web/nordnet/pricelistFI.html>. Luettu 30.3.2015.

Nordnet 2015b. Luettavissa: <https://www.nordnet.fi/super>. Luettu 30.3.2015.

OP 2015. Luettavissa: <https://www.op.fi/op/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset/rahastot?id=36200&srcpl=8>. Luettu 30.3.2015.

Puttonen V, Repo E. 2011. Miten sijoitan rahastoihin. 5. uudistettu painos. WSOY Pro Oy.

Pörssisäätiö 2015. Luettavissa: <http://www.porssisaatio.fi/blog/2008/11/07/voiko-sijoitusrahasto-menna-konkurssiin/>. Luettu 30.3.2015.

Reit.com.2014a. Luettavissa: <http://www.reit.com/investing/reit-basics/guide-equity-reits>. Luettu 5.12.2014.

Reit.com.2014b. Luettavissa: <https://www.reit.com/investing/investing-tools/exchange-traded-funds>. Luettu 5.12.2014.

Reit.com.2015. Luettavissa: <https://www.reit.com/data-research/reit-indexes/historical-reit-returns/reit-performance-investment-sector>. Luettu 17.5.2015.

Seligson 2015. Luettavissa: <http://www.seligson.fi/suomi/rahastot2/passiiviset.htm>. Luettu 30.3.2015.

Liite

Liite 1. Piensijoittajan opas

Piensijoittajan opas Yhdysvaltojen REIT-rahastomarkkinoille



Simo Tuomi

19.5.2015

Sisällys

1	Johdanto	1
2	REIT-rahastojen arvonmääritys verrattuna perinteisten pörssiosakkeiden arvonmääritykseen	3
2.1	Oleellisimpien tietojen etsiminen REIT-rahastojen kotisivuilta	3
2.2	Pörssilistattujen osakkeiden yleisimmät arvonmääritysmenetelmät.....	4
2.2.1	P/B- ja P/E -luvut.....	4
2.2.2	Tunnuslukuanalyysi.....	5
2.3	REIT-rahaston arvostustason määrittäminen	5
2.3.1	FFO ja AFFO -luvut.....	5
2.3.2	Jälleenhankintamenetelmä (replacement cost method).....	6
2.3.3	Kauppahistoriaan pohjautuva analyysi (market comparable approach)	6
2.3.4	Pääoman nettotuottoaste (cap rate)	6
2.3.5	Nettoarvo (net asset value, NAV)	7
2.4	REIT-rahastoihin kohdistuvat yleisimmät riskit	7
3	REIT-rahastoihin sijoittamisen tekniset edellytykset ja verokohtelu	9
4	Yleisimmät REIT-rahastotyytit	11
4.1	Toimitilat (Office REITs)	11
4.1.1	CASE: Brandywine Realty Trust.....	12
4.2	Asuntoihin sijoittavat REIT-rahastot (Residential REITs, Apartment REITs)	14
4.2.1	CASE: Camden Property Trust	15
4.2.2	CASE: Orava Asuntorahasto.....	16
4.3	Vähittäiskauppakiinteistöihin sijoittavat rahastot (Retail REITs).....	18
4.3.1	CASE: Simon Property Group.....	19
4.4	Terveyssektoriin sijoittavat REIT-rahastot (Health Care REITs)	20
4.4.1	CASE: Ventas Inc.	21
4.5	Hotelli-kiinteistöihin sijoittavat REIT-rahastot (Hotel/Motel REITs)	22
4.5.1	CASE: Ashford Hospitality Trust.....	23
5	ETF-rahastot ja REIT-ETF:t.....	25
5.1	Määritelmä ja toimintaperiaate	25
5.2	REIT-ETF-rahastot Yhdysvalloissa	25
5.2.1	CASE: iShares US Real Estate ETF	27
6	USA:n REIT-rahastot sijoituskohteena suomalaisen piensijoittajan kannalta	29

1 Johdanto

Tämän oppaan ideana on tarjota suomalaisen piensijoittajan avuksi perustietoa Yhdysvalloissa pörssinoteeratuista kiinteistörahastoista, joista käytetään lyhennettä REIT (Real Estate Investment Trust). Lisäksi esitellään esimerkki REIT-rahastoihin sijoittavasta ETF-rahastosta (Exchange Traded Fund = pörssinoteerattu, useammasta REIT-rahastosta koostuva sijoitusrahasto), joka tarjoaa mahdollisuuden hajauttaa Yhdysvaltojen kiinteistömarkkinoiden eri sektoreille yhdellä sijoituksella. Kiinteistöistä kiinnostuneiden piensijoittajien on mahdollista sijoittaa kaikkialle maailmassa samalla perusperiaatteella, tässä oppaassa keskitytään vain Yhdysvalloissa pörssilistattuihin REIT-rahastoihin. Yhdysvaltojen kiinteistömarkkina valikoitui tutkimuksen kohteeksi, koska REIT-rahastot hallinnoivat Pohjois-Amerikassa 1,7 triljoonan dollarin arvoista kiinteistöomaisuutta, lisäksi piensijoittajien ulottuvilla on lähes kaikentyyppisiä kiinteistöjä hotelleista huvipuistoihin.

Suomalaissijoittajien kiinnostus arvopaperimuotoista kiinteöstösijoittamista kohtaan kasvoi Helsingin pörssiin syksyllä 2013 listautuneen Orava Asuntorahaston sekä kotimaisten rahastoyhtiöiden tarjoamien REIT-rahastoja läheisesti muistuttavien, fyysisiin kiinteistöihin sijoittavien rahastojen myötä. Moni piensijoittaja pohtii, uskaltaako näihin Suomessa uudentyyppisiin sijoituskohteisiin investoida, koska tuottohistoriaa ei ole saatavilla pitkältä ajalta ja kiinteistöjen hinnat ovat nousseet Suomen kasvukeskuksissa lähes yhtäjaksoisesti jo 20 vuoden ajan.

Orava Asuntorahasto on kehittänyt kauppatilastoihin ja muihin muuttujiin perustuvan laskentakaavan, jolla kiinteistöjen arvo pyritään määrittelemään mahdollisimman tarkasti. Käypään arvoon vaikuttaa myös se, aiotaanko koko kiinteistö tulevaisuudessa myydä toiselle kiinteöstösijoittajalle vai yksittäin vapailla markkinoilla. Sijoittajan on huomioitava, että pitkään vuokra-asutokäytössä olevaa asuintaloa ei pystytä tulevaisuudessa myymään samaan hintaan kuin yksittäisiä asuntoja vapaarahotteisissa omistustaloissa. Arvostusero poistuu, jos rahaston käytössä on vain yksittäisiä asuntoja. Samat lainalaisuudet pätevät kaikkialla maailmassa. Suuret kokonaisuudet siirtyvät tulevaisuudessa kaupoissa todennäköisimmin uudelle omistajalle yhtenä kauppana, jolloin noudatetaan vastaavaa tukkualennuskäytäntöä kuin alun perin. Rahastosijoittaja kuitenkin hyötyy vuosien varrella siitä, että nettovuokratuotto suhteessa kiinteistön arvoon on korkeampi kuin yksittäisessä sijoitusasunnossa ennen rahastoyhtiön perimiä hoitopalkkioita.

Omaisuusluokkana kiinteistöt ovat piensijoittajan kannalta houkuttelevia, koska ne mahdollistavat tasaista tuottoa vuokrien muodossa myös heikon taloussyklin aikana. Tästä

johtuen voisi olettaa, että arvopaperimuotoisen kiinteistösijoittamisen ja tavallisten pörsiosakkeiden välillä olisi negatiivinen korrelaatio eli hajautushyötyä tuova vaikutus, mutta lähihistoria ei tätä oletusta tue ainakaan pörssilistattujen REIT-rahastojen osalta. REIT-rahastot ovat olleet 2000-luvulla keskimäärin erittäin tuottoisia, mutta volatiliiteetti eli arvonvaihtelu on ollut suurta. Vuosien 2007 - 2008 subprime-kriisi ja sitä seurannut finanssi-kriisi aiheutti 77 prosentin romahduksen MCSI US REIT-hintaindeksiin, mutta tämän jälkeen toipuminen on ollut nopeaa. Piensijoittajan on ymmärrettävä, että fyysisen kiinteistösalkun 20 prosentin arvonlasku voi aiheuttaa huomattavasti suuremman pudotuksen kiinteistöt omistavan REIT-rahaston osakekurssiin, koska osakkeen markkina-arvoon vaikuttaa yleinen markkinatilanne ja muut tekijät, kuten korkotason muutos.

Tässä oppaassa esitellään esimerkkien avulla viideltä suurimmalta sektorilta kultakin yksi REIT-rahasto, jossa valintakriteereinä ovat vähintään 10 vuoden toimintahistoria, monipuolinen sijoittajainformaatio sekä mahdollisimman suuri kiinteistösalkun koko. Oppaassa selvitetään rahastojen kiinteistösalkun sisältöä, kustannusrakennetta, osinkosuhdetta ja analysoidaan yleisimpiä arvostusmittareita. Opas vertailee eri vaihtoehtoja, mutta ei anna sijoitussuosituksia, eikä aseta rahastoja paremmuusjärjestykseen. Lukijan tehtävänä on itse arvioida, sopivatko REIT-rahastot omaan sijoittajaprofiiliin ja tarjoavatko ne tuottopotentiaalia tulevaisuudessa. Oppaassa otetaan kuitenkin kantaa joihinkin havaintoihin, jotka tekijän mielestä ovat sijoituskohteen kiinnostavuutta lisääviä tai heikentäviä seikkoja, kuten tuottojen kertyminen useasta lähteestä tai hallinnointipalkkioiden suuruus.

Aiheesta kiinnostuneita suositellaan ensin tutustumaan REIT-rahastojen historiaan ja teoreettiseen viitekehykseen, joka on osa tätä opinnäytetyötä (Arvopaperimuotoinen kiinteistösijoittaminen Yhdysvalloissa listattuihin REIT-rahastoihin). Lisäksi kannattaa perehtyä käytettyyn lähdemateriaaliin. Helpoin tapa hankkia tietoa on Yhdysvaltojen kansallisen REIT-yhdistyksen, NAREIT:in ylläpitämä reit.com -portaali. Tämän oppaan loppuun on koottu lista hyödyllisistä verkkosivustoista (taulukko 9).

Oppaan tarkoitus on antaa työkaluja itsenäiseen REIT-rahastojen analysointiin yhtiöiden julkaisemien taloustietojen avulla. Sijoittaminen ulkomaisiin arvopapereihin edellyttää kohutuullista englannin kielen taitoa, mutta suurin osa hyödyllisestä tiedosta on lukuarvoja ja tärkeimmät termit ovat yhtenäisesti kaikkien REIT-rahastojen kesken samoja. Kielimuurin takia ei siten kannata vältellä sijoittamista ulkomaille.

2 REIT-rahastojen arvonmääritys verrattuna perinteisten pörssiosakkeiden arvonmääritykseen

REIT-rahastot poikkeavat hieman sijoituskohteena perinteisestä pörssiosakkeesta, siksi niiden arvonmääritykseen on kehitetty tunnuslukuja, jotta sijoittaja osaisi paremmin arvioida rahastojen arvostustasoja. Esimerkiksi teollisuusyritys kirjaa vuosittain poistoja, jotka johtuvat tuotannossa käytettävien koneiden kulumisesta ja sen aiheuttamasta arvonalaskusta. Yritys joutuu säännöllisin väliajoin tekemään korvausinvestointeja, jotka ehkä tehostavat tuotantoa tulevaisuudessa, mutta aiheuttavat kohdistettuja kustannuksia, joista ei saada tuloa myöhemmin. REIT-rahastojen kiinteistöomaisuudesta tehtävät poistot olisivat loogisia, mikäli kiinteistöt hankittaisiin samalla periaatteella kuin tuotantovälineet ja ne purettaisiin elikaaren päätteeksi. Yhdysvalloissa REIT-rahastot joutuvat kirjaamaan kiinteistöjen perusparannuksista ja ylläpidosta aiheutuvia menoja kuluiksi, vaikka todellisuudessa nämä usein nostavat kiinteistöjen arvoa sekä mahdollistavat suurempia vuokratuloja tulevaisuudessa. Esimerkiksi hotelli-kiinteistön täyssaneeraus johtaa todennäköisesti hotelliyöpymisistä maksettavien keskihintojen nousuun. Tästä johtuen on kehitetty kaksi tunnuslukua, FFO (Funds from operations) ja AFFO (Adjusted funds from operations), joiden tarkoitus on auttaa määrittelemään tarkempi kuva REIT-rahaston todellisesta arvosta. FFO on ylivoimaisesti yleisimmin käytössä oleva tunnusluku, se löytyy jokaisen REIT-rahaston tilinpäätöstiedoista.

2.1 Oleellisimpien tietojen etsiminen REIT-rahastojen kotisivuilta

Reit.com-sivuston kautta löytyy kattava luettelo REIT-rahastoista, REIT-ETF-rahastoista sekä sijoitusrahastomuotoisista REIT-rahastoista. Sivustolla on tietoa myös asuntolainoihin sidotuista Mortgage REIT-rahastoista, joita ei tässä oppaassa käsitellä. Pörssilistattuja REIT-rahastoja koskevat yhtenäiset raportointivaatimukset helpottavat piensijoittajan työtä. REIT-rahastot esittelevät kotisivuillaan kiinteistösalkkunsu sisällön, josta selviää kohteiden maantieteellinen sijainti, tarkempi kuvaus kiinteistöjen käyttötarkoituksesta ja vuokrausasteesta. Lähes 30 miljardin dollarin kiinteistöomaisuutta hallinnoiva, kauppakeskukseen sijoittava Simon Property Group markkinoi kotisivuillaan (www.simon.com) yhtiötä suoraan myös kuluttajille, jotka asioivat REIT-rahaston omistamissa kauppakeskuksissa. Lisäksi yhtiö esittelee itseään potentiaalisille vuokralaisille sekä markkinointiyhteistyökumppaneille. Simon Property Group korostaa viestinnällään ymmärtävänsä, että sen rooli on laajempi kuin pelkkä tilojen omistaminen ja ylläpito. Mitä enemmän loppukäyttäjät eli kuluttajat tekevät ostoksia, sitä paremmat mahdollisuudet kiinteistönomistajalla on kasvattaa vuokratuottojaan.

Yhtiön kiinteistösalkun esittelyn lisäksi REIT-rahastoilla on listattujen yhtiöiden tapaan oma sijoittajaosio (investors, investor relations), johon löytyy etusivulta linkki. Tärkein anti löytyy taloudellisesta informaatiosta (financial information). Yhtiöt tarjoavat usein myös perustietoa osakkeesta (stock information), mutta laajempaa informaatiota löytyy syöttämällä hakukoneeseen yhtiön kolmimerkkisen pörssitunnuksen, joka löytyy sijoittajaosion etusivulta. Maksutonta tietoa, kuten arvostuslukuja ja osinko- ja kurssihistoriaa on laajasti saatavilla verkossa. (taulukko 8)

Yhdysvalloissa viranomaisten edellyttämä 10K-tilinpäätösraportti on luettavuudeltaan hieman kankea ja usein yli satasivuinen, mutta standardimuotoisen rakenteen etuna on se, että ensimmäisen raportin jälkeen on helppo siirtyä seuraavaan. Oleellisimpia tietoja löytyy 10K-raporttien sisällysluettelosta ainakin seuraavilla hakusanoilla:

- selected financial data
- management discussion
- portfolio data
- consolidated balance sheets
- consolidated statements of operations
- consolidated statements of cash flow
- funds from operations

2.2 Pörssilistattujen osakkeiden yleisimmät arvonmääritysmenetelmät

2.2.1 P/B- ja P/E -luvut

Yleisimmin käytetyt osakkeen arvostusta mittaavat tunnusluvut ovat p/e (osakkeen hinta/osakekohtainen nettotulos) ja p/b (osakkeen hinta/osakekohtainen tasearvo) ja Molemmat luvut antavat tietoa vain menneisyydestä, koska ne perustuvat tilinpäätöstiedoissa julkaistuihin arvoihin. Alle yhden suuruinen p/b-luku tarkoittaa sitä, että yrityksen nettovallisuus on yhtiön laatimien arvostusperiaatteiden perusteella suurempi kuin osakekannan markkina-arvo. P/e-luku ilmaisee, kuinka monta vuotta kuluu siihen, että yrityksen edellisvuoden nettotulostasolla saadaan kokoon pääoma, joka on yhtä suuri kuin nykyhetken markkina-arvo. P/e-luku antaa hyödyllistä historiatietoa, mutta yleisemmin on käytössä tulosennusteisiin perustuva ns. eteenpäin katsova p/e (forward p/e), koska sijoituspäätökset perustuvat aina tulevan kehityksen arviointiin.

Yhdysvaltalaisien REIT-rahastojen osakkeet ovat suomalaisesta näkökulmasta tasearvon ja p/e-luvun perusteella (keväällä 2015) kalliita verrattuna Suomen ainoaan REIT-rahastoon, Orava Asuntorahastoon, jonka tasearvo oli vuoden 2014 lopussa 0,92. Yhdysvaltojen REIT-sektorin keskimääräinen p/b-luku samaan aikaan oli 2,92. Myös keskimääräinen p/e-arvo (17,00 vuoden 2014 lopussa) on selvästi korkeampi kuin Oravan hintakerroin, joka oli alle 10. Selityksiä arvostuseroihin pohditaan tarkemmin kohdassa 2.3.5.

2.2.2 Tunnuslukuanalyysi

REIT-rahastojen tunnuslukuanalyysissä painotetaan toimialalle tyypillisiä tunnuslukuja, kuten vieraan pääoman hintaa, joka on vuokraustoiminnan kannattavuuden kannalta ratkaiseva tekijä. Sijoittajan on myös vertailtava rahastojen velkaantumistasetta, koska matalan korkotason vallitessa velkainen rahasto luonnollisesti saavuttaa suurempia osinkotuottoja kuin vakavarainen rahasto.

2.3 REIT-rahaston arvostustason määrittäminen

REIT-rahaston arvonmääritys on monimutkaisempaa kuin sijoitusrahastomuotoisen rahaston, koska jälkimmäisen markkina-arvo määritellään suoraan omistuksessa olevan kiinteistösalkun sen hetkisen arvon perusteella eli p/b-luku on teoriassa tasan yksi, mikäli salkun oikea arvo olisi sama kuin todellinen arviointihetken realisointiarvo. REIT-rahaston markkina-arvoon vaikuttaa pörssikurssien yleinen arvostustaso sekä sijoittajien odotukset rahaston tulevaisuuden näkymistä, kuten vuokratuottojen kasvusta sekä kiinteistöjen arvonkehityksestä ja uusien kehityshankkeiden tuotto-odotuksista. Sijoitusrahastomuotoisessa kiinteistörahastossa sijoittajan on arvioitava arvostusmenetelmän luotettavuutta itsenäisesti sijoitusrahastojen sääntöjä tutkimalla.

2.3.1 FFO ja AFFO -luvut

FFO (funds from operations) ja AFFO (adjusted funds from operations) tarkoittavat tunnuslukuja, joiden avulla kiinteistöihin tehtävät korjaukset ja arvoa nostavat muutostyöt tulkitaan investoinneiksi, ei kustannuksiksi. Menetelmä kehitettiin 1990-luvun alussa, jotta alalle syntyisi standardisoituja laskukaavoja, jotka mittaavat kiinteistöihin tehtäviä parannusinvestointeja mahdollisimman tarkasti. FFO tarkoittaa nettotuloja, jotka REIT-rahasto saavuttaa poislukien voitot tai tappiot, jotka syntyvät kiinteistöjen ostoista tai myynneistä. FFO-lukuun lisätään kiinteistöjen nettoarvon muutos, jossa huomioidaan kulumisesta aiheutuvia poistoja, mutta myös mahdollinen maan arvon muutos, vuokratason nousun tuoma arvonmuutos sekä kiinteistön tason nostamisesta syntyvä arvonnousu. FFO on siis

REIT-toimialan tapa arvioida kiinteistösalkun tuottopotentiaalia suhteessa kiinteistöjen arvoon. Osakekohtainen P/FFO-luku on yleisesti käytössä ja sen vertailukelpoisuus saman toimialan REIT-rahastoihin on hyvä. Mutta liikekiinteistöihin ja asuntoihin sijoittavien REIT-rahastojen P/FFO-lukuja ei kannata sellaisenaan verrata keskenään, koska liikekiinteistöjen vuokratuotto on perinteisesti korkeampi kuin asuntojen.

2.3.2 Jälleenhankintamenetelmä (replacement cost method)

Jälleenhankintamenetelmä on selkeältä vaikuttava, mutta ei helpoin tapa arvioida kiinteistön arvoa. Se perustuu siihen, että arvioidaan vastaavan tasoisen kiinteistön investointikustannukset huomioiden sijainti ja olemassa olevan rakennuksen kunto. REIT-salkunhoitaja voi esimerkiksi tilata tarjouspyynnön useammalta rakennuttajalta, jonka perusteella on helpompi arvioida olemassa olevan kohteen arvoa. Menetelmä edellyttää tarkkaa analyysia alueen vetovoimatekijöistä, mikäli arvioitavan kohteen välittömään läheisyyteen ei voida rakennuttaa vastaavaa uutta rakennusta tilalle.

2.3.3 Kaupahistoriaan pohjautuva analyysi (market comparable approach)

Toteutuneisiin kauppoihin perustuva arvonmäärittäminen edellyttää mahdollisimman paljon hintadataa vastaavanlaisista kohteista, jotta sitä voidaan käyttää todellisen arvon määrittäjänä. Parhaimmillaan menetelmä sopii tiheään rakennetulla asuinalueella, jossa on mahdollisimman yhtenäinen ja samanikäinen rakennuskanta. Kaupallisissa kiinteistöissä kauppaja on voitu toteuttaa myyjän taloudellisen ahdingon takia alihintaan tai ostaja on voinut maksaa ylihintaa jonkin muuta liiketoimintaa edistävän motiivin takia, esimerkiksi aggressiivisen kasvustrategian motivoimana. Piensijoittajan kannalta tämä arvonmäärittäystapa on silti hyödyllinen, koska Yhdysvalloissa viranomaiset usein tarjoavat toteutuneiden kiinteistökauppojen hintatietoja julkisesti internetsivuillaan.

2.3.4 Pääoman nettotuottoaste (cap rate)

Pääoman tuottoaste on nettotuottojen ja kiinteistöjen hankintahinnan suhde. Suuri lukuarvo ilmaisee suurempaa tuottopotentiaalia, mutta myös korkeampaa riskitasoa. Luvussa ei huomioida poistoja tai arvonkorotuksia, ei myöskään pääomakustannuksia. Sijoittaja voi hyväksyä matalan lukuarvon, koska hän voi mahdollisesti olettaa kiinteistön arvon nousevan nopeammin kuin korkean lukuarvon kohteessa. Esimerkiksi Kalifornian piilaakson asunnoista hyväksytään keskimääräistä matalampi vuokratuotto, koska sijoittajat odottavat asuntojen voimakkaan arvonnousun jatkuvan.

2.3.5 Nettoarvo (net asset value, NAV)

Kirjanpitoarvon (p/b) sijaan REIT-rahastoja analysoidaan yleisesti omaisuuden nettoarvolaskelman perusteella. Kirjanpitoarvo sisältää epäkohtia, kuten poistojen kirjaamisen virallisen kirjanpitokäytännön mukaisesti. Vaikka sijoituskiinteistöjen oikean markkina-arvon määrittäminen on vaativaa, katsotaan sen olevan tarkempaa kuin teollisuusyrityksen tuotantolaitoksen oikean arvon selvittäminen, koska ensin mainituilla kiinteistöillä käydään enemmän kauppaa ja niiden tulevaisuuden vuokratuottoja on helpompi ennustaa kuin teollisuuslaitoksen saavuttamia tuotantomääriä ja niiden kannattavuutta. Teollinen tuotantolaitos voi pahimmillaan menettää arvonsa lähes kokonaan, jos sen tuottamille hyödykkeille ei ole enää kysyntää eikä kiinteistöä pystytä kohtuullisin kustannuksin uudistamaan toiseen käyttötarkoitukseen. Hyvällä tontilla sijaitseva teollisuuslaitos voidaan muuttaa vaikka kulttuurikeskukseksi, mutta usein edessä on purkaminen.

REIT-rahastojen nettoarvon laskentaan erikoistunut Green Street Advisors -tutkimusyritys on kehittänyt menetelmän, joka tutkii segmenttikohtaisesti kiinteistöjä ottaen sijaintitekijät huomioon. Tämän lisäksi yritys määrittelee jokaiselle kiinteistötyypille ominaisen cap rate-asteen ja arvioi 12 kuukauden tähtäimellä saavutettavaa nettotuottoa. Näin otetaan kantaa mahdollisiin vuokrankorotuksiin tai vuokrausasteen tasoon. Tämän jälkeen analysoidaan REIT-rahaston omistaman maapohjan arvo, meneillään olevien rakennushankkeiden arvo, yhteistyöhankkeiden arvo rahaston omistusosuuden mukaisesti sekä lisäksi arvio rahaston keräämistä hallinnointipalkkiotuotoista ja vuokraustoimintaan liittyvien oheispalveluiden tuotoista. Loppusummasta vähennetään velat ja mahdolliset verovelvollisuudet, tämän jälkeen rahaston keskimääräistä vieraan pääoman hintaa verrataan yleiseen REIT-rahastojen maksamaan korkotasoon. Mikäli REIT-rahasto saa vierasta pääomaa keskimääräistä edullisemmin, nostaa se rahaston nettoarvoa. Lopuksi loppusummasta vähennetään liikkeeseen laskettujen etuoikeutettujen osakkeiden dollarimääräinen arvo. Osakekohtainen nettoarvo huomioi vielä mahdolliset avoimet vaihtovelkakirjasopimukset sekä etuoikeutettujen osakkeiden vaikutuksen. Nettoarvon ongelma on se, etteivät REIT-rahastot itse julkaise sitä, vaikka tieto olisi sijoittajan kannalta erittäin hyödyllinen. Green Street Advisors -tutkimusyritys ei myöskään jaa analyyssejaan vapaasti verkossa. Tältä osin suomalaiset vaihtoehdot ovat läpinäkyvämpiä.

2.4 REIT-rahastoihin kohdistuvat yleisimmät riskit

Kiinteistösijoittamisen ja siten myös REIT-rahastojen merkittävimmät riskit ovat rakennus-aikaiset riskit, vuokraustoimintaan liittyvät riskit sekä rahoitusriskit. Rakentamiskustannukset voivat ylittää budjetin, rakennusprojektissa voi tapahtua kokemattomuudesta tai ali-

hankkijoista johtuvia viivästyksiä tai virheitä. Vuokrausriski voi realisoitua, mikäli budjetoitu vuokrataso ei markkinatilanteesta johtuen toteudu tai vuokrausaste jää oletettua alhaisemmaksi esimerkiksi ylitarjontatilanteen takia. Hotellikiinteistöissä kysyntä voi vaihdella rajusti, toimistokiinteistöjen kysyntää voi syödä kasvava etätyön määrä ja tukitoimintojen siirtäminen alemman kustannustason maihin. Rahoitusriskit tarkoittavat vieraan pääoman hinnan äkillistä muutosta, jolloin rahoituskulut voivat syödä merkittävän osan vuokratuotoista.

Käytännön tasolla riskien toteutuminen voi tarkoittaa sitä, että REIT-rahaston arvo laskee huomattavasti enemmän kuin rahaston omistamien kiinteistöjen reaaliarvo. Markkinoiden epätasapaino voi johtaa ketjureaktioon, jossa vieraan pääoman hinta nousee vakuusarvojen laskiessa, jolloin REIT-rahasto joutuu realisoimaan kiinteistöjään alihintaan selviytyäkseen kohonneista velanhoitokustannuksista. Pahimmillaan REIT-rahasto voi jopa ajautua konkurssiin aivan kuten perinteinen pörssilistattu yhtiö. Tästä johtuen sijoitusrahastopohjainen kiinteistörahasto on varovaiselle sijoittajalle parempi vaihtoehto, koska osuuksilla käydään kauppaa kirjanpitoarvon mukaisella hinnalla, jolloin arvonheilunta on maltillisempaa. Voimakas rahasto-osuuksien myyntialto toisaalta johtaisi rahaston omistamien kiinteistöjen realisointiin mahdollisesti kirjanpitoarvoa alemmalla hinnalla.

3 REIT-rahastoihin sijoittamisen tekniset edellytykset ja verokohtelu

Sijoittaminen yhdysvaltalaisiin REIT-rahastoihin tai ETF-REIT-rahastoihin Suomesta käsin ei edellytä erillistä arvopaperivälityssopimusta, jos piensijoittajalla on voimassa oleva arvo-osuustili kotimaisessa sijoituspalveluyrityksessä. Palveluntarjoajan on vain rekisteröitävä asiakas Yhdysvaltojen viranomaisten vaatiman Q1-asiakirjan edellyttämällä tavalla. Kaupankäyntikustannukset ovat pääsääntöisesti hieman korkeammat kuin kotimaisilla osakkeilla, lisäksi piensijoittajalle voi aiheutua ylimääräisiä kuluja ulkomaisten arvopaperien säilytyksestä. Trendi on kuitenkin Suomessa kohti yhtenäisiä palkkiorakenteita. Hiljattain Nordea Pankki ilmoitti, että ulkomaiset säilytyskulut sisältyvät jatkossa kotimaisen säilytyksen hintaan. Nordnet Pankki on jo pitkään tarjonnut säilytyspalvelun maksutta kotimaisille ja ulkomaisille arvopapereille. Uusia nettivälittäjiä aloittaa jatkuvasti Suomessa, joten kansainvälisiin arvopapereihin sijoittaminen tulee jatkossa olemaan entistäkin edullisempaa. Uusin tulokas, hollantilainen Degiro tarjoaa suomalaisille piensijoittajille yhdysvaltalaisten osakkeiden kaupankäyntipalkkiot edullisemmin kuin kotimaisten osakkeiden, koska faktisesti arvopaperiselvitys on Yhdysvalloissa selvästi edullisempaa kuin Suomessa. Ennen ulkomaisten arvopaperien hankintaa on syytä kysyä omalta palveluntarjoajalta kustannuksista ja kauppojen toteutuksesta verkon kautta. Meklarin kautta tehtävissä puhelinkaupoissa hinnoittelu on yleensä selvästi korkeampi riippuen asiakkuuden laadusta. Varainhoitoasiakkaalle voi olla helpointa toteuttaa kauppvoja suoraan oman yhteyshenkilön kautta puhelimitse. Tällöin meklari saattaa tarjota arvokasta apua sijoituskohteiden valinnassa ja selvittää esimerkiksi edullisimmat REIT-ETF-vaihtoehdot. Passiiviselle sijoittajalle välityspalkkiota tärkeämpää on sijoituskohteiden poiminnan onnistuminen.

REIT-rahastot maksavat yleensä osinkoa vuosineljänneksittäin, kotimainen arvopaperivälittäjä tilittää osingon suoraan asiakkaan hoitotilille Yhdysvalloissa perityllä lähdeverolla vähennettynä. Mikäli osinko tulisi maasta, jonka kanssa Suomella ei ole verosopimusta, perittäisiin Suomessa täysi osinkovero riippumatta alkuperämaan verotuksesta. Yhdysvalloista saatu osinko verotetaan samalla veroasteella kuin Suomesta saatu, koska verosopimus estää kaksinkertaisen verottamisen. Verotuksellisesti olisi yksinkertaisempaa, jos REIT-rahastot toimisivat kuten sijoitusrahastojen kasvuosuudet eli ne sijoittaisivat osingot uudelleen asiakkaan puolesta, mutta toisaalta tasainen osinkovirta tuo mukavaa lisätuloa, jota voi sijoittaa itsenäisesti. Enää ei tarvitse vältellä pieniäkään kauppaeriä alentuneiden palkkioiden ansioista. ETF-rahastoissa suuntaus kohti osinkojen automaattista uudelleen sijoittamista on yleistymässä. Yhdysvalloissa REIT-rahastojen osingot voi sopia sijoitettavaksi eteenpäin samaan rahastoon, mutta osinkoveroilta ei voi välttyä.

Lainsäädäntö REIT-rahastoista määriteltiin ja hyväksyttiin Yhdysvaltain kongressissa vuonna 1960 (Real Estate Investment Trust Act of 1960). Ensimmäiset REIT-rahastot aloittivat toimintansa samana vuonna. Lain tarkoituksena oli tarjota piensijoittajille samat mahdollisuudet sijoittaa kiinteistöihin kuin institutionaalisille sijoittajille ja päästä hyötymään pienellä pääomalla hajautetusta kiinteistösijoitussalkusta. Lain merkittävin sisältö liittyi sijoitusten verokohteluun. Sen mukaan REIT-rahasto voi vähentää verotettavasta tuloksestaan kaikki maksetut osingot eikä se joudu maksamaan yhtiöveroa, jos osingot ylittävät 90 prosenttia tilikauden tuloksesta. Täsmennyksenä lakiin määriteltiin, että REIT-rahaston on maksettava aina vähintään 90 prosenttia tuloksestaan osinkoina osakkeenomistajille. On tärkeää huomioida, että REIT-rahastoihin kohdistuu verorasitusta kiinteistöverojen ja kiinteistöjen hoitoon liittyvien välillisten verojen muodossa aivan kuten yksityisen sijoituskiinteistön omistajalle. Verojen vaikutusta kokonaistuottoihin on laskettu tarkemmin tilinpäätöstietojen analyyseissa kappaleessa 4.

4 Yleisimmät REIT-rahastotyypit

Reit.com-sivusto jakaa REIT-rahastot kymmeneen eri segmenttiin, joista tässä oppaassa käsitellään viittä suurinta. Nämä muodostavat vajaat 75 prosenttia kaikista Yhdysvalloissa toimivista REIT-rahastoista markkina-arvolla mitattuna. Lisäksi on mahdollisuus valita teollisuuskiinteistöihin, varastotiloihin, metsätiloihin ja infrastruktuuriin sijoittavia rahastoja. Erikoisemmista yksittäisistä REIT-rahastoista voidaan mainita viinitiloihin sijoittava Vintage Wine Trust sekä Entertainment Properties Trust, joka on sijoittanut yli 2 miljardia dollaria elokuvateattereihin, hiihtokeskuksiin ja vesipuistoihin.

Alla on aluksi esitelty kunkin segmentin perustietoja, jonka jälkeen perehdytään tarkemmin yksittäisiin REIT-rahastoihin tutkimalla niiden salkun sisältöä, talousinformaatiota ja tunnuslukuja. Tarkoituksena on, että lukija oppii etsimään oleelliset tiedot REIT-rahastojen omilta kotisivuilta. Tilinpäätökset ovat melko samankaltaisia kuin Suomessa, mutta esimerkiksi poistojen kirjaamiseen on kiinnitettävä huomiota. Tunnuslukuja analysoidaan erityisesti REIT-rahastojen näkökulmasta eli pääpaino on vuokratuottojen suhteessa kiinteistöomaisuuden arvoon sekä hoitokulujen ja hallinnointipalkkioiden suuruusluokan laskennassa vertaillen niitä myös kotimaiseen Orava Asuntorahastoon. Osa tunnusluvuista on rahaston itse ilmoittamia, osa on laskettu tilinpäätöstietojen pohjalta. On tärkeää huomioida, että hallinnointikustannuksiin ei ole tapana lasketa kiinteistön ylläpito-kustannuksia, kuten lämmitystä ja siivousta (vrt. asuntojen hoitovastike). Silti jokainen kustannuserä laskee sijoittajan saamaa tuottoa aivan kuten sijoitusasunnoissa. Kiinteistöverot on mainittu esimerkeissä erikseen, koska niiden osuus kustannuksista on huomattava. Taulukoihin on laskettu oppaan tekijän toimesta havainnollistamistarkoituksessa joidenkin kustannuserien prosentuaalisia osuuksia, kuten korkokulujen suhdetta vuokratuottoihin.

4.1 Toimitilat (Office REITs)

Toimitilat ovat yksi suhdanneherkimmistä kiinteistösijoittamisen osa-alueista. Vuonna 2007 arviolta 80 prosenttia USA:n toimitiloista oli kiinteistösijoittajien omistuksessa, josta noin 10 prosenttia eli 100 miljardin dollarin arvoinen osa oli REIT-rahastojen omistamia. Toimitiloihin sijoittavien REIT-rahastojen osuus on noin 15 prosenttia kaikista julkisesti noteerattavista REIT-rahastoista markkina-arvolla mitattuna. Toimistokiinteistöjen arvonmäärityksen helpottamiseksi on kehitetty ryhmittelyitä, jotka perustuvat rakennusten ikään, korkeuteen, pinta-alaan, sijaintiin sekä alueen kysyntään ja tarjontaan. Esimerkiksi yli 15-kerroksiset rakennukset ovat Yhdysvalloissa tehtyjen tutkimusten mukaan kalleimpia yllä-

pitää ja sijaitsevat yleensä arvokkaammalla maapohjalla, jolloin niihin kohdistuu suurempi maanvuokra tai kiinteistövero kuin keskimäärin.

Lisäksi toimitilakiinteistöjä arvioidaan laadullisin perustein. A-luokkaan kuuluvat uudet toimitilat tiheään asutuilla alueilla, joissa on parhaat talotekniset ominaisuudet. B-luokan toimitila on tyypillisesti esikaupunkialueella sijaitseva toimiva, mutta suosiotaan menettävä kiinteistö. C-luokka edustaa halvimpia toimitiloja, joista puuttuvat monet nykyajan mukavuudet. REIT-rahastot käyttävät tätä luokitusta omassa sijoittajainformaatioissaan. C-luokan toimitiloissa FFO/osake-luku eli nettotuotto per osake on usein keskimääräistä korkeampi, mutta sijoittajan tulee suhtautua poistoihin ja mahdollisiin tulevaisuuden myyntivoittoihin eri tavoin kuin A-luokan kiinteistöissä. Sama logiikka pätee vertailtaessa hyvän sijainnin arvokkaita ja uusia asuinkiinteistöjä haja-asutusalueiden vanhoihin asuinkiinteistöihin.

Pyrkimys mahdollisimman suureen prosentuaaliseen vuokratuottoon tarkoittaa usein epäedullista sijaintia, riskiä suurista tulevista saneeraus kustannuksista sekä epävarmuutta vuokrausasteen tasosta. Tiloja vuokraavan yrityksen näkökulmasta oleellisia tekijöitä ovat hyvät liikenneyhteydet, alueen vetovoimatekijät, työvoiman tarjonta ja itse tilojen houkuttelevuus. REIT-rahaston salkunhoitajan kannalta onnistunut investointi edellyttää erittäin hyvää paikallistuntemusta ja huolellisia kannattavuuslaskelmia. REIT-rahastoon sijoittavan on näiden tekijöiden lisäksi pohdittava myös toimistokiinteistöjen kysyntänäkymiä tulevaisuudessa eli esimerkiksi sitä, aiheuttaako etätyön lisääntyminen ja teknologian kehittyminen toimistotilojen käytön vähentymistä.

4.1.1 CASE: Brandywine Realty Trust

Kaupankäyntitunnus NYSE: BDN, kotisivu: www.brandywinerealty.com

Brandywine Realty Trust on vuonna 1986 perustettu toimistokiinteistöihin sijoittava REIT-rahasto. Yhtiön kiinteistöomaisuus koostuu pääosin A-luokitelluista kohteista, jotka sijaitsevat kaupunki- ja esikaupunkialueilla. Yhtiö on erikoistunut rakennusprojekteihin, joissa se osallistuu hankkeisiin suunnitteluvaiheesta alkaen. Rakennuttajariskin ottaminen tarkoittaa sitä, että kohteen kauppahinta muodostuu pääsääntöisesti alemmaksi kuin valmiin kiinteistön hankinta. Taulukossa 1 on laskettu sijoittajan kannalta tärkeimpiä tunnuslukuja. Huomio kiinnittyy poistojen suhteellisen suureen määrään. Mikäli poistot olisivat todellisia menoja, rahasto tekisi nollatulosta. Toinen havainto on korkomenojen suhteellisen suuri osuus vuokratuotoista, noin 20 prosenttia. Vieraan pääoman hinnalla on suuri merkitys,

siksi sijoittajan tulee pohtia mahdollista korkotason nousua ja rahaston omavaraisuusasetta. Toisaalta velkavipu tuo rahastolle nettotuottoa, mikäli vuokratuottoprosentti on kulu-
jen jälkeen korkeampi kuin vieraan pääoman hinta. Kiinteistöjen hallinnointikulut ilman
kolmansille osapuolille maksettavia palkkioita (välityspalkkiot, muut palkkiot) olivat 0,55
prosenttia (2014), kokonaiskulut 0,69 prosenttia kirjanpitoarvosta. Suomessa yleisesti
käytössä olevia tuottosidonnaisia palkkioita ei ole käytössä.

Taulukossa 1 laskettu P/FFO-luku oli 13,44. Tämän perusteella rahasto saisi kerätyä
hieman yli 13 vuoden kuluessa vuokratuottoa ja mahdollista kiinteistösalkun arvonnousua
nykyisen markkina-arvon verran ilman kiinteistöjen myyntivoittoja tai -tappioita. Tuorein
p/e-luku on peräti 239, mutta vuoden 2016 loppuun asti ulottuvaan tulosennusteeseen
perustuva eteenpäin katsova p/e on 9,86 Thomson Reutersin arvion mukaan. Yksittäisten
vuosien p/e-lukuihin tulee aina suhtautua varauksella mahdollisten kertaerien tai muiden
poikkeuksellisten tapahtumien vuoksi.

Taulukko 1. Brandywine Realty Trust tilinpäätöstietoja

Brandywine Realty Trust		Vuosi 2014
		<i>Luvut x USD 1000</i>
Kiinteistöjen kirjanpitoarvo		4 859 173
Vuokratuotot ja muut tuotot		596 984
Tuotot yhteensä		596 984
Kiinteistöjen hoitokulut		177 330
Korkomenot netto		120 355
Muut tulot/menot netto		710
Kiinteistöverot		51 844
Hallinnointipalkkiot		26 779
Vuokraustoiminnan kulut ja muut kulut		6 791
Poistot ja korjauskustannukset		208 569
Kulut yhteensä		592 378
Nettotulos		4 606
FFO		213 885
FFO/osake		1,19
FFO tuottoprosentti		7,44 %
P/FFO		13,44
Hallinnointipalkkiot		0,55 %
Hallinnointipalkkiot + muut kulut/kirjanpitoarvo		0,69 %
Hallinnointikulut/nettotuotot		5,62 %
Korkomenot/vuokratuotot		20,16 %

Osakekurssi 31.12.2014	15,98
Osinko vuodelta 2014	0,60
Osinkotuotto 31.12.2014 kurssitasolla	3,75 %
p/e	239
p/e eteenpäin katsova	9,86
p/e toimialan keskiarvo (Nasdaq)	17,00

4.2 Asuntoihin sijoittavat REIT-rahastot (Residential REITs, Apartment REITs)

Asuntoihin sijoittavat REIT-rahastot ovat suomalaisille tutuimpia, koska Helsingin pörssissä listattu Orava Asuntorahasto toimii samalla peruseriaatella kuin yhdysvaltalaiset esikuvansa.

Yhdysvalloissa REIT-rahastot omistavat yli miljoona asuntoa, joka on noin 15 prosenttia koko vuokra-asuntomarkkinasta. Vielä vuonna 1991 rahastojen omistuksessa oli vain 50 000 asuntoa. REIT-rahastot luokittelevat asuntokantaa vastaavilla mittareilla kuin toimistokiinteistöjä. A-luokituksen saa alle viisi vuotta vanha kohde, jossa asukkaille tarjotaan lisäarvopalveluita, kuten autonpesua, tenniskenttiä tai consierge-palveluita. B- ja C-luokka edustavat vaatimattomampaa tasoa. Asuinkiinteistöjä luokitellaan myös niiden kerrosluvun ja sijainnin perusteella. Suosituimpia kohteita ovat olleet 2000-luvulla korkeisiin asuinkiinteistöihin sijoittavat sekä laajan piha-alueen palveluineen sisältävät kokonaisuudet.

Yhdysvalloissa tutkitaan säännöllisesti asumiskustannuksia vertailemalla omistusasumista ja vuokra-asumista. Deutsche Bankin tutkimus vuodelta 2006 esitti, että keskimäärin 47 suurimmalla metropolialueella omistusasumisen kokonaiskustannus oli 1500 dollaria kuukaudessa kun taas vuokra-asumisen vain 750 dollaria kuukaudessa. Tutkimustulosta voidaan analysoida joko siten, että vuokra-asuminen oli tuolloin kannattavaa tai siten, että sijoittajan näkökulmasta vuokratasoissa oli nousuvaraa. Kolmas päätelmä on se, että vuokra-asunnoista oli tuolloin ylitarjontaa. Tutkimustulosta vääristää se tosiseikka, että yleensä asuntoihin kohdistuva velkamäärä on selvästi asunnon arvoa alempi. Oletuksena vertailussa oli se, että omistaja hankkii asunnon kokonaan velkarahalla. Vuonna 2013 Forbes-lehdessä julkaistu tutkimus antaa päinvastaisen tuloksen, sen mukaan omistusasuminen tulee Yhdysvalloissa keskimäärin 44 prosenttia edullisemmaksi kuin vuokrala asuminen. Suurin selitys täysin erilaiselle tulokselle on korkotason voimakas lasku.

Suomessa on pääsääntöisesti pidetty omistusasumista edullisempänä asumismuotona. Vasta viime aikoina on noussut esiin näkemyksiä, joiden mukaan osa Suomen omistusasuntokannasta olisi menettänyt arvoaan muuttotappiopaikkakunnilla. Myös ikääntyvien asuinkiinteistöjen suuret saneerauskustannukset saattavat tehdä paikoin omistusasumisesta vuokra-asumista kalliimpaa, mikäli tehdyt saneeraukset eivät nostakaan kohteen markkina-arvoa heikon kysynnän takia (joka johtuu alueen vetovoimatekijöistä).

4.2.1 CASE: Camden Property Trust

Kaupankäyntitunnus NYSE: CPT, kotisivu: camdenliving.com

Camden Property Trust omistaa (31.3.2015) 57 832 asuntoa yhteensä 166 kiinteistössä. Yhtiö sijoittaa nopeimmin kasvaville alueille kaikkialla Yhdysvalloissa ja pyrkii säännöllisesti parantamaan kiinteistösalkun laatua myymällä vanhoja ja hankkimalla uusia asuntoja. Se myös osallistuu rakennusprojekteihin ja olemassa olevien kohteiden kehittämiseen. Tunnuslukujen perusteella asuinkiinteistöjen hallinnointi on selvästi työvoimavaltaisempaa kuin liikekiinteistöjen, hallinnointikustannukset vuonna 2014 olivat 1,22 prosenttia, kolmansille osapuolille maksettujen palkkioiden jälkeen 1,31 prosenttia kiinteistöjen kirjanpitoarvosta (taulukko 2). Hallinnointipalkkioiden osuus kokonaistuotoista oli kuitenkin kohtuullisen alhainen 10,80 prosenttia. Yhtiö raportoi kotisivuillaan laajasti toimintaansa ja tulevaisuudennäkymiä. Vuokratuotot asuntoa kohti ovat nousseet 24 prosenttia vuosina 2010 - 2014. Osaselityksenä yhtiö kertoo vuokra-asumisen suosion kasvun, osasy s on kiinteistösalkun muutoksessa kohti uudempia ja laadukkaampia asuinkiinteistöjä, joissa tuotto asuntoa kohti on suurempi. Yhtiön strategia muistuttaa läheisesti kotimaista Orava Asuntorahastoa, joka myös pyrkii uudistamaan asuntosalkkuaan keskittymällä kasvaville alueille ja nykyistä arvokkaampiin kohteisiin.

Taulukko 2. Camden Property Trust tilinpäätöstietoja

Camden Property Trust	Vuosi 2014
	<i>Luvut x USD 1000</i>
Kiinteistöjen kirjanpitoarvo	6 056 097
Vuokratuotot	731 874
Muut kuin vuokratuotot	14 611
Voitot kiinteistöjen myynneistä	165 160
Muut tuotot	112 104
Tuotot yhteensä	1 023 749

Kiinteistöjen hoitokulut	211 253
Kiinteistöverot	94 055
Muut kulut	3 937
Korkomenot	93 263
Velanhoitoon liittyvät palkkiot	3 355
Hallinnointipalkkiot	73 694
Vuokraustoiminnan kulut ja muut kulut	5 341
Verot	1 903
Poistot ja korjauskustannukset	235 634
Kulut yhteensä	722 435
Nettotulos	301 314
Nettotuotot FFO	378 043

P/FFO	16,97
FFO/osake	4,35
FFO - tuotto prosentti	5,89 %
Hallinnointipalkkiot/kirjanpitoarvo	1,22 %
Hallinnointipalkkiot + muut kulut/kirjanpitoarvo	4,55 %
Hallinnointikulut/nettotuotot	10,80 %
Korkomenot/vuokratuotot	12,85 %

Osakekurssi 31.12.2014	73,84
Osinko (USD) vuodelta 2014	2,46
Osinkotuotto 31.12.2014 kurssitasolla	3,33 %
p/e 31.3.2015	18,53
p/e eteenpäin katsova	15,83
p/e toimialan keskiarvo (lähde Nasdaq)	17,00

4.2.2 CASE: Orava Asuntorahasto

Kaupankäyntitunnus OMXHelsinki OREIT, kotisivu: oravaasuntorahasto.fi

Vertailun vuoksi on syytä tutkia myös kotimaisen Orava Asuntorahaston tilinpäätöstä vuodelta 2014. Orava Asuntorahasto (taulukko 3) näyttää tunnuslukujen perusteella selvästi edullisemmin hinnoitellulta kuin Camden Property Trust, mutta asuntojen arvonmuutosten osuus tuloksessa on huomattavasti suurempi. Yllättäen huolimatta pienestä koostaan, Orava Asuntorahaston kokonaispalkkiot ovat vain noin 1,57 prosenttia, vaikka hallinnointiyhtiö perii rahastolta erillisen voittopalkkion, joka oli viime vuonna 800 000 euroa eli 0,61 prosenttia asuntojen kirjanpitoarvosta. Palkkiot eivät ole täysin vertailukelpoisia USA:n REIT-rahastoihin, koska Suomessa palkkio lasketaan kiinteistöjen käyvän arvon perusteella, Yhdysvalloissa kirjanpitoarvot ovat pääsääntöisesti markkina-arvoa alhaisemmat. Orava Asuntorahaston voittopalkkio on 20 prosenttia kuuden prosentin ylittävältä tuotolta.

Orava Asuntorahasto on toteutuneiden tunnuslukujen perusteella erittäin houkutteleva sijoituskohte, mutta hyvä osinkotuotto tulevaisuudessa edellyttää jatkuvaa kiinteistösalkun kasvattamista ja vanhojen kohteiden myyntien onnistumista kirjanpitoarvoon tai sitä korkeampaan hintaan. Mikäli kasvu hiipuu, tulos muodostuu enimmäkseen vain vuokratuotoista ja olemassa olevan kiinteistösalkun arvonmuutoksista. Vuonna 2014 kokonaistulot veivät peräti 95,5 prosenttia vuokratuotoista. Jakokelpoinen voitto muodostui siis lähes kokonaan kiinteistösalkun arvonnoususta, joka syntyi hankituista kohteista saaduista tukkualennuksista. Toisaalta on muistettava, että nopeasti kasvava kiinteistösalkku ei voi koskaan tuottaa vuositasolla maksimitasoaan, koska kaikki asunnot eivät ehdi kerryttää vuokratuloa kokonaisuudelta kalenterivuodelta, vaikka ne ovat taseessa täydellä arvolla.

Taulukko 3. Orava Asuntorahaston tilinpäätöstietoja

Orava Asuntorahasto	Vuosi 2014
	<i>Luvut euroja</i>
Kiinteistöjen kirjanpitoarvo	130 600 000
Vuokratuotot	6 532 000
Voitot myynneistä ja käyvän arvon muutoksista	8 794 000
Tuotot yhteensä	15 326 000
Kiinteistöjen hoitokulut (vastikkeet)	2 831 000
Vuokraustoiminnan kulut	350 000
Rahoituskulut	1 361 000
Henkilöstökulut	107 000
Hallinnointipalkkiot	613 500
Tulossidonnainen hallinnointipalkkio	800 000
Muut kustannukset	62 000
Myytyjen asuntojen välityspalkkiot	115 000
Kulut yhteensä	6 239 500
Hallinnointipalkkiot (sis. välityspalkkiot) yhteensä	2 047 500
Osakekurssi 31.3.2015	11,96
P/FFO (31.3.2015)	8,46
FFO/Osake	1,41
FFO tuottoprosentti	11,82 %
Osakemäärä	4 622 183
Osinko vuodelta 2014	1,20
Osinkotuotto 31.3.2015 kurssitasolla	10,03 %
Hallinnointipalkkiot + välityspalkkiot/kirjanpitoarvo	1,57 %
Hallinnointipalkkiot + muut kustannukset/kirjanpitoarvo	2,61 %
Hallinnointipalkkiot/nettotuotot	31,3 %

4.3 Vähittäiskaupakiinteistöihin sijoittavat rahastot (Retail REITs)

Vähittäiskaupakiinteistöt ovat suurin yksittäinen sektori Yhdysvaltojen kiinteistöihin sijoitavista REIT-rahastoista edustaen noin 26 prosentin osuutta koko markkinasta. REIT-rahastot omistavat arviolta kolmanneksen maan pienistä kauppakeskuksista ja noin puolet suuremmista (super regional malls). REIT-rahastot omistavat noin 15 prosenttia suurmyymälöistä, kuten Wal-Mart tai Home Depot. Osuudet ovat siis huomattavasti suurempia kuin asuntomarkkinoilla. Kiinteistösijoittajat jakavat vähittäiskaupakiinteistömarkkinat Yhdysvalloissa lisäksi pienempiin osa-alueisiin, kuten outlet-kauppakeskuksiin (outlet villages) ja kalliimpiin tuotteisiin keskittyviin kauppakeskuksiin (fashion malls). Tarkka jaotelu auttaa piensijoittajia analysoimaan kohteita paremmin ja tarjoaa mahdollisuuksia keskittyä haluttuun segmenttiin.

Vähittäiskauppaan sijoittavat REIT-rahastot joutuvat noudattamaan erilaista strategiaa vuokrasopimuksissaan verrattuna asuntoihin tai toimistokiinteistöihin sijoittaviin rahastoihin. Kauppakeskuskiinteistön omistaja ei voi menestyä, jos vuokralaisen liiketoiminta ei kehity suotuisasti. Siksi vuokrasopimukseen liitetään lisäehtoja, joilla pyritään edistämään molempien etua. Vuokranantaja voi vaatia provisiota, mikäli myymälät ylittävät niille asetetut myyntitavoitteet. Vastaavasti omistajalla voi olla velvollisuus kustantaa markkinointikampanjoita ja järjestää kauppakeskuksissa promootiotilaisuuksia myynnin edistämiseksi. Vuokrasopimukset ovat pituudeltaan yleensä kolmesta kuuteen vuotta, kun taas asuntorahastojen vuokrasopimukset ovat selvästi lyhyempiä, toisaalta toimistokiinteistöihin sijoittavien rahastojen sopimukset ovat tätäkin pitempiä. Rahastot seuraavat tarkasti omistamiensa liiketilojen myynnin kehitystä ja vertaavat myyntilukuja vastaaviin tiloihin muissa kauppakeskuksissa. Kerättyä dataa tarjotaan avoimesti kauppaketjuille, jotka suunnittelevat uusien myyntipisteiden avaamista. Rahastot eli kiinteistönomistajat osallistuvat siten erittäin tiiviisti asiakkaidensa liiketoimintaan. Retail REIT-rahastojen salkunhoitajilta vaaditaan erittäin hyvää vähittäiskaupan tuntemusta ja trendien ja alueellisten vetovoimatekijöiden ymmärrystä.

Ennen uusien sijoituspäätösten tekoa rahasto joutuu analysoimaan kohdealueen väestörakennetta, sen ostovoimaa, väestönkasvuennustetta, elinkeinorakennetta ja sen kykyä selviytyä tulevaisuudessa. Lisäksi verkkokaupan voimakas kasvu sekä teknisen kehityksen aiheuttamat ostotottumusten muutokset on otettava huomioon. Asiakkaat myös vaativat kauppakeskuskiinteistöiltä yhä enemmän laatua, tämä on johtanut saneeraus- ja kehityskustannusten kaksinkertaistumiseen 1990-luvun alkuvuosista.

4.3.1 CASE: Simon Property Group

Kaupankäyntitunnus NYSE: SPG, kotisivu: simon.com

Simon Property Group (taulukko 4) sijoittaa suuriin kauppakeskuksiin ja outlet village -tyyppisiin, merkkituotteita edullisesti myyviin, yleensä kaukana kaupunkien keskustoista sijaitseviin kauppakeskuksiin Yhdysvalloissa. Lisäksi sillä on omistuksia Kanadassa, Japanissa, Etelä-Koreassa ja Euroopassa. Kiinteistöjen kirjanpitoarvo vuoden 2014 lopussa oli lähes 30 miljardia US-dollaria, vuokratuotot ja muut tuotot vuonna 2014 olivat noin 4,9 miljardia dollaria. Yhtiön markkina-arvo keväällä 2015 on lähes 60 miljardia dollaria.

Tilinpäätöksessä kiinnittyy huomio siihen, että yhtiön valtava koko ei tuo skaalaetuja kustannuksiin. Kiinteistöjen hoitokustannukset kasvavat samassa suhteessa volyyymiin. Kiinteistöt poikkeavat tältä osin perusteellisuudesta, jossa yksikkökustannukset yleensä laskevat volyymin kasvun myötä. Simon Property Group amerikkalaisten suuryritysten tapaan kompensoi avainhenkilöitään avokäteisesti. Kannustinjärjestelmien osuus vuoden 2014 nettotuloksesta on huomattava, lähes 20 prosenttia.

Taulukko 4. Simon Property Group tilinpäätöstietoja

Simon Property Group	Vuosi 2014
<i>Luvut x USD 1000</i>	
Kiinteistöjen kirjanpitoarvo	29 532 330
Vuokratuotot	4 531 811
Muut kuin vuokratuotot	138 226
Muut tuotot	200 781
Tuotot yhteensä	4 870 818
Kiinteistöjen hoitokulut	398 598
Kiinteistöverot	384 189
Muut kulut	91 655
Velanhoitoon liittyvät palkkiot	12 001
Hallinnointipalkkiot	59 958
Henkilöstömenot	158 576
Markkinointi ja mainonta	136 656
Korjauskustannukset	100 016
Poistot	1 143 827
Kulut yhteensä	2 485 476
Operatiivinen tulos	2 385 342
Korkokustannukset	-992 601
Luottotappiot	-127 573

Myyntivoitot ja korkotuotot	158 308
Myytyjen kohteiden tuotot	226 774
Tuloverot	-28 085
Muut tuotot ja kustannukset netto	29 361
Nettotulos	1 651 526
Etuoikeutetut osingot ja kannustimet	246 275
Osakkeenomistajille jaettavissa oleva nettotulos	1 405 251
Nettotuotot FFO	2 795 353

P/FFO (osakkeen hintakerroin suhteessa nettotuottoon/osake)	20,46
FFO/osake	8,90
FFO-tuotto prosentti	4,89 %
Hallinnointipalkkiot/kirjanpitoarvo	0,74 %
Hallinnointipalkkiot + muut kulut/kirjanpitoarvo	2,65 %
Hallinnointikulut/nettotuotot	7,29 %
Korkomenot/vuokratuotot	20,40 %

Osakekurssi 31.12.2014	182,11
Osinko (USD) vuodelta 2014	6,00
Osinkotuotto 31.12.2014 kurssitasolla	3,29 %
p/e 31.3.2015	41,00
p/e eteenpäin katsova	17,40
p/e toimialan keskiarvo (lähde Nasdaq)	17,00

4.4 Terveyssektoriin sijoittavat REIT-rahastot (Health Care REITs)

Terveyssektorin REIT-rahastot sijoittavat Yhdysvalloissa senioritaloihin, hoivakoteihin, terveysasemiin, sairaalakiinteistöihin ja laboratorioihin. Rahastot eivät omista vaativia hoivapalveluita tarjoavia sairaalayhtiöitä, mutta senioritaloissa on mahdollisuus lisätuottoihin tarjoamalla asukkaille maksullisia lisäpalveluita. Vuokra-ajat varsinkin sairaalakiinteistöissä ovat tyypillisesti erittäin pitkiä. Pitkät vuokrasopimukset ja se, etteivät kiinteistön omistajat pääse hyötymään vuokralaistensa taloudellisesta menestyksestä kuten vähittäiskauppa-kiinteistöissä, ovat vähentäneet sijoittajien mielenkiintoa terveyssektoriin, varsinkin ennen subprime-kriisiä. Toisaalta suhdannevaihtelut eivät suuresti vaikuta toimialaan, koska terveyspalveluiden kysyntä on tasaista. Vuokratuotot ovat keskimääräistä matalampia, mutta toisaalta riskit vuokralaisten menettämisestä ovat pienet. Myös mahdollisuudet keskimääräistä edullisempaan vieraan pääoman hintaan ovat hyvät, koska luotonantajan kannalta terveyssektorin kiinteistöt ovat vakaampia kuin esimerkiksi toimistotilat. Terveyssektorilla kiinteistösijoittajien keskinäinen kilpailukaan ei ole merkittävää, koska hoivakotiyhtiö tai sairaala ei yleensä siirry kilpailutuksen kautta toisiin tiloihin kuten muut yritykset.

Terveyssektorin rahastojen riskit liittyvät yleensä poliittisiin päätöksiin ja kiinteistöjen joustamattomaan rakenteeseen (single-use facilities). Poliittiset toimenpiteet saattavat lisätä tai vähentää yksityisten terveyspalveluiden kysyntää. Sairaalarakennusten muuttaminen toiseen käyttötarkoitukseen voi olla vaikeaa. Myös korkotason nousu voi aiheuttaa suurempia menetyksiä rahastolle verrattuna asuntorahastoihin pitkien ja hintatasoltaan joustamattomien vuokrasopimusten takia. Toisaalta viime vuosina sektori on tuottanut erittäin hyvin, koska sijoittajat luottavat tulevaisuuden kysynnän kasvuun, joka näyttää valoisamalta kuin esimerkiksi vähittäiskauppakiinteistöissä. Kysyntää kasvattaa väestön ikääntyminen, elinajanodotteen kasvu sekä yleinen vaurastuminen.

4.4.1 CASE: Ventas Inc.

Kaupankäyntitunnus NYSE: VTR, kotisivu: ventasreit.com

Ventas Inc. (taulukko 5) on ollut 2000-luvulla erittäin tuottoisa sijoittajilleen. 10 vuoden kokonaistuotto (vuoden 2005 alusta vuoden 2014 loppuun) ilman osinkoverovaikutusta on ollut 319 prosenttia. Sektorin maine vaatimattomien tuottojen suhteen ei päde Ventas:in osalta. Yhtiö omistaa yli 800 erillistä senioritaloyhteisöä, joissa asukkaille tarjottavien lisäpalveluiden osuus ylitti vuonna 2014 varsinaiset vuokraustoiminnan tuotot (taulukko 5). Tämän tyyppiset, hyväkuntoisille senioreille tarjottavat asumispalvelut tarjonnevat myös tulevaisuudessa hyvät näkymät sijoittajille, koska uusia asiakkaita on helppo löytää poistuvien tilalle. Lisäksi Ventas omistaa lähes 400 vaativampaa hoitoa tarjoavaa kiinteistöä, 375 lääkäriasemaa ja 53 sairaalakiinteistöä. Yhtiön hallinnointikustannukset olivat vuonna 2014 vain 0,61 prosenttia kiinteistöjen kirjanpitoarvosta. Myös Ventas:in p/e-luku on erittäin korkea, kuitenkin poistot eliminoiva FFO/osake-luku sekä osinkoprosentti (4,14) saavat yhtiön näyttämään kohtuullisesti hinnoitellulta. Merkille pantavaa on se, ettei yhtiö ole 10K-raportissa maininnut kiinteistöveroja lainkaan. Yhdysvalloissa voittoa tuottamattomat hoivapalveluinstituutiot on vapautettu kiinteistöverosta, mutta verovapaus koskee myös kiinteistön omistajaa, jolta ei vaadita yleishyödyllistä statusta (osavaltiokohtaisia eroja saattaa olla).

Ventas Inc.	Vuosi 2014
-------------	------------

Luvut x USD 1000

Kiinteistöjen kirjanpitoarvo	19 907 187
Vuokratuotot	1 433 995
Asukkaiden maksamat muut palkkiot ja palvelumaksut	1 552 951
Rahoitustuotot	59 436
Muut tuotot	29 364
Tuotot yhteensä	3 075 746
Kiinteistöjen hoitokulut	1 195 098
Muut kulut	101 068
Korkomenot	376 842
Luottotappiot	5 564
Hallinnointipalkkiot	121 746
Verot	0
Poistot ja korjauskustannukset	826 911
Kulut yhteensä	2 627 229
Nettotulos ennen oikaisueriä ja arvonmuutoksia	448 517
Oikaisuerät ja arvonmuutokset	20 712
Nettotulos	469 229
Nettotuotot FFO	1 275 428

P/FFO	16,00
FFO/osake	4,48
FFO-tuottoprosentti	6,25 %
Hallinnointipalkkiot/kirjanpitoarvo	0,61 %
Hallinnointipalkkiot + muut kulut/kirjanpitoarvo	3,04 %
Hallinnointikulut/nettotuotot	3,96 %
Korkomenot/vuokratuotot	12,25 %

Osakekurssi 31.12.2014	71,70
Osinko (USD) vuodelta 2014	2,97
Osinkotuotto 31.12.2014 kurssitasolla	4,14 %
p/e 31.3.2015	43,28
p/e eteenpäin katsova	14,49
p/e toimialan keskiarvo (lähde Nasdaq)	17,00

4.5 Hotellikiinteistöihin sijoittavat REIT-rahastot (Hotel/Motel REITs)

Hotellikiinteistöt ovat suhdanneherkimpiä REIT-rahastoja, koska suuri osa yöpymisistä ei perustu välttämättömiin tarpeisiin. Hotelliasukkaiden tulevaa määrää ei pystytä ennustamaan yhtä tarkasti kuin muissa rahastotyypeissä. Hyvin johdettu hotelliketju osaa tasoittaa

kysynnän vaihteluita dynaamisella hinnoittelulla, silti matalasesongin aikana edes halpa hinta ei takaa hyvää täyttöastetta. Alan suurin ongelma on ylikapasiteetti. Hyvässä talous-suhdanteessa luotetaan siihen, että kysyntä kasvaa, jolloin yritetään lisätä markkinaosuutta investoimalla uusiin hotelleihin. Suhdanteen heikentyessä huonehintoja painaa siten alaspäin ostovoiman heikentymisen lisäksi edellisestä taantumien ajoilta kasvanut tarjonnan määrä.

Hotellisektorin suuren koon ja vaihtelevan laatutason myötä on luotu ryhmittely, joka muodostuu luksushotelleista, liikematkustushotelleista, keskitason hotelleista, alhaisen palvelutason hotelleista sekä edullisista motelleista. Lainsäädäntö estää REIT-rahastoja ja niiden tytäryhtiöitä toimimasta hotellioperaattoreina. Rahastojen vuokralaiset ovat pääosin tunnettuja ketjuja, joilla on laajemmat markkinointiresurssit sekä kehittyneemmät varausjärjestelmät kuin yksityisillä hotelleilla. REIT-rahastoille ketjut ovat myös helpompia kumppaneita, koska ketjujen hallinnointi on keskitetympää. Hotellisektorilla REIT-rahastot joutuvat varautumaan melko suuriin saneeraus- ja kunnossapitokustannuksiin, koska menestyvät hotelliketjut vaativat kiinteistöiltä hyvää tasoa.

4.5.1 CASE: Ashford Hospitality Trust

Kaupankäyntitunnus NYSE : AHT, kotisivu : ahtreit.com

Vuonna 2003 perustettu Ashford Hospitality Trust omistaa hotellikiinteistöjä kaikissa hintaluokissa luksushotelleista motelleihin pääosin Yhdysvalloissa. Vuokralaisina on kansainvälisesti tunnettuja luksustason hotelliketjuja, kuten Marriott ja Westin, keskihintaisia liikematkustajien suosimia ketjuja (Crowne Plaza, Hilton) sekä edullisempia ketjuja (Hamp-ton Inn, Courtyard by Marriott). REIT-sijoittajan kannalta Pohjois-Amerikan hotellikiinteistöjen kiinnostavuutta lisää ainakin suosittujen matkakohteiden selvästi Eurooppaa korkeampi huoneiden hintataso (Miami Beach, New York, San Francisco), joka tosin joustaa myös alaspäin ehkä herkemmin kuin Euroopassa, jossa suurempi osa majoitusala-empiristen havaintojeni perusteella on perheomistuksessa.

Ashford tuotti tappiota vuonna 2014 (taulukko 6). Tappiota tuottava REIT-rahasto kuitenkin jakaa osinkoa, koska osingonmaksukyky perustuu vuokratuottoihin. Edes salkun hajauttaminen eri hintaluokan hotellikiinteistöihin ei ole auttanut. Yhtiön perimät hallinnointipalkkiot ovat erittäin korkeat, 2,69 prosenttia kirjanpitoarvosta (taulukko 6). Tulkitsen kuluja siten, että hotellikiinteistöistä on jouduttu tekemään tavallista suurempia poistoja, eikä

uusia ole hankittu heikon taloudellisen tilanteen takia. Näin kirjanpitoarvo laskee kiinteistöjen keski-ään nousesta.

Taulukko 6. Ashford Hospitality Trust Inc tilinpäätöstietoja

Ashford Hospitality Trust Inc	Vuosi 2014
--------------------------------------	-------------------

Luvut x USD 1000

Kiinteistöjen kirjanpitoarvo	2 128 611
Tuotot hotellihuoneiden käytöstä	640 325
Ravintoloiden tuotot	112 701
Muut tuotot	26 958
konsultointipalkkiot ja sekalaiset tuotot	14 865
Tuotot yhteensä	794 849

Hotellien ylläpitokulut	221 404
Muut kustannukset	254 495
Hallinnointipalkkiot	57 243
Hotellien hallinnointikulut	31 125
Kiinteistöverot ja vakuutusmaksut	38 499
Poistot ja korjauskustannukset	110 653
Muut erät	205
Kulut yhteensä	713 624
Nettotulos ennen oikaisueriä ja arvomuutoksia	81 225
Korkomenot	114 502
Luottotappiot ja muut erät	3 921
Nettotulos	-37 198
Nettotuotot FFO	191 878

P/FFO	2,34
FFO/osake	4,48
FFO - tuotto prosentti	42,75 %
Hallinnointipalkkiot/kirjanpitoarvo	2,69 %
Hallinnointipalkkiot + muut kulut/kirjanpitoarvo	4,51 %
Hallinnointikulut/nettotuotot	36,39 %
Korkomenot/vuokratuotot	14,41 %

Osakekurssi 31.12.2014	10,48
Osinko (USD) vuodelta 2014	2,25
Osinkotuotto 31.12.2014 kurssitasolla	21,47 %
p/e 31.3.2015	3,30
p/e eteenpäin katsova	6,28
p/e toimialan keskiarvo (lähde Nasdaq)	17,00

5 ETF-rahastot ja REIT-ETF:t

Tässä kappaleessa esitellään lyhyesti ETF-rahastojen toimintaperiaate, kulurakenne ja se, miten ne eroavat osakkeista ja perinteisistä sijoitusrahastoista. Yksittäisistä sijoituskohteista käsitellään tarkemmin iShares US Real Estate ETF-rahastoa kappaleessa 5.2.1.

5.1 Määritelmä ja toimintaperiaate

ETF (Exchange Traded Fund) tarkoittaa pörssinoteerattua sijoitusrahastoa, jolla voi käydä kauppaa kuten pörssinoteeratuilla osakkeilla. Sijoittaja maksaa omalle arvopaperivälittäjälleen hinnaston mukaisen välityspalkkion ostaessaan ja myydessään ETF-rahastoja. ETF-rahasto voi sijoittaa osakkeiden lisäksi esimerkiksi korkoinstrumentteihin, raaka-ainejohdannaisiin ja valuuttoihin sille määriteltyjen sääntöjen puitteissa. Yleensä ETF-rahastojen sijoituspolitiikka on passiivista eli rahastot pyrkivät sijoittamaan ilmoitetun indeksin sisältämiin kohteisiin. Siten rahastot eivät saavuta tietyn markkina-alueen tai sektorin keskimääräistä kehitystä parempaa tai huonompaa tuottoa. Passiivinen sijoitusstrategia tarkoittaa palveluntarjoajan näkökulmasta vähäisempää työmäärää verrattuna aktiiviseen salkunhoitoon. Sijoittaja maksaa siten alhaisempaa vuotuista hoitopalkkiota suostuessaan siihen, ettei rahasto pyri analysoimaan ja valitsemaan parhaita mahdollisia sijoituskohteita, vaan sijoittaa automaattisesti esimerkiksi 25 suurimpaan yhtiöön indeksin mukaisilla painotuksilla. Lopullinen tuotto ei ole täsmälleen sama kuin indeksin mukaan laskettu tuotto, mutta on lähellä sitä. Toisaalta yhä useammat rahastoyhtiöt tarjoavat piensijoittajille sijoitusrahastojen merkinnät ja lunastukset veloitusetta, kun taas ETF-osuuden ostosta ja myynnistä peritään aina palkkio ja lisäksi sijoittaja yleensä maksaa osto- ja myyntikurssin erotuksesta aiheutuvaa kustannusta eli spreadia. Lyhytaikaisessa sijoituksessa perinteinen indeksirahasto voi siis olla kokonaiskustannuksiltaan edullisempi, mikäli rahasto ei peri merkintä- ja lunastuspalkkiota.

5.2 REIT-ETF-rahastot Yhdysvalloissa

REIT-ETF-rahasto on pörssinoteeratuista REIT-rahastoista koottu hajautettu sijoituskori, joka pyrkii seuraamaan kohdeindeksin kehitystä mahdollisimman tarkasti. Kulurakenne suhteessa aktiivisesti hoidettuihin kiinteistörahastoihin on samankaltainen verrattaessa aktiivisesti hoidettuja osakerahastoja passiivisesti hoidettuihin ETF-rahastoihin. Yhdysvaltojen kiinteistömarkkinoilla piensijoittajalla on kolme perusvaihtoehtoa. Aktiiviset REIT-sijoitusrahastot valitsevat salkunhoitajien näkemyksen ja sijoituspolitiikan mukaisesti pörssinoteerattuja REIT-rahastoja ja pyrkivät saavuttamaan vertailuindeksiään parempaa tuottoa painottamalla esimerkiksi joitakin segmenttejä indeksipainotuksista poiketen. Edut ja

haitat ovat siten samat kuin kaikissa muissakin aktiivisesti hoidetuissa sijoitusrahastoissa. Aktiivisesti hoidetut REIT-sijoitusrahastot perivät Yhdysvalloissa keskimäärin 0,80 - 1,50 prosentin, suomalaisittain sangen kohtuullisen vuotuisen hallinnointipalkkion.

REIT-ETF tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden laajaan hajautukseen REIT-sijoitusrahaston tavoin, mutta alhaisemmin kustannuksin. Esimerkiksi Ishares 50 REIT-ETF perii 0,48 prosentin vuotuisen hallinnointipalkkion. On muistettava, että yksittäisten REIT-rahastojen hallinnointipalkkiot eivät sisälly etf-rahaston palkkioon. Ishares 50 REIT sijoittaa 50 markkina-arvoltaan suurimpaan Yhdysvalloissa pörssinoteerattuun REIT-rahastoon riippumatta toimialasta. ETF:n kokonaistuotto osinkoineen perustamisesta (1.5.2007) vuoden 2014 loppuun asti on ollut 32,72 prosenttia eli 3,76 prosenttia vuodessa. Samalla ajanjaksolla REIT 50-indeksi on noussut 36,95 prosenttia eli 4,23 prosenttiyksikköä enemmän ja vuositasolla keskimäärin 4,19 prosenttia eli 0,43 prosenttiyksikköä enemmän. Rahasto on siten onnistunut seuraamaan vertailuindeksiään lähes sataprosenttisella tarkkuudella kun hallinnointipalkkio otetaan huomioon. Tämän esimerkin vaatimaton tuottohistoria johtuu aloitusajankohdasta, joka osui subprime-kriisin kynnykselle.

REIT-ETF-rahastot voivat noudattaa aktiivista salkunhoitoa sekä pyrkiä lisätuottoihin myymällä lyhyeksi (short selling) tai ottamalla velkavipua. Aktiivisesti hoidettu Powershares Active US Real Estate Fund on perustettu 20.11.2008 ja on tuottanut vuoden 2014 loppuun mennessä 405 prosenttia eli keskimäärin 25,74 prosenttia vuodessa. Rahasto on hävinnyt vertailuindeksilleen keskimäärin 1,15 prosenttia vuosittain, sen hallinnointipalkkio on 0,80 prosenttia. Silti rahaston viiden vuoden ajalta kertynyt vuosittainen tuotto on ollut noin prosenttiyksikön suurempi verrattuna ishares 50 REIT-ETF-rahastoon, jossa vertailuindeksi pohjautuu 50 suurimpaan rahastoon. Tämänkin esimerkin kohdalla on huomiotava subprime-kriisin vaikutus tuottoihin, tässä tapauksessa rahaston perustamisajankohdasta oli ihanteellinen. Esimerkki todistaa usein tutkitun tosiasian, että pelkästään hallinnointikulujen perusteella ei kannata valita sijoituskohdetta, mutta keskenään täysin samankaltaisista vaihtoehtoista on syytä tehdä huolellinen kuluvertailu.

Yhdysvalloissa on helmikuussa 2015 yhteensä 30 pörssinoteerattua REIT-ETF-rahastoa, joista osa sijoittaa globaaleille kiinteistömarkkinoille. Ishares on liikkeeseen laskijoista suurin 13 rahastollaan. Tarjolla on myös Kiinaan, kehittyville markkinoille, teollisuuskiinteistöihin ja asuntoihin sijoittavia ETF-rahastoja.

5.2.1 CASE: iShares US Real Estate ETF

Kaupankäyntikoodi NYSE: IYR, kotisivu: ishares.com

Tarkemman tutkimuksen kohteeksi on valittu iShares US Real Estate ETF, joka on perustettu vuonna 2000 ja on markkina-arvoltaan noin 4,5 miljardin dollarin kokoinen. Rahasto pyrkii seuraamaan Dow Jones US Real Estate -indeksiä, joka mittaa kattavasti koko Yhdysvaltojen REIT-markkinaa sisältäen kaikki segmentit niiden todellisten painoarvojen mukaisesti. Rahasto sijoittaa sääntöjensä mukaisesti vähintään 90 prosenttia pääomista REIT-rahastoihin ja sillä on oikeus käyttää indeksin seuraamisen kannalta tarkoituksenmukaisia johdannaissopimuksia. Rahasto saa myös lainata (stock lending) tarvittaessa kolmanneksen omistamistaan osakkeista saavuttaakseen lisätuottoja. Yleensä osakelainauksessa vastapuoli asettaa riittävät vakuudet, mutta rahaston säännöissä mainitaan, että tappioriski on olemassa. Rahasto korostaa virallisessa esitteessään, että markkinahäiriöt tai muut seikat voivat estää sitä saavuttamasta vertailuindeksin tuottoa. iShares US Real Estate ETF-rahaston keskimääräinen kokonaistuotto 10 vuoden ajalta ilman osinkoverovaikutuksia on ollut vuoden 2004 alusta vuoden 2013 loppuun 6,93 prosenttia vuodessa. Samaan aikaan vertailuindeksin tuotto on ollut 7,38 prosenttia. Kun vuotuinen hallinnointipalkkio, 0,45 prosenttia otetaan huomioon, on rahasto saavuttanut 10 vuodessa täsmälleen indeksiä vastaavan tuoton. Oheiseen taulukkoon 7 on koottu iShares US Real Estate ETF:n suurimmat omistukset sekä tunnuslukuja.

Taulukko 7. iShares US Real Estate ETF suurimmat omistukset

iShares US Real Estate ETF		Vuosi 2014
Rahaston markkina-arvo x USD 1000		4 600 000
Suurimmat omistukset		
	tunnus	osuus
Simon Property Group, Inc. Comm	SPG	6,85 %
American Tower Corporation (REI	AMT	4,85 %
Crown Castle International Corp	CCI	3,39 %
Public Storage Common Stock	PSA	3,31 %
Equity Residential Common Share	EQR	3,26 %
Health Care REIT, Inc. Common S	HCN	3,06 %
Ventas, Inc. Common Stock	VTR	2,93 %
AvalonBay Communities, Inc. Com	AVB	2,63 %
ProLogis, Inc. Common Stock	PLD	2,50 %
Boston Properties, Inc. Common	BXP	2,46 %

Omistukset yhteensä (kpl)	114
Hallinnointipalkkiot/rahastopääoma	0,45 %
Osinkotuotto vuodelta 2014	3,58 %
p/e 31.3.2015	33,50

6 USA:n REIT-rahastot sijoituskohteena suomalaisen piensijoittajan kannalta

Taulukossa 8 arvioidaan tämän tutkimuksen tekijän näkemyksiä REIT-rahastojen hyvistä ja huonoista puolista piensijoittajan näkökulmasta katsoen. REIT-rahastojen kohdalla pätevät samat peruskysymykset kuin missä tahansa arvopaperisijoittamisessa. Yksittäisen REIT-rahaston oikean arvon määrittäminen on yhtä vaikeaa kuin perinteisen pörssiosakkeen arvonmäärittäminen, koska muuttujia on niin monta. Tulevaisuuden ennustaminen on tunnetusti vaikeaa, mutta ainakin pitkän ajan historia on sijoittajaa rohkaiseva, vaikka menisyyden tuotot eivät uusien sijoitusten arvoa nostakaan. Sijoitusajankohdan ajoituksella on suuri merkitys, koska arvonvaihtelu on ollut voimakasta. Välityspalkkioiden alentuminen tukee nykyisin piensijoittajan ehkä tärkeintä ohjetta eli ajallista hajautusta. Ostoja kannattaa jakaa pitkälle aikavälille tappioriskin pienentämiseksi. Toisaalta 10 vuoden ja sitä pitemmän ajan kokonaistuotot ovat olleet erittäin hyviä. Jopa juuri ennen subprime-kriisiä vuonna 2007 tehdyt ostot ovat keskimäärin voitollisia vuoden 2015 alussa, vaikka REIT-rahastojen arvo romahti keskimäärin selvästi yleisimpiä osakemarkkinoiden kehitystä kuvaavia indeksejä enemmän. REIT-rahastojen toipumista laskukausista tukee se toiseikka, että ne maksavat sijoittajille osinkoa myös heikossa taloussuhdanteessa.

Taulukko 8. REIT-rahastojen ominaisuuksien arviointi

PLUSAT		MIINUKSET	
✓	Pitkän ajan tuotot ovat olleet erinomaisia	-	Kiinteistöjen arvot ovat nousseet nopeasti vuodesta 2009
✓	REIT-rahastojen hallinnointikulut alhaiset	-	Kohteiden analysointi vaatii paljon työtä ja toimialan opiskelua
✓	Laaja valikoima erityyppisiä kiinteistöjä	-	REIT-rahastojen arvot eivät seuraa suoraan kiinteistöjen arvoja
✓	Melko hyvin ennustettava osinkovirta	-	Korkotason yllättävä nousu voi aiheuttaa ketjureaktion ja isoja tappioita
✓	USA:n väestönkasvu ja talousnäkymät suosivat kiinteistösijoittamista	-	Valuuttariskin realisoituminen

Tärkeintä on muistaa, että vaikka kyse on vakaina pidetyistä kiinteistöistä, riski ja tuotto-potentiaali ovat melko yhteneväiset koko osakemarkkinoiden kanssa. Siksi on vaikea löytää syytä, miksi riskiä sietävän piensijoittajan tulisi välttää sijoittamista USA:n REIT-rahastoihin pysyvästi. Mikäli talouskasvu jatkuu Yhdysvalloissa vahvana, kasvukeskuksissa sijaitseviin kiinteistöihin todennäköisesti tulee kohdistumaan kysyntää, joka tukee myös

vuokratasoa. REIT-rahastoihin sijoittavan on syytä perehtyä valitsemansa kohdemarkkinan talousnäkyymiin ja väestönkasvuennusteisiin itse sijoituskohteen lisäksi. Ostovoiman kehitys on tärkeä osatekijä vuokratason ennustamisessa, etenkin asuntoihin, hotellikiinteistöihin ja kauppakeskuksiin sijoittavien REIT-rahastojen osalta. Väestön eliniän kasvu taas tukee terveyssektorin REIT-rahastoja. Kerrostaloasumisen suosion kasvu Yhdysvalloissa saattaa nostaa itsepalveluvarastoihin sijoittavien REIT-rahastojen kiinnostavuutta, koska asuntojen keskikoko pienenee suurkaupunkiseuduilla.

Taulukossa 9 on lueteltu hyödyllisiä internet-sivustoja, jotka tarjoavat maksutonta markkinadataa sekä NAREIT-yhdistyksen REIT.com-portaalin, jonka kautta löytyy yksittäisten REIT-rahastojen kotisivuja. REIT.com-portaalista voi ladata myös runsaasti indeksihistoriadataa.

Taulukko 9. Lisätietoa REIT-rahastoista sekä maksutonta markkinadataa

Hyödyllisiä REIT-sijoittajan sivustoja	
Osoite	Sisältö
www.reit.com	yleisportaali, josta runsaasti linkkejä
www.reit.com/data-research/reit-indexes/real-time-index-returns	tietoa REIT-indeksien kehityksestä
www.reit.com/investing/investing-reits/list-reit-funds/exchange-traded-funds	luettelo REIT-etf-rahastoista linkkeineen
www.reit.com/investing/reit-basics/guide-equity-reits	perustietoa REIT-rahastoista
www.reit.com/investing/reit-basics/glossary-reit-terms	REIT-sanastoa
www.ishares.com/us/index	tietoa iSharesin etf-valikoimasta
www.finance.yahoo.com/	maksutonta markkinadataa
www.google.com/finance	maksutonta markkinadataa
www.nasdaq.com/quotes/	maksutonta markkinadataa
www.nyse.com/listings_directory/stock	maksutonta markkinadataa
oravaasuntorahasto.fi	kotimainen REIT-rahasto