



TEKNILLINEN KORKEAKOULU
Maanmittausosasto
Kiinteistöopin laboratorio
Maa-20.369 Kiinteistöjohtamisen seminaari

**Suomessa toimivien kommandiittiyhtiömuotoisten
kiinteistörahastojen strategiat, sijoituskapasiteetti ja
sijoittajat**

Espoo, maaliskuu 2007

Tekn. yo Ville Mannila
Op. Kirjan nro 57734P

Hyväksytty esitettäväksi 30.3.2007

Jaakko Leinonen

Tiivistelmä

Tekijän nimi: Ville Mannila	
Työn nimi: Suomessa toimivien kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistösijoitusrahastojen strategiat, sijoituskapasiteetti ja sijoittajat	
Päivämäärä: 30.3.2007	Sivumäärä: 17
Osasto: Maanmittausosasto	Professuuri: Maa-20. Pääaine: Kiinteistöjohtaminen
Työn valvoja: Kari I. Leväinen	
Työn ohjaaja: Jaakko Leinonen	
<p>Seminaarityön aiheena ja tavoitteena ovat Suomessa toimivien kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen strategioiden, sijoituskapasiteettien ja sijoittajien selvittäminen.</p> <p>Työssä käydään läpi asiaan liittyvät käsitteet työn rakenne, tulosten tulkitsemiseen tarvittava teoria, sekä itse tulokset. Tulosten perusteella on tehty johtopäätöksiä, joita käydään läpi työn lopussa. Liitteessä 1 on koottuna kaikki tätä tutkimusta varten kerätty kvantitatiivinen aineisto. On suositeltavaa, että lukija tutustuu liitteeseen viimeistään kolmannen luvun yhteydessä.</p> <p>Listamattomien kiinteistörahastojen markkinat alkoivat kehittyä Suomeen kunnolla vasta vuonna 2005. Suomessa toimivia ja Suomeen sijoittavia kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja on tällä hetkellä 13 ja niitä ylläpitäviä rahastoyhtiöitä yhteensä 9. Tähän mennessä perustettujen Suomessa toimivien kiinteistörahastojen tavoite koko on yhteensä noin 3,7 miljardia euroa, mutta johtuen rahastojen nuoresta iästä niiden tämän hetkinen yhteenlaskettu koko on vain reilut 810 miljoonaa. Kaikkien tässä työssä käsiteltävien rahastojen markkina-alue on Suomi tai tietyt tarkemmin määritellyt alueet Suomessa. Tarkastelussa olleiden rahastojen oman pääoman tuottovaatimukset ovat enimmäkseen yli kymmentä prosenttia ja keskimääräinen velkaantumisaste on 64,5 %.</p> <p>Tutkimuksen tuloksina selvisivät Suomessa toimivat kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot ja niihin liittyviä keskeisiä tietoja. Vastaavanlaista kokoavaa selvitystä ei tätä ennen ole tehty.</p>	
Avainsanat: institutionaalinen sijoittaja, kapasiteetti, kommandiittiyhtiö, rahasto, riskiprofiili, strategia, tavoite koko, tuottovaatimus	Kieli: Suomi

Käsiteluettelo

Core rahasto

Tässä työssä core rahastolla tarkoitetaan rahastotyyppiä, joka tarjoaa vakaata tuottoa. Sen tuottotavoite (ennen veroja) on alle 11,5 % vuodessa, ja sen sallittu lainapääoman suhde omaan pääomaan on alle 60 % sen bruttovarallisuudesta. (INREV 2007)

Gross asset value (GAV)

Rahaston varallisuuden tai yhden sijoituksen markkina-arvo, joka sisältää myös vieraan pääoman osuuden. (INREV 2007)

Net asset value (NAV)

Kiinteistösijoitusyhtiön nettovarallisuuden markkina-arvo (NAV) saadaan, kun yhtiön kiinteistöomaisuuden markkina-arvoihin lisätään muut varallisuuserät ja vähennetään vieras pääoma. (KTI 2007)

Net / Gross internal rate of return (IRR)

IRR on vuotuinen tuloprosentti sijoitetulle pääomalle, joka perustuu pääomasijoituksen nykyarvoon tietyn pitoajan aikana. Brutto IRR on kiinteistöportfolion absoluuttinen IRR ennen rahastotason maksujen vähentämistä. Netto IRR on absoluuttinen vivutettu portfolion poistojen jälkeinen IRR. (NCNE 2007)

Opportunity rahasto

Rahasto jonka tuotot tulevat pääasiassa pääomatuloina. Sen tuottotavoite (ennen veroja) on yli 18,5 % vuodessa, ja sen lainapääoman suhde omaan pääomaan on yli 70 % sen bruttovarallisuudesta. (INREV 2007)

Rahasto

Rahasto on termi, jota käytetään kuvailemaan rakennetta, jossa vähintään kolmen sijoittajan pääoma on yhdistetty ja johdettu yhtenä kokonaisuutena yhteisellä sijoitustavoitteella. (INREV 2007)

Strategia

Tässä työssä strategialla tarkoitetaan liitteen 1 mukaisten tietojen ja sijoitusfokuksen määrittämiä asioita. Strategia on rajattu näin, jotta työ saadaan pysymään sallitussa laajuudessa.

Value added rahasto

Rahasto, jonka tuotot tulevat sekä vuokra, että pääomatuloina. Sen tuottotavoite (ennen veroja) on 11,5 % ja 18,5 % välillä, ja sen sallittu lainapääoman suhde omaan pääomaan on 30 % ja 70 % välillä. (INREV 2007)

Sisällysluettelo

Tiivistelmä	ii
Käsiteluettelo.....	iii
Sisällysluettelo	iv
1. JOHDANTO	1
2. KIINTEISTÖRAHASTOJEN OMINAISUUKSIA	2
2.1. Rahastomallit	2
2.2. Noteeraustapa	4
2.3. Juridinen toimintamuoto.....	5
2.4. Rahastojen luokittelu riskiprofiileihin	6
3. SEMINAARITYÖN TULOKSET	7
4. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET.....	12
LÄHDELUETTELO.....	15
LIITE 1.	17

1. JOHDANTO

Tämän seminaarityön aiheena on Suomessa toimivien kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen strategiat, sijoituskapasiteetti ja sijoittajat. Sijoittaminen epäsuoriin listaamattomiin kiinteistösijoitusrahastoihin on Suomessa vielä uusi suuntaus kiinteistösijoittamisessa, eikä sitä sen uutuuden takia ole paljon tutkittu. Suomessa toimivien kiinteistörahastojen määrän odotetaan kasvavan yhä voimakkaammin kommandiittiyhtiöitä ja erikoisrahastoja koskevan lainsäädännön uudistumisen myötä. Erityisen mielenkiintoiseksi seminaarityön aiheen tekee juuri sen uutuus ja ajankohtaisuus.

Työn tavoitteena on selvittää:

Mitkä ovat Suomessa toimivat kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot?

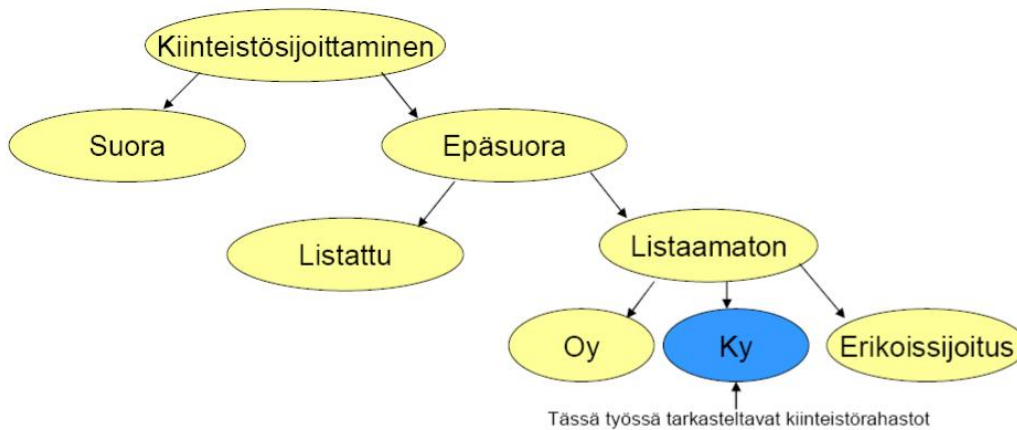
Millaiset ovat Suomessa toimivien kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen strategiat?

Mikä on Suomessa toimivien kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen kapasiteetti?

Ketkä ovat Suomessa toimivien kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen sijoittajia?

Seminaarityön lähteinä on käytetty kiinteistöjen arvopaperistamista ja epäsuoraa kiinteistösijoittamista käsitteleviä teoksia, hallituksen esityksiä, Inrev:n ja KTI:n tilastotietoja sekä lukuisia internet lähteitä. Työtä varten on myös suoritettu useita haastatteluja, joiden osuus työn lopputuloksissa ja tutkimuskysymyksiin vastaamisessa on merkittävä.

Työn alussa on määritelty tässä työssä käytettävät keskeiset käsitteet. Ensimmäinen varsinainen luku on johdanto, jossa käydään läpi työn aihetta, tavoitteita, sisältöä ja suorittamista. Toisessa luvussa käydään läpi kiinteistörahastojen teorian sitä osaa, joka on olennaista tutkimuskysymyksiin vastattaessa. Käsiteluettelo ja kirjallisuusosa valmistavat lukijan tulkitsemaan työn empiirisen osan tuloksia ja ymmärtämään, mitä rahastojen tässä työssä esitetyt ominaisuudet merkitsevät ja mitä niistä seuraa. Tämän työn kirjallisuustutkimus keskittyy lähes kokonaan toiseen lukuun. Kolmannessa luvussa keskitytään tutkimuskysymyksiin vastaamiseen haastatteluissa kerätyn tiedon pohjalta. Siinä käydään läpi Suomessa toimivat kommandiittiyhtiömuotoiset kiinteistörahastot, sekä analysoidaan niiden piirteitä ja sijoitusstrategioita. Viimeisessä luvussa tehdään johtopäätökset sekä loppuyhteenveto. Liitteessä 1 on koottuna kaikki tätä tutkimusta varten kerätty kvantitatiivinen aineisto. On suositeltavaa, että lukija tutustuu liitteeseen viimeistään kolmannen luvun yhteydessä. Kuvassa 1 on esitetty seminaarityössä tarkasteltavien rahastojen rajaus.



Kuva 1. Seminaarityön rajaus epäsuoraan listaamattomaan ja kommandiittiyhtiömuotoiseen kiinteistörahastosijoittamiseen

2. KIINTEISTÖRAHASTOJEN OMINAISUUKSIA

Kiinteistörahastosijoittamisen suurimmat edut suoraan sijoittamiseen verrattuna ovat sijoittamisen helppous, sijoittajan saama hajautushyöty suoraa sijoittamista pienemmällä pääomalla sekä suoria sijoituksia parempi likviditeetti rahastosuukien jälkimarkkinoiden kehittyessä (Tapiola 2005). Muita kiinteistörahastojen suurimpia hyötyjä ovat verotehokkuus, kansainvälisten sijoitusten helpottuminen sekä joillekin institutionaalisille tahoille rahastot ovat ainoa tapa käyttää velkavipua hyödykseen. Suomessa tällaisia tahoja ovat esimerkiksi vakuutusyhtiöt ja eläkeyhtiöt. Rahastojen tuoman ostovoiman voidaan perustella myös tasapainottavan kiinteistömarkkinoita, mutta käytännön näyttöä siitä ei Suomessa lyhyen kiinteistörahastojen historian vuoksi vielä ole. (Hoesli 2007)

Kiinteistörahastosijoittamisen huonoina puolina voidaan pitää rajallista mahdollisuutta valvoa ja vaikuttaa sijoituksiin. Myös rahastoyhtiön mahdollisuus rahastaa sijoittajia esimerkiksi liian aggressiivisella sijoituspolitiikalla vaikuttaa rahastojen suosioon. Lisäksi rahaston hoitomaksuja pidetään usein korkeina. Tämän lisäksi kiinteäpääomaisen rahaston alasajoon saattaa liittyä ongelmia markkinatilanteesta riippuen. Suomessa lainsäädäntö ei edellytä kiinteistöjen myyntiä alasajoajankohdalla, vaan kiinteistöjen lopullinen myyntiaika on kiinni rahaston ja sijoittajien välisistä sopimuksista.

2.1. Rahastomallit

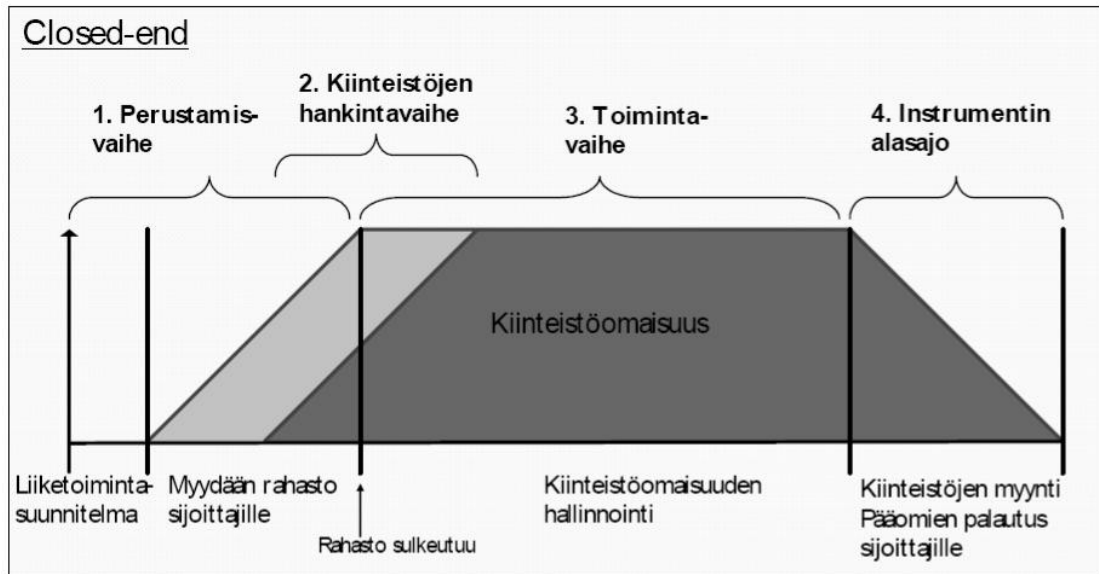
Kansainvälisesti on kehitetty useanlaisia rahastomalleja. Kiinteistösjoitusrahastot ovat sekä kiinteä- että vaihtuvapääomaisia.

Kiinteäpääomaiset kiinteistörahastot

Kiinteäpääomaisilla rahastoilla (closed-end) tarkoitetaan rahastoja, joiden toiminta-aika ja sijoittajien lukumäärä on ennalta määritetty. Yleensä nämä rahastot hankkivat kiinteistöportfolion pitääkseen sen koko toimintavaiheensa

ajan. Jos kiinteistöjä kuitenkin myydään jo ennen rahaston alasajoa, saavutettuja tuottoja ei normaalisti sijoiteta uudelleen (Kare 2004, s. 32).

Kiinteäpääomaisilla rahastoilla ei ole rahasto-osuuksien lunastusvelvollisuutta, minkä takia ne välttyvät vaihtuvapääomaisille rahastoille tyypillisestä likvidien varojen ongelmasta. Kiinteäpääomainen rakenne on hyvä sijoittajalle, jonka tavoitteena on pitkäaikainen sijoitus. (Kare 2004, s. 32) Kiinteäpääomainen kiinteistörahasto tulee elinkaarensa päähän, kun se on käyttänyt kaiken sijoituskapasiteettinsa ja myynyt kaikki kiinteistönsä. Rahaston suunniteltu elinikä on alustava ja tavoitteellinen suure, joka ennustaa kiinteistöjen pitoaikaa. Joidenkin maiden lainsäädännössä kielletään kiinteistöjen myynti kesken pitoajan, mutta Suomessa näin ei ole.

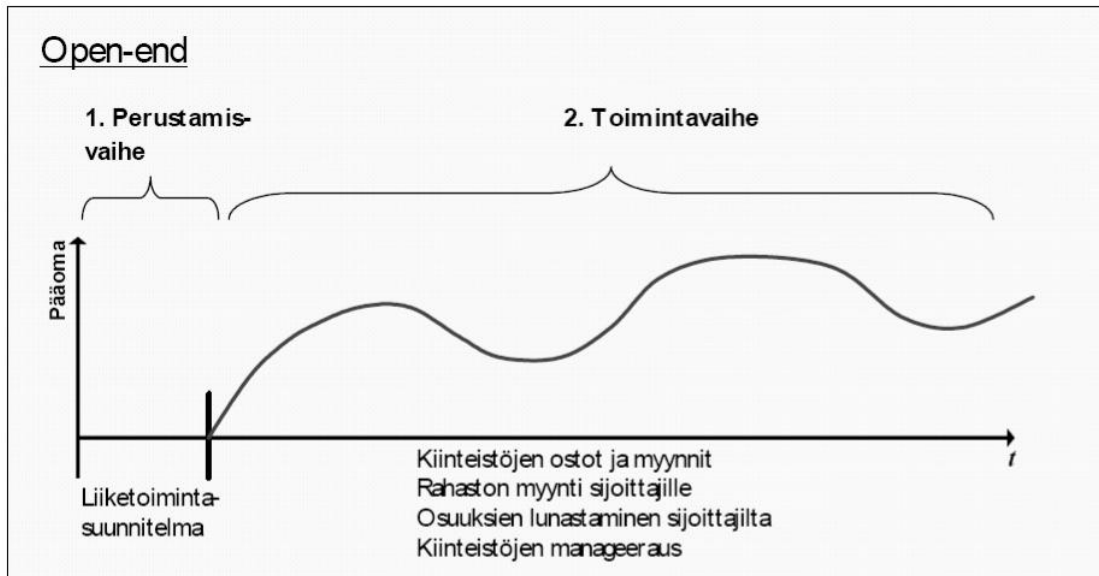


Kuva 2. Kiinteäpääomaisen kiinteistörahaston elinkaari (Kare 2004, s. 33)

Vaihtuvapääomaiset kiinteistörahastot

Vaihtuvapääomainen eli open-end –rakenne muistuttaa tavallisen suomalaisen sijoitusrahaston rakennetta. Rahastot ovat velvollisia lunastamaan osuudet sijoittajilta milloin tahansa näiden sitä vaatiessa. Näin ollen sijoittajan vaatiessa osuuksiensa lunastusta, on rahaston ostettava osuudet irrottamalla likvidissä muodossa olevia varojaan. Vaihtuvan pääoman takia rahastojen liikkeellä olevien osuuksien määrä vaihtelee kysynnän ja tarjonnan mukaisesti. Rahasto-osuuksien arvo määräytyy siten kiinteistövarallisuuden kunkin hetkisen arvon mukaan. (Kare 2004, s. 30–31)

Lunastusvelvollisuuden takia vaihtuvapääomaisille kiinteistörahastoille erityisiä paineita aiheuttaa likvidissä muodossa pidettävän varallisuuden määrä, jonka on siis riitettävä, mikäli sijoittajat haluavat myydä osuuksiaan. Vaihtuvapääomaiset rahastot ovatkin juuri likviditeettiongelma johtuen joutuneet vaikeuksiin monissa maissa. Ongelmia näille rahastoille on aiheuttanut sijoittajien osuuksien lunastaminen etenkin laskusuhdanteessa, heidän epäillessä osuuksien hintojen olevan niiden todellista arvoa korkeammalla tasolla. (Kaleva ja Olkkonen 1996 s. 77)



Kuva 3. Vaihtuvapääomaisen kiinteistörahaston elinkaari (Kare 2004, s. 31)

2.2. Noteeraustapa

Kansainvälisesti rahastomalleihin liittyy usein verotuksellisia etuja, minkä vuoksi monien maiden lainsäädännössä on asetettu kiinteistörahastoja koskevia erityisvaatimuksia esimerkiksi osingonjaosta ja vieraasta pääomasta. Vaatimukset täyttävät rahastot eivät yleensä joudu maksamaan kaksinkertaisia veroja vaan verotus tapahtuu sijoittajien kautta, usein pääomatuloverotuksena. Joissain maissa verotehokkaan statuksen saaminen edellyttää julkista noteerausta, mutta useissa maissa tämän statuksen voi saada listaamatonkin rahasto. Vaikka tässä työssä tarkastellaan vain listaamattomia rahastoja, esittelen vertailun vuoksi myös hieman listattujen rahastojen ominaisuuksia.

Listatut kiinteistörahastot

Listaus aiheuttaa myönteisiä vaikutuksia koko kiinteistömarkkinoiden kannalta. Näitä ovat muun muassa markkinoiden likviditeetin paraneminen sekä markkinainformaation ja sen myötä markkinoiden läpinäkyvyyden lisääntyminen. Kun kiinteistösijoitusrahastojen ostaminen keskitetysti pörssistä on mahdollista, sijoittajien ja sen myötä pääomien määrät kasvavat, jonka seurauksena kiinteistösijoitusten hinnoittelu on entistä tehokkaampaa. (Kaleva ja Niinimäki, s. 69)

Myös Suomessa on lainsäädännölliset perusteet kiinteistörahastojen perustamiselle (Kiinteistörahastolaki 1997). ”Kiinteistörahastolaissa tarkoitettuja osakeyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja ei Suomessa vielä ole perustettu, sillä niiden verotus on lainsäädännön mukaan samanlainen kuin muillakin osakeyhtiöillä” (HE 106/2006).

”Eduskunta hyväksyi talousvaliokunnan mietintöön sisältyneen lausuman täysistunnossaan 31.1.2007. Eduskunnan hyväksymän lausuman mukaan eduskunta edellyttää, että hallitus ryhtyy toimenpiteisiin osakeyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen verotukseen liittyvien ongelmien poistamiseksi siten, että

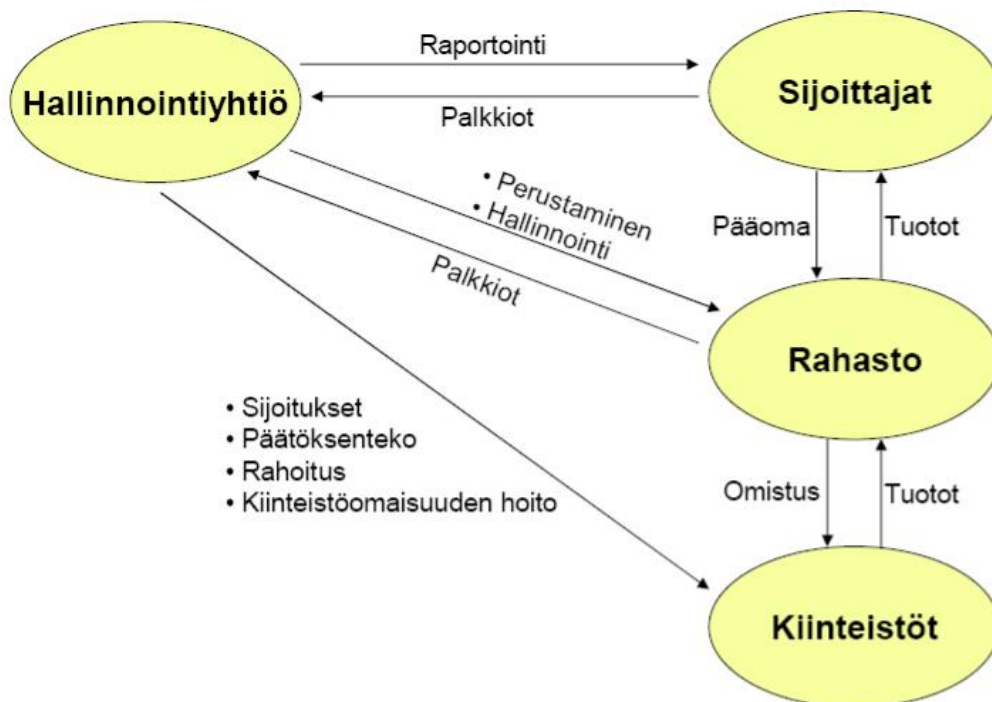
näiden rahastojen kilpailukykyiset toimintaedellytykset voidaan turvata.” (RAKLI 2007) Tulevaisuudessa voidaan siis odottaa Suomeenkin kiinteistörahastolain tarkoittamia kiinteistörahastoja.

Listaamattomat rahastot

Listaamattomat epäsuorat kiinteistösijoitusrahastot ovat usein erilaisia yhteisömuotoja, kuten erilaisia partnershippeja, joista Suomessa yleisin on kommandiittiyhtiö (Limited Partnership Company). Tällaiset rahastot ovat yleensä suunnattuja lähinnä institutionaalisille sijoittajille. Listaamattomien rahastojen valikoima on laaja ja vaihtelee yksityiskohdiltaan maittain.

Julkisesti noteeraamattomat rahastot ovat viime vuosina kasvattaneet suosiotaan huomattavasti. INREV:n (2006) tilastojen mukaan 1.11.2006 Euroopassa oli 481 listaamatonta kiinteistörahastoa. Niiden etuina uskotaan olevan hajauttamisen ja erityisesti kansainvälisen hajauttamisen helpottuminen rahastoyhtiön hoitaessa sopivien kiinteistöjen hankinnan salkkuun, sekä alhainen korrelaatio muiden sijoitusmuotojen, erityisesti osakemarkkinoiden, kanssa (Liljebloom 2007; Hoesli 2007).

Alla olevassa kuvassa on esitetty yksinkertainen versio listaamattoman rahaston tavanomaisesta rakenteesta. Lähes kaikki Suomessa toimivat kiinteistörahastot ovat tämän rakenteen mukaisia.



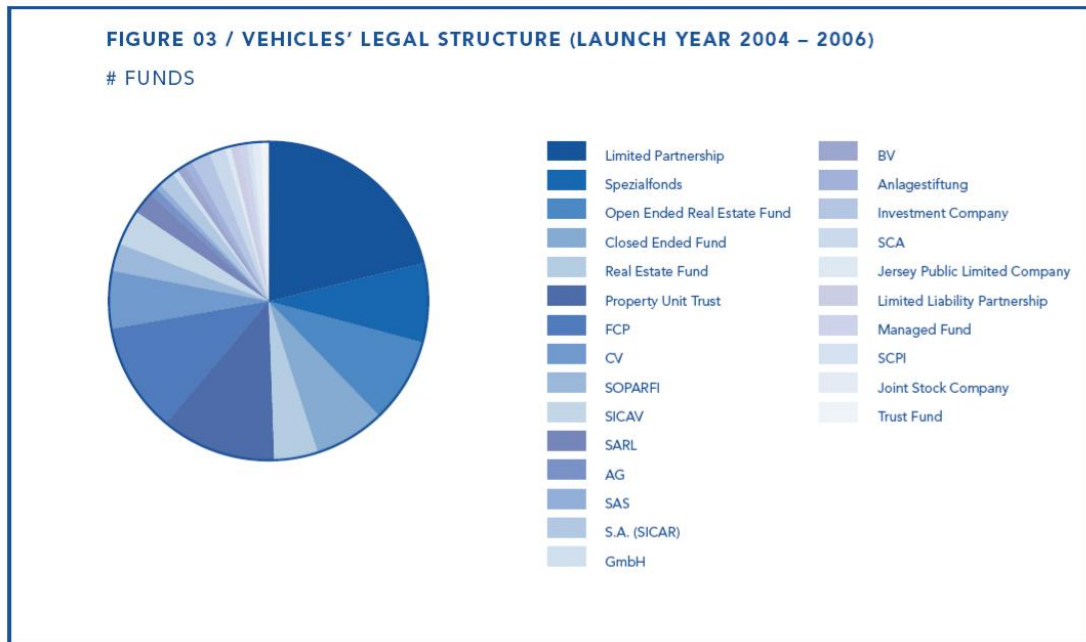
Kuva 4. Listaamattoman rahastoyhtiön perusrakenne (mukaillen: Kare, s. 17)

2.3. Juridinen toimintamuoto

Perinteisen sijoitusrahaston juridiselle rakenteelle on kolme perusvaihtoehtoa: sijoitusyhtiö (corporate form), trustijärjestelmä (trust form) sekä

rahastojärjestelmään perustuva sijoitusrahasto (contractual form). Vastaavat rakenteet pätevät myös kiinteistösijoitusrahastoille, mutta lisäksi voidaan tuoda esille neljäntenä muotona erilaiset henkilöyhtiöt (partnerships). Käytännössä listaamattomilla rahastoilla yleisimpiä toimintamuotoja ovat juuri erilaiset henkilöyhtiöt sekä sijoitusrahastomuodot. (Kare 2004, s.37)

Alla olevassa kuvassa on esitetty viimeisen kolmen vuoden aikana Euroopassa käynnistettyjen listaamattomien kiinteistörahastojen yhtiömuodot ympyrädiagrammina. Suomessa suosittu kommandiittiyhtiömuoto on Euroopan laajuisestikin suosituin. Kuvasta saamme kuvan siitä, kuinka paljon erilaisia kiinteistörahastojen juridisia rakenteita on olemassa.

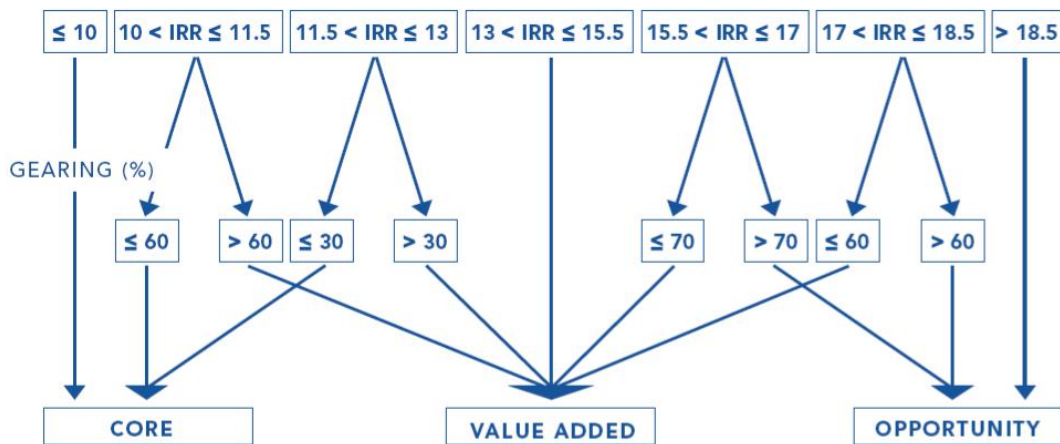


Kuva 5. Viimeisen kolmen vuoden aikana käynnistettyjen listaamattomien rahastojen yhtiömuodot (INREV 2006, s.7)

2.4. Rahastojen luokittelu riskiprofiileihin

Seminaarityön alussa olevassa käsiteluetelossa on määritelty kolme yleistä rahastojen luokittelukäsitettä: Core, Value added ja Opportunistic. Niin yksiselitteinen rahastojen luokittelu on kuitenkin käytännössä mahdotonta ja saisi toisten rahastojen riskiprofiiliin vaikuttamaan suuntaan tai toiseen liioitellulta. INREV:n (2006) määritelmien yhteydessä on kuitenkin esitetty oheinen kuva, joka selkeyttää rahastojen luokittelua näihin kolmeen edellä mainittuun ryhmään.

TARGET IRR (%)

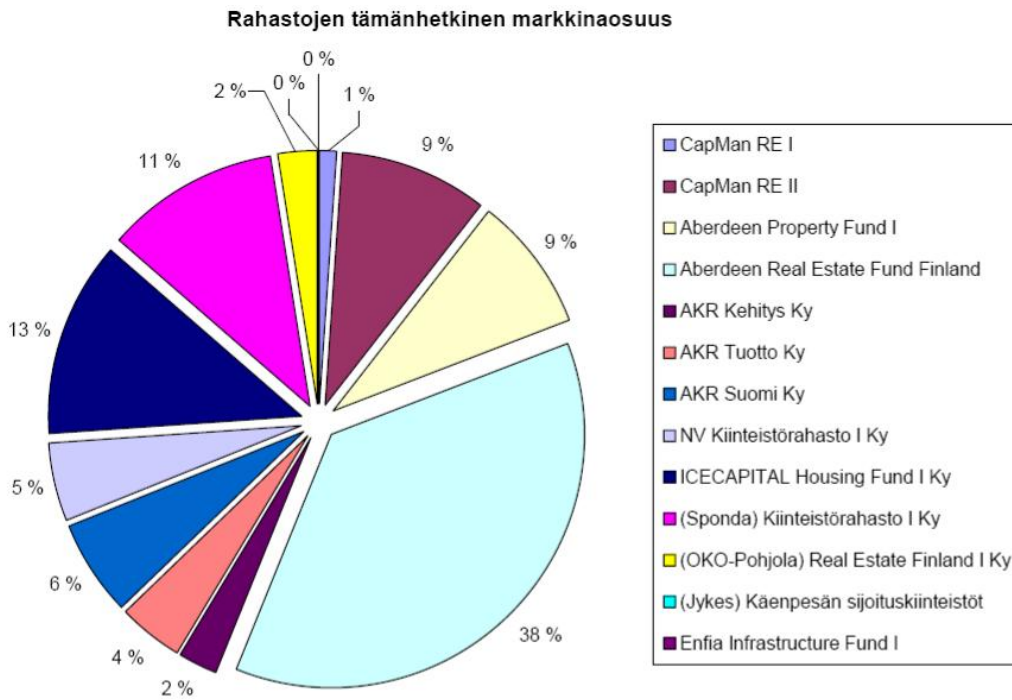


Kuva 6. INREV:n määritelmän mukainen luokittelu eri rahastotyyppihin (INREV 2006, s. 10)

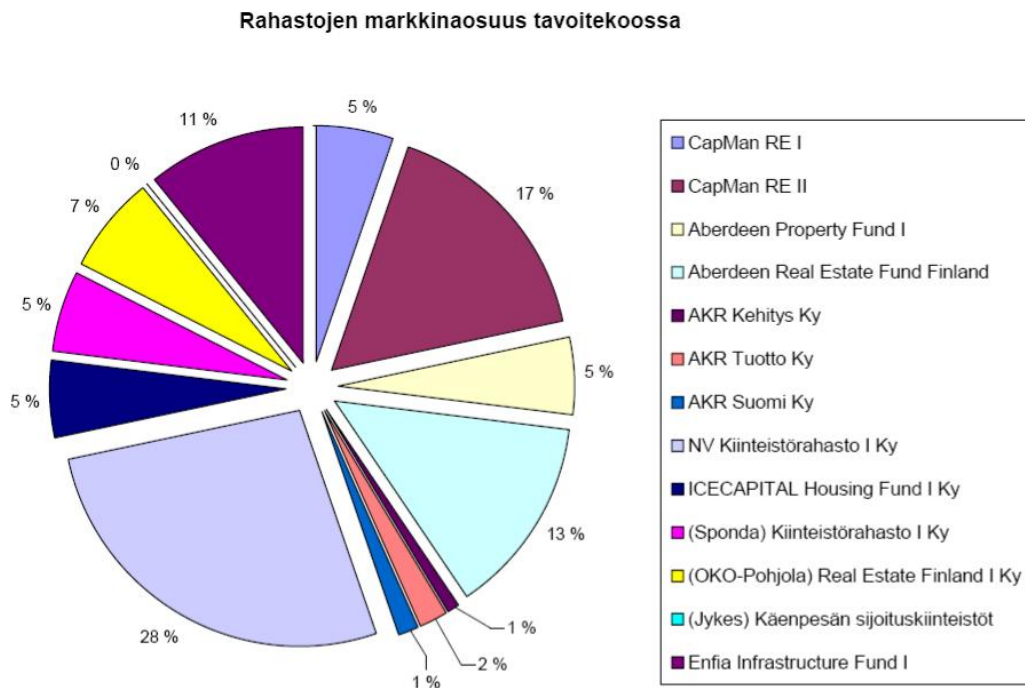
3. SEMINAARITYÖN TULOKSET

Listamattomien kiinteistörahastojen markkinat alkoivat kehittyä Suomeen kunnolla vasta vuonna 2005, tosin Auratum Kiinteistöt Oy perusti ensimmäisen, jo toimintansa lopettaneen kiinteistörahaston jo 2003. Yhtä lukuun ottamatta kaikki tässä työssä tarkasteltavat listamattomat rahastot ovat Suomen lainsäädännön mukaisia kommandiittiyhtiöitä. Kommandiittiyhtiörakennetta ei ole tarkoitettu kiinteistörahastojen rakenteeksi, mutta se on valittu veroedullisin perustein. Näiden rahastojen kautta kaikki institutionaaliset sijoittajat voivat käyttää velkavipua hyväkseen, mikä on lainsäädännön mukaan suorissa kiinteistösijoituksissa mahdotonta. Näin ollen entistä tiukemmin kilpailluilla markkinoilla juuri rahastot ovat institutionaalisten sijoittajien mahdollisuus pärjätä vertailussa muihin kiinteistösijoittajiin. Perinteisten, rahastoyhtiömuotoisten ja sijoittajia hakevien, kiinteistörahastojen lisäksi muutamat suomalaiset institutionaaliset sijoittajat yhteistyötahojensa kanssa, esimerkiksi Nordea henkivakuutus ja Eläkevakuutusyhtiö Varma, ovat käynnistäneet omia vastaavanlaisen rakenteen omaavia rahastoja.

Selvitykseni mukaan Suomessa toimivia ja Suomeen sijoittavia kommandiittiyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja on tällä hetkellä 13 ja niitä ylläpitäviä rahastoyhtiöitä yhteensä 9. Rahastot ovat esitetty ydintietoineen liitteessä 1. Edellä mainitun lisäksi Euroopassa on muitakin rahastoja, jotka sijoittavat Suomeen muiden maiden ohella, mutta ne rahastot eivät ole tarkastelussa tässä työssä. Tähän mennessä perustettujen Suomessa toimivien kiinteistörahastojen tavoitekoko on yhteensä noin 3,7 miljardia euroa, mutta johtuen rahastojen nuoresta iästä niiden tämän hetkinen yhteenlaskettu koko on vain reilut 810 miljoonaa. Kiinteistörahastojen osuus Suomen koko kiinteistömarkkinasta on pieni. Alla olevassa kuvassa on esitetty tämän työn tarkastelussa mukana olleiden rahastojen markkinaosuudet Suomen kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen markkinoista tämän hetkisessä, sekä tavoitteellisen sijoituskapasiteetin mukaisessa koossa.



Kuva 7. Suomessa toimivien kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen markkinaosuudet tämänhetkisestä tarkasteluryhmän 813 miljoonan euron kokonaismarkkinasta



Kuva 8. Suomessa toimivien kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen markkinaosuudet tarkasteluryhmän tavoitteellisesta 3,7 miljardin euron markkinasta

Tämän työn rahastoista vain AKR Suomi on saavuttanut tavoitekokonsa työn valmistumiseen mennessä. Se ei oikeastaan ole yllättävää, ottaen huomioon, että suuri osa tarkasteltavista rahastoista ei ole vielä vuodenkaan ikäisiä. Rahastojen ilmoitetut tavoitekoot ovat yhteensä noin 3,7 miljardia, mutta toistaiseksi niiden

yhteenlaskettu koko on vain reilut 810 miljoonaa. Erityisen suuri ero tämän hetkiselällä ja tavoitteellisella koolla on NV Kiinteistörahasto I:llä, joka on ehtinyt kasvaa vasta 40 miljoonan kokoon, tavoitekoon ollessa 1 miljardi. Toisaalta viimeisimpänä perustettu Enfian infrastruktuurirahasto ei ole ehtinyt tehdä vielä ainuttakaan sijoitusta. Rahastojen pieni osuus Suomen kiinteistövarallisuudesta jättää tilaa kiinteistörahastomarkkinoiden voimakkaalle kasvulle tulevaisuudessa. Alla olevasta taulukosta nähdään, kuinka suurimmalla osalla tarkasteltavista kiinteistörahastoista on vielä tekemistä yltääkseen tavoitekokoonsa.

Taulukko 1. Tarkasteluryhmän kiinteistörahastojen tämänhetkisen koon suhde tavoitekokoon

Rahasto	Tavoite koko / MEUR	GAV / MEUR	GAV / Tavoitekoko
CapMan RE I	200	10	5 %
CapMan RE II	600	75	13 %
Aberdeen Property Fund I	200	71	36 %
Aberdeen Real Estate Fund Finland	500	300	60 %
AKR Kehitys Ky	30	20	67 %
AKR Tuotto Ky	75	35	47 %
AKR Suomi Ky	50	50	100 %
NV Kiinteistörahasto I Ky	1 000	40	4 %
ICECAPITAL Housing Fund I Ky	200	102	51 %
(Sponda) Kiinteistörahasto I Ky	200	90	45 %
(OKO-Pohjola) Real Estate Finland I Ky	250	20	8 %
(Jykes) Käenpesän sijoituskiinteistöt	---	---	---
Enfia Infrastructure Fund I	400	0	0 %

Minimisijoitukset näihin rahastoihin vaihtelevat viidestäkymmenestä tuhannesta kymmeneen miljoonaan. Rahastot voitaneen jakaa kahteen ryhmään, pieniin alle ja suuriin yli sadan miljoonan rahastoihin. Tällöin Aberdeenin vaihtuvapääomainen Property Fund I on ainoa suuri kiinteistörahasto, joka on avoin myös yksityissijoittajille. Edellä mainitun rahaston minimisijoitus institutionaaliselta sijoittajalta on 500 000 euroa, mutta yksityinen pääsee mukaan jo sadallatuhannella. Pienten rahastojen sijoittajina on yksityisiä henkilöitä, mutta Aberdeen Property Fund I:ssä ei, ainakaan vielä, ole ainuttakaan.

CapManin kiinteistörahastot

Keväällä 2005 CapMan käynnisti ensimmäisen merkittävän suomalaisen kiinteistörahaston CapMan Real Estate Fund I:n, joka myi joulukuussa 2006 lähes koko kiinteistöomaisuutensa noin 380 miljoonalla eurolla. Tällä hetkellä rahaston koko on 10 miljoonaa ja jäljellä oleva sijoituskapasiteetti on 200 miljoonaa. Real Estate Fund I pyrkii käyttämään jäljellä olevan sijoituskapasiteettinsa sijoitusfokuksensa mukaisesti ja myymään kiinteistönsä toimintavaiheen lopussa. Rahasto sijoittaa pääkaupunkiseudun toimitilakiinteistöihin. Sen oman pääoman tuottovaatimus on yli kymmenen prosenttia ja velkaantumisaste 60 %. Näin ollen CapManin ensimmäinen

kiinteistörahasto luokitellaan luvun 2.4 perusteella value added riskiprofiiliin. Sijoittajina CapMan Real Estate Fund I:ssä on 9 institutionaalista sijoittajaa. (Hietala 2007)

CapMan käynnisti toisen kiinteistörahastonsa CapMan Real Estate Fund II:n viime vuonna. Sen tavoitekoko on 600 miljoonaa, mutta tähän mennessä rahasto on ehtinyt kasvaa vasta 75 miljoonan euron kokoon. Molempien CapManin kiinteistörahastojen suunniteltu elinikä on kymmenen vuotta, ja perustamisvaiheen pituus on viisi vuotta. Pitkä perustamisvaihe mahdollistaa useampien sijoittajien mukaantulon rahaston sijoittajiksi. CapMan Real Estate Fund II sijoittaa kiinteistökehityskohteisiin pääasiassa pääkaupunkiseudun ulkopuolella. Sen tuottovaatimus on yli 15 %, mikä on suurin vertailussa tämän työn tarkasteluryhmään. CapManin toisen rahaston velkaantumisaste on 75 %, joka on myös korkein vertailussa muihin Suomessa toimiviin kommandiittiyhtiömuotoisiin kiinteistörahastoihin. Tuottovaatimuksensa ja velkaantumisasteensa perusteella CapMan Real Estate Fund II luokitellaan opportunity riskiprofiiliin. Se on ainoa tämän työn rahastoista, joka ylittää tähän luokitteluun. Rahastoon sijoittaa 7-10 institutionaalista sijoittajaa. (Hietala 2007)

Aberdeenin kiinteistörahastot

Aberdeen Property Investors on toinen merkittävä tekijä Suomen kiinteistörahastomarkkinoilla. Aberdeen käynnisti ensimmäisen rahastonsa, Aberdeen Property Fund I:n, vuoden 2005 lopussa. Aberdeen Property Fund I eroaa muista tämän työn rahastoista siinä, että se on ainoa rakenteeltaan vaihtuvapäätymäinen (open-end) kiinteistörahasto Suomessa. Rahasto erottuu muusta joukosta myös ainoana yksityissijoittajillekin avoimena tavoitekooltaan isoista rahastoista. Rahaston tavoitekoko on 200 miljoonaa, ja sen tämänhetkinen koko on noin 71 miljoonaa. Tällä hetkellä Aberdeen Property Fund I:ssä on 12 institutionaalista sijoittajaa, eikä yhtään yksityistä sijoittajaa, vaikka rahasto onkin yksityisille avoin. Sen sijoitusfokus on toimitila-, logistiikka- ja liiketilakiinteistöissä. Rahaston tuottovaatimus on 10 % ja velkaantumisaste 50 %. Velkaantumisaste on tällä rahastolla alempi, kuin muilla vertailuryhmän rahastoilla. Rahasto luokitellaan riskiprofiililtaan core-rahastoksi. (Kotipelto 2007)

Toinen Aberdeenin rahasto Aberdeen Real Estate Fund I käynnistettiin tämän vuoden tammikuussa. Sen tavoitekoko on 600 miljoonaa ja tämänhetkinen koko noin 300 miljoonaa. Rahasto on yli sadan miljoonan rahastoista lähimpänä tavoitekokoaan. Tämä rahasto taas erottuu joukosta siinä, että se on juridiselta toimintamuodoltaan Ison-Britannian Limited Partnership (Ky). Aberdeenin toisessa rahastossa on vain lain vaatimat kolme sijoittajaa: Ilmarinen Suomesta, sekä ATP Tanskasta ja ABP Hollannista. Rahasto sijoittaa toimisto-, liike- ja teollisuuskiinteistöihin Suomen suurimmissa kaupungeissa. Aberdeen Real Estate Finland I:n tuottovaatimus on yli kymmenen prosenttia ja velkaantumisaste 60 %, minkä perusteella se luokitellaan value added riskiprofiiliin. (Sundberg 2007)

Auratumin kiinteistörahastot

Auratum Kiinteistöt Oy perusti ensimmäisen kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston Suomeen vuonna 2003, mutta kyseinen rahasto on jo lopettanut toimintansa. Auratum Kiinteistöt Oy:llä on tällä hetkellä kolme Suomessa toimivaa kiinteistörahastoa: AKR Suomi, AKR Tuotto ja AKR Kehitys.

Auratumin rahastojen tavoitekoot vaihtelevat 30 – 75 miljoonaan. Rahastoista AKR Suomi on jo tavoitekoossa, Tuoton tämänhetkinen koko on noin puolet tavoitteestaan ja Kehitys on kymmenen miljoonaa tavoitekokonsa alapuolella. (Lämsä 2007; Äijälä 2007)

AKR Tuotto sijoittaa liiketiloihin hajautetusti ympäri Suomea ja AKR Kehitys kehityskiinteistöihin Etelä-Suomessa. AKR Suomen sijoitusfokus on kauppa-, logistiikka- ja liikekiinteistöissä. Auratumin rahastojen sijoittajat ovat toistaiseksi olleet suomalaisia ”tuttuja” yksityissijoittajia ja kotimaisia institutionaalisia sijoittajia. Sijoittajien määrä vaihtelee rahastoittain kuudesta kahteenkymmeneen. Kaikkien Auratumin rahastojen tuottovaatimukset ovat yli 10 %, ja velkaantumisaste 70 – 75 %. Edellisen perusteella kaikki kolme rahastoa kuuluvat riskiprofiililtaan value added ryhmään. (Lämsä 2007; Äijälä 2007)

Nordean ja Varman kiinteistörahasto

Eläkevakuutusyhtiö Varma, Nordea Henkivakuutus ja Kiinteistömanagement J. Juhola perustivat NV Property Fund I:n viime vuonna. Sen tavoitekoko on 1 miljardi, mutta toistaiseksi sen koko on vasta 40 miljoonaa. Tavoitekooltaan rahasto on suurin toistaiseksi perustetuista. NV Property Fund I sijoittaa Suomessa kaikkiin muihin kiinteistöihin, paitsi asuinkiinteistöihin. Rahaston tuottovaatimus on yli 10 % ja velkaantumisaste 70 %. NV Property Fund I luokitellaan value added rahastoksi. Rahastossa on vain lain edellyttämät kolme sijoittajaa, joista Nordealla ja Varmalla on selkeästi suuremmat osuudet, kuin Kiinteistömanagement J. Juholalla. (Korpela 2007)

ICECAPITALin rahasto

Icecapital on toistaiseksi perustanut yhden rahaston ICECAPITAL Housing Fund I:n keväällä 2006. Sen tämänhetkinen koko on noin 102 miljoonaa, mutta tavoitekoko on 200 miljoonaa. Rahasto on siitä poikkeuksellinen tässä tarkastelussa, että se on ainoa, joka sijoittaa pelkästään asuinkiinteistöihin. Rahasto sijoittaa alle 10 vuoden ikäisiin tai peruskorjattuihin vapaarahoitteisiin vuokratiloihin pääkaupunkiseudulla sekä Tampereen, Turun, Jyväskylän, Oulun ja Kuopion alueella. Housing Fund I:n tuottovaatimus on 8,5 % ja velkaantumisaste 70 %. Verraten alhaisesta tuottovaatimuksesta johtuen, rahasto luokitellaan core riskiprofiiliin, vaikka sen velkaantumisaste onkin yli 60 % raja-arvon. Rahastossa on neljä institutionaalista sijoittajaa. (Parikka 2007)

Spondan rahasto

Myös Sponda on käynnistänyt oman kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahastonsa. Sponda Kiinteistörahasto I:n tavoitekoko on 200 miljoonaa, mutta toistaiseksi siihen on hankittu kiinteistöjä noin 90 miljoonalla. Sponda Kiinteistörahasto I sijoittaa logistiikka kiinteistöihin. Spondan tuottovaatimusta tai velkaantumisastetta ei ollut saatavilla, mutta riskiprofiililtaan se luokiteltaneen core rahastoksi. Rahastossa on Sponda mukaan lukien yhteensä kahdeksan kotimaista institutionaalista sijoittajaa. (Koivu 2007)

Pohjolan ja Osuuspankin kiinteistörahasto

Pohjola ja Osuuspankki ovat perustaneet Osuuspankin varainhoidon markkinoiman Real Estate Fund Finland I:n. Rahaston tavoitekokoa on 250 miljoonaa, mutta toistaiseksi siihen on ehditty hankkia kiinteistöjä vasta 20 miljoonalla. Rahastossa on 15 suomalaista institutionaalista sijoittajaa. Real Estate Fund Finland I:n tuottotavoite on 9 % ja velkaantumisaste 60 %. Näiden tietojen perusteella rahasto luokitellaan core riskiprofiiliin. (Mäkiäho 2007)

Jykes Kiinteistöjen rahasto

Jyväskylän seudun kehittämissyhtiö Jykes on perustanut vuonna 2005 Käenpesän Sijoituskiinteistöt nimisen kiinteistörahaston. Rahaston tavoitekokoa tai tämänhetkistä kokoa ei ilmoitettu. Rahasto sijoittaa teollisuuskiinteistöihin Jyväskylän seudulla. Käenpesän Sijoituskiinteistöissä on mukana kolme yksityissijoittajaa. Rahaston tuottotavoite on 10 % ja velkaantumisaste 50 %. Rahasto luokitellaan core riskiprofiiliin. (Huttunen 2007)

Enfian infrastruktuurirahasto

Enfia Infrastructure Oy ja joukko suomalaisia institutionaalisia sijoittajia ovat perustaneet uuden kotimaisiin infrastruktuuriverkkoihin sijoittavan rahaston tämän työn vielä ollessa työn alla 6.3.2007. Rahastolla on seitsemän kotimaista institutionaalista sijoittajaa. Enfia Infrastruktuurirahasto I:n investointikohteita ovat erityisesti sähkönjakeluverkot. Rahaston tavoitekokoa on 400 miljoonaa, mutta tähän mennessä rahasto ei ole vielä ehtinyt sijoittaa mihinkään. Rahaston tuottotavoitetta tai velkaantumisastetta ei ilmoitettu, mutta rahasto luokiteltaneen value added riskiprofiiliin. (Miettunen 2007)

4. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Kaikkien tässä työssä käsiteltyjen rahastojen markkina-alue on Suomi tai tietyt tarkemmin määritellyt alueet Suomessa. Viime vuosina pääkaupunkiseudulla vahvasti laskeneet kiinteistöjen tuotot ovat nähtävästi osaltaan vaikuttaneet yhä useamman rahaston pyrkimykseen sijoittaa pääkaupunkiseudun ulkopuolelle.

Aberdeen Property Fund I:stä lukuun ottamatta kaikki Suomessa toimivat kommandiittiyhtiömuotoiset rahastot ovat kiinteäpääomaisia (closed-end). Tämä on perusteltavissa sillä, että rahastot ovat pääasiassa ja ensisijaisesti tarkoitettu institutionaalisille sijoittajille, joille pitkän aikavälin sijoitukset sopivat hyvin. Vaikka lähtökohtaisesti kiinteäpääomaisilla rahastoilla kuvataan rakennetta, jossa sijoitusten suuruus ja niiden pitoaika on ennalta määrätty, Suomen lainsäädäntö ei kuitenkaan velvoita rahastoja pitämään kiinni rahaston eliniästä, vaan viimekädessä se riippuu rahastojen ja sijoittajien välisistä sopimuksista. Tällä tavoin esimerkiksi kiinteäpääomainen CapMan Real Estate I saattoi myydä suuren osan kiinteistöistään kesken suunnitellun pitoajan. Myynnistä saatua pääomaa ei kuitenkaan sijoitetut uudelleen.

Tarkastelussa olleiden rahastojen oman pääoman tuottovaatimukset ovat enimmäkseen yli kymmentä prosenttia. Tämä kertoo rahastojen keskituoton

olevan lähellä markkinoiden keskituottoa, noin 10 % (Kaleva 2007, s. 31). Verrattaessa rahastojen tuottoa markkinoiden keskimääräisiin tuottoihin, on kuitenkin huomioitava eri kiinteistösektorien ja alueiden väliset erot tuotoissa. Esimerkiksi toimistojen tuotot Helsingissä ovat pudonneet jopa alle 6 %, kun taas liiketilojen keskimääräinen tuotto koko maassa on hieman yli 14 % (Kaleva 2007, s. 28 – 31).

Velkavipuvaikutuksen ollessa eräs tärkeimmistä syistä suomalaisten kiinteistörahastojen olemassaololle, ei ole yllättävää, että kaikilla tutkimuksen rahastoilla velan osuus on 50 % tai enemmän. Suurimmat velan osuudet ovat CapManin Real Estate II ja Auratumin AKR Suomi rahastoissa, 75 %. Kahdesta tarkasteluun kuuluvasta rahastosta tietoja ei ollut saatavilla, mutta muilla rahastoilla keskimääräinen velkaantumisaste on 64,5 % ja mediaani sekä moodi molemmat 70 %.

Rahastojen perustamisvaiheiden pituudet vaihtelevat kahdesta kuukaudesta viiteen vuoteen rahastojen luonteesta riippuen. Ääritapauksista mainittakoon AKR Suomi kahden kuukauden rakennusajalla ja CapManin molemmat rahastot viiden vuoden rakennusajoilla. Auratumin rahaston lyhyt rakennusaika selittyi sillä, että kiinteistöt olivat jo valmiiksi hankittuina, kun rahasto perustettiin. Pitkäkestoisemmat perustamisvaiheet selittyvät rahastojen suuremmalla koolla ja sillä kuinka suurista osista rahastoa aiotaan rakentaa. On selvää, että perustamisvaihe on pidempi, jos jokainen rahaston kiinteistö hankitaan erikseen ja valitaan yksitellen, kuin jos hankinnat tehdään jo valmiiksi isoina portfolioina. Pidempi perustamisvaihe myös mahdollistaa useampien sijoittajien mukaantulon. Rahastojen eliniät taasen vaihtelevat viidestä kymmeneen vuoteen, lähes kaikkien kuitenkin ollessa 10 vuotta.

Suurin osa tarkastelluista rahastoista sijoittuu riskiprofiilinsa puolesta ryhmään Value added. Tämä selittyy rahastojen suurella velkaantumisasteella. Luvussa 2.4 käsiteltiin rahastojen luokittelua eri riskiprofiiliryhmiin, minkä perusteella ryhmittely on tässäkin työssä tehty. Vain yksi käsitellyistä rahastoista kuuluu Opportunity -ryhmään, 5 Core -ryhmään ja loput 7 kuuluvat siis Value added -ryhmään.

Sijoittajien lukumäärä näissä rahastoissa vaihtelee vähimmäisvaatimuksen mukaisesta kolmesta jopa kahteenkymmeneen. Suurimmat sijoittajat ovat tyypillisiä suomalaisia institutionaalisia sijoittajia, kuten Ilmarinen, Varma, Sampo, Kaleva, Fennia, Tapiola, Etera ja suuri määrä muita. Lisäksi on tietysti ulkomaisia institutionaalisia sijoittajia ja mahtuupa mukaan muutamia yksityissijoittajia. Tässä tarkoitettuja suomalaisia institutionaalisia sijoittajia ovat pääasiassa vakuutusyhtiöt, henkivakuutusyhtiöt, eläkevakuutusyhtiöt ja muut vastaavat.

Tulevaisuudessa voidaan olettaa kiinteistösijoituskysynnän epäsuoriin instrumentteihin olevan edelleen suurta ja sitä myötä kiinteistörahastojen määrän selkeää kasvua. Uuden lainsäädännön myötä tulevaisuudessa myös yksityisen henkilön on helpompaa sijoittaa kiinteistörahastoina toimiviin erikoisrahastoihin samalla tavoin, kuin perinteisiin sijoitusrahastoihin jo nyt. Oman näkemykseni mukaan Suomessa on kysyntää uusille kiinteistörahastoille, ja ottaen huomioon rahastojen pienen osuuden kokonaiskiinteistömarkkinasta, potentiaalisia kiinteistöjä näihin rahastoihin tulee riittämään. Tämä on positiivista kehitystä myös siksi, että näin markkinoille tulee lisää ostovoimaisia sijoittajia, jotka osaltaan kehittävät Suomen kiinteistömarkkinoita tehokkaampaan suuntaan.

Kommandiittiyhtiömuotoisten rahastojen tulevaisuus näyttää melkoisen hyvältä. Mikäli lainsäädäntö tulevaisuudessa muuttuu suotuisammaksi osakeyhtiömuotoisia rahastoja kohtaan, voisi kuvitella kommandiittiyhtiömuotoisten rahastojen määrän laskevan, mutta toisaalta tällaisina ne ovat ainakin toistaiseksi paras vaihtoehto institutionaalisille sijoittajille sijoittaa kotimaisiin kiinteistöihin. Nämä näkökohdat mielessä uskoisin kommandiittiyhtiömuotoisten rahastojen määrän kasvavan hitaasti, mutta sijoituskapasiteetin taas luulen kasvavan suhteessa rahastojen määrään paljon voimakkaammin.

LÄHDELUETTELO

HE 2/2006

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja sijoitusrahastolain, sekä eräiden niihin liittyvien lakien muuttamisesta 2006. Viitattu 21.2.2007
<http://217.71.145.20/TRIPviewer/show.asp?tunniste=HE+102/2006&base=erhe&palvelin=www.eduskunta.fi&f=WORD>

Hietala 2007

Hietala, Markku. Realprojekti / CapMan Real Estate. Puhelinhaastattelu 1.3.2007.

Hoesli 2007

Hoesli Martin. Luento Hankenilla, Real Estate Portfolio Management –kurssilla, 9.2.2007.

Huttunen 2007

Huttunen, Marko. Jykes Kiinteistöt. Puhelinhaastattelu 14.3.2007.

INREV 2006

European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles. European non-listed Real Estate Vehicles Quarterly Research Report. No 13/November 2006.

INREV 2007

European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles. Core Definitions paper (Dec, 2006). Viitattu 21.2.2007.
[http://www.inrev.org/content/documents/inrevcoredef%20\(final\).pdf](http://www.inrev.org/content/documents/inrevcoredef%20(final).pdf)

Kaleva 2007

Kaleva, Hanna. The Finnish Property Market 2007. KTI Finland 2007.

Kaleva & Niinimäki 2003

Kaleva, Hanna & Niinimäki, Esa. FinnREITS – kiinteistöjen arvopaperistamisen menestystekijät. KTI Kiinteistötalouden instituutti ry. Helsinki 2003.

Kaleva & Olkkonen 1996

Kaleva, Hanna & Olkkonen, Olli. Kiinteistöjen arvopaperistaminen Suomessa. SITRA ja Kiinteistötalouden instituutti. Helsinki 1996.

Kare 2004

Kare, Maria. Epäsuorien kiinteistösijoitusinstrumenttien valintakriteerit. Kiinteistöopin ja talousoikeuden julkaisuja B110. Espoo 2004. ISSN 0783-8778.

Koivu 2007

Koivu, Kari. Sponda. Puhelinhaastattelu 1.3.2007.

Korpela 2007

Korpela, Timo. Nordea Henkivakuutus. Puhelinhaastattelu 1.3.2007.

Kotipelto 2007

Kotipelto, Sanna. Aberdeen Property Investors. Puhelinhaastattelu 28.2.2007.

KTI 2007

Kiinteistötalouden ja kiinteistöjohtamisen keskeiset käsitteet. Kiinteistötalouden instituutti Ry 2007. Viitattu 21.2.2007.
<http://www.kti.fi/sanasto.php>

Liljeblom 2007

Liljeblom, Eva. Real Estate Portfolio Management 2007. Svenska Handelshögskolan.

Lämsä 2007

Lämsä, Jukka. Auratum Kiinteistöt. Puhelinhaastattelu 28.2.2007.

Miettunen 2007

Miettunen, Pertti. Enfia Infrastructure. Puhelinhaastattelu 14.3.2007.

Mäkiahho 2007

Mäkiahho, Markku. Pohjola Kiinteistösijoitus. Puhelinhaastattelu 15.3.2007.

NCNE 2007

National Center on Non-Profit Enterprise Real Estate Glossary. Viitattu 21.2.2007.
http://www.nationalcne.org/faq/re_glossary.htm

Parikka 2007

Parikka, Hannu. ICECAPITAL. Puhelinhaastattelu 1.3.2007.

RAKLI 2007

Asunto-, toimitila- ja rakennuttajaliitto RAKLI Ry. REIT ja kiinteistörahastolainsäädännön kehitys Suomessa. Viitattu 21.2.2007.
http://www.rakli.fi/kiinteistosijoittaminen/reit_kiinteistorahasto/

Sundberg 2007

Sundberg, Christoffer. Aberdeen Property Investors. Puhelinhaastattelu 28.2.2007.

Tapiola 2005

Tapiola pankin suhdanne katsaus 3/2005. Viitattu 27.2.2007.
<http://talous.tapiola.fi/suhdannekatsaus/index.asp?page=kiinteistomarkkinat&content=2005-3&pagenum=2>

Äijälä 2007

Äijälä, Matti. Auratum Kiinteistöt. Puhelinhaastattelu 1.3.2007.

LIITE 1.

Rahasto	Markkina-alue	Tyyppi	Juridinen muoto	Tuottovaatimus (oma pääoma)	velkaantumisaste	Tavoite koko / MEUR	GAV / MEUR	NAV / MEUR	Velka / MEUR	Oma pääoma / MEUR	perustamis-aika	Riski profiili	Sijoittajien lkm	Minimi sijoitus /MEUR	Elinikä
CapMan RE I	Suomi	Closed-end	Ky	> 10%	60 %	200	10	4	6	4	5 v.	Value added	9	5-10	10 v.
CapMan RE II	Suomi	Closed-end	Ky	> 15%	75 %	600	75	19	56	19	5 v.	Opportunistic	7-10	5-10	10 v.
Aberdeen Property Fund I	Suomi	Open-end	Ky	10 %	50 %	200	71	35	36	35	---	Core	12	0.5 / 0.1	avoin
Aberdeen Real Estate Fund Finland	Suomi	Closed-end	Limited Partnership (GBR)	> 10%	60 %	500	300	120	180	120	2 v.	Value added	3	50	min. 7v
AKR Kehitys Ky	Suomi	Closed-end	Ky	> 10%	70 %	30	20	6	14	6	1 v.	Value added	6	0.25	7 v.
AKR Tuotto Ky	Suomi	Closed-end	Ky	> 10%	70 %	75	35	11	25	11	15 kk	Value added	15-20	0.25	10 v.
AKR Suomi Ky	Suomi	Closed-end	Ky	> 10%	75 %	50	50	13	38	13	2 kk	Value added	7	0.25	5 v.
NV Kiinteistörahasto I Ky	Suomi	Closed-end	Ky	> 10%	70 %	1 000	40	12	28	12	---	Value-Added	3	---	10 v.
ICECAPITAL Housing Fund I Ky	Suomi	Closed-end	Ky	8.5 %	70 %	200	102	31	71	31	3 v.	Core	4	---	10 v.
(Sponda) Kiinteistörahasto I Ky	Suomi	Closed-end	Ky	---	---	200	90	---	---	---	---	Core	8	---	10 v.
(OKO-Pohjoia) Real Estate Finland I Ky	Suomi	Closed-end	Ky	9 %	60 %	250	20	8	12	8	3 v.	Core	15	1	10 v.
(Jykes) Käienpesän sijoituskiinteistöt	Suomi	Closed-end	Ky	10 %	50 %	---	---	---	---	---	6kk	Core	3	0.05	10 v.
Enfia Infrastructure Fund I	Suomi	Closed-end	Ky	---	---	400	0	0	0	---	4 v.	Value added	7	---	10 v.