

Valtteri Pietilä

RAKENNUSLIIKE VUOKRA- ASUNTOJEN RAKENNUTTAJANA

Diplomityö
Rakennetun ympäristön tiedekunta
Tarkastajat: Prof. Arto Saari
TkL Juha-Matti Junnonen
Huhtikuu 2023

TIIVISTELMÄ

Valtteri Pietilä: Rakennusliike vuokra-asuntojen rakennuttajana
Diplomityö
Tampereen yliopisto
Rakennustekniikan diplomi-insinöörin tutkinto-ohjelma
Huhtikuu 2023

Harva rakennusliike Suomessa toimii omissa asuntokohteissaan pidempiaikaisena sijoittajana. Tästä kuitenkin rakennusliikkeellä olisi mahdollista saada tuottoja ja tuottaa lisäarvoa esimerkiksi hankkimalla rakentamaansa kohteeseen vuokralaiset ennen kohteen myyntiä. Rakennusliikkeen kannattaa rakennuttaa omia kohteita, koska muun muassa vuokra-asunnoissa pystytään hyödyntämään asuntojen arvonnousua, oma omistus vähentää riski- ja vastuukustannuksia, omalla vuokra-asuntotuotannolla pystytään tasaamaan helpommin suhdanne vaihteluja sekä vuokra-asuntotuotannon avulla voidaan hyödyntää resursseja tehokkaammin ja hallitummin.

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, mitä vuokra-asuntotuotannon aloittaminen kohdeyritykseltä vaatisi sekä millaisella liiketoimintamuodolla sitä olisi tehokkainta toteuttaa ja hallinnoida. Liiketoimintamuodoista tarkasteltiin tytäryhtiötä, kiinteistörahastoa sekä toimimista nykyisellä yritysrakenteella. Tutkimus toteutettiin aineisto- ja haastattelututkimuksena. Teoriaosuuden jälkeen pidettiin teemahaastattelut vuokra-asuntotuotannon eri alojen asiantuntevien henkilöiden kanssa. Haastatteluista kerättiin tietoa liiketoimintamuotojen toimivuudesta, sijoitusstrategioista sekä vuokra-asuntojen hallinnoimisesta. Teoriaosuuden ja haastatteluosion tuloksia vertailtiin keskenään tutkimuksen yhteenvedossa, johon kerättiin parhaat etenemistavat vuokra-asuntotuotannon aloittamiseksi.

Tuloksena tutkimuksessa selvisi, että tehokkain tapa toteuttaa ja hallinnoida vuokra-asuntoja on perustaa kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto. Kiinteistörahastoon tulee kerätä sijoittajia mukaan, jolloin omaa pääomaa hankkeiden aloittamiseksi tarvitsee vähemmän, tosin toiminnasta saatavat tuototkin ovat suhteessa pienemmät. Vuokra-asuntotuotanto on mahdollista aloittaa myös ilman muita sijoittajia, mutta tällöin tulee operoida yksittäisiä hankkeita omassa taseessa. Vuokra-asuntotuotannosta saatavan kokonaistuoton tulee olla suurempi kuin KVR-urakoinnista saatava tuotto. Sijoitusstrategiassa tulee muun muassa huomioida exit-strategia, rahoitusmuoto, vuokrakohteiden hallinnointi sekä hankkeiden ominaisuudet esimerkiksi sijainti, asuntojen koko, huonelukumäärä asunnoissa ja varustelu.

Avainsanat: Liiketoimintamuoto, vuokra-asuntotuotanto, vuokra-asunnot, yhteisyritys

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

ABSTRACT

Valtteri Pietilä: Construction company as an investor in rental apartments
Master of Science Thesis
Tampere University
Master's Degree Programme in Civil Engineering
April 2023

Few construction companies in Finland operate as long-term investors in their own residential projects. However, it is possible for a construction company to generate returns and add value by, for example, securing tenants for their constructed properties before selling them. Building own properties is beneficial for construction companies because it allows them to capitalize on the appreciation of the properties, reduces risk and liability costs through ownership, enables better management of market fluctuations through in-house rental property production, and allows for more efficient and controlled resource utilization through rental property production.

The aim of this study is to investigate what it would require for a target company to start rental property production, and what business form would be the most efficient for implementing and managing it. The business forms examined were a subsidiary, a real estate fund, and operating within the current corporate structure. The study was conducted as a data and interview-based research. After the theoretical part, theme interviews were conducted with experts from various fields of rental property production. Information on the effectiveness of different business forms, investment strategies, and rental property management was collected from the interviews. The results of the theoretical part and the interview section were compared in the summary of the study, where the best practices for starting rental property production were gathered.

The findings of the study revealed that the most efficient way to implement and manage rental properties is to establish a limited partnership form of real estate fund. Bringing investors into the real estate fund reduces the need for own capital to start projects, although the returns from the operation are relatively smaller. Rental property production can also be initiated without other investors, but in this case, individual projects need to be operated on the company's own balance sheet. The total return from rental property production should be higher than the return from general contract construction. Investment strategy should take into account exit strategy, financing method, rental property management, as well as project characteristics such as location, size of the apartments, number of rooms in the apartments, and amenities.

Keywords: Business form, rental housing production, rental apartments, joint venture.

The originality of this thesis has been checked using the Turnitin OriginalityCheck service.

ALKUSANAT

Kiitos JM Suomelle tilaisuudesta tarttua itselle mielenkiintoisen aiheeseen. Haluan kiittää ohjaajiani Juha-Matti Junnosta ja Tommi Vaisaloa työni mallikkaasta ohjauksesta sekä kaikkia, jotka ovat osallistuneet diplomityöni tekemiseen.

Lisäksi haluan erityisesti kiittää kavereitani ja perhettäni, jotka ovat tukeneet minua opiskeluissani ja tehneet opiskeluaikastani ikimuistoisen. Tampereella vietetyt vuodet jäävät lämmöllä muistoihini.

Helsingissä, 19.4.2023

Valtteri Pietilä

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO	1
1.1 Tutkimuksen tausta	1
1.2 Tutkimuksen tavoitteet	2
1.3 Tutkimuksen toteutus	2
2. ASUNTOSIJOITTAMISEN MARKKINATILANNE JA LIIKETOIMINTAMALLIT	4
2.1 Vuokra-asuntomarkkinat	4
2.1.1 Suomen kiinteistösijoitusmarkkinat	4
2.1.2 Asuntomarkkinat Suomessa	7
2.1.3 Asuntorahastot	10
2.1.4 Kiinteistö- ja asuntosijoitusyhtiöt	12
2.1.5 Yksityiset vuokranantajat	14
2.2 Vuokra-asuntotuotannon rahoitus	16
2.3 Ruotsin emoyhtiön liiketoimintamalli	19
2.3.1 Suomen ja Ruotsin lainsäädännön vertailu	22
2.4 Vuokra-asuntotuotannon liiketoimintamallit	23
2.4.1 Vuokra-asuntotuotannossa tarkasteltavia asioita	23
2.4.2 Tytäryhtiö	24
2.4.3 Listaamaton pääomarahasto	25
2.4.4 Yhteisyritys (Joint Venture)	27
3. HAASTATTELUT	28
3.1 Haastattelumenetelmä ja toteutus	28
3.2 Yhteisyritys	29
3.3 Kohteiden pitoaika	32
3.4 Hankkeiden houkuttelevuutta lisäävät tekijät	33
3.5 Sijoituspäätökseen vaikuttavia tekijöitä	35
3.6 Vuokrakohteiden hallinnointi	36
3.7 Liiketoimintamuoto verotuksen näkökulmasta	37
4. JOHTOPÄÄTÖKSET	41
4.1 Yhteenveto ja pohdinta	41
4.2 Ehdotetut toimenpiteet	44
4.3 Tutkimuskysymyksiin vastaaminen	46
4.4 Jatkotutkimusaiheet	47
LÄHTEET	48
LIITE A: HAASTATTELUKYSYMYKSET	53

1. JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta

Vuokra-asuntomarkkinoilla on hyvin vähä, jos ollenkaan rakennusliikkeitä, jotka toimisivat myös kohteissaan pidempiaikaisina sijoittajina. Rakennusliikkeet hyötyisivät, jos olisivat sijoittajina omissa kohteissaan muun muassa asuntojen arvonnoususta, erityisesti aluekohteissa ja hankkeissa voitaisiin käyttää kustannustehokkaita ratkaisuja ja konsepteja. Oma vuokra-asuntotuotanto mahdollistaa tehokkaamman ja hallitumman tavan käynnistää hankkeita sekä hallita resursseja. Vuokra-asuntotuotannolla pystytään helpommin tasata suhdannevaihteluja, kun rakennusliike on yksin sijoittajana.

Tämän hetken Suomen asuntomarkkinatilanne on haastava ja rakentamisen ennustetaankin laskevan vuonna 2023 3,5 prosenttia edellisvuoden tasosta. Asuntoaloitusten ennustetaan tippuvan vuonna 2023 noin 27 400 asuntoon, kun vuonna 2022 asuntoja aloitettiin rakentaa noin 38 300 kappaletta. (Rakennusteollisuus 2023) Asuntotuotannon tarve Suomessa on noin 35 000 asuntoa vuosittain nykyisen kehityksen mukaan ja, jos kehitys hidastuu, on tarve 30 000 asunnolle vuosittain (Vainio 2020). Syitä rakentamisen hidastumiseen ovat muun muassa rakennuskustannusten ja korkojen nousu tämän ja viimevuoden aikana. Rakennuskustannusten ja korkojen nousu on aiheutunut koronapandemian ja Ukrainan sodan synnyttämien materiaalien toimitusketjujen osittaisten katkeamisesta sekä yleisen epävarmuuden kohoamisesta. Pitkään finanssikriisistä saakka jatkunut nollakorkomaailma on tullut päätökseen inflaation kasvun johdosta. (Rakennusteollisuus 2023)

Inflaation vauhtia hillitäkseen Euroopan keskuspankki on nostanut ohjauskorkoaan, joka vaikuttaa välillisesti rakennusliikkeiden hakemiin rakennuslupiin ja aloituksiin. Rakentamisen suhdanneriippuvuuden takia asuntojen vuokraaminen on hyvä instrumentti tasoittamaan suhdanteen vaihtelun vaikutusta rakennusliikkeen toimintaan. Vuokra-asuntotuotannossa rakennusliikkeen ja mahdollisen rahoituskumppanin tavoite on pidemmällä ajanjaksolla, jolloin asuntojen hetkellisen myynnin hidastumisen tai rakennuskustannusten nousu eivät vaikuta yhtä radikaalisti vuokra-asuntotuotannon aloitukseen kuin gryndituotannossa. Vuokra-asuntotuotanto muun muassa mahdollistaa uuden ansaitsemistavan ja vuokralaisen saaminen asuntoon lisää asunnosta saatavaa tuottoa arvon luomisen näkökulmasta.

Suomessa vuonna 2022 vuokra-asunnoissa asui vakituisesti 28 prosenttia asuntoväestöstä eli yli puolitoista miljoonaa asuu vuokralla. Vuokra-asunnoissa asuu paljon nuoria ihmisiä. Jopa 80 % asutokunnista, joissa vanhin henkilö on nuorempi kuin 30-vuotias asui vuokralla. Vuokra-asunnoissa asui eniten yhden tai kahden hengen talouksia. Yksinasuvista 50 % asui vuokralla ja 46 % omistusasunnoissa. Vuokralla asuvien määrä on noussut vuodesta 2018 yli 100 000 hengellä. (Tilastokeskus 2022c) Vuokra-asunnoista vuonna 2020 32 prosenttia oli korkotuki- ja avararajoitusten piirissä (Tilastokeskus 2021).

Tutkimuksen kohdeyrityksenä on JM Suomi Oy, joka on osa ruotsalaista emoyhtiö JM Ab:ta. JM Ab on yksi pohjoismaiden johtavimmista kiinteistökehittäjistä, joka myös harjoittaa vuokra-asuntotuotantoa Ruotsissa. Tutkimuksen taustalla on pyrkimys selvittää rakennusliikkeen edellytykset vuokra-asuntotuotannon aloittamiseen Suomessa. JM Suomi Oy:lle on aikaisemmin tehty diplomityö rakennusliikkeen liiketoiminnan laajentamisesta vuokra-asuntotuotantoon, joka toimii tämän tutkimuksen pohjana (Ramstedt 2017).

1.2 Tutkimuksen tavoitteet

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, mitä vuokra-asuntotuotannon aloittaminen rakennusliikkeeltä vaatisi sekä millaisella liiketoimintamuodolla sitä olisi tehokkainta toteuttaa ja hallinnoida. Tutkimuksen tavoitteeseen pääsemiseksi muodostettiin seuraavat tutkimuskysymykset:

- Mikä on Suomen vuokra-asuntotuotannon markkinatilanne?
- Minkälaisia rahoitusmuotoja ja rahoitustoimijoita on?
- Millaisen liiketoimintamallin rakennusliike vuokra-asuntojen rakennuttajana tarvitsee?

Tarkoituksena on tutkia markkinatilannetta, rahoitusmahdollisuuksia ja selvittää toimiva liiketoimintamalli vuokra-asuntotuotantoon huomioiden kohdeyrityksen liiketoimintamalli.

1.3 Tutkimuksen toteutus

Tutkimus suoritetaan kirjallisuus- ja haastattelututkimuksena. Haastattelut suoritetaan teemahaastatteluina. Alkuluvuissa suoritetaan kirjallisuuskatsaus, jossa perehdytään aiheen kirjallisuuteen ja selvitetään vuokra-asuntotuotannon rahoitustoimijoita. Kirjallisuuskatsauksen avulla on tarkoitus perehtyä tämänhetkiseen markkinatilanteeseen, vuokra-asuntosijoittamisen toimijoihin ja toimintatapoihin.

Teemahaastattelun avulla selvitetään mahdollisia rahoitusratkaisuja ja -mahdollisuuksia sekä liiketoimintamallia haastatteleamalla asuntosijoitusyriystä, vuokratilokohteiden kaupankäyntikonsulttia, verokonsulttia sekä Ruotsin emoyhtiön vuokra-asuntotuotannosta vastaavaa henkilöä. Haasteltaviksi valittiin eri yrityksissä työskenteleviä sekä eri roolin omaavia henkilöitä, jotta haastatteluista saatiin laajasti kattava leikkaus vuokra-asuntosijoittamisesta ja -tuotannosta. Haastattelujen kysymysrungot laadittiin teorian pohjalta vastaamaan tutkimuskysymyksiin. Haastatteluosiossa pohditaan ja tuodaan ilmi haastattelujen tulokset ja merkittävimmät havainnot.

Yhteenveto ja pohdinta osiossa syvennyttään tutkimuksen osien päätelmiin ja verrataan teoriataustan ja haastattelututkimuksien tuloksia keskenään. Luvussa esitellään ehdotettu vuokra-asuntotuotannon aloittamiseksi sopivin liiketoimintamuoto sekä miten tutkimus vastaa laadittuihin tutkimuskysymyksiin. Osion lopussa pohditaan hyödyllisiä jatkotutkimusaiheita.

2. ASUNTOSIJOITTAMISEN MARKKINATILANNE JA LIIKETOIMINTAMALLIT

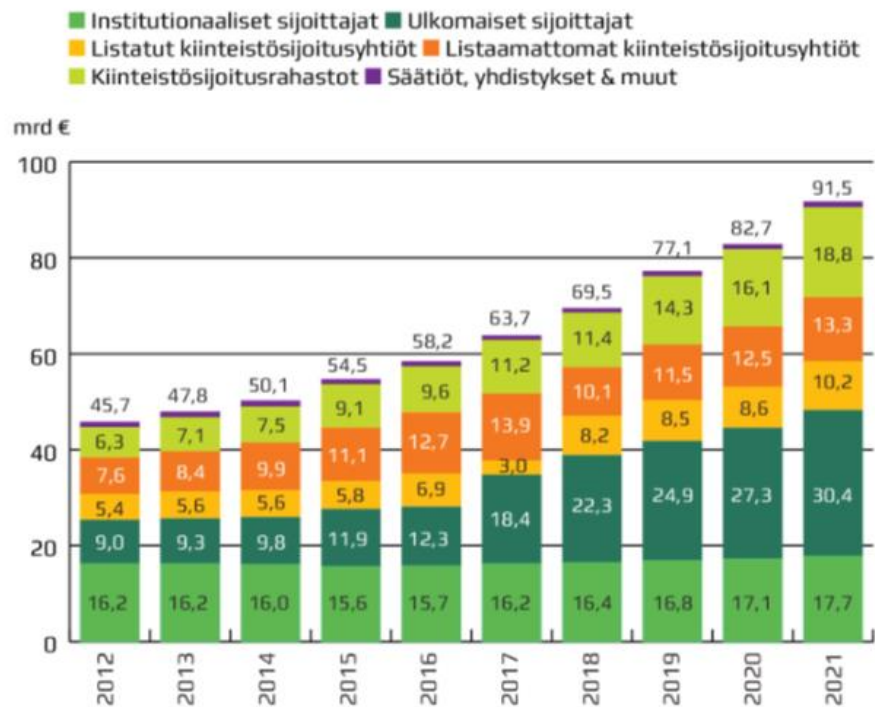
2.1 Vuokra-asuntomarkkinat

2.1.1 Suomen kiinteistösijoitusmarkkinat

Kiinteistösijoitusmarkkinat ovat kaksinkertaistuneet kymmenessä vuodessa. Vuonna 2021 ammattimaisten kiinteistösijoittajien omistamien kiinteistöjen arvo oli 91,5 miljardia euroa, joka oli 11 prosenttia suurempi kuin vuonna 2020. Kasvu osittain perustuu matalien korkojen ja korkean likviditeetin sijoitusympäristöön, minkä johdosta pääomia on siirtynyt kiinteistösijoitusmarkkinoille. Vuonna 2021 kasvua siivitti sijoittajavetoinen uudisrakentaminen, varsinkin asuntomarkkinoilla sekä kiinteistöjen positiivinen arvonkehitys. Ammattimaisten sijoittajien omistukseen siirtyi vuonna 2021 n. 700 miljoonan euron arvosta kiinteistöjä käyttäjäomistajilta, kunnilta ja yrityksiltä, mikä myös kasvatti kiinteistösijoitusmarkkinoita. (KTI 2022)

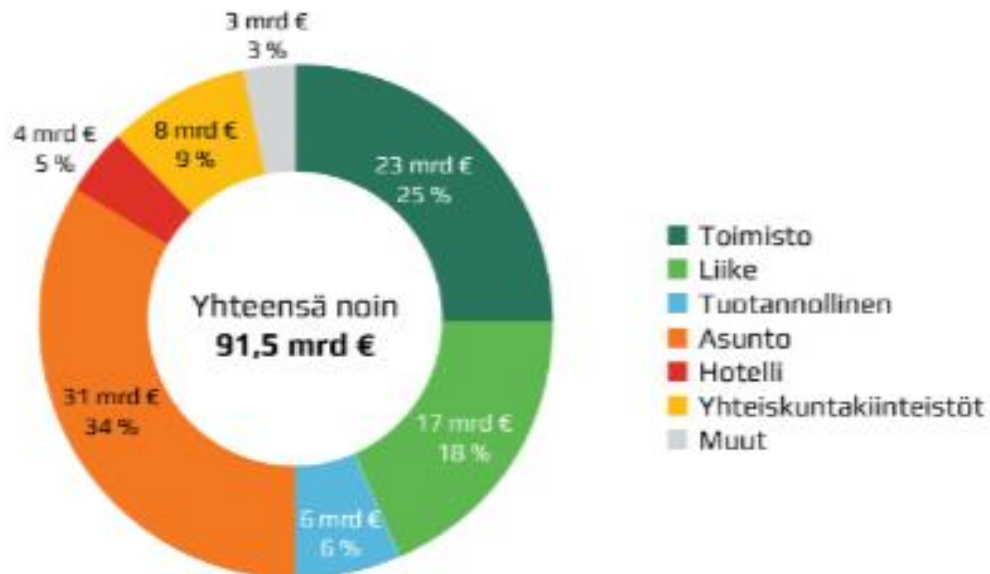
Suoria kiinteistösijoituksia omistaa Suomessa institutionaaliset sijoittajat, ulkomaalaiset sijoittajat, listatut ja listaamattomat kiinteistösijoitusyhtiöt, kiinteistösijoitusrahastot sekä säätiöt, yhdistykset ja muut luettelemattomat toimijat (kuva 1). Suomen kiinteistösijoitusvarallisuudesta noin kolmannes on ulkomaalaisten sijoittajien omistuksessa. Ulkomaalaiset sijoittajat kasvattivat vuonna 2021 omistuksiaan noin kolmella miljardilla. Suurin osa ulkomaalaisista sijoittajista ovat pieniä tai keskisuuria toimijoita. Suomalaiset kiinteistösijoitusrahastot ovat olleet voimakkaimmin kasvava kotimainen sijoittajaryhmä. Kiinteistörahastojen kiinteistösijoitusten kokonaismäärä kasvoi 2,8 miljardilla eurolla vuonna 2021 ja ne ohittivat kotimaisten instituutiosijoittajien suorien sijoitusten kokonaismäärän. Erikoissijoitusrahastot ovat kommandiittiyhtiömuotoisia rahastoja suurempi toimijaryhmä kiinteistörahastoista. Erikoissijoitusrahastot olivat aktiivisin kotimainen toimija noin 15 prosentin osuudella kaikista kiinteistökaupoista. (KTI 2022)

SUORAT KIINTEISTÖSIIJOITUKSET SUOMESSA



Kuva 1. Ammattimaisen kiinteistösijoitusmarkkinan toimijarakenne suomessa (KTI 2022).

Asuntokiinteistösijoittamisen suosio on kasvanut entisestään ja Covid19 pandemia lisäsi entisestään asuntokiinteistöjen suhteellista houkuttavuutta. Ammattisijoittajien omistamien vuokra-asuntokiinteistöjen arvo kasvoi 31 miljardiin euroon ja kaikista kiinteistösijoituksista osuus on noin 34 prosenttia vuonna 2021 (kuva 2). Erityisesti asuntokiinteistöjen osuuden kasvua tukivat arvonkehitys ja uudisrakentamisen suuri määrä. (KTI 2022)



Kuva 2. Ammattimaisen kiinteistömarkkinan jakautuminen kiinteistösektoreittain. (KTI 2022)

Suomen asuinvarallisuudesta on vapaarahoitteisten vuokra-asuntojen lukumäärästä vain noin 6 prosenttia suursijoittajien omistuksessa. Puolet vuokra-asunnoista on valtion tukemaa asuntokantaa ja neljännes sijaitsee pääkaupunkiseudulla. Tuetuista vuokra-asunnoista yli 50 prosenttia on kuntien tai niiden tytäryhtiöiden omistuksessa. Myös suuret yksityiset kiinteistösijoitusyhtiöt, kuten Kojamo, SATO ja Avara omistavat paljon valtion tukemia asuntoja. Noin 60 prosenttia vapaarahoitteisista vuokra-asunnoista omistaa piensijoittaja. Piensijoittajalla on omistuksessa yleisimmin yksi tai kaksi vuokra-asuntoa. Tyypillisimpiä ammattimaisia sijoittajia ovat institutionaaliset sijoittajat, kuten vakuutusyhtiöt esim. Ilmarinen, Varma LähiTapiola ja Keva. Asuntosijoitusyrityksissä suurimpia ovat Kojamo, SATO ja Avara. (Rämö 2016)

Vuokra-asuntokiinteistöjen kauppamäärä oli vuonna 2021 KTI:n seurantahistorian toiseksi suurin, 2,3 miljardia euroa. Ulkomaalaiset sijoittajat omistivat vuonna 2021 noin 25 000 suomalaista vuokra-asuntoa. Ulkomaalaisten sijoittajien kiinnostus vuokra-asuntokiinteistöjä kohtaan on jatkunut myös vuoden 2022 alussa. Vuonna 2022 valmistuneita ja rakenteilla olevia vuokra-asuntohankkeita on pääkaupunkiseudulla yli 6 200 asuntoa. Muissa suurissa kaupungeissa erityisesti Tampere ja Turku toimivat vetureina. Näissä kaupungeissa on rakenteilla 5 700 vuokra-asuntoa, ja pääkaupunkiseudun ulkopuolella yhteensä yli 100 000 asukkaan kaupungeissa on rakenteilla 6 700 vuokra-asuntoa. (KTI 2022)

Kiinteistöihin voi sijoittaa suoraan tai epäsuoraan erilaisten instrumenttien avulla. Suoraan kiinteistösijoittamisessa hyviä puolia on suuri kontrolli- ja päätöksentekovastuu.

Sijoittaja saa itse päättää esimerkiksi mihin sijoittaa, kuinka hajauttaa ja ketä ottaa vuokralaisiksi. Kiinteistösijoituksia luokitellaan vakaiksi, varmaa tuottoa tuottaviksi ja vähäriskisiksi muiden sijoitusmuotojen joukossa. Suoran kiinteistösijoittamisen heikkouksia ovat muun muassa hallinnoinnin tarve, vaatii paljon pääomaa sekä markkinat ovat epälikvidit ja heterogeeniset. (Kare 2004)

Epäsuoralla kiinteistösijoittamisella tarkoitetaan, että omistetaan kiinteistöjä omistavan instrumentin osakkeita tai sen osuuksia. Epäsuoria eli välillisiä kiinteistösijoittamisen instrumentteja on luotu ratkaisemaan suoran kiinteistösijoittamisen ongelmakohtia. Epäsuoria listattuja instrumentteja on helppo myydä ja ostaa, ja sijoittaa voi pienellä pääomalla. Hallinnointi on ulkoistettu ammattilaiselle sekä epäsuoria kiinteistösijoituksia voi vertailla ja arvioida helposti. Epäsuorat kiinteistösijoitusinstrumentit jaotellaan listattuihin ja listaamattomiin kiinteistösijoitusinstrumentteihin. Instrumentit voidaan myös luokitella pääoman käytön perusteella, eli käytetäänkö omaa vai vierasta pääomaa. (kuva 3) (Kuusenaho 2015)

Kuva 3. Suomessa olevat kiinteistösijoitusinstrumentit. (Kuusenaho 2015)

	LISTAAMATON	LISTATTU
OMA PÄÄOMA	<ul style="list-style-type: none"> • Suora kiinteistösijoitus • Osuudet listaamattomasta instrumentista <ul style="list-style-type: none"> • kiinteistö-pääomarahastot • kiinteistösijoitusyhtiöt • Erilaiset yhteisomistusmuodot 	<ul style="list-style-type: none"> • Osakkeet julkisesti noteeratuista instrumenteista <ul style="list-style-type: none"> • kiinteistösijoitusyhtiöt • REIT-rahastot • Osuudet kiinteistöihin sijoittavista erikoissijoitusrahastoista
VIERAS PÄÄOMA	<ul style="list-style-type: none"> • Taloudellisten instituutioiden kiinnitysluotot • Rahastojen ja muiden instrumenttien kiinnitysluotot 	<ul style="list-style-type: none"> • Joukkovelkakirjat • Katetut joukkolainat, CB:t (engl. Covered Bonds)

2.1.2 Asuntomarkkinat Suomessa

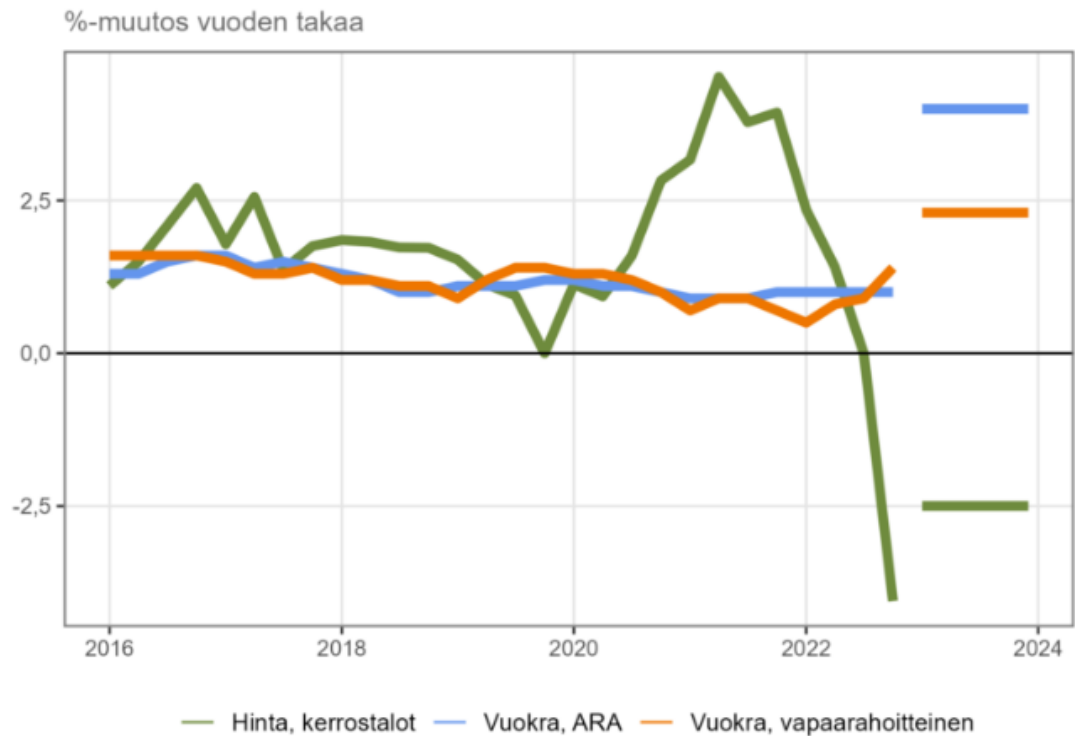
Rakennusteollisuuden lokakuussa vuonna 2022 julkaisemassa artikkelissa asuntouudisrakentamisen tuotanto kasvoi vuonna 2022 tammi-heinäkuussa noin 13 prosenttia edellisvuoteen verrattuna. Volyymikasvu on kuitenkin hiipunut loppuvuoden aikana pakkaselle. Asuinrakentamisen aloitusluvut ovat laskeneet vuoden 2021 elokuusta lähtien. Vuositasolla heinäkuussa laskua kertyi 15 prosenttia verrattuna

edelliseen vuoteen. Vuonna 2022 asuinrakentamisen aloituskuutiomäärät laskevat noin 31,6 miljoonaan kuutioon (2021 34,8 milj.m³). (Rakennusteollisuus 2022)

Kiihtynyt inflaatio laskee asuntojen reaalihintoja ja nostaa korkoja. Näiden muutos vähentää asuntohankkeita, koska korkojen nousu tekee osasta uusista hankkeista kannattamattomia. Rakentamisessa jyrkimmät muutokset nähdään kotimaan isoissa makrotaloudellisissa muutoksissa. Tällä hetkellä Suomen talouteen ei ole nähtävissä suurta käännettä ja tulot ovat nousseet hyvässä tahdissa. Suomen markkinoiden tilanne on vakaa ja inflaation rauhoittuessa vuoden 2022 lopussa asuntotuotanto säilyy hyvällä tasolla vuonna 2022 ja 2023. (Rakennusteollisuus 2022)

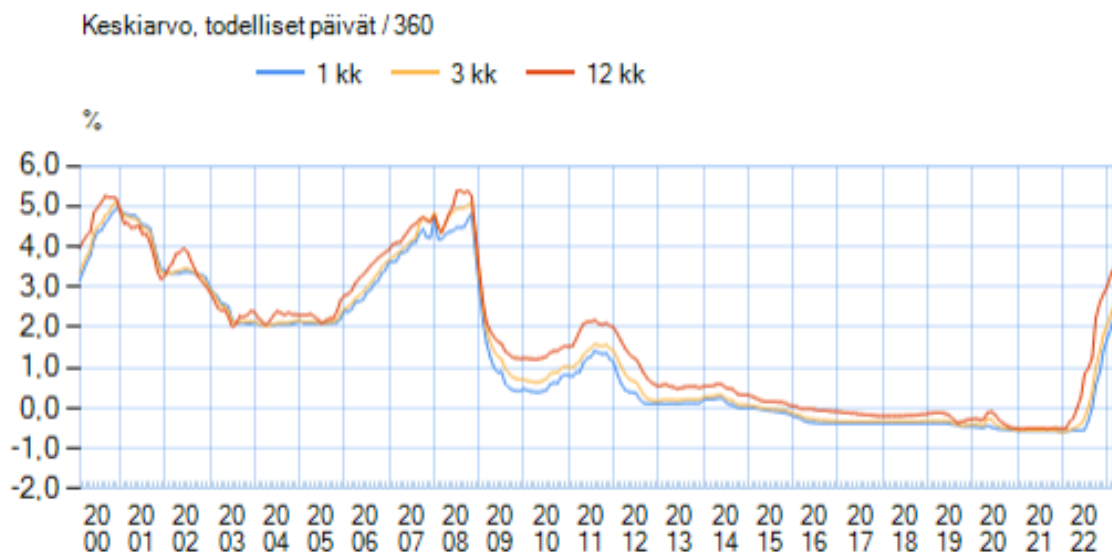
Asuntojen vuokrahinnat ovat nousseet tasaisesti 2000-luvulla. Vuonna 2021 loka-joulukuussa vuokrat laskivat hieman ensimmäistä kertaa useaan vuoteen. Vapaa-rahoitteisten asuntojen vuokrat kohosivat heinä-syyskuussa vuonna 2022 pääkaupunkiseudulla 0,3 prosenttia ja muualla Suomessa 1,2 prosenttia. (Tilastokeskus 2022) Pellervon taloustutkimuksen (2022) helmikuussa 2022 julkaiseman artikkelin mukaan asuntojen hintojen kasvu hidastuu ja vuokrien kasvu kiihtyy asuntomarkkinaennusteessa ennen Ukrainan sotaa. Kuvasta 4 nähdään kerrostalohintojen vaihtelun olleen paljon voimakkaampi kuin vuokrien. Vapaa-rahoitteisten ja ARA (Asumisen rahoitus- ja kehittämiskeskus) vuokrien hinnat ovat nousseet melko tasaisesti ja samassa suhteessa vuosina 2016–2021. Asuntojen hinnat ovat nousseet tarkastelujaksolla enemmän kuin vuokrat. Vuonna 2021 asuntojen hintojen kasvu oli todella reipasta. Pääkaupunkiseudulla hinnat kasvoivat 5,4 prosenttia ja muualla Suomessa 2,1 prosenttia. Pääkaupunkiseudulla asuntojen hintojen nousuvauhti on ollut edelleen muuta maata suurempaa, mutta koronan jälkeen muualla Suomessa nousuvauhti on lähempänä pääkaupunkiseudun hintakehitystä. (PTT 2022)

PTT ennustaa vuoden 2023 helmikuussa asuntomarkkinoiden toipuvan energiakriisin ja korkojen nousun muodostamasta shokista kuluvan vuoden aikana. Näkymien ennustetaan paranevan kevään aikana, vaikkakin alkuvuoden asuntojen hintojen kehitys on ollut heikkoa ja myöskin negatiivista. 2023 loppuvuoden hintojen kehitys ei saavuta laskua edeltänyttä hintatasoa, vaan vanhojen kerrostalojen hinnat laskevat koko maassa 2,5 prosenttia (kuva4). Hintakehitys on ollut heikointa pääkaupunkiseudulla, missä hinnat laskivat 0,6 prosenttia vuonna 2022. Vuoden 2022 syksyllä asuntolainoja otettiin kolmasosa vähemmän edellisvuoteen verrattuna sekä sijoituslainojen kysyntä laski merkittävästi. Kotitaloudet odottavat nyt talouden tasaantumista, energian hintakehityksen tasaantumista sekä tietoa lopullisesta korkotasosta ennen kuin purkavat patoutuneita asunnonostotarpeita. (PTT 2023)



Kuva 4. Asuntojen hinnat ja vuokrat Suomessa (PTT 2023)

Korkomarkkinoiden negatiivisten korkojen maailma loppui vuoden 2022 keväällä ja tämän jälkeen korkojen nousu on ollut erittäin voimakasta. Euribor 12kk kuukausikeskiarvo on noussut vuoden 2022 huhtikuun noin 0 koron tietämillä yli 3,5 prosentin koroksi vuoden 2023 helmikuussa. (kuva 5) (Suomen pankki 2023) Korkojen nopea kasvu vaikuttaa sijoittajien tähänhetkisiin vuokratuottoihin sekä sijoittajien uusien sijoituspäätösten kannattavuuslaskelmiin. Rakennuttajat pohtivat tarkkaan uusien hankkeiden aloituksia, koska myynnissä olevien asuntojen määrä on ollut kasvussa. Jos asuntokauppa ei piristy, aloitusten määrä voi vähentyä reippaasti. (PTT 2023)



Kuva 5. Euriborkorot kuukausittain. (Suomen pankki 2023)

Vuoden 2021 helmikuussa tilastokeskuksen tilastoista nähdään, että koronapandemian jälkeen Suomen muuttoliikkeessä tapahtui käänne. Uudenmaan muuttoliikenne kääntyi laskuun vuonna 2020 ja vuonna 2021 Uusimaa oli muuttotappiollinen muualle Suomeen. Helsinki koki suurimmat muuttotappiot 4 210 henkilöä ja Vantaa toiseksi suurimmat 1 317 henkilöä. Määrällisesti suurimman muuttovoiton koki Pirkanmaan maakunta. Kunnista määrällisesti suurimmat muuttovoitot sai Tampere 1 816, Kuopio 1 081 ja Oulu 811 henkilöä. Nettomaahanmuutto kasvoi vuonna 2021 suurimmaksi yli 30 vuoteen (22 905 henkilöä). Maahanmuuttoja oli 36 364 ja maasta poismuuttoja oli 13 459. Eniten maahan muutettiin Venäjältä, Ukrainasta ja Virossa. (Tilastokeskus 2021b)

Pääkaupunkiseudulla vuokra-asuntojen vuokrahinnat ovat nousseet maltillisemmin kuin Tampereella ja Turussa. Pääkaupunkiseudulla vuokrat nousivat joulukuun 2021 ja helmikuun 2022 välisenä aikana vain 0,2 prosenttia. Kuopiossa vuokrat nousivat jopa 3,1 prosenttia vuodentakaisesta. Tampereella sekä Turussa vuokrat nousivat 2,1 prosenttia molemmissa. Pääkaupunkiseudulla tyhjen asuntojen määrä kappalemäärällä mitattuna oli yhdeksän prosenttia. Tampereella ja Turussa tyhjen asuntojen osuus koko asuntokannasta oli 4,6 prosenttia. Nousuodotukset vuokrien suhteen ovat alhaiset. Helsingissä vuokrien nousuodotukset ovat Espoota ja Vantaata suuremmat. Tampereen ja Turun pienten asuntojen vuokran nousuodotukset ohittivat pääkaupunkiseudun nousuodotukset keväällä 2021. Kaikissa suurissa kaupungeissa vuokran nousuodotukset olivat suurimmissa asunnoissa suuremmat kuin pienissä asunnoissa. (KTI 2022)

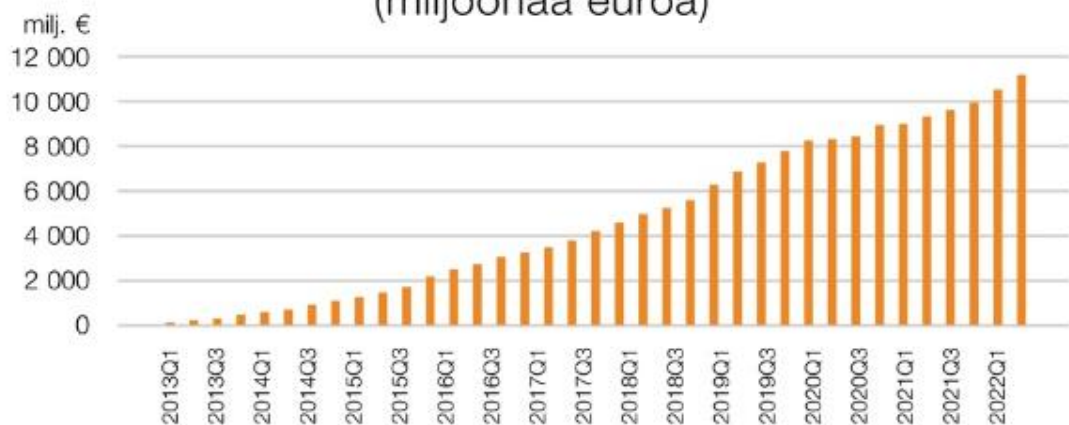
2.1.3 Asuntorahastot

Asuntorahastoja on listattuja ja listaamattomia. Listaamattomia kiinteistösijoitusinstrumentteja on esimerkiksi, Joint Venture, Club deal, Co-investment, Separate mandates ja Rahastojen rahasto. Joint venture on yhteissijoitusjärjestely, missä rahastomanagerin tai operaattorin kanssa sijoittaja investoi kiinteistöihin yhteisen strategian mukaisesti. Sijoitusta hallinnoi manageri, joka sijoittaa yleisesti myös kohteisiin. Joint venture muistuttaa sijoittajalle paljon suoraa sijoittamista. Club dealissä yleensä tarkoitetaan rahastoa, jossa sijoittajia on tietty määrä ja jonka strategia on tiukemmin määritelty kuin normaaleissa rahastoissa. Sijoittajat ovat tyypillisesti suuria sijoittajia ja heitä on esimerkiksi 2–5. Kiinteistösijoitusinstrumentissa sijoittajilla on yleensä suurempi panostus ja huolenpito rahaston hallinnoinnista. Co-investment sijoitusinstrumentissa tarjotaan sijoittajille myös mahdollisuutta sijoittaa suoraan tiettyyn kiinteistöön tai kiinteistöihin yhdessä rahaston kanssa. Rahaston sijoitussopimuksen

ehdoissa sovitaan usein ensisijaisesta oikeudesta co-investmenttiin. Separate mandatessissa sijoittaja antaa managerille mandaatin, jolla manageri sijoittaa sovitun strategian mukaisesti. Mandaatit voivat olla separate account tai multi-manager tyyppisiä. Separate accountissa sijoitukset ovat suoria tai epäsuoria instrumenttejä ja multi-manager mandaatissa sijoitetaan yleisesti vain rahastoihin. Rahastojen rahastot sijoittavat varansa toisiin rahastoihin sovitun strategian mukaisesti. Rahastojen rahasto on yleissijoitusinstrumentti, jossa on mukana useita sijoittajia. (Kuusenaho 2015)

Listattuja kiinteistösijoitusrahastoja on muun muassa erikoissijoitusrahastot. Erikoissijoitusrahastot sijoittavat suoraan kiinteistöomaisuuteen. Erikoissijoitusrahastoilla on erilaisia strategioita ja ne keskittyvät eri kiinteistösektoreihin. Vuonna 2022 kesällä Suomessa oli 19 kiinteistöihin sijoittavaa avointa erikoisrahastoja ja kaksi erikoisrahastoa sijoitti tontteihin. Vuokra-asuntoihin sijoitti 4 erikoisrahastoa. Näiden rahastojen kokonaisarvo oli 11,4 miljardia euroa ja omia pääomia oli yhteensä 8,1 miljardia vuoden 2022 kesällä. Ensimmäiset kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot perustettiin Suomeen noin 10 vuotta sitten. (kuva 6) (KTI 2022c)

Kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen tase,
(miljoonaa euroa)



Lähde: Suomen Pankki

Kuva 6. Suomen erikoisrahastojen omat pääomat. (KTI 2022c)

Erikoisrahastojen toiminta perustuu sijoitusrahaston toimintaperiaatteisiin, mutta erikoisrahastot voivat poiketa sijoitusrahastolain mukaisista säädöksistä. Poikkeukset voivat liittyä rahaston sijoituskohteisiin, varojen hajauttamiseen, arvonlaskennan ajankohtaan, merkintä- tai lunastusajankohtaan tai rahaston luotonottoon. Rahaston omistajina toimii yksityiset henkilöt, säätiöt ja yhteisöt. Hallinnasta vastaa hallintayhtiö, joka on sitä varten perustettu. Sijoitusrahastojen arvo määräytyy sijoitusportfolion markkinakehityksen mukaan ja rahaston arvo vaihtelee reaaliaikaisesti rahaston

omistamien arvopapereiden mukaan. Omistajat voivat myydä rahasto-osakkeitaan, jolloin ne osakkeet palautuvat takaisin rahastoyhtiölle. (Karvinen 2020)

REIT- rahastot (Real Estate Investment Trust) ovat arvopaperipörssissä listattuja kiinteistösijoitusrahastoja. Arvon määrittäminen REIT-rahastoille tapahtuu pörssissä ja markkina-arvo heilahtelee voimakkaammin kuin muissa kiinteistösijoituksissa, koska osakemarkkinoiden arvon vaihtelu korreloi REIT-rahastojen kanssa. REIT-rahastoihin kuuluu sääntelyä, joiden avulla rahastot ovat vapautettu tuloverosta ja luovutusvoittoverosta. Suomessa ensimmäinen ja ainoa REIT-rahasto perustettiin 2010, Orava Asuntorahasto Oy. Rahasto kuitenkin muutti vuonna 2018 rakenteensa REIT-rahastosta kiinteistöyhtiöksi. Tällä hetkellä Suomessa ei ole toimivaa REIT-rahastoa. Orava REIT-rahaston ongelmaksi koitui liiketoimintamallin heikkeneminen, koska yhtiön pörssikurssin laskiessa yhtiön rahoitusehdot heikkenivät ja tästä syystä rahasto ei kyennyt ostamaan enää asuntoja. Maakunnissa asuntojen arvo rupesi laskemaan, jonka johdosta rahasto joutui alentamaan sijoitusvarallisuutensa arvoa. (Karvinen 2020)

REIT- rahastoihin erona erikoissijoitusrahastoilla ei ole markkinapaikkaa, missä arvo määrittyy. Tämä on merkittävä ero, koska REIT-yhtiöillä on velvoite lunastaa sijoittajan osuus pois silloin kun sijoittaja sitä vaatii. Yleensä erikoisrahastoilla on oikeutta rajattu siten, että lunastusoikeus on tietyllä ajanjaksolla vuoden aikana. Jotta rahasto voi varautua lunastuksiin ja likvidoida tarpeeksi pääomia, tulee omistajan ilmoittaa rahaston hallintayhtiölle aikeistaan lunastaa osuutensa rahastosta rahaston säännöissä määriteltynä ajanjaksona. (Karvinen 2020)

2.1.4 Kiinteistö- ja asuntosijoitusyhtiöt

Kiinteistösijoitusyrityksiä on listattuja ja listaamattomia. Näiden yritysten päätoimialana on omistaa ja hallinnoida kiinteistöjä tai niiden osakkeita ja käydä kauppaa niillä. Erona kiinteistörahastoihin kiinteistösijoitusyritykset hoitavat sijoitusten hallinnoinnin oman organisaation sisällä. Listattuja kiinteistösijoitusyrityksiä on muun muassa Kojamo Oyj, Sponda Oyj, Citycon, ja Toivo Group. Näistä ainoastaan Kojamolla ja Toivo Group:lla on asuntosijoitustoimintaa. Julkisesti ei noteerattuihin kiinteistösijoitusyrityksiin kuuluu esimerkiksi Sato Oyj, Antilooppi Ky ja Avara Oy. (Alho et al. 2018)

Asuntosijoitusyhtiöiden sijoitustoiminnan tuotto koostuu vuokratuloista, asunto-omaisuuden myyntituloista ja käyvän arvon muutoksista. Asuntosijoitusyhtiöiden toimintaan vaikuttaa keskeisesti pääomamarkkinat, jotka vaikuttavat tuotto- ja riskiodotuksiin. Korkotaso, rahoituksen saatavuus ja hinta vaikuttavat merkittävästi yhtiöiden tuloksenmuodostukseen. Yhtiöillä on mahdollisuus käyttää melko korkeaa velkavipua kiinteistöjen suhteellisen korkean vakuusarvon myötä. Pankkirahoituksessa

luoton määrä on mahdollista olla maksimissaan 50–80 prosenttia kohteen käyvästä arvosta. Asuntosijoituksissa on yleisesti toimistosijoituksia korkeammat lainoitusasteet ja marginaalit sen sijaan tyypillisesti ovat matalampia asuntosijoituksissa. Suurissa rahoitushankkeissa käytetään usean pankin kanssa syndikoitua luottoa. (Alho et al. 2018)

Louekosken ja Kalevan mukaan (2014) kiinteistösijoitusyhtiöiden rahoitus ei pelkästään perustu pankkien antamiin lainoihin. Eläke- ja henkivakuutusyhtiöt myös rahoittavat kiinteistösijoitusyhtiöitä niiden vakavaraisuuslaskennan kehikon vuoksi, koska korkosijoitukseen myös lukeutuu antolainaus ja siten se on instituutiolle houkutteleva sijoitusmuoto. Suomessa kaikki pörssilistatut kiinteistösijoitusyhtiöt käyttävät joukkomarkkinoita aktiivisesti yhtenä rahoituslähteenään. Lainan juoksuajan pituudesta ja lainalle asetetuista vakuuksista riippuen kiinteistösijoitusten joukkovelkakirjalainojen liikkeellelaskuissa vuotuinen kuponkikorko on sijoittunut noin 3–4 prosenttiin. (Louekoski & Kaleva 2014) Esimerkiksi vuonna 2022 SATO:n liikkeelle laskemassa vakuudelliselle joukkovelkakirjalainalle maksettiin 6 kuukauden euribor lisättynä 2,25 % marginaalilla. Yhtiön asunto-omaisuutta asetettiin lainan vakuudeksi. (SATO 2022). Kojamo laski liikkeelle vuonna 2018 500 miljoonan euron suuruisen joukkovelkakirjalainan, joka oli vakuudetonta ja koroltaan 1,65 prosenttia. (Kojamo 2022) Joukkolainojen kuponkikorkotasot antavat alustavaa tietoa yhtiöiden vieraan pääoman kustannuksista.

Euroopan investointipankki myöntää lainoja energiatehokkaiden asuntojen tuotantoon. Lainaohjelmassa käytetään Euroopan strategisten investointien rahaston takauksia, ja se on osa Euroopan investointiohjelmaa. Esimerkiksi Sato ja Kojamo ovat hyödyntäneet kyseistä ohjelmaa.

Kiinteistösijoitusyhtiöt keskittyvät toiminnassaan tiettyihin alueisiin ja kiinteistötyyppeihin. Keskittymällä voidaan parantaa kannattavuuden edellytyksiä esimerkiksi hyödyntämällä markkinatuntemusta. Harva kiinteistösijoitusyhtiö sijoittaa asuntoihin, toimistoihin sekä muun tyyppiseen toimintaan, juuri selkeyttä korostavien strategioidensa takia. Asuntosijoitusyhtiöiden liiketoimintastrategioilla on eroja. Asuntosijoitusyhtiöt toimivat vuokra-asuntojen omistajina sekä osa myös omistusasuntojen tai asumisoikeusasuntojen rakennuttajana. (Alho et al. 2018) Kiinteistösijoittajat ostavat yleensä kokonaisia asuntoportfolioita. Näiden osuus vuoden 2019 kaupankäynnistä oli melkein 30 prosenttia (Rakli 2019).

Asuntosijoitusyhtiöt tekevät paljon yhteistyötä rakennusliikkeiden kanssa alkaen kiinteistökehityksestä vuokranvälityspalveluun saakka. Rakentamisvolyyminä ennen Covid-19 pandemiaa ja Ukrainan sotaa on ylläpitänyt vuokra-asuntojen suuri kysyntä,

matala korkotaso, asuntosijoittamisen suosio ja kilpailun kasvaminen uusien toimijoiden tullessa vuokra-asuntosijoittamisalalle. Kotimaiset kiinteistösijoitusrahastot ja -yhtiöt ovat kasvattaneet asunto-omistuksiaan merkittävästi viime vuosina. Rakentamisen odotetaan kuitenkin nyt hiipuvan ja suurimpina rajoittavina tekijöinä on rakennusmateriaalien hintojen kasvu sekä rahoituksen saatavuuden vaikeutuminen. (Rakli 2022)

2.1.5 Yksityiset vuokranantajat

Yksityiset vuokranantajat muodostavat yhden merkittävän toimijaryhmän asuntosijoittamisessa. Vuonna 2020 verohallinnon mukaan asuntosijoittajia oli Suomessa noin 415 500 henkilöä (Verohallinto 2022). Suomessa vakituisesti asuttuja vuokra-asuntoja vuonna 2020 lopulla oli Suomessa 953 000, joista 32 prosenttia oli valtion tukemia. (Tilastokeskus 2021) Vapaaehtoisista vuokra-asunnoista noin kaksi kolmasosaa omistivat yksityiset vuokranantajat (Vuokranantajat ry 2022). Suorien asuntosijoitusten lisäksi yksityiset asuntosijoittajat ovat myös sijoittaneet asuntoihin rahastojen kautta. Tämän mahdollisti 2010-luvulla rahastomarkkinoille tulleet asuntoihin sijoittavat avoimet rahastot, joiden minimisijoituksen määrä on maltillinen.

Suomen vuokranantaja ry:n (2022b) yksityisille vuokra-antajille teettämän kyselyn mukaan suurin osa yksityisistä asuntosijoittajista ovat piensijoittajia, jotka omistavat yhden tai kaksi asuntoa. Yli kymmenen vuokra-asuntoa omistaa vain 6,7 prosenttia vastanneista, mutta luku on noussut muutaman prosentin viimeisen viiden vuoden aikana. Kotitalouksien sijoitustoiminta on yleisesti sivutoimista ja harva tekee asuntosijoittamista ammatikseen. Yli puolet vastaajista (71,5 %) tienaa ansiotuloja vuodessa 30 000–99 999 euroa eli suurin osa yksityisistä vuokranantajista on keskituloisia. 30 000–59 999 euroa ansiotuloja tienavia on 45,4 prosenttia. Tyypillinen vuokra-antaja on keskituloinen, keski-ikäinen mies tai nainen, joka vuokraa yhtä tai kahta asuntoa. (Vuokranantajat 2016, Vuokranantajat 2021, Vuokranantajat 2022b)

Yleisin syy asuntosijoittamiseen on säästää eläkepäiviä varten (47,3 %). Seuraavina yleisinä syinä on taloudellisen riippumattomuuden saavuttaminen (21,4 %) sekä nykyisen omaisuuden arvon turvaaminen (21,8 %). Harvempien motiiveina oli vuokranantajuuden yhteiskunnallisuuden merkittävyys sekä säästäminen suurilla hankintoja varten. (Vuokranantajat 2022b)

Vuokranantaja ry:n kyselyn (2022b) mukaan asunnoista saadaan tyypillisesti 4–4,9 prosenttia vuokratuottoa ennen veroja (Vuokranantajat 2022b). Suurimmissa kaupungeissa, missä asuntojen arvonkehitys on oletettu olevan suurempaa, on vuokratuotto prosentti yleisesti pienempi. Kun vuokratuotosta ennen veroja puhutaan, tarkoitetaan vuokratulot vähennettynä hoitokuluilla suhteessa asunnon markkina-

arvoon. Asunnon mahdollinen arvonnousu on toinen oma tuottokomponentti, joka realisoituu asunnon myyntitilanteessa. Yksityisillä vuokranantajilla on erilaisia strategioita ja tuotto-odotuksia. Osa painottaa tuottonsa vuokratuottoon, osa asunnon arvonnousuun pidemmällä ajanjaksolla tai osa voi käyttää näiden yhdistelmää strategiassaan tuoton saavuttamiseksi. Arvonnousun ennustamiseen liittyy paljon epävarmuutta, kun taas kuukausittainen vuokratuotto on helpommin huomattavissa. (Alho et al. 2018)

Asuntosijoittamisen kokonaistuotto koostuu arvonnoususta ja vuokratuotosta. Neljän prosentin vuokratuotto on vähäisempää kuin osakemarkkinoilla pitkän ajan tuotto-odotus, mutta korkeampi kuin korkosijoituksien. Asunnon vuokratuottoon vaikuttavat asunnon vuokrataso, hankintahinta ja kulut, jotka muodostuvat vastikkeista, remonteista ja lainoista (Kaarto, 2015, s.46–52).

Asuntosijoittamisessa velkavipu on yksi merkittävä väline yksityisillä sijoittajilla. Velkavivun ansiosta oman pääoman tuottoaste kasvaa sekä omaa pääomaa tarvitsee sijoittaa yksittäiseen asuntoon vähemmän. Viime vuosien matala korkotaso ja pankkien välinen kilpailu on tarjonnut hyvät olosuhteet velan ottamiseen asuntosijoituksiin. Vuonna 2022 maaliskuussa alkanut Ukrainan sota ja sitä ennen energian ja rakennusmateriaalien hinnan nousut ovat kiihdyttäneet inflaatiota, jonka johdosta Euroopan keskuspankki on nostanut vuonna 2022 useasti ohjauskorkoa. Ohjauskorko vaikuttaa muuttuvien asuntolainojen korkoihin, jotka ovat yleisimpiä asuntolaina lainoja.

Pankit tyypillisesti myöntävät lainaa käyttäen 70 % asunnon arvosta vakuutena. Useita asuntoja omistava sijoittaja voi käyttää vakuutena muiden asuntojensa tai sijoituksiensa arvoja, jolloin omaa pääomaa ei edes tarvitse laittaa loppua 30 %. Vuokranantaja Ry:n kyselyn (2020) mukaan suurimmalla osa (62 %) yksityisistä vuokranantajista on sijoituslainaa tai taloyhtiölainaa yhteensä alle 50 %. Vajaa neljännes vastanneista ei ole varautunut korkojen nousuun. (Vuokranantajat 2020)

Uudiskohteisiin sijoittaja pienentää remonteista aiheutuvia kustannuksia ja riskejä. Uudiskohteiden hintarakenne madaltaa niihin sijoittamisen kynnystä. Uudiskohteeseen pääsee yleensä suhteellisen pienellä pääomalla käsiksi, kun myyntihinnat ovat vain kolmasosa asunnon velattomasta hinnasta, sekä yhtiölainaosuus on suuri. Asuntosijoittaja voi vähentää niiltä kuukausilta hoitovastikkeen, kun asunto on vuokrattu, sekä rahoitusvastikkeen pääomatulojen verotuksessa, jos taloyhtiö tulouttaa saadut rahoitusvastikkeet taloyhtiön kirjanpidossa. Asunnon omistaja ei saa vähentää rahoitusvastikettaan verotuksessaan. Tuloutussääntö koskee myös muitakin asuntoja

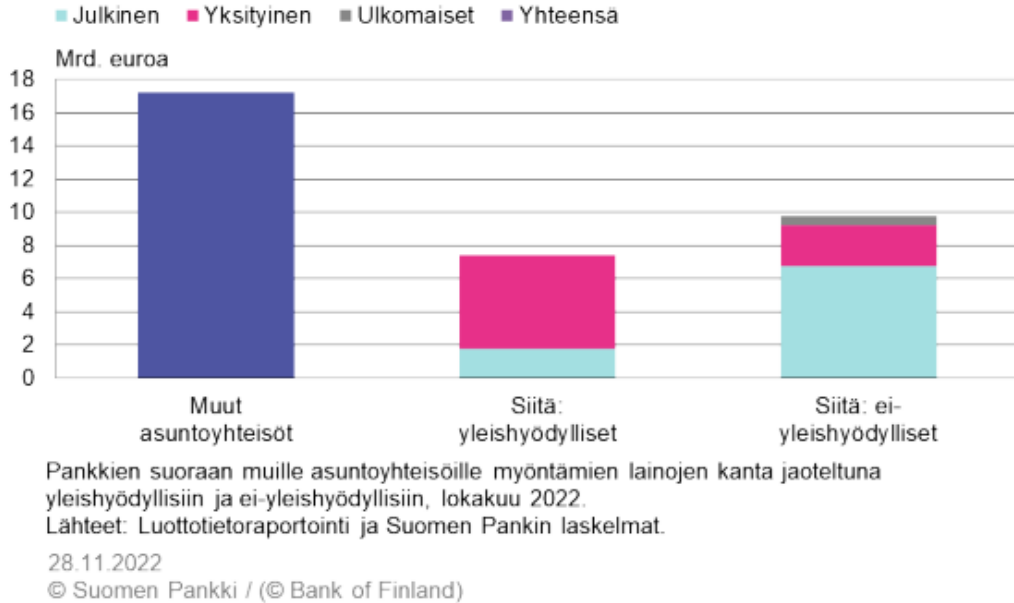
kuin vain uudiskohteita, mutta uudiskohteiden suuri yhtiölainaosuus on merkittävä verokannustin asuntosijoittajan kannalta. (Alho et al. 2018)

2.2 Vuokra-asuntotuotannon rahoitus

Kiinteistösijoittamisessa vieras pääoma vaikuttaa merkittävästi hankkeiden kannattavuuteen. Vuokra-asuntokohteet voivat olla vapaarahoitteisia tai valtion korkotuettuja. Vapaarahoitteisella vuokra-asuntokohteella tarkoitetaan rakennushanketta, joka rakennetaan ilman valtion tukea. Vapaarahoitteisille vuokra-asunnoille ei ole asetettu ehtoja tai tulorajoja vuokralaiselle toisin kuin korkotuetulle.

Vieras pääoma on tyypillisimmin pankkilaina, jolla on takaisinmaksu- ja jatkuva korkovaatimus. Osakeyhtiön vieras pääoma voi olla myös joukkovelkakirjalaina, vaihtovelkakirjalaina, laina rahoituslaitokselta, eläkelaina, saadut ennakot, ostovelat, rahoitusvekselit, velat saman konsernin yrityksille, velat omistusyrityksille, muut velat ja siirtovelat. Osakeyhtiön velaksi luetaan myös rahalaina osakkaalta tai johtoon kuuluvalla henkilöltä. (Ramstedt 2017)

Yksityisillä ammattimaisilla kiinteistösijoittajilla on suoria pankkilainoja verraten vähän, koska kotimaiset instituutiosijoittajat ja rahastot sijoittavat kohteisiin pääosin oman pääoman ehtoisesti. (kuva 7) Tämän lisäksi Suomessa suuret asuntovuokraamiseen erikoistuneet kiinteistösijoitusyhtiöt rahoittavat suuren osan toiminnastaan joukkolainaja yritysmarkkinoiden kautta. (Koskinen et al. 2022) Instituutiosijoittajat käyttävät taloyhtiölainoja vain tapauksissa, joissa on aloitettu projekti perustajaurakointina, mutta rakennusliike on syystä tai toisesta halunnut myydä projektin eteenpäin.



Kuva 7. Pankkien antamat suorat lainat muille asuntoyhteisöille. (Koskinen et al. 2022)

Kiinteistörahastolakiin on kirjattu rajoitteita velkavivun käytöstä, joilla on haluttu pienentää velkavivun käyttöön liittyvää riskiä. Erikoisrahastoiden sallittu lainoitusaste on 50 % rahaston kokonaisarvosta. Asuntorahastojen luoton määrä on mahdollista kasvattaa 80 % kiinteistörahaston varallisuudesta. Tällä hetkellä tavoitetaso on kuitenkin jäänyt selvästi tämän alle. (Koskinen et al. 2022) Työeläkeyhtiöt voivat käyttää velkaa määräaikaaisesti 50 prosenttia kiinteistöyhtiön varallisuudesta, missä eläkeyhtiöllä on osake-enemmistö. Muissa tapauksissa työeläkeyhtiöt sijoittavat vain omalla pääomalla. (Tely 2015)

Vuokra-asuntojen rakennuttamiseen voi valtiolta saada lyhytaikaista korkotukilainoitusta. Sen tavoitteena ensisijaisesti on ylläpitää asuntorakentamista ja rakentamisessa syntyvää työllisyyttä vaikeissa suhdannetilanteissa. Lyhytaikaisen korkotuen aikaväli on kymmenen vuotta. Tätä ARA voi järjestellä uudelleen maksimissaan kymmenen vuotta kerrallaan kaksi kertaa, jos hakija itse pyytää pidennystä ARA:ltä. Aina vuoden alussa ARA käsittelee lähetetyt hakemukset ja valitsee budjettinsa rajoissa hakukriteerit täyttäviä hankkeita. Lyhytaikaisen korkotukilainan periaatteina on muun muassa alueelliset käyttöperusteet ja muita perusteita kuten, kilpailumuotoisena toteutettavia hankkeita, asuntojen tuotannossa painotetaan liikkumisesteettömyyttä, uudisrakentamisessa edistetään eri rakennusmateriaalien monipuolista käyttöä sekä rakennettavien asuntojen huoneistotyyppijakaumassa otetaan huomioon asuntojen kysynnän suuntautuminen pitkällä aikavälillä. Korkotuetujen vuokra-asuntojen pitää olla asuttavuudeltaan tarkoituksenmukaisia ja

asuinympäristöltään toimivia sekä rakentamis- ja asumiskustannuksiltaan kohtuullisia. Ilman ARAn poikkeusta erityisen syyn takia, rakentamisen on perustuttava kilpailumenettelyyn. Korkotukilainan saajan ollessa ARA:n hyväksymä osakeyhtiö, tulee myös sen toimialana olla ainoastaan laissa tarkoitettujen vuokra-asuntojen rakennuttaminen, omistaminen ja vuokraaminen, sen voidaan ajatella harjoittavan pitkäjänteisesti asuntosijoittamista sekä sillä tulee olla riittävät edellytykset korkotukilainan maksamiseen. Korkotuettua lainaa voi saada myös asunto-osakeyhtiö tai keskinäinen kiinteistöosakeyhtiö, joka täyttää samat ehdot kuin osakeyhtiö. Korkotukilainan määrä on enintään 95 % ja vähintään 80 % asuntokohteen hyväksytyistä rakentamiskustannuksista. Korkotukea aletaan maksamaan vasta hankkeen valmistuttua, kun ARA on suorittanut tarkastuspäätöksen. Lyhytaikaisissa lainoissa lainansaajan maksettavaksi jää perusomavastuukorko 2,5 % ja jos rakennuksen valmistumisen jälkeen korkotukilainasta perittävä vuotuinen korko ylittää perusomavastuun summan, maksetaan ylimenevästä osasta korkotukena 75 % ARAn tarkastuspäätöksestä kymmenen vuoden ajan. Jos ARA pidentää korkotukilaina-aikaa kymmenellä vuodella lainansaajan pyynnöstä lainan, on korkotuki enintään 25 %. (ARA 2022)

Lyhytaikaisen korkotuetun vuokra-asunnon alkuvuokra tulee hyväksyttävä ARAlla. Vuokraan voi sisällyttää vain kohtuullisen voiton, hankkeen rakentamisesta johtuvat pääomamenot, hyvän kirjanpidon ja asunnon hallinnoinnin mukaiset hoitomenot sekä tuleviin menoihin varautuminen kohtuullisella määrällä. Vuokraa saa tarkistaa vuosittain asumisajan alettua vuokrasopimuksen mukaisesti. Alkuvuokraa saa korottaa elinkustannusindeksin vuotuisella muutoksella lisätynä enintään 1,5 prosenttiyksiköllä. Elinkustannusindeksi otetaan huomioon myös sen ollessa negatiivinen. Yhtiö voi päättää olla tarkistamatta vuokraa, jolloin vuokra pysyy samalla tasolla kuin nykyinen vuokra. Sijoitetulle omarahoitusosuudelle laskettavan koron suuruus voi olla enintään 6 % korkotukilainan hyväksymispäätöksessä. Kuitenkin ARA valvoo, että korko ei kohota asunnosta perittävien alkuvuokrien tasoa kohtuullista korkeammaksi. Laissa on säädetty lyhytaikaiselle korkotukilainalle käyttö- ja luovutusrajoituksia. Asuntojen tulee olla vuokratyössä koko rahoitusajan. Aukkaan tulee olla Suomen kansalainen tai siihen rinnastettava henkilö, joka on pieni- tai keskituloinen, ja asukkaiden valinnassa noudatetaan tulorajoja. Korkotuen rajoitusaika päättyy kymmenen vuoden päästä siitä, kun ARA on tehnyt korkotukilainan lopullisen tarkastuspäätöksen. Vaikka laina maksettaisiin ennenaikaisesti, rajoitukset säilyvät rajoitusajan loppuun saakka. (ARA 2022)

Ramstedt (2017) toteaa diplomityössään, että asuntorahastot käyttävät lähes aina sijoituksissaan vierasta pääomaa. Tyypillisesti vierasta pääomaa käytetään 40–60 % sijoituksen arvosta. Asuntorahastojen lainamarginaali liikkui 1 % tasolla vuonna 2016 ja asuntorahastot käyttivät silloin laskelmissaan 3–4 % kokonaiskorkoa. (Ramstedt 2017)

Euroopan unionin tavoite on saavuttaa hiilineutraalisuus vuoteen 2050, ja Suomi jo vuoteen 2035 mennessä. EU:n kestävä rahoituksen luokittelujärjestelmä eli taksonomia ohjailee jatkossa lisääntyvässä määrin rahoituksen saatavuutta ja sen seurauksena rakennusten arvonmuodostus muuttuu. (KTI 2022b) Tällä hetkellä laissa ei ole määritelty velvoitetta raportointiin taksonomiakelpoisuudesta, kun haetaan vihreää rahoitusta. EU on lisäksi julkaissut ehdotuksen EU:n vihreästä joukkovelkakirjastandardista ("EU Green Bond Standard"). EU-komission ehdottama standardi voimaan tullessaan viittaa suoraan kestävyden kriteereihin. Kun standardi hyväksytään, viranomaiset voivat hankkia varoja pääomamarkkinoilta investointeihin, jotka täyttävät kestävät kriteerit. (Ramboll 2022) Pankit ovat viime vuosina alkaneet mainostamaan vihreää lainaa. Vihreällä rahoituksella on paremmat lainaehdot kuin normaaleilla lainoilla. Tämä voi tarkoittaa muun muassa matalampaa marginaalia. Handelsbanken mainostaa voivansa antaa vihreää lainaa uudelle asuinrakennukselle, kun rakennuksen energialuokka on A sekä rakennuksella on joutsenmerkki. (Handelsbanken 2022)

2.3 Ruotsin emoyhtiön liiketoimintamalli

JM Rental housing on vuonna 2013 perustettu JM Ab konserniin kuuluva vuokra-asuntotuotantoon keskittynyt yksikkö. Sen tärkein tehtävä on kehittää projekteja, rakentaa ja huolehtia rakentamistaan vuokratyökaluista pääosin Tukholman alueella. Vuokra-asuntoihin kuuluu myös opiskelijoille ja senioreille suunnatut asunnot. Erilaisten kohderyhmien myötä JM haluaa edistää pitkäjänteisellä yhteiskunnallisella sitoutumisella monipuolista asumiskulttuuria. (JM 2023)

Vuoteen 2022 mennessä JM on rakentanut noin 1250 vuokra-asuntoa itselleen. Viimeisen kuuden vuoden aikana JM Rental housing on valmistanut vuosittain noin 200 vuokra-asuntoa. Keskimääräisesti yksi projekti sisältää 150 asuntoa, jolloin projektin kehitys- ja rakentamiskulut ovat alhaiset, mutta myös vuokra-asuntojen managerointi onnistuu sujuvasti. JM luettelee projektin optimaaliselle rahoitukselle tärkeitä elementtejä:

- markkinaselvitys
- hyvin valmisteltu asemakaava ja kehittämissopimus
- hyvät avainluvut

- kustannustehokas projektin läpivieminen
- alhaiset tuotannon kustannukset
- lyhyet projektien läpimenoajat suunnittelusta muuttoon
- alhaiset toiminnan ja hallinnan kustannukset
- ympäristömerkitty kiinteistö, kuten joutsenmerkki
- asuntojen keskikoko noin 55–60 m².

Nämä ovat melkein samat asiat mitkä pätevät myös gryndituotantoon, jotta voidaan saavuttaa optimaalisin tulos hankkeelle. Vuokra-asuntotuotannolle erityisen tärkeää on korkea ja tasainen vuokratulo sekä pinta-alatehokkaat asunnot. Ruotsissa 55–60 m² asunnoilla pyritään saamaan korkeaa nettovuokratuloa, vähentämään vaihtuvuutta ja saamaan pitkäaikaista kysyntää. Myös erityisen tärkeää on hyvä sisustusstandardi. Vuokra-asunnoissa huoneita on yhdestä kolmeen. Aurinkopaneeleita hyödynnetään kaikissa tällä hetkellä olevissa projekteissa. (JM 2022)

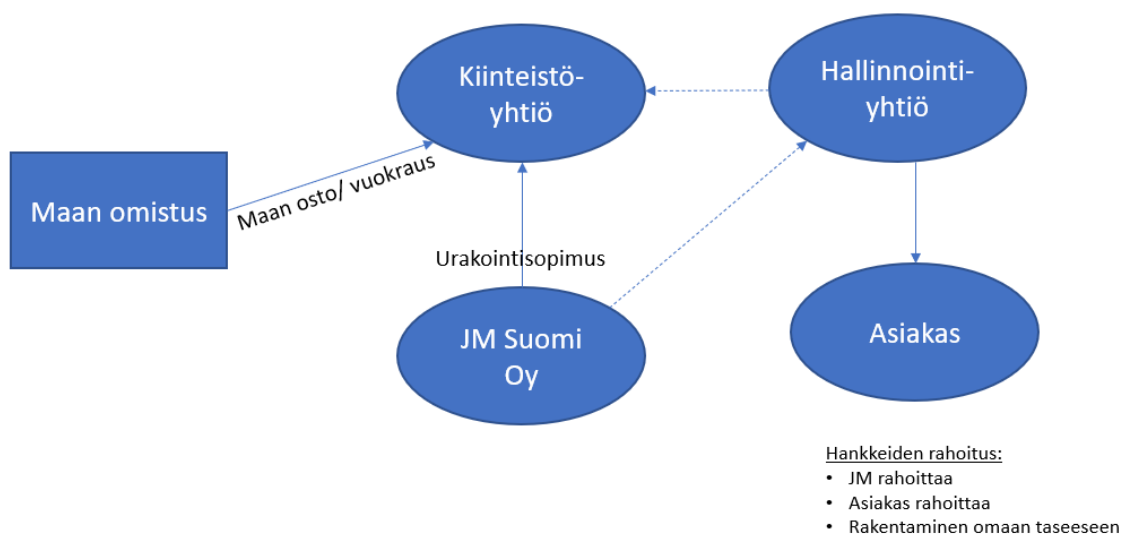
Ruotsissa säännellään vuokra-asuntomarkkinoita. Vuokrataso määritellään vuosittain vuokranantajien ja vuokralaisten yhdistysten välisissä kokouksissa. Ensimmäisen kerran Ruotsissa vuokrasäätelyä koskeva laki säädettiin vuonna 1917, mutta nykyinen järjestelmä kehittyi muotoonsa 1990-luvun alkupuoliskolla. Kohtuulliseen vuokratason määräytymiseen vaikuttavat esimerkiksi asunnon sijainti sekä kiinteistön varusteet. Säätely hidastaa vuokra-asuntojen rakentamista ja niistä saatavaa tuottoa. (Noponen 2021)

Kun uusia vuokra-asuntoja rakennetaan voidaan niille asettaa vuokra kolmella eri tavalla. Ensimmäinen tapa on vedota vuokraneuvotteluissa kiinteistön arvoon. Toisena tapana on vedota rakentamisen kustannuksiin ja sitä kautta vaikuttaa vuokran määrään, jotta saa rakentamisesta riittävän korvauksen. Viimeisenä keinoina on määrittää itse vuokra ennen neuvottelua. Vuokran korottamista ensimmäisen vuokralaisen jälkeen myös seurataan, ja se on tarkistettava vuosittain.

Ruotsin Rental housing on solminut joint-venture sopimuksen tiedon ja osaamisen kehittämissäätiön, ja strategisen tutkimuksen säätiön kanssa. Säätiöillä molemmilla on 40 % omistusoikeus ja JM AB:lla 20 % omistusoikeus. Valmiit vuokra-asunnot ja maanomistus myydään yhteisyritykselle (JV), joka hallinnoi kiinteistöjä pitkällä aikavälillä. JM voi myydä valmiiksi kehitettyjä kiinteistöjä yhteishankkeelle esimerkiksi, jos kunta edellyttää niiden pitkäaikaista hallinnointia. JV- sopimuksen avulla pystytään paljon tehokkaammin käyttämään pääomia, parantamaan hankkeiden kannattavuutta sekä tehostamaan pitkäaikaista hallinnointia. Yhteishankkeen tuloksessa ilmoitetaan

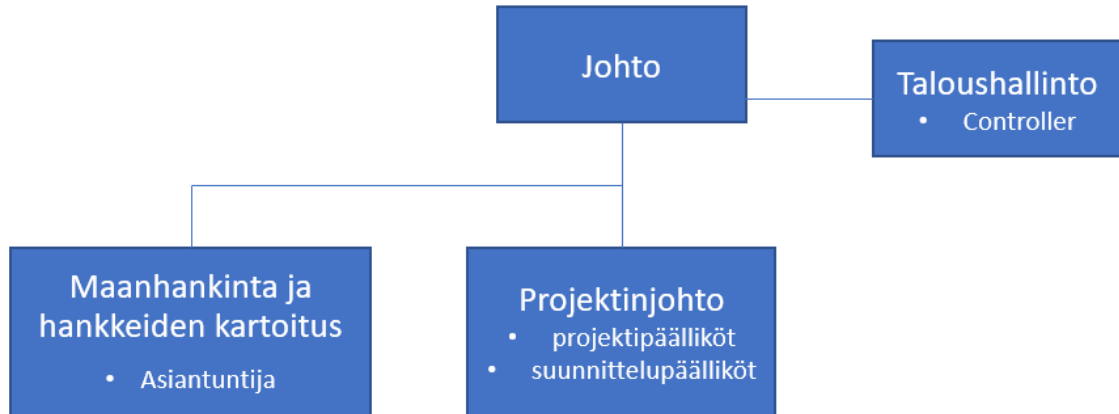
vain JM pääomaosuus. JV-sopimuksen avulla varmistetaan pitkäjänteinen ja johdonmukainen hallinnointi täyttäen kuntien vaatimukset. Vuokra-asuntojen tuotanto Joint Venturelle perustuu JM:n omaan liiketoimintamalliin.

Ruotsin kaupantekoprosessissa käytetään holdingyhtiötä. Kiinteistöyhtiö on ostanut tai vuokrannut maan ja tehnyt urakkasopimuksen JM kanssa. JM perustama holdingyhtiö hallinnoi kiinteistöyhtiötä, ja JM hallinnoi puolestaan holdingyhtiötä. Sijoittaja tai Joint Venture ostaa kiinteistön osakekannan. Sijoittaja tai Joint Venture ostaa kiinteistön vasta kun se on valmis, ja JM on saanut kiinteistöön vuokralaiset. Joint Venturen on tarkoitus omistaa kohteet määrittelemättömän ajanjakson, eli kohteiden myynti eteenpäin ei ole lähtökohtainen idea. (kuva 8)



Kuva 8. Kaupantekoprosessi JM Ab.

JM vuokra-asuntotuotantoyksikkö toimii omana yksikkönään kiinteistökehitys osaston alaisuudessa ja vuoden 2022 organisaatorakenne on kuvattu kuvassa 9. (kuva 9) Organisaatio on jaettu kolmeen eri osastoon, joita johtaa Rental housingin johtaja Nicklas Backfjärd. Osastot ovat rahoitus, projektinjohto sekä hallinnan ja alkuvaiheen osasto. Projektijohtajalla on tyypillisesti 2–4 projektia vastuullaan ja suunnittelupäälliköt auttavat projektipäälliköitä näiden projektien läpiviemisessä. Projektien määrä riippuu projektien koosta, vaiheesta ja muusta organisaatiosta projektissa. Tuotanto-organisaationa vuokra-asuntotuotannossa toimii sama kuin omistustuotannossakin. (Ramstedt 2017)

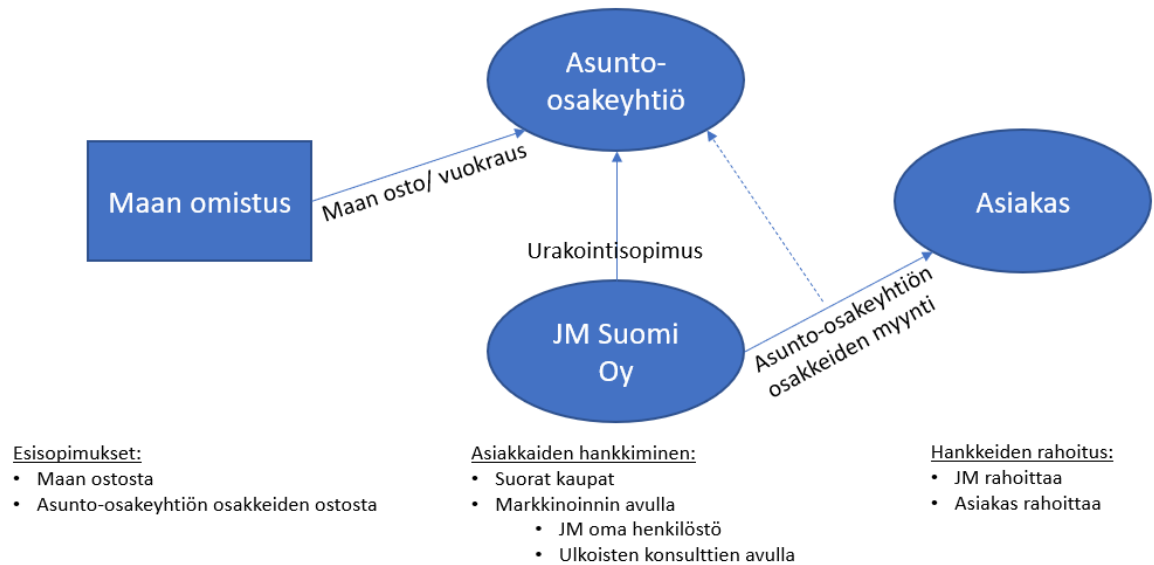


Kuva 9. JM Rental housingin organisaatiokaavio.

Ramstedtin diplomityön (2017) haastattelussa JM vuokra-asuntotuotannosta vastannut henkilö mainitsi taloudellisen kannattavuuden tunnusluvuista tärkeimmiksi nettovuokratuottoprosentin, sisäisen korkokannan (IRR) ja nettonykyarvon (NPV). Nettovuokratuoton laskennassa yhtiö ottaa huomioon nettovuokratuotosta saatavat tulot vähennettynä kiinteistön maa-alueiden kulut, käyttökustannukset ja muut kulut, joita kiinteistön hallinnasta syntyy. Tuotantokustannukset vuokratuotannossa ovat samansuuruiset kuin gryndituotannossa, jos ei ota huomioon omistusasuntotuotannossa asukasmuutostöistä syntyviä kustannuksia. (Ramstedt 2017)

2.3.1 Suomen ja Ruotsin lainsäädännön vertailu

JM Ab:n kaupantekoprosessi eroaa JM Suomen tämänhetkisestä kaupantekoprosessista maiden eri käytäntöjen ja JM Ab:n vuokra-asuntotuotannon takia. Suomessa kiinteistöosakeyhtiön osakkeet eivät anna oikeutta huoneiston ja muiden tilojen hallintaan. Tosin Suomessa keskeinen kiinteistöosakeyhtiö antaa oikeuden hallita yhtiöjärjestyksessä määrättyä osaa (PRH 2023). Tämän takia Suomessa käytetään asuntorakentamisessa asunto-osakeyhtiötä. Toiseksi Suomessa ei käytetä holdingyhtiötä hallintaan, vaan se tapahtuu JM ja asiakkaan välisellä osakekauppakirjalla. Vuokra-asuntotuotantoa rahoitetaan tekemällä asunnot omaan taseeseen, mikä on ainoa ero tällä hetkellä projektien rahoituksen suhteen. Holding yhtiötä käytetään välikätenä, koska JV-yhtiö ei ole paras yhtiömuoto toiminnan hallintaan. Hallinnointiyhtiö eriyttää vuokra-asuntotoiminnan yhtiön varsinaisesta toiminnasta. Hallinnointiyhtiö saa mahdollisesti paremmin rahoitusta, sekä omistuspohjaa pystyy helpommin muokkaamaan (Talvea 2023). Suomen kaupantekoprosessia on kuvattu kuvassa 10. (kuva 10)



Kuva 10. Kaupantekoprosessi Suomessa.

Suomessa vuokra-asuntojen vuokran suuruutta ei rajoiteta, kuten Ruotsissa. Ainoastaan valtion tuettujen vuokra-asuntojen vuokratasoa ja niiden myyntiä säännellään. Vapaasti toimivat vuokra-asuntomarkkinoiden vuokratasot ovat yleisesti säänneltyjä korkeammat, ja niiden hinnat vaihtelevat markkinaehtoisesti. Sääntely aiheuttaa suoraan vuokra-asuntojen tarjonnan vähenemisen, kun vuokranantajat myyvät mieluummin asunnot omistusasunnoiksi kannattavuuden heikentyessä. Pitkällä aikavälillä on nähtävissä myös, että rakentaminen vähenee vähemmän kysytyillä alueilla. Kun vuokra-asuntojen määrä vähenee, tarjonta ei pysty tasapainottamaan kysyntää. Tästä syntyy ilmiö, jossa vain osa saa tarvittavan asunnon. (Pursiainen 2021) Ruotsissa asuntoja odotetaan vuosia, jotta asukas saa haluamansa asunnon. Ruotsissa vuokra-asuntojen jakoa hallitaan keskitetysti asuntojonolla. Jonoon voi ilmoittautua, kun täyttää 18 vuotta. Tukholmassa vuokra-asunnon saaminen on erityisen hankalaa kovan kysynnän vuoksi. Alivuokralaisena oleminen ja toisen käden vuokrasopimus ovat esimerkiksi vaihtoehtoja, jos ei ole saanut haluamaansa asuntoa. (Andresson & Söderberg 2023)

2.4 Vuokra-asuntotuotannon liiketoimintamallit

2.4.1 Vuokra-asuntotuotannossa tarkasteltavia asioita

Ramstedt (2017) diplomityössään tuo esille vuokra-asuntotuotannon liiketoiminnan eri osa-alueita. Nämä osa-alueet ovat kohteiden valinta, organisaation resurssit ja exit-strategia. Kohteen valinnassa täytyy muun muassa tarkastella sijaintia, asuntojen keskipinta-aloja, kiinteistön kokoluokkaa ja laatutasoa. Organisaatiossa tarvitaan vähintään projektinjohto-, yhtiöhallinto-, talous- ja hankintaosaamista. Exit-strategiassa tärkeintä on maksimoida asunnoista saatava tuotto, sekä vapauttaa sitoutunutta

pääomaa ja tuottoja. Exit-strategiassa tulee miettiä myyntiajankohtaa ja myyntivaihtoehtoja. Myyntivaihtoehtoilla tarkoitetaan yksittäisen, useamman tai kaikkien asuntojen myyntiä samanaikaisesti. Olennaista vuokra-asuntotuotantotoiminnassa ovat käytettävät kannattavuus- ja tuottolaskelmat, millä arvioidaan ja arvostetaan hankkeita. Emoyhtiön ja sijoittajien intressit ovat mahdollisesti erilaiset, ja sitä kautta myös näkemys hankkeen taloudellisesta kannattavuudesta voi erota. (Ramstedt 2017)

Vuokra-asuntotuotantoa voidaan rahoittaa ja hallinnoida usealla eri tavalla, ja JM Ruotsin vuokra-asuntotuotannon yhteisyritys kahden säätiön kanssa on vain yksi esimerkki tästä. Seuraavaksi perehdytään muihin toimintamuotoihin, jotka voisivat toimia JM Suomen vuokra-asuntotuotannon operoimisessa. Tarkasteltuja yritysmuotoja ovat tuotanto tytäryhtiön kautta, oman listaamattoman pääomarahaston perustaminen ja listaamattoman yhteisyrityksen (JV) perustaminen.

2.4.2 Tytäryhtiö

Konsernissa yhdellä yrityksellä on määräysvalta (emoyhtiö) muihin konsernin yritykseen tai yrityksiin. Yritystä, johon emoyhtiö käyttää määräysvaltaa kutsutaan tytäryhtiöksi. (L 30.12.1997/1336) Konsernirakenne eroaa rahastomuotoisesta sijoittamisesta siinä, että se edellyttää lähtökohtaisesti määräysvallan syntymistä kohdeyritykseen. Tämä määräysvallan muodostuminen ei kuitenkaan edellytä kirjanpitolain ja osakeyhtiölain enemmistöosuuden omistamista, vaan määrävalta voi myös muodostua muulla tavoin, kuten sopimukseen perustuen. Jos määräysvallan kriteerit eivät täyty, voi tytäryhtiön esittää konsernintilinpäätöksessä esimerkiksi osakkuusyhtiönä tai omistusosuuden arvo taseessa sijoitusomaisuutena. (Luoma 2009) Konsernisuhde voi olla välitön tai välillinen. Välittömässä konsernisuhteessa emoyhtiö omistaa suoraan kaikki tytäryhtiönsä, ja välillisessä konsernisuhteessa emoyhtiö omistaa tytäryhtiön kautta toisen tytäryhtiön. (Koski & Sillanpää 2020)

Tytäryhtiöiden kautta toimimisella voidaan saada useita eri hyötyjä, kuten konserniavustukset ja pääomalainan myöntäminen tytäryhtiölle. Tytäryhtiö voidaan hakea yrityssaneeraukseen tai konkurssiin, kaatamatta kuitenkaan emoyritystä. Konserniavustuksen saajalle konserniavustus on veronalainen tulo ja antajalle verovähennyskelpoinen meno. Konserniavustuksilla pyritään tasaamaan tulosta konserniyhtiöiden välillä. (Kukkonen & Walden 2016) Vaikka tytäryhtiö olisi tappiollinen, niin se voi emoyhtiön pääomalainan avulla pysyä pystyssä. Pääomalainan avulla tytäryhtiö voi myös tehdä suuria investointeja. Tytäryhtiön on mahdollista kerryttää vierasta pääomaa muun muassa tytäryhtiön osittaisella myymisellä ja täten ottaa myös muita tahoja omistajiksi. Tytäryrityksen kautta liiketoiminnan hallinnointi selkeytyy, kun

vuokra-asuntotuotanto eriytetään omistusasuntotuotannosta. (Walden 2023) Emoyritys voi periä tytäryritykseltä hallinnointiin meneviä kuluja muun muassa konsultointipalkkioina. Tällöin kyseessä on konsernin sisäinen liiketapahtuma, jossa raha liikkuu konsernin yhtiöiden välillä, ja joka eliminoidaan konsernintilinpäätöksessä. Konsulttipalkkioiden periminen voi olla hyödyllistä, kun tytäryhtiössä on ulkopuolista omistusta. (Luoma 2009)

Tytäryhtiön olemassaolosta syntyy kustannuksia esimerkiksi kirjanpitovelvollisuudesta, verovelvollisuudesta ja muusta ylimääräisestä hallinnoinnista. Verotus ei ole riskienhallinnan näkökulmasta neutraali sen suhteen, otetaanko riski emoyhtiössä vai tytäryhtiössä. Elinkeinolain mukaan tytäryrityksen osakkeiden arvonalentumisia ei voida tavanomaisesti vähentää verotuksessa. Emoyhtiö voi kuitenkin verotuksessa vähentää omat tappionsa. Tällä ohjataan vähentämään riskinalaista toiminnanharjoittamista tytäryrityksessä. (Walden 2023)

2.4.3 Listaamaton pääomarahasto

Taseen ulkopuolisella rahastolla tarkoitetaan toimintaa, jossa vastuunalaisena yhtiömiehenä sijoitusyhtiö hallinnoi kommandiittiyhtiömuotoista tai osakeyhtiömuotoista rahastoa, jossa osakkaina on pääomaa sijoittaneita tahoja äänettöminä yhtiömiehinä. Rahasto on itsenäinen taseen ulkopuolinen erä, eli sitä ei sisällytetä taseomaisuuteen. Suomessa yleisin pääomarahaston yhtiömuoto on kommandiittiyhtiö, mutta osakeyhtiö on myös käytetty yhtiömuoto. Kommandiittiyhtiössä on vähintään yksi yhtiömies, joka vastaa yhtiön velvoitteista täysimääräisesti (komplementaari). Komplementaari sitoutuu koko omaisuudellaan rahaston hallinnointiin, mikä tarkoittaa pääomasijoitusrahastossa, että yhtiö kantaa sijoitusten riskin. Äänettömien yhtiömiesten (Kommanditääri) vastuu on rajattu hänen yhtiöön sijoittamansa pääomapanoksen määrään. Suomalainen kommandiittiyhtiörakenne ei ole kaikilta osin sama kuin muualla käytettyyn *limited partnership*- rakenteeseen. (Seppä 2000)

Perusmuodossa pääomarahasto muodostuu hallinnointiyhtiöstä, sekä yhdestä tai useammasta määräaikaisesta kommandiittiyhtiömuotoisesta rahastosta. Listaamattomalla pääomarahastolla on tietty sijoittajapiiri ja kiinteä rahastopääoma. (Luoma 2009) Rahastolle määritetään toiminta-aika, mikä on yleensä n. 10 vuotta, mutta se voi olla myös määrittelemätön, kuten WasaGroup Fund I Ky (WasaGroup Funds 2022). Osakemuotoinen holdingyhtiö toimii rahaston komplementaarina ja muut sijoittajat kommanditääreinä. Hallinnointiyhtiön henkilöstö valmistelee ja toteuttaa rahaston sijoitusesitykset sijoitusneuvoston hyväksytyä ne. Hallinnointiyhtiön osakkaat

ja sijoitusjohtajat rahaston edustajina osallistuvat kohdeyhtiön tai kohderakennuksen kehittämiseen, yleisimmin hallituksen jäseninä. (Luoma 2009)

Sijoitusyhtiö saa tuloa rahastosta kahdella tavalla: osuudella rahaston voitoista ja sijoittajilta rahaston hallinnoinnista perittävilta hallinnointipalkkiosta. Lisäksi sijoitusyhtiöt perivät konsultointi- tai hallinnointipalkkiota kohdeyrityksiltä, esimerkiksi hallituspalkkioiden muodossa. Rahastosopimuksessa tyypillisesti määritellään palkkioiden laskentaperuste. Palkkioiden laskentaperusteet ja ajoitukset vaihtelevat rahastoittain. Tyypillisesti sijoitusyhtiö saa 20 % rahaston voitoista. Usein voitto-osuuteen liittyy sopimusmuoto, jonka mukaan sijoitusyhtiö saa osuutensa voitoista vasta, kun rahaston arvo ylittää tietyn osuuden sijoitetusta pääomasta. Hallinnointipalkkiot maksetaan tyypillisesti neljännesvuosittain ja ne saattavat sisältää provisioita tai inflaatiokorjauksia. Hallinnointipalkkioiden laskentatapa vaihtelee rahastoittain, mutta tyypillisesti se on prosenttiosuus sijoitetusta pääomasta, mutta laskentatapana voidaan myös käyttää rahaston senhetkistä varallisuusarvoa. Varallisuusarvosta palkkiota laskettaessa käytetään sopimuksissa minimi- ja maksimi hallinnointipalkkiota. (Luoma 2009)

Sijoitusyhtiön osakkeenomistajalla ei ole välitöntä oikeutta rahaston tai kohdeyritysten tuottoihin, vaan oikeus syntyy välillisesti sijoitusyhtiön kautta rahastosopimuksen mukaisesti. Sijoitusyhtiön osakkeenomistajille syntyvä tuotto muodostuu sijoitusyhtiön itse rahastoon tekemien sijoitusten tuotoista, tuotto-osuuden perusteella sijoitusyhtiölle tulevista tuloista, sijoitusyhtiön saamista tuloutuvista hallinnointipalkkioista sekä sijoitusyhtiön kohdeyhtiöiltä keräämistä hallinto- ja konsultaatituloista, joista on vähennetty sijoitusyhtiön kulut. (Luoma 2009)

Kiinteistörajitusrahaston hallinnointipalvelut ovat arvonlisäverottomia. Kommandiittiyhtiön verotuksessa kerrotaan Verohallinnon sivuilla seuraavasti;

”Kommandiittiyhtiön tulolähteen tulos jaetaan yhtiömiehille verotettavaksi tulo-osuuksina. Tulo-osuus jaetaan verotettavaksi yhtiömiehen pääomatulona ja/tai ansiotulona sen mukaisesti mikä on ollut yhtiömiehen osuus yhtymän edellisen verovuoden nettovarallisuuteen.” (Verohallinto 2023)

Kommandiittiyhtiö ei ole erillinen verovelvollinen. Tulos lasketaan yhtymän tulonlähteiden tuotoista. Jokaisen tulolähteen tulos lasketaan erikseen kyseisen tuottojen ja kulujen erotuksena. (Verohallinto 2023)

Osakeyhtiön tuloveroprosentti on 20 prosenttia. Osakeyhtiö on itsenäinen verovelvollinen, eli niiden saama tulo verotetaan osakeyhtiön tai osuuskunnan tulona.

Yhteisön verotus ei suoraan vaikuta yksittäisen osakkaan tai osuuskunnan jäsenen verotukseen. (Verohallinto 2023b)

2.4.4 Yhteisyritys (Joint Venture)

Yhteisyritys kiinteistösijoittamisessa tarkoittaa yhteisjärjestelyä, jossa sijoittaja esimerkiksi rahastomanagerin kanssa sijoittaa yhteisen strategian mukaisesti tiettyihin kiinteistöihin. Rahastomanageri hallinnoi sijoituksia. Sijoittajan kannalta järjestely muistuttaa suoraa sijoittamista, mutta tässä myös rahastomanageri sijoittaa kohteisiin. (Kuusenaho 2014)

Yhteisyritys voi olla yhtiömuodoltaan osakeyhtiö, avoin yhtiö tai kommandiittiyhtiö. Yhteisyrityksen ei tarvitse olla juridinen yritys, vaan se voi myös perustua vain sopimukseen. Yhteisyrityksen muodostuminen ja vastuut määräytyvät yritysmuodon mukaan. Yhteisyrityksen päätökset on tarkoitus tehdä yhteisesti, mutta niiden ei tarvitse pohjautua enemmistöperiaatteeseen. Yhteisyrityksen verotus riippuu yhtiömuodosta. (Rajatalo 2023)

Kaksi merkittävää hyötyä on kustannusten pienentäminen ja riskin pieneneminen pääoman ja resurssien jakamisen kautta yhteisyrityksessä. Yhteisyritys kehittää ja vahvistaa yritysten pitkäaikaista yhteistyötä ja toimivassa yhteistyössä liiketoiminta kasvaa nopeammin, nostaa tehokkuutta ja tuottaa suurempia tuottoja. Yhteisyrityksen onnistuminen riippuu strategiasta, yhtä suuresta panostuksesta, tehokkaasta sopimuksen toteutuksesta sekä nopeasta ja tehokkaasta yhteisyrityksessä syntyvän työn integroimisesta omiin yrityksiin. (Dinu 2016)

Riskeinä yhteisyrityksessä on, että toinen yritys kokee yhteistyön tarpeettomaksi tai tehottomaksi. Muita ongelmia on esimerkiksi erimielisyydet päätöksentekoprosessissa, eri asiantuntemustasot sekä erilaiset kulttuurit ja johtamistyyli, jotka johtavat huonoon integroitumiseen ja yhteistyöhön. (Dinu 2016)

Yhteisyrityksen toiminnassa on otettava huomioon tulevien hankkeiden ominaisuudet, jotka liittyvät mm. tuottovaatimukseen, exit-strategiaan ja sijoituskohteisiin. Sijoittajat odottavat sijoitusten arvon kasvavan merkittävästi tietynä ajanjaksona. Toisaalta sijoituksen yhteisyritykseen tulee olla muita sijoittamistapoja houkuttelevampi. Tuottoja muihin sijoituksiin vertaillaan riskikorjattuihin tuottoihin. Sijoitusten tuottovaatimus tulee olla pienempi kuin projektien tuotto, koska sijoitusyhtiöllä on kiinteitä kuluja, jotka pitää pystyä kattamaan sijoituksen tuotoilla. Sijoittajille ensisijaisesti tuleva voitto on arvonnoususta realisoituvaa myyntivoittoa ja toissijaisesti korkoa sekä osinkoja sijoitusten aikana. (Luoma 2009)

3. HAASTATTELUT

3.1 Haastattelumenetelmä ja toteutus

Haastattelujen tavoitteena on selvittää (1) asuntosijoitusyritysten ajatuksia yhteisyritystoiminnasta rakennusliikkeen kanssa ja mahdollista liiketoimintamalleista, (2) sijoitusstrategioita ja toimintamalleja, joita käytetään vuokra-asuntoihin sijoittamisessa, (3) eri liiketoimintamallien verotuskäytänteitä sekä (4) Ruotsin emoyhtiön ajatuksia vuokra-asuntotuotannosta.

Kirjallisuustutkimuksen avulla muodostettiin haastattelukysymykset ja valittiin eri tahoja edustavat haastateltavat. Haastattelut toteutettiin teemahaastatteluina. Haastattelukysymykset laadittiin etukäteen ennen haastatteluja. Kysymykset on esitetty liitteessä A. Haastattelut jaettiin neljään eri osa-alueeseen ja jokaisessa osa-alueessa haastateltiin yhdestä kahteen henkilöä. Eri osa-alueet ovat asuntosijoitusyritykset, vuokratalohteiden kaupankäyntikonsultti, verokonsultti ja Ruotsin emoyhtiö.

Valituille haastateltaville lähetettiin haastattelupyynnön ohessa haastattelukysymykset, jotta haastateltavat pääsivät tutustumaan kysymyksiin etukäteen. Haastattelut suoritettiin videohaastatteluina teams-sovelluksella. Haastateltavat esitetään lyhenteillä H1-H4 ja heidän perustietonsa ovat esitetty taulukossa 1.

Taulukko 1. Haastateltavien perustiedot.

Haastateltava	Haastattelun ajankohta	Haastattelun kesto	Haastateltavan työnkuva
H1	20.2.2022	60 min	Yksikönjohtaja, vuokra-asuminen ja kiinteistökehittäminen
H2	1.3.2023	60 min	Sijoitusjohtaja
H3	17.2.2023	35 min	Vuokratalohteiden kaupankäyntikonsultti
H4	24.2.2023	50 min	Tuloverokonsultti sekä ALV verokonsultti

3.2 Yhteisyritys

Yhteisyritystoimintaa, jossa rakennusliike omistaa ja vuokraa sijoittajien kanssa ei ole H3 mukaan Suomen markkinoilla, mutta pitkäaikaisia sopimussuhteita ja kauppasuhteita on rakennusyriyten ja sijoitusyhtiöiden välillä. Muutamat rakennusyriytkset ovat miettineet tytäryriyksen perustamista, jolla ylläpidettäisiin omaa vuokra-asuntotuotantoa kiinteistökehittämisen ja rakennuttamisen ohella. H2 vahvistaa, ettei heillä ole yhteisyritystoimintaa rakennusyriyten kanssa, missä rakennusliike myös olisi sijoittajana kohteissa.

Yhteisyrityksestä kiinnostuneista haastateltava H3 mainitsee eläkeyhtiöt, jotka saavat käyttää velkavipua vain, kun heillä on yli 50 % osakkeista yhtiöstä, johon he sijoittavat. Muussa tapauksessa he käyttävät vain omaa pääomaa. Tämän hetken markkinatilanne on myös heille haastava, koska heillä on kiinteistöjä tällä hetkellä hieman liikaa sijoitusportfoliossa johtuen osakesijoitusten arvon alenemisesta.

H3 nostaa esille, että tuotto rakennusliikkeelle yhteisyrityksestä voisi muodostua rakentamisesta saatavalla maltillisella katteella sekä lisätuoton jaolla, kun kohde saadaan myytyä eteenpäin. Yhteisyritysmuodoista H3 mainitsi, että tytäryhtiössä pääoman kierto ja sitoutuminen olisi tehokkaampaa, jos rakentamisaikaisella rahoituksella pystyy rakentamaan vuokrakohteen. Tässä tärkeää on pitää tytäryhtiössä tase mahdollisimman pienenä. Kiinteistörahastolla pääoma kerätään sijoittajilta. Kiinteistörahaston kautta sijoittamisessa voisi miettiä uuden oman brändin luomista ja sitä kautta luoda asiakkaille ja vuokra-asuntojen ostavalle sijoittajalle lisäarvoa.

Kun yhteisyritys olisi toiminnassa, sijoittajilla olisi varma ja selkeä sijoituskohde, mihin rahaa sijoittaa, jolloin se olisi heille houkutteleva sijoituskohde markkinatilanteen ollessa myös heikko. Tosin tässäkin sijoittajan tuottovaatimus tulee ylittyä. Rakennusyriytkelle olisi mahdollista aloittaa hankkeita täten myös heikossa markkinatilanteessa, jossa omaperusteisen asuntotuotannon myynti on heikkoa sekä sijoittajille urakoinnin kannattavuus on matala.

Haastateltava H3 näkee JM vahvuutena vakavaraisuuden ja vahvan taseen verrattuna muihin rakennusliikkeisiin. Sijoittajat edellyttävät, että aikaisemmat kohteet ja referenssit ovat hyvät. ESG asiat ovat yhä enemmän ja enemmän sijoittajien mielessä ja H3 nostaa esille, että ympäristöasiat otetaan hyvin huomioon yleisesti, mutta yhteiskuntavastuuasiat ja hyvä hallinnointitapa tulee myös huomioida ja tehdä niihin parannuksia.

Haastateltavan H2 yritys hallinnoi kommandiittiyhtiömuotoisia asuntorahastoja. Asuntorahastojen voimassaoloaika on 10 vuotta. Voimassaoloaika alkaa, kun

sijoitussitoumukset on kerätty ja vastuunalainen yhtiömies allekirjoittaa viimeisenä sijoitussitoumukset. Kaikki menneet rahastot ovat myyty ennen voimassaoloajan päättymistä, 9 vuotta on tällä hetkellä pisin pitoaika. Hyvässä markkinatilanteessa rahasto on ostettu myös ennen kuin rahaston kaikki hankkeet ovat lähteneet edes liikkeelle. Sijoitusaika voi olla myös pidempi, jos markkinatilanne voimassaoloajan päättyessä on huono ja hankkeet myytäisiin tappiolla. Mahdollisesti pienellä osuudella mukana oleva sijoittaja voisi haluta realisoida rahaston sijoituksen huonossakin markkinatilanteessa, jotta saisi sijoitetun rahan käyttöön.

Haastateltavan H2 yritys ostaa KVR urakkana hankkeita vakavaraisilta rakennusliikkeiltä, jotka toimivat Suomessa. Hän kertoi, että he ovat yhden rakennusliikkeen kanssa miettineet yhteisyrityskuviota muutama vuosi sitten. Ideana siinä oli, että kyseinen yritys perustaa rahaston, johon rakennusliike olisi tullut yhdeksi ankkurisijoittajaksi. Rahastoon tuotavat hankkeet eivät olisi valmiiksi vuokrattuja, vaan rahastomanageri organisoisi asuntojen vuokrauksen. Institutionaaliset sijoittajat näkivät tässä järjestelyssä ongelmaksi, että rakennusliike on myyjä sekä ostaja. Sijoittajat eivät luottaneet ajatukseen, että rakennusliike voisi toimia rehellisesti rahastossa eikä hakea omaa etuaan. Sijoittajien tulisi saada yhteisyrittäjien rahastosta parempi tuotto kuin normaalista asuntosijoitusrahastosta saatava tuotto, joka kattaisi riskin siitä, että rakennusliike hakisi omaa etuaan. H2:n asuntosijoitusyritykselle tulisi rahaston hoidossa ongelmaksi se, että heidän tulee puolustaa kaikkien rahastoon sijoittajien etua, joka voisi erota rakennusliikkeen ja sijoittajien välillä.

Jos rahastossa toimisi useampi kuin yksi rakennusliike, niin H2 mukaan rakennusliikkeet eivät luottaisi toisiinsa. Jos rakennusliikkeitä olisi useampia tulisi pääomapanostuksen olla samassa suhteessa kuin myytyjen kohteiden volyyymi. H2 epäilee, että rakennusliike mieluummin tässä tilanteessa myisi hankkeensa suoraan sijoittajille, koska rakennusliikkeet eivät halua tuottaa muille rakennusliikkeille voittoa. Päätöksenteko vaikeutuu merkittävästi, jos rahastossa on useampi rakennusliike. Rakennusliikkeiden yhteistyö voisi myös herättää kilpailuviraston mielenkiinnon. H2 mukaan yhteisyrittäjien järjestely toimisi Suomessa ainoastaan, jos rahastossa olisi vain yksi rakennusliike ja muutama sijoittaja. Tämmöistä voidaan kutsua klubisopimukseksi (Club deal). Uudenlaisen rahaston aloittaminen on haasteellisempaa, kuin että jatkaisi samanlaisten rahastojen tekemistä. Ongelmaksi tulee sijoittajien vakuuttaminen siitä, että järjestely on kannattavampaa kuin, että sijoittaja kilpailuttaisi hankkeen ja ostaisi kohteen vapailta markkinoilta KVR urakkana.

H2 kertoi, että mahdollisesti sijoittajat kiinnostuisivat hankkeista, missä rakennusliike rakennuksen valmistuttua hankkii vuokralaiset valmiiseen kohteeseen ja vasta tämän

jälkeen myy sijoittajille. H2 näkee ongelmaksi, että sijoittajat eivät haluaisi lähteä sijoittamaan tähän, kun heillä on muitakin sijoitusvaihtoehtoja, varsinkin instituutionaalisilla sijoittajilla. Halukkaimpina sijoittajina H2 mainitsee ei-instituutionaaliset sijoittajat, koska heillä on myös mahdollista sijoittaa suljettuun rahastoon. H2 perustelee, että avoimessa rahastossa, kun instituutionaaliset sijoittajat allekirjoittavat sijoitussitoumuksen tulee heidän sijoittaa tietty summa rahastomanagerin sitä pyytäessä, koska muuten heidän tulee maksaa sitoumuksessa määritetty merkittävä sanktio. Sijoittajien tulee varmistaa ja varmistua ettei rakennusliike tuo vain rahastoon kohteita, jotka ovat kannattamattomia tai muilla tavoin kelpaamattomia ja siten eivät menisi muille sijoittajille normaalisti kaupaksi. Klubisopimuksessa tulee enemmistöosuus ja täten päätösvalta olla sijoittajilla, jolloin he pystyvät tekemään päätöksen hankkeen ostamisesta. Sijoittajat pystyvät tällöin varmistumaan, että kohteet ovat kannattavia. Ilman rahastomanageria sijoittajien arvion tekeminen kohteesta voi olla hankalaa, mutta jos etukäteen on sovittu rakennusliikkeen kanssa tietyistä hankkeen ominaisuuksia niin sijoittajien päätöksenteko helpottuu.

Haastateltava H2 mainitsi, että yhteisyryksessä päätöksenteko hankkeiden lähtemisestä nopeutuisi, jos hankkeet täyttäisivät vaaditut kriteerit ja täten asuntorahasto täytyisi nopeasti. Tämä edellyttää, että rakennusliikkeen vuosivolyymien tulisi olla riittävä suuri, jotta osa hankkeista voitaisiin sijoittaa rahastoon järkevässä ajassa, noin kolmessa vuodessa. H2 mukaan asuntosalkuntäytön tulee onnistua rakennusliikkeeltä hyvässä markkinasuhdanteessa kolmessa tai neljässä vuodessa. Jos sijoitusaika on lyhyempi, on todennäköistä, että sijoitussalkku on liian pieni. Haastateltava H2 näkee, ettei rakennusliikkeiden kannata hyvässä markkinasuhdanteessa panostaa urakointiin, koska omaperusteinen asuntotuotanto on tällöin todella kannattavaa. Sijoitusperiodi tulee olla määritetty. Tässä tulee huomioida, että talojen ei tule olla valmiita. Sijoittajien näkökulmasta rakennusliikkeen tulee olla vakavarainen ja kyetä toimimaan. Sijoittajien saamisessa on ensisijaisen tärkeää rakennusliikkeen maine. H2 nostaa esille, että vaikka pienillä rakennusliikkeillä hankkeissa on enemmän hävittävää ja suurempi huomio hankkeen onnistumisessa, se ei ole yhtä kiinnostava sijoituskohde kuin suuri rakennusliike.

H1 mukaan, jos hanke rakennetaan vuokratontille, niin JM Ruotsissa myy sen yhteisyrykseen, jonka tarkoitus on pitää kohdetta pitkään, jopa vuosikymmeniä. Tämä johtuu yhteisyryksessä olevista säätiöistä, jotka haluavat taseeseen pitkän aikavälin sijoituksia, jotka tuottavat tasaista tuloa. Yhteisyryitys ostaa kohteen vasta kun se on kokonaan kehitetty. Ennen myyntiä yhteisyrykseen JM toteuttaa kaksi kiinteistön arviointia, joissa määritellään kiinteistön myyntihinta yhteisyrykseen. Ruotsissa

vuokratontille rakennettaessa maanomistaja voi velvoittaa yhtiön pidempiaikaista omistusta, jolloin kehittäjä ei voi myydä kohdetta eteenpäin. JM Ruotsissa ei ole vielä toteuttanut yhtään myyntiä yhteisyrytykseen, mutta muutaman vuoden päästä on kaavailtu 5–7 projektia myytäväksi yhteisyrytykselle.

JM Ruotsissa rahoittaa vuokra-asuntotuotantoprojektit kahdella eri tavalla, rakentamalla omaan taseeseen sekä käyttäen rakennusluottoa. Haastateltava H1 näkee oman taseen avulla rahoittamisessa tuottomahdollisuutta, mutta varsinkin tässä markkinatilanteessa myös riskiä. Tuottoon vaikuttaa merkittävästi korkomarkkina. JM Ruotsissa voi pitää omassa taseessaan hankkeita, joita se olisi myymässä yhteisyrytykseen, eli JM:n ei ole pakko myydä kohteita yhteisyrytykseen. Kahden säätiön ollessa määräysvallassa yhteisyrytyksessä he tekevät päätöksen sijoitettavista kohteista, joita JM Rental housing olisi tarjoamassa yhteisyrytykseen. Tässä sopimusrakenteessa rakennusliikkeellä, että sijoittajilla on molemmilla mahdollisuus päättää sijoitettavista kohteista.

Yhteisyrytystä perustaessa huomioitavia asioita:

- Yhteisyrytyksen toimintamallin tulee olla houkutteleva sijoittajille sekä rakennusliikkeelle.
- Yhteisyrytyksen määräysvallan enemmistön tulee olla sijoittajilla, jotta sijoittajat pystyvät määrittelemään, mihin hankkeisiin ovat sijoittamassa.
- Tuottoa yhteisyrytykseen syntyy vuokratuloista sekä myynnistä saatavasta myyntivoitosta. Rakennusliike saa tuottoa rakentamisesta saatavasta katteesta, joka on maltillisempi kuin normaali perustajaurakoinnista saatava kate. Yhteisyrytystä hallinnoiva taho saa hallinnoimisesta hallinnointipalkkiota.

3.3 Kohteiden pitoaika

Haastateltava H3 kertoi vuokrakohteiden parhaaksi pitoajaksi 2–3 vuotta kohteen valmistumisesta, jolloin kohteen arvo on tuotettu maksimiin. Tällä aikavälillä voidaan näyttää historiallista vuokrakäyttöastetta, vuokratasot ovat samat mitä on haluttu alun perin sekä saadaan dataa vuokralaisten vaihtuvuudesta. Jos kohteessa on ongelmia, esimerkiksi vajaakäyttöaste on suuri, tulee tämä ratkaista ennen myyntiä. Markkinatilanne vaikuttaa myös exitin toteutukseen. Kun hankkeeseen sidotut pääomat saadaan käyttöön seuraavaan kohteeseen, saadaan maksimoitua pääoman kiertonopeus.

Kohteiden myymisen kannalta ei H2 näe kriittiseksi, että vuokrakohteista tulee olla historiallista näyttöä vuokrasta, käyttöasteesta ja vuokralaisten vaihtuvuudesta. On myös mahdollista myydä rakennus ennen rakennuksen rakennuslupaa, jos hankkeen koko, sijainti ja laatutaso ovat tiedossa sekä sijoittaja luottaa rakennusliikkeeseen.

Ruotsissa H1 mukaan JM hallinnoi ja myy vuokrakohteita eri tavalla riippuen maanomistuksesta. Jos maan omistaa JM, vuokrakohteet myydään ripeästi eli noin vuoden pitoajan jälkeen sijoittajille. Tässä ajassa kohteet saadaan vuokrattua ja sitä kautta varmistettua kohteen vuokratulo. Jos JM ei omista kehitettävän alueen maata, niin maanomistaja voi puuttua maanvuokrasopimuksessa hankkeiden pitoaikaan eli kieltää maanvuokrasopimuksen siirtymisestä toiselle taholle. Sijoittajat haluavat ostaa valmiiksi vuokrattuja kohteita enemmän kuin vuokraamattomia. JM:llä Ruotsissa on valmiiksi osasto, joka hoitaa vuokrasopimusten teon ja hallinnoinnin.

3.4 Hankkeiden houkuttelevuutta lisäävät tekijät

Haasteltavalta H3 mainitsee, että sijoittajia kiinnostaa kohteet, joissa on A tai B-energialuokka, ympäristösertifikaateista LEED ja BREAM ovat suosituimpia, mutta taksonomian säädösten takia ulkomaalaisten ympäristöluokitusten vaikutus vähenee. Lämmitysmuodoista kiinnostavimpia ovat maalämpö ja kaukolämpö. Sijaintina sijoittajat suosivat pääkaupunkiseutua, Tamperetta, Turkuja ja muita yliopistokaupunkeja, ja kaupunkien sisällä radanvarsia alle kilometri asemien läheisyydestä. Hankkeiden tai hankekokonaisuuksien arvon tulee olla riittävän suuri, jotta sijoittajat kiinnostuvat kohteesta. Asuntoja tulee olla 20 asunnosta 100 asuntoon ja arvo minimissään 10 miljoonaa. Asuntojen kalustuksena tulee käyttää laadukkaita ja neutraaleita värejä sekä kalusteita. Erityisesti arvostetaan asumista kestäviä ratkaisuja, kuten vinyylilattioita. Asunnoissa tulee löytyä jääkaappipakastin, astianpesukone, pesukonemahdollisuus kylppäreissä, peilikaapit ja suihkuseinät. Sijoittajat arvostavat asuntojen tehokkuutta. Koronapandemiaa ennen sijoittajat suosivat yksioita ja pieniä kaksioita, mutta nyt kiinnostus on kohdistunut suurempiin kaksioihin sekä pieniin kolmioihin. Hankkeessa tulee olla eri kokoisia asuntoja, jolloin vuokralaisehdokkaita on enemmän.

Haastateltava H2 yritys sijoittaa kerrostaloihin, joista pääkaupunkiseudulla sijaitsee 80 % ja kehyskunnissa, Tampereella sekä Turussa loput 20 % salkun sijoitusomaisuudesta. Kerrostalojen arvo vaihtelee 10 miljoonasta eurosta 40 miljoonaan euroon. Vuokra-asuntojen autopaiikkojen käyttöaste on noin 85–90 % H2:n yrityksen kohteista. H2 ilmaisee vajaakäytön johtuvan kerrostalojen sijoittumisesta hyvien julkisten liikenneyhteyksien varrelle, joka vähentää autolla liikkumisen tarvetta. H2 myös nostaa esille, että vuokralla asuvien keskimääräinen vauraus on heikompaa, kuin

omistusasujien ja isolla osalla ei ole esimerkiksi varaa tai halua omistaa autoa. Tästä syystä huonojen julkisten yhteyksien päässä sijaitsevien kohteiden vuokraus on vaikeaa. Asuntojen keskikoko H2 yrityksessä on noin 45-55m² välissä. Heidän sijoitusstrategiansa periaatteena on ostaa rakennusliikkeiltä kohteita, jotka on ollut tarkoitus myydä kuluttajille, mutta ne on lopulta myyty sijoittajille. Näissä kohteissa lähtökohtaisesti on tehty toimivia asuntopohjia, joiden varustelun avulla voidaan muuttaa sijoitustarkoitukseen esimerkiksi parketin vaihtaminen laminaatiksi. Lisäpalvelujen, kuten yhteiskäyttöautojen, kuntosalin ja vuokraan kuuluvan nettiyhteyden H2 ei näe olennaiseksi osaksi vuokra-asuntotuotantoa. Hän nostaa kuitenkin esille, että kalliille alueelle rakennettaessa, eli vuokrien ollessa korkeat, vuokralaiset vaativat korkeampaa varustelua asunnossa, mutta pitävät myös lähtökohtaisesti asunnon paremmin siistinä.

Ruotsissa JM sijoittaa aina kokonasiin rakennuksiin eikä yksittäisiin asuntoihin. Ammattisijoittajien mielestä on myös mielekkäämpää omistaa koko kerrostalo eikä vain osaa asunnoista. Sijoittajat mielellään ostavat 100–150 asunnon kokonaisuuksia. Tällöin rakennuksen hallinnointiin menevät kiinteät kustannukset pysyvät matalina. Asuntojen koot ovat 55–60 m² ja asunnot keskimäärin maksavat noin 300 000 euroa (6 000 €/m²). Hankkeiden suuruusluokat ovat siis noin 30–45 miljoonaa euroa. Haastateltava H1 mainitsi, että projektien aloittamiseksi hankkeen kannattavuuden tarvitsee olla hieman normaalia perustajaurakointia pienempi.

H2 yritys on ostanut menneisyydessä rahastoon yksittäisiä kohteita ja kertoo sen olleen virhe. Ammattiasuntosijoittaja ei halua ostaa yksittäisiä kohteita, koska yksittäisissä asunnoissa sijoittajalla ei ole määräysvaltaa taloyhtiöstä. Taloyhtiön päätökset tehdään asunto-osakeyhtiön osakkaiden enemmistön päätöksellä. Ammattimaiselle asuntosijoittajalle syntyy myös kahdenkertainen hallinnointi, koska taloyhtiön hallinnoinnin lisäksi rahastolla on hallinnointiyritys, joka hallinnoi kaikkia yksittäisiä kohteita. Tämä on kustannuksien ja toiminnan kannalta tehotonta.

Ympäristöluokituksesta H2 yritys käyttää BREAM sertifiointia uusissa kohteissa. H2 perustelee, että sertifiointin hakeminen on taloudellisesti kannattavaa, mutta ilmaisee niiden olevan kömpelöitä Suomessa, varsinkin ulkomaalaisten ympäristösertifikaattien, koska Suomen ilmasto on lähtökohtaisesti pakottanut rakentamaan rakennukset ominaisuuksiltaan hyviksi. Tulevaisuudessa ympäristöluokitusten määrä kasvaa, koska rahoituslaitokset alkavat enemmässä määrin vaatimaan sertifiointia. Taksonomian tullessa käyttöön oletetaan sen muuttavan rakennusala nopeasti, koska rahoituksen saatavuus riippuu täten rakennuksen ympäristöluokituksesta.

Hankkeita suunniteltaessa huomioitavia asioita:

- Kohteet kokonaisia kerrostaloja, jolloin kohteiden hallinnointi selkeää. Asuntoja kohteessa 20–100 (10–40 miljoonaa euroa).
- A tai B energialuokka
- Ympäristösertifikaatti (BREEAM, LEED), taksonomia tulee jatkossa määrittelemään rahoituksen saatavuutta
- Sijainti pääkaupunkiseutu, Tampere ja Turku
 - Etenkin radanvarret, alle 1 km asemalle
- Asuntojen koko 1–3 h ja keskineliökoko 45–55
- Asunnoista tulee löytyä JKP, APK ja laatutaso voi olla hieman omaa perustajaurakointia heikompi.
 - Varustelussa tulee huomioida yksittäisen kohteen sijainti.

3.5 Sijoituspäätökseen vaikuttavia tekijöitä

Markkinatilanne ei vaikuta suoraan yhteisyrityksen hankkeiden sijoittamispäätökseen, vaan päätös perustuu pelkästään ennalta sovittuihin ehtoihin ja kannattavuuslaskemiin. Sijoituspäätöstä tehtäessä yhteisyrittys tietää sijoitettavan oman pääoman määrän, mutta vieraan pääoman määrä ja sen korko vaihtelee kausaalisesti markkinatilanteesta riippuen. H2 näkee, että pankit katsovat rakennusliikkeen riskipitoisemmaksi kuin, jos lainaa hakisi asuntosijoitusyritys ilman rakennusliikkeen mukana oloa. Pankki myös voi katsoa suureksi riskiksi, jos rakennusliike toimii myyjänä, että ostajana. Vieraan pääoman vaikutus rakentamisessa on suuri ja sen puuttuminen tekee kiinteistöihin sijoittamisen kannattamattomaksi. Heikossa markkinatilanteessa pankkien rahoituksen saatavuus vaikeutuu.

Riskiä H2:n asuntosijoitusyritys hajauttaa ostamalla kerrostaloja, missä on kaiken kokoisia asuntoja, sijainti houkuttelee vuokralaisia, lainojen korot korkosuojaan, käytetään luotettavia rakennusliikekumppaneita ja tietty laatutaso. H2 mainitsee laskevansa vain aloitusvaiheessa hankkeen alkutuoton stabiloidulla vuokratuotolla. Laskelmassa otetaan huomioon muun muassa alkuvaiheen asuntojen tyhjät kuukaudet ja vuokrien nostomahdollisuus tulevaisuudessa. Liian yksityiskohtainen vuokrien nousujen arviointi ei ole mielekäs, koska asuntosijoittaminen on pitkällä tähtäimellä sijoittamista ja vuosien päähän vuokrien tarkka ennustaminen on mahdotonta. Liian optimistinen vuokrien ennustaminen vaikuttaa hankkeen kannattavuuteen merkittävästi.

Korkoa korolle ilmiön ansiosta laskennassa pienelläkin vuokran nostolla on suuri vaikutus kannattavuuteen, ja jos kohde alussa on tarpeeksi kannattava ja selviää omista kuluistaan, on hanke kannattava myös jatkossa. Kyseistä laskentatapaa pystyy hyödyntämään, kun lasketaan vuokraamattoman kohteen kannattavuutta.

H1 mainitsi, että Ruotsissa tulisi tarkemmin tarkastella, mikä projektimuoto sopii parhaiten kohteisiin, jolloin saataisiin maksimoitua tuottoa. Tällä hetkellä gryndituotanto ja vuokra-asuntotuotanto tekevät päätökset melko itsenäisesti hankkeistaan eikä kommunikoi juurikaan keskenään. H1 ehdotti, että projektin projektimuoto eli vuokratuotanto tai oma perustajaurakointi tulisi valita yleissuunnitteluvaiheessa, jolloin paremmin pystyttäisiin päättämään kannattavin projektimuoto. Tämän takia asuntojen tulisi olla varusteluiltaan ja kokoluokiltaan lähes samanlaiset. Vertailu on myös helpompaa, kun alusta alkaen laskee projektin kannattavuuslaskelmat molemmille projektimuodoille.

Koska Ruotsissa säännellään vuokramarkkinoita, on erityisen tärkeää onnistua vuokraneuvotteluissa, joissa määritetään asuntojen vuokrataso H1 toteaa. Korkea vuokrataso lisää sijoittajien kiinnostusta ja nostaa hankkeen kannattavuutta. Sijoittajat näkevät myös korkean riskin, jos rakennuttaja ei valmiiksi käy vuokraneuvotteluja sekä vuokraa asuntoja ennen myyntiä. Säännellyssä vuokramarkkinassa, varsinkin Tukholmassa, vuokralaiset jonottavat asuntojaan vuosia ennen kuin pääsevät vuokralle. Keskimäärin odotusaika on viisi vuotta. Rakennuttajan ei siis tarvitse juurikaan mainostaa vuokra-asuntoja, ja he saavat helposti asukkaat hankkeisiinsa. Tätä kautta poistuu riski vuokrattavuudesta sekä oikea vuokrataso löytyy automaattisesti. Tämän takia JM Housing Ruotsissa pystyy jo vuodessa keräämään sijoittajien tarvitseman datan realisointia varten.

3.6 Vuokrakohteiden hallinnointi

Kohteen ostaville sijoittajille on H3:n mukaan tärkeää laatia ja käyttää standardivuokrasopimuksia, jotka ovat myös suomen ja englannin kielellä samanlaiset ja saman sisältöiset. Vuokrauksesta tulee kerätä vähintään dataa vuokrausteesta, vuokralaisten vaihtuvuudesta ja vuokratasosta. Vuokrasopimukset tulee olla standardisoituja. Vuokrakohteesta tulee kerätä laajasti ja laadukkaasti dataa kohteiden vuokrausajalta ja dataa tulee kerätä eri kohteissa samalla tavalla. Kohteesta tulee esittää historiallista dataa vähintään kuukausi- tai kvartaalitasolla.

JM:llä on Ruotsissa H1 mukaan oma taloushallinto ja vuokranvälittäjät, jotka hoitavat vuokrasopimusten teon, vuokrasuhteen sekä rakennuksen ylläpidon. Tällä hetkellä he

hallinnoivat noin 410 asuntoa ja yksi henkilö ylläpitää asuntojen vuokralaissuhteita. Isännöinnistä vastaa yksihenkilö, joka ei tee siihen liittyvää työtä kuin puolet työajasta. Hankkeen valmistuttua vuokrasopimusten teossa sekä ensimmäisten vuokralaisten muutossa tulee olla enemmän henkilöitä mukana, koska halutaan saada asunnot mahdollisimman nopeasti vuokrattua ja yksi henkilö ei kykene vastaamaan sadan vuokrasopimuksen teosta sekä muuton yhteydessä syntyvästä työstä muutamassa kuukaudessa. Haastateltava kertoo vuokralaisvaihtuvuuden heillä olevan noin 10–15 prosentin luokkaa vuosittain. H1 kertoo, että he voivat myös ostaa ulkoisesti näitä palveluja, mutta tällä hetkellä he eivät ole nähneet sitä tarpeelliseksi.

3.7 Liiketoimintamuoto verotuksen näkökulmasta

Tuloverotus ei riipu siitä omistavatko sijoittajat asunto-osakeyhtiön suoraan vaiko hallinnointiyhtiön kautta. Verotettavaa tuloa rakennusliikkeelle syntyy hankkeen katteesta, vuokratulosta sekä realisoitumishetkellä tulevasta tulosta. Rakennuksen omistajaa verotetaan samoilla periaatteilla, oli omistajana sitten yhteisyritys tai rakennusliike. Jos kaikki osapuolet ovat suomalaisia, voidaan osinkoja kotiuttaa ilman verotusta osakkeen omistajille. Suomessa yhtiöt pystyvät vähentämään toimintaansa liittyviä korkokuluja tiettyjen raamien sisällä. Tätä kutsutaan safe heaven-säännöksi, jolloin jokainen tulosityksikkö voi hyödyntää tätä etua ja allokoida korkokuluja yrityksen sisällä. Tätä H4 ei näe kriittiseksi, mutta korkokulujen jakamisessa tulosityksiköiden välillä pystytään vähentämään yrityksen kokonaiskuluja. Tällä hetkellä korkojen ollessa suhteellisen korkealla voisi saada suurempaa hyötyä safe heaveneistä.

Verotuksellisesti H4 kertoi rahastona asunto-osakeyhtiömuodon toimivan samalla tavalla kuin hallinnointiyhtiö. Kommandiittiyhtiö taas on oma laskentayksikkö, jolle lasketaan verotettava tulo, mutta se ei ole itsessään verovelvollinen, vaan yhtiömiehet ovat verovelvollisia. Tulojen allokoinnista kommandiittiyhtiössä sovitaan yhtiösopimuksen mukaan. Kommandiittiyhtiössä on laaja sopimusvapaus, jolloin yhtiömiehet pystyvät itse määrittelemään yhtiösopimuksessa esimerkiksi tulojen allokoinnista. Yleisesti tulot jaetaan omistusosuuksien mukaan. Verotettava tulo lasketaan elinkeinoverolain mukaan molemmissa yhtiömuodoissa. Verotus on siis sama asunto-osakeyhtiössä sekä kommandiittiyhtiössä, mutta verotus kommandiittiyhtiössä tapahtuu yhtiömiesten verotuksessa eikä rahastossa.

Säännellyt sijoitusrahastot ja erikoissijoitusrahastot kuuluvat eri verosääntelyn alle, jolloin tiettyjen ehtojen täytyessä ne ovat verovapaita. Verotus tapahtuu voittoja jaettaessa sijoittajien tasolla. Tytäryhtiössä pystyy siirtämään rahaa konserniavustuksena, jos emoyhtiö omistaa yli 90 % tytäryhtiöstä. Konserniavustus on

keino siirtää verotettavaa tuloa. Annettu konserniavustus on verovähennyskelpoinen ja saatu konserniavustus verotettavaa tuloa. Konsernin sisällä voidaan jakaa yrityksille osinkoja, jotka Suomen sisällä ovat verovapaita. Konsernissa voidaan antaa lainaa emoyhtiöstä tytäryhtiöön sekä tytäryhtiöstä emoyhtiöön.

H4 kertoi, että omankäytön arvolisäverotusta rakentamisessa voidaan hyödyntää, kun rakennusliikkeellä on suora tai välillinen määräysvalta tilaajayhtiöön urakkasopimushetkellä. Omistusmuodolla ei ole väliä omankäytön arvolisäverotuksen kannalta, jos rakennusliikkeellä on määräysvalta. Rakennettaessa suoraan sijoitusyhtiölle tulee määräysvalta täten olla rakennusyhtiöllä. Rakennusliike voi myös rakentaa kohteen omaan taseeseen, jonka jälkeen myydä kohteen sijoitusyhtiölle, jolloin pystyttäisiin rakentamisessa hyödyntämään omankäytön ALV, vaikka se menee tällöin eri säännösten mukaan. Tämä kyseinen tapa ei ole tyypillinen tilanne eikä vastaa perinteistä perustajaurakointia. H4 mainitsi, että rakennusliike voi myös perustaa rakennusta varten kiinteistöosakeyhtiön, jota esimerkiksi hallinnoi hallinnointiyhtiö ja urakkasopimuksen laatimishetkellä rakennusliikkeellä on epäsuorasti sadan prosentin omistusosuus kiinteistöyhtiössä. Rakentamisen alettua muut sijoittajat voisivat ostaa osuudet kiinteistöosakeyhtiöstä. Laissa ei ole suoraan edellytystä, että kohteen tulisi olla valmis ennen myyntiä. Esimerkiksi H4 mainitsee asunto-osakkeiden myymisen jo rakentamisen aikana. Tässä tulee huomioida mahdollisuus, että kyseinen järjestely voidaan tulkita keinotekoiseksi, varsinkin jos omistuksen myyminen tapahtuu lähes heti kaupanteon jälkeen. Yleensä rakentamisen aikana rakennusliike omistaa asunto-osakeyhtiön. Myytäessä osakkeita kuluttajille rakennusliike pitää määräysvallan tuottavat osakkeet ja asiakkaat saavat muita osakkeita. Tämän voi toteuttaa muun muassa eri osakesarjoilla, jolloin rakennusliike pitää äänivallan tuottamat osakkeet itsellään, jotka mitätöidään tietyn ajanjakson jälkeen.

Kiinteistöosakeyhtiö voi olla kiinteistöosakeyhtiö tai keskinäinen kiinteistöosakeyhtiö. Keskinäisessä kiinteistöosakeyhtiössä osakkaalla on yhtiöjärjestyksen perusteella osakkeen omistuksen perusteella omistusoikeus hallita tiettyä tilaa kiinteistöyhtiössä. Asunto-osakeyhtiö on keskinäinen osakeyhtiö. Asunto-osakeyhtiöksi määritellään rakennus tai sen osa, jossa huoneistojen yhteenlaskettu lattiapinta-ala on määrätty osakkeenomistajien hallinnassa oleviksi asuinhuoneistoiksi. Keskinäisessä kiinteistöosakeyhtiössä osakkeen omistaja toimii oman tilansa vuokranantajana. Tavallisessa kiinteistöosakeyhtiössä kiinteistön omistaja toimii vuokranantajana. Keskinäisessä kiinteistöosakeyhtiössä vuokranantaja pystyy vähentämään verotuksessa vuokratulosta taloyhtiön yhtiövastikkeet. Kiinteistöosakeyhtiössä vuokranantaja pystyy vähentämään verotuksessa vuokratuloista omat kulunsa.

Käytännön kannalta keskinäinen osakeyhtiön operointi on toimivampaa ja mahdollistaa kiinteistön osien vuokrauksen eri käyttäjille. Keskinäisessä kiinteistöosakeyhtiössä on mahdollista jättää kiinteistöstä tehtävät poistot tekemättä, mikä eroaa kiinteistöosakeyhtiön kirjanpidosta, jossa tulee tehdä suunnitelman mukaiset poistot. Tällä pystytään hallitsemaan omaa pääomaa. Verotuksessa poistot voidaan vähentää tuloksesta. Keskinäisessä kiinteistöosakeyhtiössä poisto sisältyy yhtiövastikkeeseen ja kiinteistöosakeyhtiössä noudatetaan poistosuunnitelmaa. Verotuksessa on valinnanvapaus, jolloin voit tehdä maksimipoiston tai maksimia pienemmän poiston veronlainsäädännön sallimissa rajoissa ja näiden erotuksena jäävän osuuden voi myöhemmin halutessaan poistaa.

H4 kertoo, että kaikissa transaktioissa lähipiiriyhtiöiden kanssa tulee noudattaa markkinaehtoperiaatetta. Verotuksessa keskinäisessä kiinteistöosakkeessa on poikkeus, joka mahdollistaa markkinaehtopoikkeamisen. Keskinäisessä kiinteistöosakeyhtiössä osakkeenomistaja saa hyödyntää tiloja määrättyllä tavalla. Kustannus tilojen hallinnoinnista osakkeenomistajalle on yhtiövastike, joka on poikkeus markkinaehtoperiaatteeseen, koska hän osallistuu täten vain kiinteistön kustannuksiin. Kiinteistöosakeyhtiössä tulee käyttää markkinaehtoperiaatetta, vaikka kiinteistön käyttäjä omistaisi kokonaan kiinteistöyhtiön. Hänen tulee siis maksaa käypää markkinavuokraa kiinteistöyhtiölle. Voi käydä siis tilanne, että tilan omistaja huonossa rahatilanteessa joutuu maksamaan markkinahintaista vuokraa omistamalleen kiinteistöyhtiölle. Myös voi käydä tilanne, että toinen tekee tappiollista liiketoimintaa ja tätä ei pystytä netottamaan toisen yhtiön tuloksesta.

Kiinteistön omistus- ja hallinnointimuodon vaihtamisessa tulee muuttaa kiinteistön yhtiöjärjestystä. Yhtiömuodon muuttaminen tulee ajankohtaiseksi H4 mielestä yleensä, kun vaihdetaan kiinteistön käyttötarkoitusta. Esimerkiksi kiinteistön vanha rakennus voi olla purettu ja halutaan säilyttää yhtiö tulevaa rakennusta varten ja tehdä käyttötarkoituksenmuutos. Verotuksen kannalta tässä ei tapahdu verotuksellista toimintaa ja arvolisäverotuksen kannalta ei tapahdu sen alaista toimintaa. Arvolisävero klausuuli tulee kuitenkin sisällyttää uuteen yhtiöjärjestykseen, jos vaihdetaan keskinäiseen kiinteistöosakeyhtiöön, jossa harjoitettaisiin arvolisävelvollista toimintaa.

Haastateltava 4 muistuttaa, että varainsiirtovero tulee huomioida miettiessä exit-strategiaa. Varainsiirtoveroa tulee maksaa kiinteistöstä 4 %, asunto-osakkeesta 2 % velattomasta hinnasta ja muista arvopapereista 1,6 prosenttia, kuten osakeyhtiön osakkeet, jotka on hankittu muuten kuin arvopaperimarkkinoilta. Kommandiittiyhtiön yhtiöosuusien siirto ei ole varainsiirtoveron alainen transaktio. H2 mukaan juuri kommandiittiyhtiö on tästä syystä paras sijoitusmuoto vuokra-asuntotuotantoon. Hän

myös mainitsee kommandiittiyhtiön olevan läpinäkyvä ja helppo hallinnoida. Haastateltava 4 muistuttaa, ettei tätä voi hyödyntää kuluttajille myydessä, koska kuluttajan tulee omistaa suoraan asunto-osakeyhtiön osakkeet. Kommandiittiyhtiön omistaessa asunto-osakeyhtiön voisi se myydä kuluttajille asunnot, mutta tällöin niiden ostajan tulisi maksaa niistä varainsiirtovero.

Liiketoimintamuodon valinnassa huomioitavia verotuksellisia asioita:

- Tuloverotuksen määrä ei riipu siitä, käytetäänkö sijoittamisessa holdingyhtiötä vai omistetaanko asunto-osakeyhtiö suoraan. Yhteisyritys maksaa samalla veroprosentilla tuloveroa kuin rakennusliike.
- Osakeyhtiömuotoinen rahasto ja osakeyhtiö (mm. hallinnointiyhtiö) ovat itsessään verovelvollisia.
- Kommandiittiyhtiö ei ole itsessään verovelvollinen, vaan yhtiön yhtiömiehet ovat verovelvollisia.
- Verotettava tulo lasketaan elinkeinoverolain mukaan molemmissa yhtiömuodoissa.
- Tytäryhtiössä pystyy siirtämään rahaa konserniavustuksena, jos emoyhtiö omistaa yli 90 % tytäryhtiöstä. Konserniavustus on keino siirtää verotettavaa tuloa.
- Omarkäytön arvolisäverotusta rakentamisessa voidaan käyttää, kun rakennusliikkeellä on suora tai välillinen määräysvalta tilaajayhtiön urakkasopimushetkellä.
- Keskinäinen kiinteistöosakeyhtiö (mm. Asunto-osakeyhtiö) on verotuksellisesti myymisen ja hallinnoinnin kannalta parempi kiinteistön hallinnointimuoto kuin kiinteistöosakeyhtiö.
- Kiinteistön yhtiöjärjestyksen muuttaminen ei ole verotuksellista toimintaa eli esimerkiksi kiinteistön käyttötarkoituksen muutoksesta ei tarvitse maksaa veroa.

4. JOHTOPÄÄTÖKSET

4.1 Yhteenveto ja pohdinta

Diplomityön teoriaosuudessa käytiin läpi Suomen vuokra-asuntomarkkinoiden nykytilannetta, vuokra-asuntomarkkinoiden eri toimijoita, rahoitusta sekä rakennusliikkeen mahdollisia vuokra-asuntotuotannon liiketoimintamalleja. Tuloksena teoriaosuudesta saatiin selville erilaisia toimintatapoja vuokra-asuntomarkkinoilla, eri rahoitusmalleja, joilla voidaan rahoittaa hankkeita sekä vertailtiin Ruotsin ja Suomen vuokra-asuntomarkkinoita keskenään.

Teemahaastatteluosiossa saatiin kattavasti tietoa sijoittajien mielipiteistä yhteisyritystoiminnassa rakennusliikkeen kanssa, vuokra-asuntotuotantoon liittyvien tuloveron ja arvolisäveron säännöksistä, sijoittajien sijoitusstrategioista sekä siitä, mitkä tekijät ja ominaisuudet tekevät kohteista houkuttelevan. Haastatteluissa sivuttiin myös vuokra-asuntotuotannon hallinnointiin ja vuokraukseen liittyviä asioita.

Teoriataustan sekä haastattelututkimuksen pohjalta voidaan nähdä, että asuntomarkkinoiden suhdanneherkkyys ja syklisyys näkyy nyt kuluttajamyynnin hidastumisena ja sijoittajien varovaisuutena. Vuokra-asuntomarkkinoilla kustannusten nousu ja epävarma taloustilanne laskevat sijoittajien sijoitusten kannattavuutta, koska he eivät pysty kattamaan vuokrankorotuksilla kokonaisuudessaan nousseita kuluja. Tulevaisuudessa korkotason pysyessä tasaisena tai laskiessa Suomen vuokra-asuntomarkkinoiden ennustetaan kasvavan nykyisestä ja tämä lisää mahdollisuuksia vuokra-asuntotuotannossa.

Rakentamisessa ja kiinteistösijoittamisessa yksittäisiin kohteisiin sitoutuu paljon rahaa, jonka takia on tärkeää saada oman pääoman kiertonopeus nopeaksi. Oman pääoman kiertonopeuteen vaikuttaa oman pääoman määrä, hankkeen kesto sekä siitä saatavan tuoton määrä ja saamisen ajankohta. Vieraan pääoman määrä ja hinta vaikuttavat hankkeiden aloitukseen ja kannattavuuteen. Rahoituslaitoksilta saatavan lainan ehtoihin tulevaisuudessa tulee vaikuttamaan EU:n kestävän rahoituksen luokitusjärjestelmä eli taksonomia. Kestävän kehityksen liittäminen rahoituksen saatavuuteen ohjaa nopeasti kiinteistösijoittamista sekä koko rakennusalaan kestävän kehityksen suuntaan.

Kestävä kehitys on jo ennen taksonomian astumista voimaan alkanut ohjailemaan mieltymyksiä ja hankkeiden houkuttelevuustekijöitä sijoittajien näkökulmasta. Esimerkiksi sijoittajat vaativat, että uusien asuntojen energialuokka tulee olla A tai B. Haastattelututkimuksessa nousi esille muun muassa, että sijoittajat tällä hetkellä

haluavat sijoitusportfolioihin 1–3 huoneen omaavia asuntoja ja etenkin markkinoilla etenkin isot kaksiot ja pienet kolmiot ovat haluttuja.

Tutkimuksessa nousi esille mahdollisia liiketoimintamalleja, miten rakennusliike voisi aloittaa vuokra-asuntotuotannon. Yhteenvedossa esittelen kolme sopivinta liiketoimintamallia: rakennusliike rakentaa vuokra-asunnot omaan taseeseen ja myy sijoittajille 1–3 vuoden pitoajan jälkeen, rakennusliike perustaa kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston ja rakennusliike perustaa tytäryrityksen, johon hakee sijoittajia omistajiksi. Liiketoimintamuotojen ominaisuuksia on esitelty taulukossa 1.

Taulukko 1. Liiketoimintamuotojen ominaisuuksia.

Liiketoiminta muoto	Oman taseeseen yksittäisiä kohteita	Kiinteistösijoitusrahasto	Tytäryhtiö
<u>Omistus</u>	Rakennusliike	Sijoittajat ja Rakennusliike	Rakennusliike ja mahdollisesti sijoittajat
<u>Tuoton muodostuminen</u>	Vuokratulo ja kohteen myymisestä saatava tulo	Rakennuskate, vuokratulo ja myyminen (mahdollisesti myös hallinnointipalkkiot)	Vuokratulo ja kohteen myymisestä saatava tulo
<u>Pitoaika kohteenvalmistuttua</u>	1–3 vuotta	10 vuotta rahaston toiminta-aika	1–3 vuotta
<u>Organisaatorakenne</u>	Rakennusliikkeen nykyinen organisaatorakenne	Rahastonhallintoihin sekä vuokraustoiminnan ylläpitämiseen tarvitaan resursseja	Yhtiön hallintoihin tarvitaan lisäresursseja

Rakennusliikkeen rakennuttaessa vuokraohteen itse hankkeen aloitus ja suunnittelu on sujuvampaa kuin, jos hanketta suunniteltaisiin sijoituskumppanin kanssa. Hankkeesta saatavat tuotot tulisivat kokonaisuudessaan rakennusliikkeelle. Hankkeen myyminen tapahtuisi, kun kohde olisi saatu vuokrattua ja kerättyä historiallista dataa vuokrauksesta. Tarvittaessa hankkeen voisi myydä myös ennen vuokraustoiminnan aloitusta sijoittajalle, mutta tällöin rakennusliike ei saisi vuokraustoiminnan aloituksessa tuotetun arvon

tuottoja. Suurimpina ongelmina rakennusliikkeelle tässä mallissa muodostuu hankkeen rahoitus sekä, että hanke ei ole myynti hetkellä houkutteleva sijoittajille eli ei vastaa sijoittajien sijoituskriteerejä. Rakennusliikkeellä tulisi olla riittävästi omaa ja vierasta pääomaa rahoittaakseen hanke. Hankkeen sijoituspäätöstä tehdessä tulee laskea, että vuokrat kohde olisi kannattava pitää rakennusliikkeenkin taseessa pidemmänkin sijoitusjakson. Kun hanke on kannattava rakennusliikkeelle pitkällä ajanjaksolla, niin todennäköisesti se on sitä myös mahdollisille sijoittajille. Hankkeet rakennettaisiin asunto-osakeyhtiömuotoisina, jolloin niiden myyminen ja hallinnointi on helpompaa sekä voidaan hyödyntää oman käytön arvolisäverotusta. Tässä liiketoimintamallissa tarkastellaan vain yhden hankkeen kokonaisuuksia. Liiketoimintamuodossa tulee tarkastella, olisiko kannattavaa perustaa jokaisen hankkeen kohdalla erillinen kommandiittiyhtiö, joka omistaisi rakennettavan asunto-osakeyhtiön. Tällöin hanketta myydessä ostajan ei tarvitsisi maksaa varainsiirtoveroa. Liiketoimintamuodon operointi alkuvaiheessa ei tarvitse erillistä organisaatiota, mutta uusien dokumenttien ja käytänteiden implementointi vie alkuvaiheessa resursseja. Tuotto syntyy vuokratulosta ja myymisestä saatavasta tulosta.

Kommandiittiyhtiömuotoisen kiinteistörahaston perustaminen sopii rakennusliikkeelle, jolla urakointihankkeita on tarpeeksi, jotta noin kolmen vuoden ajanjaksolla hyvässä asuntomarkkinatilanteessa saadaan koottua riittävästi hankkeita kiinteistörahaston täyttymiseksi. Rahastoon ei kannata ottaa mukaan muita rakennusliikkeitä toteuttamaan hankkeita, koska tämä hankaloittaisi päätöksentekoa ja heikentäisi rahaston osapuolten välisiä suhteita. Omaperusteisesta urakoinnista saatava kate on lähtökohtaisesti aina parempi kuin urakointikohteissa, joten rakennusliikkeelle ei ole kannattavaa hyvässä markkinatilanteessa pakolla saada kiinteistörahastoon tarpeeksi hankkeita. Huonossa markkinatilanteessa rahasto täyttyy nopeammin, koska gryndimarkkina ei silloin vedä yhtä hyvin.

Kiinteistörahasto on suurille sijoittajille houkuttelevampi vaihtoehto kuin yksittäiset hankkeet, koska rahaston omistus ja hallinnointi on helpompaa sekä sijoittajat haluavat tarpeeksi suuria sijoituskohteita. Kiinteistörahastolla voi olla useampia omistajia, jolloin sijoittajien näkökulmasta riski sijoitettavista kohteista on pienempi. Kommandiittiyhtiön myynnissä ei ostajan tarvitse maksaa varainsiirtoveroa, joka useaa kiinteistöä myydessä voi kasvaa merkittävästi. Tällöin ostajat ottavat tämän huomioon tarjousta tehdessä ja heikentävät ostotarjoustaan. Kiinteistöt rahastossa ovat asunto-osakeyhtiömuodossa.

Kiinteistörahaston hallinnoiminen vaatii erilaisia resursseja, mitä rakennusliikkeillä on normaalisti, joten hallinnoiminen voidaan ulkoistaa tai rakennusliike voi hankkia

tarvittavat resurssit. Kiinteistörahaston hallinnointia rahoitetaan sijoittajilta saatavina hallinnointipalkkioina. Monen vuokra-asuntohankkeen hallinnointi voidaan ulkoistaa.

Rakennusliike voi toimia kiinteistörahastossa myös sijoittajana, mutta päätävältä tulee olla muilla sijoittajilla, jolloin sijoittavat voivat varmistua, että rahastoon sijoitettavat hankkeet ovat hyviä ja ettei rakennusliike toimi vain oman etunsa mukaisesti. Rakennusliike voi ehdottaa rahastolle sijoitettavia hankkeita ja rahaston sijoittajat päättävät, mitkä hankkeet toteutetaan, jolloin molemmilla osapuolilla on päätösvalta hankkeista. Rakennusliikkeelle syntyy tuottoa rakennuskatteesta, vuokratulosta, kiinteistörahastoa myydessä syntyvästä katteesta sekä mahdollisesti rahastohallinnoinnista saatavasta katteesta. Urakointikate on KVR urakointia pienempi, koska rakennusliike saa tuottoa myös rahaston vuokratuloista sekä rahaston myymisessä syntyvästä tuotosta. Rahastossa sijoittajat rahoittavat hankkeiden toteutuksen ja rakennusliike saa melko varman tilauskannan, jos pystyy täyttämään sijoittajien vaatimukset.

Tytäryhtiön perustaminen vuokraustoimintaan selkeyttää rakennusliikkeen toimintaa sekä erottaa vuokra-asuntotuotannon rakennusliikkeen normiliiketoiminnasta. Tytäryhtiössä rakennusliikkeellä on määräysvalta, jolloin se ei olisi sijoittajille kiinnostava sijoituskohde. Sijoittaja ei pystyisi päättämään mihin heidän rahojaan käytetään. Sijoittajien olisi kuitenkin mahdollisuus sijoittaa tytäryhtiön osakkeisiin ja omistaa enemmistö osakkeista. Emoyhtiön omistaessa yli 90 % tytäryhtiöstä voisi yhtiöt antaa toisilleen konserninavustuksia, joilla yhtiöiden välillä voisi siirtää rahaa. Tytäryhtiön liiketoiminta tapahtuisi samanlailla kuin omaan taseeseen vuokra-asuntoja rakennettaessa. Jos tytäryhtiön liiketoiminta olisi kannattavaa ja sijoittajat kiinnostuisivat yrityksestä, voitaisiin yhtiö myydä halutessa eteenpäin. Jos rakennusliikkeen tarkoitus on tytäryhtiöllä saada mukaan sijoittajia, jotka rahoittaisivat hankkeita niiden alku vaiheessa, on kiinteistörahasto parempi vaihtoehto. Tytäryhtiö tarvitsee osin erillisen organisaation rakennusliikkeen nykyisen organisaation rinnalle, ja sillä on muun muassa erillinen kirjanpitovelvollisuus.

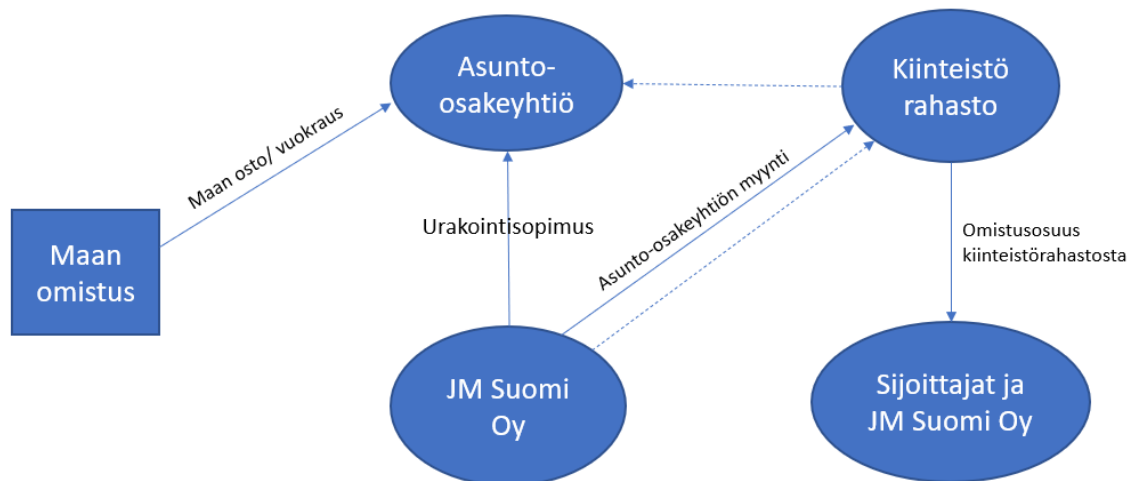
4.2 Ehdotetut toimenpiteet

Yhteenvedossa esitettyjen ratkaisujen pohjalta rakennusliikkeen kannattaa tehdä vuokra-asuntoja joko yksittäisinä omaan taseeseen tai perustaa kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto. Suoraan kiinteistörahaston perustaminen ilman kokemusta vuokra-asuntotuotannon hallinnoinnista ja operoinnista voi vaikuttaa sijoittajien kiinnostukseen kiinteistörahastosta. Myös rahaston perustaminen ja sijoittajien hankkiminen vaatii aikaa, jolloin pystyttäisiin ennen rahaston perustamista

tehdä yksittäisiä kohteita omaan taseeseen. Kohdeyrityksen ruotsalainen emoyritys rakentaa vuokra-asuntokohteita suoraan omaan taseeseen, joten konseptin voisi tuoda myös Suomeen. Tässä tulee huomioida Ruotsin vuokramarkkinoiden eroavaisuus, missä säännellään vuokramarkkinoita.

Omaan taseeseen vuokra-asuntokohdetta rakentaessa tulee perustaa asunto-osakeyhtiö, jonka rakennusliike omistaa. Vuokra-asuntojen vuokraaminen ja hallinnointi voidaan teettää ulkopuolisella taholla tai tehdä itse. Kohdetta myydessä sijoittaja ostaa asunto-osakeyhtiön osakkeet. Yksittäisten kohteiden hallinnointi ja vuokraus on mahdollista nykyisen organisaatorakenteen avulla, kun vuokratuotantokohteita on vähän.

Kiinteistörahaston kautta rakennettavien kohteiden sopimussuhteet ovat esitetty alla olevassa kuvassa 11 (kuva 11). Kohteisiin sijoittamista varten perustetaan kommandiittiyhtiömuotoinen kiinteistörahasto, jonka omistajina ovat sijoittajat sekä rakennusliike vähemmistöomistuksella. Rakennusliike tekee jokaista yksittäistä kohdetta varten asunto-osakeyhtiön, jonka hallinnoinnista vastaa rakennusliike. Asunto-osakeyhtiö ostaa tai vuokraa maan, jolle asunto-osakeyhtiö rakennetaan. Asunto-osakeyhtiö solmii urakointisopimuksen rakennusliikkeen kanssa. Rakennusliike myy asunto-osakeyhtiön urakointisopimuksen laatimisen jälkeen kiinteistörahastolle, joka vastaa tämän jälkeen kohteen hallinnoinnista. Kiinteistörahaston hallinnoinnista vastaa rakennusliike.



Kuva 11. Sopimus- ja hallinnointisuhteet kiinteistörahastossa.

Kiinteistörahastot rahoittavat yleensä hankkeita noin 50 % vieraalla pääomalla. Pääoman saatavuus on tällä hetkellä vaikeutunut, mikä laskee myös hankkeiden kannattavuuksia. Oman vuokratuotannon kokonaiskannattavuus tulee olla parempi kuin KVR-urakointi sijoittajille, koska rakennusliike vuokratuotantoa aloittaessa vaatii

enemmän resurssien käyttöä, jotta uusi liiketoiminta saadaan käyntiin. Vuokra-asuntotuotannossa tulee huomioida, että omia pääomia sitoutuu pidemmän aikaa hankkeisiin, jolloin ne eivät ole yhtä nopeasti käytettävissä kuin perustajaurakoinnissa.

4.3 Tutkimuskysymyksiin vastaaminen

Tutkimukselle asetettiin kolme tutkimuskysymystä, joiden avulla pyrittiin vastaamaan tutkimuksen tarkoitukseen. Näihin tutkimuskysymyksiin vastaukset saatiin teoriaosuuden sekä haastattelujen kautta. Tutkimuskysymyksiin on vastattu lyhyesti alla.

”Mikä on Suomen vuokra-asuntotuotannon markkinatilanne?”

Vuoden 2023 keväällä Suomen asuntomarkkinatilanne yleisesti on huonossa tilassa. Asuntokauppojen määrä on romahtanut viime vuosien ennätystasosta, rahoituksen saatavuus on vaikeutunut ja kallistunut sekä rakennusliikkeet ovat lykänneet uusien hankkeiden aloituksia. Vuokra-asuntomarkkina pidemmällä ajanjaksolla katsottuna on ollut kuitenkin kasvava markkina muun muassa kaupungistumisen ja asuinkuntien pienemisen takia.

Suomen vuokra-asuntomarkkinoilla sijoittavat kiinteistörahastot ovat kasvattaneet sijoituspääomia tasaisesti siitä lähtien kun niitä on perustettu Suomen markkinoille. Sijoittajat näkevät Suomen vuokra-asuntomarkkinoilla tuotto- ja kasvumahdollisuuksia.

”Minkälaisia rahoitusmuotoja ja rahoitustoimijoita on?”

Hankkeita voidaan rahoittaa omalla pääomalla tai käyttämällä myös vierasta pääomaa. Tyypillisesti vieras pääoma on pankkilainaa, mutta vieras pääoma voi olla myös esimerkiksi joukkovelkakirjalaina ja vaihtovelkakirjalaina. Suomessa suuret asuntovuokraamiseen erikoistuneet kiinteistösijoitusyhtiöt rahoittavat suuren osan toiminnastaan joukkolaina- ja yritysmarkkinoiden kautta.

Kiinteistörahastolakiin on kirjattu rajoitteita velkavivun käytöstä, joilla on haluttu pienentää velkavivun käyttöön liittyvää riskiä. Asuntorahastojen luoton määrä on mahdollista kasvattaa 80 % kiinteistörahaston varallisuudesta.

”Millaisen liiketoimintamallin rakennusliike vuokra-asuntojen rakennuttajana tarvitsee?”

Lyhyellä aikavälillä rakennusliike voi tehdä yksittäisiä kohteita omaan taseeseen, jos heillä on tarpeeksi omia pääomia. Pidemmällä aikavälillä rakennusliikkeen halutessa kasvattaa vuokra-asuntotuotantoliiketoimintaa systemaattisesti, tulee sen perustaa kiinteistörahasto, johon saada mukaan sijoittajia. Näin vuokra-asuntotuotantoon sijoitettavan pääoman määrä sekä rakennusliikkeen pääoman kiertonopeus kasvavat.

Rahoituksen saatavuus oletettavasti paranee, hankkeiden aloittamista voidaan tarkastella systemaattisemmin ja hankkeita saadaan liikkeelle pienemmällä riskillä.

4.4 Jatkotutkimusaiheet

Tutkimuksen teoriaosuuden ja haastattelujen pohjalta löytyi täydentäviä jatkotutkimusaiheita. Emoyhtiön intressit vuokra-asuntotuotannon laajentamiseksi tulee selvittää sekä tutkia, miten voidaan hyödyntää Ruotsin vuokra-asuntotuotannon valmista prosessia. Vuokra-asuntotuotantoliiketoimintaa laajennettaessa tulee selvittää, miten kasvavaa resurssitarvetta hoidetaan ja missä vaiheessa tulee rakentaa tälle liiketoiminnalle oma yksikkö.

Haastattelujen pohjalta tuli esille, miten kiinteistösijoitusyritykset laskevat tuottoa hankkeille. Nämä laskelmapohjat tulee tehdä, jotta niiden pohjalta voidaan tehdä hankkeiden sijoituspäätökset. Laskelmissa tulee laskea hankkeen alkutuotto stabiloidulla vuokratuotolla. Laskelmassa otetaan huomioon muun muassa alkuvaiheen asuntojen tyhjät kuukaudet ja vuokrien nostomahdollisuus tulevaisuudessa. Laskentapohjat ovat osa sijoituspäätöksen tekemistä.

Kolmanneksi tulee selvittää ja kartoittaa sijoittajia, jotka olisivat kiinnostuneet kiinteistörahaston perustamisesta. Tässä tulee selvittää institutionaalisten sijoittajien sekä ei institutionaalisten sijoittajien mielenkiinto kiinteistörahastosta. Institutionaalisten sijoittajien vieraan pääoman saaminen kiinteistörahastoon riippuu heidän omistussosuudesta. Myös vuokra-asuntotuotantoa aloittaessa tulee ensin tutkia sijoittajien kiinnostus ostaa yksittäisiä kohteita, jotka on saatu rakennettua ja vuokrattua. Sen lisäksi tulisi kartoittaa kiinteistörahastosta kiinnostuneet ostajat.

LÄHTEET

- Andersson, Roland. Söderberg, Bo. (2017). Elimination of Rent Control in the Swedish Rental Housing Market: Why and How? *Journal of housing research*. (2012): 159–182. (viitattu 10.3.2023) Doi: <https://doi.org/10.1080/10835547.2012.12092062>
- Alho Eeva, Härmälä Valtteri, Oikarinen Elias, Kekäläinen Antti, Noro Kirsi, Tähtinen Tuuli, Vuori Lauri. (2018). Vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuus, kilpailutilanne ja kehittämistarpeet. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminta.
- Asumisen rahoitus- ja kehittämiskeskus (ARA). 2022. Hakuohje 2022: lyhytaikaisen korkotukilaina vuokratulojen rakentamien. Asumisen rahoitus- ja kehittämiskeskus.
- Dinu, Ana-Maria. (2016). International expansion through joint venture - risks and benefits. *Knowledge Horizons.Economics*, 8(1), 139-141
- Handelsbanken (2022). Vihreät rakennukset. Vastuullinen rahoitus. Rahoitus. Yritysassiakkaat. (viitattu 28.12.2022): <https://www.handelsbanken.fi/fi/yritysassiakkaat/rahoitus/vastuullinen-rahoitus/vihreat-rakennukset>
- JM. (2023). Rental units. Property development. Operations. (viitattu 2.1.2023): <https://www.jm.se/en/about-us/operations/property-development/rental-units/>
- Kaarto Marko. (2015). Sijoita asuntoihin! Aloita – Kehity – Vaurastu, 2. painos, KM Growth Oy
- Kare, M. (2004). Epäsuorien kiinteistösijoitusinstrumenttien valintakriteerit. Diplomityö, Kiinteistöopin ja talousoikeuden julkaisu B110, Teknillinen korkeakoulu. Espoo.
- Karvinen Tuukka. (2020). Kiinteistörahastojen toiminta. Lappeenrannan-Lahden teknillinen yliopisto. (luettu 16.11.2022) <https://urn.fi/URN:NBN:fi-fe2020051938348>
- Kojamo. (2022). Osavuosikatsaus 1.1-30.9.2022. Kojamo
- Kojamo. (2022b). Rahoitus ja joukkovelkakirjalainat. (viitattu 20.1.2023) Saatavissa: <https://kojamo.fi/sijoittajat/taloustietoa/rahoitus-ja-joukkovelkakirjalainat/>
- Koski, Pauli. Sillanpää, Matti. (2020) Yhtiöoikeus. Helsinki WSOYpro., 2000.
- Koskinen Kimmo. Voutilainen Ville. Hanna Putkuri. 2022. Asuntosijoittajien kustannukset kasvussa. Suomen pankki. (viitattu 17.12.2022) Saatavissa: https://publications.bof.fi/bitstream/handle/10024/52436/ET_analyysi_091222.pdf?sequence=1&isAllowed=y

KTI. (2022). Kevät 2022 KTI markkinakatsaus. Markkinaraportit ja katselmukset. Kiinteistötieto.

KTI (2022b). KTI Vastuullinen kiinteistöliiketoiminta 2022. Markkinaraportit ja katselmukset. Kiinteistötieto.

KTI. (2022c). Kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot. Markkinaraportit ja katselmukset. Kiinteistötieto.

Kukkonen, Matti. Walden, Risto (2016) Pk-konsernin verosuunnittelu. 2., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent

Kuusenaho Iida. (2015). Asuntorahastot Suomessa- katsaus markkinaan. Maankäyttötieteiden laitos Aalto-yliopisto. (viitattu 17.11.2022) Saatavissa: <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-60-6118-4>

L 30.12.1997/1336. Kirjanpitolaki.

Louekoski, P. ja Kaleva, H. (2014). Kiinteistörahoituksen muodot ja instrumentit monimuotoistuvat. Locus toimialakatsaus.

Luoma Tero. (2009). Konsernirakenne ja taseen ulkopuolinen rahasto suomalaisessa yrityksessä pääomassa- case panostaja OYJ ja Capman OYJ. Taloustieteiden laitos. Tampereen yliopisto. (viitattu 20.1.2023) Saatavissa: <https://trepo.tuni.fi/bitstream/handle/10024/80805/gradu03713.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Noponen Sami (2021). Näin toimii Ruotsin kiistelly vuokrasääntely, josta riitely kaatoi maan hallituksen – ”Suurimpia kärsijöitä nuoret asunnonetsijät”. Taloussanomat. (viitattu 6.1.2023) Saatavissa: <https://www.is.fi/taloussanomat/art-2000008074791.html>

Pellervon taloustutkimus. (2021). Asuntomarkkinat 2022 – ennuste. Kansantalouden tutkimusryhmä. (viitattu 2.11.2022) Saatavissa: <https://www.ptt.fi/ennusteet/kansantalous-ja-asuntomarkkinat/asuntomarkkinat-2022-ennuste.html>

Pellervon taloustutkimus. (2023). Alueellinen asuntomarkkinaennuste 2023. Kansantalouden tutkimusryhmä. (viitattu 13.3.2023) Saatavissa: <https://www.ptt.fi/ennusteet/alueellinen-asuntomarkkinaennuste-2023/>

Pantentti- ja rekisterihallitus (PRH). (2023). Keskinäinen kiinteistöosakeyhtiö. (viitattu 20.1.2023) Saatavissa: https://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/keskinainen_kiinteistoosakeyhtio.html

Pursiainen Heikki. (2021). Vuokrasääntelystä puhutaan taas- ovatko ekonomistien opit vanhentuneet? Mustread. (viitattu 20.1.2023) Saatavissa: <https://vuokranantajat.fi/lehdet/vuokrasaantelysta-puhutaan-taas-ovatko-ekonomistien-opit-vanhentuneet/>

Ramboll. (2022). Vihreän rahoituksen hakijat. Ramboll (viitattu 28.11.2022) Saatavissa: <https://c.ramboll.com/fi/eu-taksonomia#mika-muuttuu-toimialallasi>

Rakennusteollisuus. (2023). Rakennusteollisuuden suhdannekatsaus kevät 2023. (viitattu 17.4.2023.) Saatavissa: https://www.rt.fi/globalassets/suhdanteet-ja-tilastot/suhdannekatsaukset/2023/rt_suhdannekatsaus_kevat-2023-hires.pdf

Rakli. (2019). RAKLI:n pääkaupunkiseudun kiinteistö- ja rakennusmarkkinoiden suhdannetiedote 2/2019. (viitattu 25.11.2022) Saatavissa: <https://www.rakli.fi/rakli-tiedottaa/raklin-paakaupunkiseudun-kiinteisto-ja-rakennusmarkkinoiden-suhdannetiedote-2-2019-paakaupunkiseudun-kiinteistomarkkinoilla-vilkasta-rakentaminen-vetaa-ensi-vuonnakin/>

Rakli. (2022). Raklin Vuokra-asuntobarometri: Rakennusmateriaalien hinnat ja rahoituksen saatavuus rajoittavat vuokra-asuntojen rakentamista. (viitattu 25.11.2022) Saatavissa: <https://www.rakli.fi/rakli-tiedottaa/raklin-vuokra-asuntobarometri-rakennusmateriaalien-hinnat-ja-rahoituksen-saatavuus-rajoittavat-vuokra-asuntojen-rakentamista/>

Ramstedt Tero. (2017). Rakennusliikkeen liiketoiminnan laajentaminen vuokra-asuntotuotantoon. Lappeenrannan teknillinen yliopisto. Tuotantotalous/ Tuotannon johtaminen (viitattu 18.10.2022) Saatavissa <https://urn.fi/URN:NBN:fi-fe201705106369>

Rämö Tuomas. (2016). Asuntorahastot Suomen kiinteistömarkkinoilla. Lappeenrannan teknillinen yliopisto, School of Business and Management, Laskentatoimi (viitattu 1.11.2022) Saatavissa <https://urn.fi/URN:NBN:fi-fe2016113030074>

SATO. (2022). Lainaehdot JVK-laina II/2013. Reaalivakuudelliset JVK-lainat. (viitattu 24.11.2022) Saatavissa: <https://www.sato.fi/fi/talous-sijoittajat/rahoitus/reaalivakuudelliset-jvk-lainat>

Seppä Marko. (2000). Strategy Logic of the Venture Capitalist : Understanding Venture Capitalism - the Businesses Within - by Exploring Linkages Between Ownership and Strategy of Venture Capital Companies, over Time, in America and Europe. Jyväskylä: University of Jyväskylä.

Suomen pankki. (2023). Euribor korot kuukausittain. tilastot. (viitattu 13.3.2023) Saatavissa:

https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/korot/kuviot/korot_kuviot/euriborkorot_kk_chrt_fi/

Talvea. (2023). Holdingyhtiön perustaminen. (viitattu 12.1.2023) Saatavissa: <https://talvea.fi/palvelut/holdingyhtion-perustaminen/>

Tilastokeskus. (2021). Asunnot ja asuinolot 2020, yleiskatsaus. Suomen virallinen tilasto.

Tilastokeskus. (2022). Uusimaa historiallisesti muuttotappiollinen muualle Suomeen vuonna 2021. Väestö ja yhteiskunta. Suomen virallinen tilasto.

Tilastokeskus. (2022b). Vapaarahoitteiset vuokrat nousivat suurimmassa osassa Suomea. Asuntojen vuokrat. Suomen virallinen tilasto.

Tilastokeskus. (2022c). Yli puolitoista miljoonaa asuu vuokralla. Asunnot ja asuinolot. Suomen virallinen tilasto.

Työeläkevakuuttajat TELA ry 2015. Uusi kymmenen vuoden välimalli vuokra-asuntotuotantoon. (viitattu 19.12.2022) Saatavissa: <https://www.tela.fi/2015/08/25/uusi-kymmenen-vuoden-valimalli-vuokra-asuntotuotantoon/>

Vainio, T. (2020). Asuntotuotantotarve 2020-2040. VTT Technical Research Centre of Finland. VTT Technology No. 377 Saatavissa: <https://doi.org/10.32040/2242-122X.2020.T377>

Verohallinto. (2022). Vuokratuloja ilmoittaa tänä keväänä yli 80 000 sijoittajaa enemmän kuin kuusi vuotta sitten – veroilmoituksen täydentämisen aika on nyt. nettisivu. (viitattu 30.11.2022) Saatavissa: <https://www.vero.fi/tietoa-verohallinnosta/uutishuone/lehdist%C3%B6tiedotteet/2022/vuokratuloja-ilmoittaa-t%C3%A4n%C3%A4-kev%C3%A4n%C3%A4-yli-80-000-sijoittajaa-enemm%C3%A4n-kuin-kuusi-vuotta-sitten--veroilmoituksen-t%C3%A4yden%C3%A4misen-aika-on-nyt/>

Verohallinto. (2023). Tuloverotus - avoin yhtiö ja kommandiittiyhtiö.

Verohallinto. (2023b). Osakeyhtiön ja osuuskunnan tuloverotus. (viitattu 27.1.2023) Saatavissa: <https://www.vero.fi/yritykset-ja-yhteisot/verot-ja-maksut/osakeyhtio-ja-osuuskunta/tuloverotus/>

Vuokranantajat Ry. (2017). Vuokranantajakysely 2017.

Vuokranantajat Ry. (2021). Vuokranantajakysely 2021.

Vuokranantajat Ry. (2022). Asuntosijoittaminen. (luettu 25.11.2022) Saatavissa: <https://vuokranantajat.fi/asuntosijoittaminen/>

Vuokranantajat Ry. (2022b). Vuokranantajakysely 2022.

Walden Risto. (2023). Tytäryhtiötalouden verokysymyksiä. Tilisanomat. (viitattu 13.1.2023) Saatavissa: <https://tilisanomat.fi/kirjanpito-ja-verotus/tytaryhtiotalouden-verokysymyksia>

LIITE A: HAASTATTELUKYSYMYKSET

Asuntosijoitusyritys

Yhteisyritys

- Minkälaista yhteistoimintaa teillä on rakennusliikkeiden kanssa asuntosijoittamisessa? Missä vaiheessa hanketta teette sitovat sopimukset?
- Miten ajattelette JV toiminnasta rakennusliikkeen kanssa?
- Minkälaisia hyötyjä sopimuksellisella kumppanuudella voisi olla teille?
- Miten arvioitte yhteisyritys rakennusliikekumppaneita ja mikä heistä tekee potentiaalisen?
- Mikä hallinnointitapa olisi teidän mielestänne paras yhteisyritykselle? Rakennusliikkeen tytäryhtiö vai kiinteistösijoitusrahasto (Ky vai Oy) vai joku muu?
- Montako kumppania haluaisitte yhteisyrityksen sisältävän? (kaksi vai useampi)
- Millaisena näette yhteisyrityksen mahdollisen sijoituskapasiteetin? (summa)
- Näettekö yhteisyrityksen kautta sijoittamisen kannattavammaksi kuin RS (KVR) urakoinnin? (Jaettua riskiä ja pidemmän aikavälin kumppanuutta)
- Olisiko mahdollista aloittaa täten hankkeita huonommassakin taloustilanteessa?

Sijoituskohteet

- Mitä valintakriteereitä asetatte kohteille? (sijainti, keskikoko, varustelu, lisäpalvelut)
- Millä asuntojen volyymimäärällä sijoitate kohteisiin? Yksittäiset asunnot/kiinteistöt?
- Mikä on sijoitusten keskimääräinen pitoaika?
- Miten näette ympäristöluokitukset? Onko teillä tiettyä luokitusta, jota käytätte?
- Miten tasapainotatte riskiä ja tuottoa kohteissanne?
- Mitä tunnuslukuja käytätte laskiessa kohteiden kannattavuuksia?

Vuokratalokohteiden kaupankäyntikonsultti

Yhteisyritys

- Onko markkinoilla JV toimintaa rakennusfirmojen ja sijoittajien kesken? Jos on niin millaista?
- Osaatteko kertoa mahdollisia JV malleja etuineen ja haittoineen? Mitä etuja ja haittoja näette tytäryhtiön kautta vuokra-asuntotuotantoa pyörittämisessä?
- Mitä etuja ja haittoja näette kiinteistösijoitusrahaston kautta vuokra-asuntotuotantoa pyörittämisessä?
- Ovat sijoittajat huonommassa markkinatilanteessa mieluummin valmiita aloittamaan hankkeita yhteisyrityksen kautta kuin KVR-urakoinnin kautta?
- Onko JM kaltaisella toimijalla etua yhteisyritystoimintaan ja mitä vaatimuksia sijoittajat edellyttävät kumppania valitessa? Miten arvottaa eri rakennusyritykset?

Toiminta

- Mitä asioita tulee ottaa huomioon exit-strategiaa miettiessä?
- Minkälaiset projektit sijoittajia kiinnostaa?
- Näettekö ja millä tavoin pystyisitte auttamaan yhteisyritys tahojen löytämisessä?

Verokonsultti EY

Verotus

- Mitä verosuunnitteluun liittyviä asioita tunnistatte yhteisyrityksessä toimimisessa?
- Verosuunnittelu kommandiittiyhtiössä?
- Verosuunnittelu osakeyhtiössä?
- Verosuunnittelu tytäryhtiössä?
- Mitä etuja ja haittoja tunnistatte Asunto-osakeyhtiö muodossa ja Kiinteistö-osakeyhtiö muodossa?
- Kiinteistöosakeyhtiön muuttaminen asunto-osakeyhtiöksi?
- Oman käytön alv %.

Ruotsin emoyhtiö

Sijoituskohteet

- Mitä valintakriteereitä asetatte kohteille?
- Millä asuntojen volyymimäärällä sijoitate kohteisiin? Yksittäiset asunnot/kiinteistöt?
- Mikä on sijoitusten keskimääräinen pitoaika? Exit-strategia?

Toiminta

- Minkälaiset sopimukset kahden säätiön kanssa? Yhteisyrityksen elinkaari?
- Miten laskette kohteiden kannattavuuksia?
- Mitä olette oppineet vuokra-asuntotuotannossa vuosien mittaan? Mitä voisi tehdä toisin?
- Minkä suuruista prosentuaalista velkavipua käytätte sijoituskohteen rahoituksessa?
- Mitä rahoitusvaihtoehtoja käytätte?
- Miten hoidatte kohteiden vuokrauksen ja hallinnoinnin?

JM AB Rental Housing

Investment plan

- What criteria do you set for rental housing projects?
- Do you always invest in whole rental building or just for few apartments in building that we are building for sale?
- How long do you hold your rental apartments on average?

Operation

- What kind of agreements do you have with two foundations? How long JV last?
- How do you calculate the profitability of the projects?
- What have you learned in rental apartment production over the years? What could be done differently?
- How much leverage do you use to finance the investment?
- How do you finance your own share of the projects?
- How do you handle the rental and administration of the apartments?