

Jaakko Kotiranta

**KIINTEISTÖSIJOITUSTEN RISKIT JA
RISKIENHALLINTA HAASTAVASSA
TOIMINTAYMPÄRISTÖSSÄ**

Tarkastelussa suomalaiset kiinteistösijoitusyhtiöt

Johtamisen ja talouden tiedekunta

Pro Gradu -tutkielma

Huhtikuu 2025

TIIVISTELMÄ

Jaakko Kotiranta: Kiinteistösijoitusten riskit ja riskienhallinta haastavassa toimintaympäristössä – tarkastelussa suomalaiset kiinteistösijoitusyhtiöt

Ohjaaja: Lasse Koskinen

Pro gradu -tutkielma

Tampereen yliopisto

Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma, Vakuutus ja riskienhallinta

Huhtikuu 2025

Kiinteistömarkkinaa ovat viime vuosina koetelleet monet toimintaympäristön muutokset, kuten koronapandemia, pitkään jatkuneen nollakorkoajan loppuminen, kiinteistömarkkinoiden likviditeetin heikkeneminen sekä Venäjän hyökkäyssodan välilliset vaikutukset yleisen taloudellisen tilanteen heikkenemiseen. Nämä tekijät ovat vaikuttaneet kiinteistösijoitusyhtiöiden toimintaympäristöön merkittävästi ja lisänneet alan epävarmuutta. Tämä tekee kiinteistösijoitusten riskeihin ja riskienhallintaan keskittyvän aiheen tutkimisesta hyvin ajankohtaista. Aiemmat tutkimukset ovat keskittyneet enemmän kiinteistösijoitusten kannattavuuden ja vastuullisuuden tutkimiseen. Aiheesta on täten melko vähän tuoretta kotimaista tutkimusta ja kotimaisen sijoittamiseen keskittyvän tutkimuksen pääpaino on ollut vahvemmin osake- ja korkomarkkinoiden tutkimisessa. Kiinteistöliiketoiminnalla ja kiinteistösijoittamisella on merkittävä vaikutus Suomen kansantalouteen, kiinteistövarallisuuden muodostaessa noin 70 prosenttia Suomen kansanvarallisuudesta ja alan ollessa merkittävä työllistäjä Suomessa. Edellä mainittujen tekijöiden summana on merkityksellistä tarkastella kiinteistösijoitusten riskejä ja riskienhallintaa haastavassa toimintaympäristössä.

Tämä tutkimus tarjoaa ajankohtaista tietoa kiinteistösijoitusten riskienhallinnasta ja toimintaympäristön muutosten vaikutuksista alan toimijoihin. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miten suomalaiset kiinteistösijoitusyhtiöt tunnistavat ja hallitsevat kiinteistösijoitusten riskejä, miten ulkoiset riskitekijät ovat muuttuneet ja miten riskienhallintakeinot ovat kehittyneet viime vuosien aikana toimintaympäristön haasteiden takia. Tutkimus on luonteeltaan kvalitatiivinen ja se toteutetaan kahdessa osassa. Ensimmäisen empiriaosion aineisto on kerätty sekundääriaineistona neljän suomalaisen julkisen kiinteistösijoitusyhtiön – Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj:n, Investors House Oyj:n, Kojamo Oyj:n ja Citycon Oyj:n – vuosien 2020–2023 tilinpäätösraportoinneista. Toisen empiriaosion aineisto on kerätty teemahaastatteluina kolmelta edellä mainitun yhtiön asiantuntijalta. Molempien empiriaosioiden aineistot käytiin läpi teoriaohjaavan sisällönanalyysin avulla.

Tutkimuksessa havaitaan, että yhtiöiden riskienhallinta on käytännönläheistä, mutta sen systemaattisuus ja laajuus vaihtelevat yhtiöiden koon ja resurssien mukaan. Yhtiöiden riskienhallinta perustuu niiden strategisiin tavoitteisiin ja kattaa riskien tunnistamisen, arvioinnin, hallinnan ja raportoinnin. Merkittävimpiä riskejä olivat systemaattiset riskit kuten suhdanne-, korkokanta-, inflaatio-, ja likviditeettiriski, sekä epäsystemaattiset riskit kuten vuokralais-, sijainti-, tekniset-, ja rahoitusriskit. Ulkoisista riskitekijöistä erityisesti korkokantojen nousun ja markkinoiden heikon likviditeetin, havaittiin muuttaneen toimintaympäristöä merkittävästi viime vuosina. Näiden riskien kehittymisen havaittiin olevan ainakin osittain geopolittisten riskien kuten koronapandemian ja Venäjän hyökkäyssodan välillisiä seurauksia. Yhtiöt ovat reagoineet toimintaympäristön haasteisiin ennakoivalla päätöksenteolla ja olemassa olevien riskienhallintakeinojen painotuksia muuttamalla. Toimintaympäristön muutokset ovat muuttaneet myös yhtiöiden riskienhallinnan ajankäyttöä ja riskien tunnistamiseen käytettyjen menetelmien painotuksia. Hieman yllättäen tutkimuksen tuloksissa nousi kuitenkin esiin, ettei uusia riskienhallintakeinoja tai työkaluja ollut juurikaan otettu käyttöön.

Tulevaisuuden näkyminä tutkimuksessa nousi esiin kasvavan sääntelyn mukanaan tuomat haasteet sekä kiinteistösijoitusalan riskienhallinnan ammattimaistuminen. Lisäksi havaittiin tulevaisuuden mahdollisuutena uusien teknologisten ratkaisujen hyödyntäminen yhtiöiden riskienhallinnan yhä tehokkaampaan toteuttamiseen.

Avainsanat: Kiinteistösijoittaminen, kiinteistösijoitusten riskit, riskienhallinta, toimintaympäristön haasteet, suomalaiset kiinteistösijoitusyhtiöt

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

Tekoälyn käyttö OPINNÄYTTEESSÄ

Opinnäytteessäni on käytetty tekoälysovelluksia:

- Ei
- Kyllä

Ilmoitukseni mukaan olen käyttänyt opinnäytteessäni tutkielmaprosessin aikana seuraavia tekoälysovelluksia:

Tekoälysovellusten nimet ja versiot: Microsoft Copilot (GPT-4), ChatGPT (GPT-4) ja Scopus AI.

Käyttötarkoitus: Tutkielmaprosessin alussa tekoälyä hyödynnettiin aihealuetta käsittelevien tieteellisten artikkeleiden löytämiseen (Scopus AI). Lisäksi mahdollisesti hyödyllisiä artikkeleita läpikäytiin tekoälyn avulla (Copilot), pyytämällä tekoälyä luomaan tiivistelmiä artikkeleista, jotta selviäisi nopeammin onko artikkelissa tutkielman kannalta hyödyllistä sisältöä / käsittelee se tutkielman aihealuetta. Pääasiallisesti tekoälyä (Copilot ja ChatGPT) hyödynnettiin tutkielmassa englanninkielisten lähteiden suomentamiseen. Tarkemmin ottaen sen varmistamiseen, että olin omassa käännöstyössäni ymmärtänyt sisällön oikein. Tekoälyn tuottamia käännöksiä ei käytetty suoraan, vaan niiden sisältö tarkistettiin ja muotoiltiin lähteen sisällön mukaiseksi tutkijan omin sanoin. Tekoälyä (Copilot) hyödynnettiin myös haastattelukysymysten pohdinnassa. Alkuperäisen haastattelurungon sain muodostettua itse, mutta mahdollisiin lisäkysymyksiin sain apua tekoälyn kanssa käydyn keskustelun pohjalta. Tutkimusvaiheen lopussa tekoälyä (Copilot) hyödynnettiin vielä mahdollisten kirjoitusvirheiden etsimiseen tutkielmasta, jotka tämän jälkeen korjattiin tutkijan toimesta.

Osiot, joissa tekoälyä on käytetty: Tekoälyä on käytetty hyödyllisten tieteellisten artikkeleiden löytämiseen. Tekoälyä on käytetty johdannossa ja teoriaosioissa (luvut 1–3) englanninkielisten lähteiden suomentamiseen. Tekoälyn tuottamat suomennokset on tarkastettu, eikä niitä ole sisällytetty työhön sellaisenaan. Tekoälyä on käytetty haastattelurungon (liite 1) pohdintaan.

Olen tietoinen siitä, että olen täysin vastuussa koko opinnäytteeni sisällöstä, mukaan lukien osat, joissa on hyödynnetty tekoälyä, ja hyväksyn vastuun mahdollisista eettisten ohjeiden rikkomuksista.

Sisällysluettelo

1	Johdanto	6
1.1	Aihealueen esittely, merkitys ja aiemmat tutkimukset.....	6
1.2	Tutkielman tavoite, tutkimuskysymykset ja keskeiset rajaukset.....	10
1.3	Tieteenfilosofiset lähtökohdat tutkimusmenetelmät ja aineisto	12
1.4	Teoreettinen tausta, teoreettinen viitekehys ja tutkielman rakenne	17
2	Kiinteistösijoittaminen ja Suomen ammattimainen kiinteistömarkkina	21
2.1	Kiinteistösijoitus	21
2.2	Kiinteistösijoitusten erityispiirteet.....	22
2.3	Kiinteistösijoittamisen motiivit	27
2.4	Kiinteistösektorit	27
2.5	Kiinteistösijoitusstrategiat	29
2.6	Kiinteistömarkkinan syklit	31
2.7	Katsaus Suomen kiinteistömarkkinaan.....	32
2.7.1	Ammattimaisen kiinteistösijoitusmarkkinan osapuolet ja sektorirakenne.....	32
2.7.2	Viime vuosien kehitys	34
3	Riskit ja riskienhallinta kiinteistösijoitusten kontekstissa	37
3.1	Mikä on riski?.....	37
3.2	Kiinteistösijoitusten riskit.....	39
3.2.1	Systemaattiset riskit eli markkinariskit	42
3.2.2	Epäsystemaattiset riskit.....	45
3.3	Riskienhallinta	48
3.4	Riskienhallintaprosessi	49
3.5	Riskienhallintakeinot.....	53
4	Kiinteistösijoitusyhtiöiden riskit ja riskienhallinta	56
4.1	Aineiston kuvaus ja analysointimenetelmät	56
4.2	Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj.....	59
4.2.1	Ovaron riskienhallinnan raportointi	60
4.2.2	Ovaron havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit	61
4.2.3	Ovaron riskienhallinta	64
4.3	Investors House Oyj	66
4.3.1	Investors Housen riskienhallinnan raportointi	66
4.3.2	Investors Housen havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit	67
4.3.3	Investors Housen riskienhallinta	71
4.4	Kojamo Oyj.....	73
4.4.1	Kojamon riskienhallinnan raportointi	73
4.4.2	Kojamon havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit	74

4.4.3	Kojamon riskienhallinta	78
4.5	Citycon Oyj	80
4.5.1	Cityconin riskienhallinnan raportointi	81
4.5.2	Cityconin havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit	82
4.5.3	Cityconin riskienhallinta	86
5	Kiinteistösijoitusyhtiöiden riskienhallinta ja sen kohtaamat viime vuosien haasteet....	89
5.1	Haastattelu aineiston kuvaus ja analysointimenetelmät	89
5.2	Kiinteistösijoitusten riskienhallinta	91
5.3	Kiinteistösijoitusten ulkoisten riskitekijöiden muutokset	95
5.4	Yhtiöiden vastaaminen toimintaympäristön haasteisiin ja riskienhallintakeinojen kehitys	97
6	Yhteenveto	101
6.1	Tutkimuskysymyksiin vastaaminen ja johtopäätökset.....	101
6.2	Tutkielman arviointi.....	106
6.3	Lopuksi	109
Lähdeluettelo		110
Kirjallisuuslähteet:.....		110
Muut lähteet:.....		113
Henkilölähteet.....		117
Liitteet		118
Liite 1: Haastattelurunko		118

1 JOHDANTO

1.1 Aihealueen esittely, merkitys ja aiemmat tutkimukset

Kiinteistösijoituksiin ja niiden riskeihin sekä riskienhallintaan liittyvä aihe on varsin ajankohtainen. Viime vuosina kiinteistömarkkinaa on koetellut niin koronapandemia, Venäjän hyökkäyssodan vaikutukset ja vahvimpana tekijänä pitkään jatkuneen nollakorkoajan päättymisen. Nämä, sekä muut markkinatapahtumat ovat pitäneet kiinteistösijoitusyhtiöiden toimintaympäristöä jatkuvassa muutoksessa, mikä tekee aiheen tutkimisesta varsin mielenkiintoista. Aiheen ajankohtaisuutta on korostanut myös tutkimuksen aikainen uutisointi kiinteistösijoitusrahastoista, jotka ovat rajoittaneet ja keskeyttäneet rahastoista tehtäviä lunastuksia. Tutkijan näkökulmasta aihe on myös henkilökohtaisesti kiinnostava, sillä kiinteistöarvioitsijana työskentely on herättänyt kiinnostukseni kiinteistömarkkinoiden seurantaan.

Kiinteistösijoitusmarkkinan viime vuosien toimintaympäristöä voi kuvata haastavaksi. Vuonna 2020 alkanut maailmanlaajuinen koronapandemia vaikutti huomattavasti siihen, miten suhtaudumme urbaaniin asumiseen sekä työntekoon etätöön suosion kasvettua. Vaikutukset näkyivät myös kiinteistömarkkinoilla transaktiovolyymeissa, arvostustasoissa, tilakysynnässä sekä toimintamalleissa ja markkinakäytännöissä vaikuttaen alan toimijoihin (KTI Kiinteistötieto Oy, 2020, 3). Tämän lisäksi Venäjän vuonna 2022 aloittaman hyökkäyssodan vuoksi geopoliittinen tilanne on muuttunut epävakammaksi koko Euroopassa. Hyökkäyssodan vaikutukset Suomen talouteen ovat merkittävämmät kuin moniin muihin maihin, johtuen 1300 kilometrin maarajasta, pitkäaikaisista ja mittavista taloudellisista suhteista, sekä merkittävästä turismista. Vielä ennen koronapandemiaa ja hyökkäyssotaa venäläiset olivat Suomen hotellien suurin ulkomainen yöpyjäryhmä vuonna 2019 noin kymmenen prosentin osuudellaan ulkomaisista matkailijoista. Vuonna 2022 niiden osuus oli pudonnut jo vain kolmeen prosenttiin ulkomaisista matkailijoista. (KTI Kiinteistötieto Oy, 2023b, 12–13.)

Samanaikaisesti keskuspankit ovat nostaneet ohjaukorkojaan, mikä on saanut asuntomarkkinan ja laajemmin koko kiinteistömarkkinan hiljenemään. Lähes vuosikymmenen jatkunut nollakorkoympäristö on jäänyt taakse vuonna 2022,

keskuspankkien aloitettua rahapolitiikkansa kiristämisen inflaation hillitsemiseksi (KTI Kiinteistötieto Oy, 2023c, 2). Koronnostojen vaikutuksena ostajat vaativat kiinteistösijoituksista korkeampia tuottovaatimuksia, mikä merkitsee alhaisempia kauppahintoja. Toimijat, joilla ei ole tarvetta myydä, eivät ole halukkaita hyväksymään laskevia arvostustasoja, mikä vähentää merkittävästi markkinan likviditeettiä. (Vuori, 2024.)

Myös kiinteistöjen arvonmäärityksen perinteisten tekijöiden rinnalle nousseet vastuullisuustekijät ovat osaltaan muokanneet toimintaympäristöä ja vaikuttaneet kiinteistöihin sijoittavien toimijoiden sijoituspäätösten muodostukseen. Yhä suurempi määrä kiinteistösijoittajista priorisoi kestäviä ja ympäristösertifioituja kiinteistöjä, pitäen niitä haluttavampina ja kestävämpinä sijoituskohteina. Sen sijaan kiinteistöt, joilla on epäsuotuisat energialuokitukset, voivat kohdata vähentyntä kysyntää ja epäsuotuisia lainaehtoja, mikä heikentää niiden markkina-arvoja. (Newsec, 2024a.) Vastuullisuus ja etenkin ympäristönäkymä on havaittavissa myös sijoittajien asettamissa tavoitteissa. Yli 60 prosenttia ammattimaisesta kiinteistösijoitusmarkkinasta on julkistanut tavoitteekseen hiilineutraalin energiankäytön vuoteen 2030 tai 2035 mennessä (KTI Kiinteistötieto Oy, 2024a, 5).

Kiinteistösijoituksiin liittyvän aiheen ajankohtaisuus on korostunut myös tutkimuksen aikana. Erityisesti vuoden 2025 alkupuolella kiinteistösijoitusrahastoihin liittyvä uutisointi on kasvanut. Yhä useammat kiinteistösijoitusrahastot ovat syksystä 2023 lähtien rajoittaneet lunastuksia tai keskeyttäneet ne kokonaan. Tämä tarkoittaa, ettei osakkaiden ole mahdollista nostaa varojaan pois rahastoista. Esimerkiksi Helsingin Sanomat ja Kauppalehti uutisoivat tammikuussa 2025 rajoitusten koskevan yhteensä jo noin kymmentä kiinteistösijoitusrahastoa, joidenka yhteenlaskettu pääoma on noin 4,5 miljardia euroa (Hellström, 2025; Laitinen, 2025). Helsingin Sanomien mukaan lunastusrajoituksia tehneissä rahastoissa on yhteensä lähes 84 000 osuudenomistajaa, joten rajoitukset koskevat varsin suurta sijoittaja joukkoa (Laitinen, 2025). Lunastusrajoituksia on perusteltu sijoitusrahastoista ainakin lunastustoimeksiantojen normaalia suuremmalla määrällä, ja kiinteistötransaktiomarkkinan hiljentymisestä aiheutuneella markkinoiden heikentyneellä likviditeetillä. (ks. Hellström, 2025; Laitinen, 2025).

Kiinteistöliiketoiminnan ja kiinteistösijoittamisen vaikutus Suomen kansantalouteen on merkittävä. Kiinteistövarallisuus muodostaa noin 70 prosenttia Suomen kansallisvarallisuudesta, ja koko kiinteistöalan ekosysteemi, eli ylläpito ja hoito sekä rakennusteollisuus ja rakennusaineteollisuus muodostavat lähes 25 prosenttia Suomen bruttokansantuotteesta (Rakli, 2024a). Tämän lisäksi kiinteistö- ja talonrakennusala työllistää Suomessa suorasti yli 300 000 henkeä, joka vastaa noin 12 prosenttia Suomen kokonaistyöllisyydestä ja tämän lisäksi ala työllistää myös välillisesti merkittävän määrän ihmisiä (Kaleva, Oikarinen & Soutamo, 2017, 23). Suomen ammattimaisen kiinteistömarkkinan koko on merkittävä ja se on kasvanut viime vuosina huomattavasti. Vuoden 2018 lopussa Suomen ammattimaisen kiinteistömarkkinan koko oli noin 69,5 miljardia euroa ja tämän lisäksi piensijoittajat (pääosin suomalaiset yksityishenkilöt) omistivat vuokra-asuntoja arviolta noin 20 miljardin euron arvosta (Kallunki, Martikainen & Niemelä, 2019, 95). KTI:n mukaan Suomen ammattimaisten kiinteistösijoitusmarkkinoiden kokonaiskoko laski vuonna 2023 noin miljardi euroa edellisestä vuodesta ollen 95,8 miljardia euroa vuonna 2023 (KTI Kiinteistötieto Oy, 2024b, 27). Kyseessä on ensimmäinen vuosi, jolloin Suomen ammattimaisen kiinteistömarkkinan koko laskee sen mittaushistorian aikana. Kiinteistöjen arvonalentumiset ja markkinan heikko likviditeetti uhkaa myös kiinteistösijoitusyhtiöiden toiminnan kannattavuutta ja nostaa niiden riskienhallinnan asianmukaisuuden korostunutta merkitystä.

Sijoittamisesta löytyy laaja kirjo tutkimuksia maailmalta ja myös meiltä Suomesta. Myös kiinteistösijoituksista on tehty tutkimuksia, vaikkei kuitenkaan yhtä laajasti kuin muista sijoitusluokista kuten osake- ja korkosijoituksista. Osake- ja korkosijoitusten riskeihin liittyvää tutkimusta löytyy myös melko reilusti, mutta kiinteistösijoitusten riskeihin liittyen huomattavasti vähäisemmin. Suomessa kiinteistösijoituksista tehdyt tutkimukset keskittyvät pääosin kiinteistösijoitusten kannattavuuteen, arvonmääritykseen ja vastuullisuuteen. Esimerkiksi Jere Heinolan Tampereen yliopistossa vuonna 2024 tekemä diplomityö *Vastuullisuus kiinteistösijoittamisessa sosiaalisen ja hallinnollisen vastuullisuuden näkökulmat* ja Minna Hemilän Tampereen yliopistossa vuonna 2020 tekemä pro gradu -tutkielma *Vastuullinen sijoittaminen ja ESG-tekijöiden merkitys sijoitusrahastojen toiminnassa*. Keskittyvät kiinteistösijoitusten ja sijoitusrahastojen vastuullisuuteen. Kiinteistösijoitusten arvostamisesta tehtyjä tutkimuksia taas ovat esimerkiksi Mikko Aaltosen Tampereen yliopistossa vuonna 2022 tekemä pro gradu -tutkielma *Käyvän arvon*

menetelmän soveltaminen sijoituskiinteistöjen arvostamisessa listaamattomissa suomalaisissa kiinteistösijoitusyhtiöissä sekä Antti Ainolan Tampereen yliopistossa vuonna 2020 tekemä pro gradu -tutkielma *Sijoituskiinteistöjen arvorelevanssi pohjoismaisissa kiinteistösijoitusyhtiöissä*.

Riskienhallinnan näkökulmasta kiinteistösijoituksia lähestyvät tutkimukset ovat kuitenkin varsin harvassa. Oskari Räsänen Tampereen yliopistossa vuonna 2021 tekemä kandidaatintutkielma *Uudisasuntosijoittaminen Suomessa – Riskit ja niiden hallinta*, tutkii riskienhallintaa, mutta rajautuu kuitenkin vain asuntosijoittamiseen ja tarkemmin ottaen uudisasuntosijoittamisen riskeihin ja niiden hallintaan. Myös Heta Mäkisen Aalto Yliopistossa vuonna 2020 tekemä kandidaatintutkielma *Riskienhallinnan raportointi ja epävarman yhteiskunnallisen tilanteen vaikutus siihen suomalaisissa julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa kiinteistösijoitusyhtiöissä*, keskittyy kiinteistösijoitusyhtiöiden riskeihin, mutta rajautuu julkisten kiinteistösijoitusyhtiöiden luoman raportoinnin vertailuun. Liisa Hintikan vuonna 1990 tekemä diplomityö *Riski Kiinteistösijoittamisessa*, keskittyy kiinteistösijoitusten riskeihin ja luokittelee ne taloudellisiin-, poliittisiin- ja hallinnollisiin-, sosiaalisiin-, luonnonvoimiin- ja ympäristöön- ja toteutukseen liittyviin riskeihin.

Kattavin löytämäni tutkimus on Aleksis Korhosen Aalto yliopistossa vuonna 2015 tekemä diplomityö *Management of Unsystematic Risks in Commercial Real Estate Asset Management*. Tutkimus on varsin laaja ja analysoi erilaisia epäsystemaattisten riskienhallintaan käytettäviä työkaluja ja käytäntöjä, tunnistaakseen kiinteistövarallisuuden hoitajan käytännön työn kannalta tärkeimmät kiinteistösijoituksiin liittyvät riskit ja avainkysymykset. Kyseisestä tutkimuksesta on kuitenkin kulunut aikaa jo kymmenen vuotta ja työ rajautui lisäksi tutkimaan vain epäsystemaattisia riskejä. Edellä mainitut tutkimukset ovat harvoja löytämiäni suomalaisia tutkielmia, jotka keskittyivät aiheeseen riskienhallinnan näkökulmasta. Täten kiinteistösijoitusten riskeistä ja riskienhallinnasta tehtävälle tuoreelle kotimaiselle tutkimukselle on siis varsin selvää tarvetta, edellä mainittujen suurien hallinnoitavien varojen, viime vuosien toimintaympäristön haasteiden, sektorin kasvaneen epävarmuuden ja aiheesta olevan vähäisen tutkimuksen vuoksi.

1.2 Tutkielman tavoite, tutkimuskysymykset ja keskeiset rajaukset

Tutkimuksen tavoitteena on syventyä kiinteistösijoitusten riskeihin ja riskienhallintaan tutkimalla aihetta suomalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden näkökulmasta haasteelliseksi muuttuneessa toimintaympäristössä. Aiheen tutkiminen on ajankohtaista ja tuoretta suomenkielistä tutkimusta ja kirjallisuutta kiinteistösijoitusten riskeistä ja riskienhallinnasta on varsin vähäisesti. Varsinkin empiriavaiheessa aiheeseen syvennyttään tarkemmin kiinteistösijoitusyhtiöiden näkökulmasta, sillä niiden toimintaympäristö on muuttunut taloudellisten, poliittisten ja ympäristöllisten tekijöiden vuoksi yhä monimutkaisemmaksi ja haasteellisemmaksi. Yhtiöiden onkin tärkeää kehittää ja soveltaa tehokkaita riskienhallintakeinoja, suojautuakseen mahdollisilta tappioilta ja varmistaakseen liiketoiminnan jatkuvuuden. Tämä tutkimus pyrkii selvittämään miten suomalaiset kiinteistösijoitusyhtiöt tunnistavat ja hallitsevat kiinteistösijoitusten riskejä, miten ulkoiset riskitekijät ovat muuttuneet ja miten riskienhallintakeinot ovat kehittyneet viime vuosien aikana toimintaympäristön haasteiden takia. Tutkimuskysymyksinä toimii:

- I) Miten suomalaiset kiinteistösijoitusyhtiöt hallitsevat kiinteistösijoitusten riskejä?
- II) Miten kiinteistösijoitusten ulkoiset riskitekijät ovat muuttuneet viime vuosina?
- III) Miten kiinteistösijoitusyhtiöiden riskienhallintakeinot ovat kehittyneet vastaamaan toimintaympäristön haasteita?

Tutkimuskysymykset rajaavat aihealuetta kiinteistösijoitusten riskeihin ja riskienhallintaan suomalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden näkökulmasta. Ensimmäisen tutkimuskysymyksen tarkoituksena on kartoittaa, millainen on yhtiöiden riskienhallinta, mitä kiinteistösijoitusten riskejä ne tunnistavat ja millä keinoilla niitä hallitaan. Toisella tutkimuskysymyksellä pyritään selvittämään miten kiinteistösijoitusten riskit ovat muuttuneet viime vuosina ja ovatko ulkoiset riskitekijät kuten toimintaympäristön haasteet olleet mahdollisina muutosten aiheuttajina. Kolmannella tutkimuskysymyksellä pyritään vastaamaan viimeaikojen toimintaympäristössä koettuihin haasteisiin ja niiden mahdollisiin vaikutuksiin kiinteistösijoitusyhtiöiden riskienhallintaan. Tässä tutkimuksessa toimintaympäristön haasteilla tarkoitetaan erityisesti systemaattisten riskien toteutumista. Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen pyritään vastaamaan suomalaisten julkisten kiinteistösijoitusyhtiöiden tilinpäätösraportoinnin sekä asiantuntijahaastatteluiden avulla.

Tilinpäätösraportoinnin pohjalta pyritään saamaan myös mahdollisimman hyvä tausta keskittyä tarkemmin kahteen jälkimmäiseen tutkimuskysymykseen asiantuntijahaastatteluiden avulla.

Tutkimus rajautuu suomalaisiin julkisiin kiinteistösijoitusyhtiöihin. Tutkimuksen maantieteellinen raja on Suomi, sillä tutkimuksen tarkoituksena on tutkia Suomessa toimivia yhtiöitä ja niiden kohtaamia kiinteistösijoitusten riskejä ja riskienhallintaa. Rajaus jättää täten tutkimuksen ulkopuolelle ulkomaiset kiinteistösijoitusyhtiöt sekä riskit, jotka eivät liity suoranaisesti kiinteistösijoittamiseen, kuten maineriskit ja kyberriskit. Tutkimus rajataan lisäksi julkisiin kiinteistösijoitusyhtiöihin, sillä niiden vuosikertomukset ovat julkisesti saatavilla, jolloin voidaan tutkia niiden riskienhallintaa aluksi sekundääriaineiston avulla. Ajallisesti tutkimus rajataan koskemaan vuosien 2020–2023 raportointia. Ajallinen raja on perusteltavissa näinä vuosina vallinneilla toimintaympäristön haasteilla, joita käytiin läpi edellisessä luvussa. Tarkasteltaviksi yhtiöiksi rajataan Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj, Investors House Oyj, Kojamo Oyj ja Citycon Oyj. Rajaus perustuu siihen, että kyseisiltä julkisilta kiinteistösijoitusyhtiöiltä on saatavilla tarkasteluvuosien aikainen raportointi.

Tutkielman keskeisiä käsitteitä ja niiden merkitystä tämän tutkielman näkökulmasta on määritelty alla:

Riski. Riski on epävarmuuden vaikutusta tavoitteisiin (SFS-ISO 31000, 2018, 6). Riskiin liittyy aina epävarmuus jonkin tapahtuman toteutumisesta. Riski on olosuhde, jossa tapahtuman lopputulos poikkeaa odotetusta tai toivotusta, kyseessä on tappion mahdollisuus, jonka todennäköisyys vaihtelee yhden ja nollan välillä (Vaughan, 1996). Yritystoiminnassa riskillä nähdään yleensä olevan edellä mainittu negatiivinen sekä myös positiivinen puoli. Riskin tieteellinen peruslähtökohta onkin kaksitahoinen, riski sisältää toisaalta vaaran ja toisaalta mahdollisuuden aspektin (Kogan & Wallach, 1964). Riskin käsitteeseen syvennytään vielä tarkemmin luvussa 3.1.

Riskienhallinta. Riskienhallinta on koordinoitua toimintaa, jolla yhtiöitä johdetaan ja ohjataan riskien osalta (SFS-ISO 31000, 2018, 6). Riskienhallinta on joukko organisaation toimintoja, joiden tavoitteena on mahdollisimman suotuisan lopputuloksen saavuttaminen ja kyseisen lopputuloksen vaihtelevuuden ja epävakauden vähentäminen (Hopkin, 2018, 44).

Riskienhallinnassa on kyse riskien tunnistamisesta ja niihin varautumisesta eri keinoin (Rantala & Kivisaari, 2014). Riskienhallinta kattaa yritystoiminnan sekä yrityksen tuloksen muodostumisen suojaamisen ei-toivotuilta negatiivisilta riskeiltä sekä niiden seurannaisvaikutuksilta, sen tulee kattaa myös mahdollisuuksien tunnistaminen, arviointi ja hallinta (Ilmonen, Kallio, Koskien & Rajamäki, 2022, 11). Riskienhallintaa käsitellään tarkemmin luvussa 3.3.

Kiinteistösijoitus. Kiinteistösijoittamisella tarkoitetaan sijoittamista kiinteistöihin, kuten asuntoihin, liiketiloihin, toimistoihin ja muihin rakennuksiin. Kiinteistösijoittamisen tavoitteena on saada tuottoa kiinteistön vuokratulojen tai arvonnousun kautta. Kiinteistöihin voi sijoittaa suoraa hankkimalla kiinteistöjä tai kiinteistö- ja asunto-osakeyhtiöiden osakkeita, sekä epäsuorasti erilaisten yhtiöiden ja rahastokohteiden kautta. (Kallunki, ym., 2019, 87.)

Kiinteistösijoitusyhtiö. Kiinteistösijoitusyhtiöt ovat osakeyhtiöitä, joidenka pääasiallinen toimiala on omistaa, kehittää ja hallita kiinteistö- ja asunto-osakeyhtiöiden osakkeita ja käydä niillä kauppaa. Kiinteistösijoitusyhtiöitä sääntelee osakeyhtiölaki ja ne voivat olla joko listattuja tai listaamattomia yhtiöitä. (Kaleva, ym., 2017, 110.)

Osa tutkielman keskisistä käsitteistä määritellään myöhemmin luvussa 3.2, näitä ovat: systemaattiset riskit ja sen alaluokat, suhdanneriski, korkokantariski, inflaatoriski, likviditeettiriski, lainsäädännöllinen- ja poliittinen riski sekä geopolittiset riskit. Epäsystemaattiset riskit ja sen alaluokat, vuokralaisriski, sijaintiriski, tekniset riskit, rahoitusriski, liikkeenjohtoriski, luonnonvoimien ja ympäristön riskit sekä sopimusriskit.

1.3 Tieteenfilosofiset lähtökohdat, tutkimusmenetelmät ja aineisto

Tutkimusfilosofia kertoo tiedon kehittymisen taustalla olevista uskomuksista ja oletuksista. Tutkija tekee tutkimuksen eri vaiheissa useita tiedostettuja ja tiedostamattomia oletuksia, jotka vaikuttavat tutkimusprosessiin sen eri vaiheissa. Näitä oletuksia voidaan kuvata esimerkiksi tutkimuksen tekemisen oletuksilla, jotka liittyvät ontologiaan, epistemologiaan ja aksiologiaan. Nämä oletukset vaikuttavat siihen, miten tutkija ymmärtää tutkimuskysymyksiään, valitsee tutkimusmenetelmät ja tulkitsee tekemiään löydöksiä. (Saunders, Lewis & Thornhill, 2019, 130–131.) Seuraavaksi pohditaan tutkimuksen

ontologisia, epistemologisia ja aksiologisia käsityksiä, jotta voidaan muodostaa tämän tutkielman tieteenfilosofiset lähtökohdat.

Tutkimuksen ontologia viittaa tutkija käsitykseen hänen kokemasta todellisuudesta, se määrittää myös, miten tutkija näkee maailman ja ohjaa täten tutkielman aiheen valintaa (Saunders ym., 2019, 133). Tässä tutkielmassa aiheenvalintaan ovat vaikuttaneet tutkijan kiinnostus kiinteistömarkkinaa ja riskienhallintaan sekä hänen näkemyksensä viime vuosina kiinteistömarkkinaa koetelleista haasteista, joina nähdään esimerkiksi koronapandemia, Venäjän hyökkäyssota ja nollakorkoajan loppuminen. Näihin oletuksiin vaikuttaa tutkijan oma käsitys ilmiöstä, aihetta koskeva uutisointi sekä aiheesta tehdyt tutkimukset, joihin tutkija on perehtynyt. Vaikkei tutkielmassa ole varsinaisia hypoteeseja heijastuu tutkimuskysymyksiä muotoilusta oletus, että viime vuosien markkinamuutoksilla on ollut vaikutusta kiinteistösijoitusten riskien kehitykseen ja riskienhallintaan.

Epistemologia viittaa tutkijan näkemykseen inhimillisestä tiedosta ja siitä mikä, muodostaa hyväksyttävän, pätevän ja legitiimin tiedon, sekä käsitykseen siitä miten voimme välittää tietoa muille (Saunders ym., 2019, 133). Tässä tutkielmassa epistemologia vaikuttaa tutkijan valintoihin teoriaosuudessa hyödynnettävästä kirjallisuudesta, vertaisarvioituista tieteellisistä artikkeleista sekä muista harkinnanvaraisista lähteistä. Empiirisessä osiossa tutkija olettaa luovansa tutkittavasta aiheesta mahdollisimman kokonaisvaltaisen ja uusia havaintoja antavan kuvan perehtymällä ensin tutkittavien yhtiöiden riskienhallinnan raportointiin ja tämän jälkeen hyödyntämällä kyseisten yhtiöiden asiantuntijoiden subjektiivisia näkemyksiä aiheen tarkempaan kuvailuun. Epistemologiset oletukset näkyvät siis tutkijan valitsemisissa aineistoissa ja tutkijan tekemässä oletuksessa, että kaksi toisiaan täydentävää aineiston keruu tapaa ja useammasta yhtiöstä kerättävä tieto antavat aiheesta mahdollisimman rikkaan kuvauksen.

Aksiologiset oletukset liittyvät tutkijan suhtautumiseen arvoihin ja etiikkaan sekä niiden vaikutuksiin tutkielman tekoon. Tieteelliseen tutkimukseen ei kuitenkaan vaikuta pelkästään tutkijan omat arvot vaan myös tutkittavan kohteen arvot. (Saunders ym., 2019, 134.) Tutkijan omat arvot heijastuvat tähän tutkimukseen riskienhallinnan ja Suomen kiinteistötalouden merkittävyyden kautta. Tutkija pitää organisaatioiden riskienhallinnan oikeaoppista, suunnitelmallista ja läpinäkyvää toteuttamista merkittävänä yhtiöiden omistajien,

sidosryhmien ja laajemmin koko yhteiskunnan kannalta. Kiinteistösijoituksissa puhutaan merkittävistä taloudellisista päätöksistä, jotka vaikuttavat alueelliseen kehitykseen, ihmisten hyvinvointiin ja laajemmin Suomen talouteen. Myös sekundääriaineistona yhtiöiden tilinpäätösraportoinnista sekä asiantuntijahaastatteluilta kerättävä empiirinen aineisto voivat heijastaa organisaatioiden arvoja sekä sitä, miten yhtiöt haluavat riskienhallintansa toteutuksen tulevan nähdä. Tutkija pyrkii tiedostamaan omat sekä aineistosta heijastuvat arvot tehdessään tutkimusta ja analysoidessaan aineistoa.

Kauppatieteissä on yleisesti ottaen viisi hallitsevaa tutkimusfilosofista suuntausta: positivismi, kriittinen realismi, interpretivismi, postmodernismi ja pragmatismi. Esimerkiksi positivismi perustuu tarkkaan ja mitattavaan objektiiviseen totuuteen. (Saunders ym., 2019, 144–147.) Tämän tutkimuksen tutkimukselliset oletukset suuntautuvat tutkimusfilosofiana lähimmäksi interpretivismin periaatteita. Interpretivismi on tulkinnallisuuden tutkimusfilosofia, joka kyseenalaistaa objektiivisen totuuden tarkoituksenaan uusien ja aiheen syvää ymmärtämistä edistävien tulkintojen tekeminen (Saunders ym., 2019, 148–149). Interpretivistisen tutkimuksen avulla pyritään tässä tutkimuksessa syventämään ymmärrystä kiinteistösijoitusten riskeistä ja riskienhallinnasta sekä tuottamaan uusia tulkintoja haastavan toimintaympäristön tuomien muutosten avulla.

Kauppatieteellisen tutkimuksen metodit ovat jaettavissa deduktiivisiin, induktiivisiin ja abduktiivisiin lähestymistapoihin. Deduktiivinen lähestymistapa alkaa teorian muodostamisella ja siinä tutkija kehittää tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen, jonka avulla empiriaa ja havaintoja tulkitaan. Induktiivinen lähestymistapa alkaa taas empiirisistä havainnoista, joista muodostetaan uutta teoriaa tai vahvistetaan olemassa olevia teorioita. Abduktiivinen lähestymistapa yhdistelee molempia edellä mainituista. Se ei liiku deduktion tavalla teoriasta empiriaan tai induktion tavalla empiriasta teoriaan, vaan abduktiivinen lähestymistapa liikkuu edestakaisin yhdistellen deduktiivista ja induktiivista lähestymistapaa. (Saunders ym., 2019, 153–155.)

Teorian merkitys korostuu erityisesti kvalitatiivista tutkimusta tehdessä. Laadullisen tutkimuksen tekoon tarvitaan kahdenlaista teoriaa. Taustateoria, jota vasten aineistoa tarkastellaan ja tulkintateoria, joka ohjaa tutkijan valintoja ja sitä mitä hän aineistosta etsii. Tutkielman kokonaisuuden kannalta sen teoreettinen tausta on ensisijaisen tärkeä,

parhaimmillaan teoria toimii hyödyksi koko kvalitatiivisen tutkimusprosessin läpi, alkaen sen suunnittelusta aina tutkimuksen onnistumisen arviointiin asti. (Eskola & Suoranta, 1998, 82–84.) Tässä tutkielmassa tutkijan on tarkoitus syventyä kiinteistösijoitusten riskeihin ja riskienhallintaan erityisesti kiinteistösijoitusyhtiöiden kontekstissa. Tutkielmassa hyödynnetään deduktiivisia menetelmiä. Tutkimuksessa luodaan vahva teoriapohja, jota vasten empiriasta saatua tietoa peilataan, tavoitteena näitä yhdistelemällä saada tutkimuksen tulos.

Tutkimus on luonteeltaan laadullinen eli kvalitatiivinen ja se toteutetaan kahdessa osassa. Laadullinen tutkimus soveltuu aiheen tutkimiseen, sillä tavoitteena on muodostaa laajempi käsitys suomalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden kiinteistösijoitusten riskienhallinnasta sekä viime vuosien haasteiden vaikutuksista siihen. Laadullinen tutkimus ei pyri tilastollisiin yleistyksiin, vaan sen tavoitteena on tutkia aihetta kokonaisvaltaisemmin ja löytää uusia havaintoja tutkittavasta aiheesta (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2009; Tuomi & Sarajärvi, 2018, 74). Koska aiheesta ei ole paljoa aikaisempaa tutkimusta on laadullisen tutkimuksen menetelmän käyttö perusteltua. Tutkimusmenetelmä ottaa lisäksi huomioon, ettei tutkittava todellisuus ole yksiselitteistä, vaan samasta aiheesta voidaan tehdä useita havaintoja, jotka voivat poiketa toisistaan. Tämä johtuu tutkittavan todellisuuden moninaisuudesta ja kompleksisuudesta. (Hirsjärvi ym., 2009, 157.) Laadullinen tutkimus on lisäksi linjassa tutkielman tieteenfilosofisten lähtökohtien kanssa.

Tutkielma tullaan toteuttamaan kahtena kvalitatiivisena empiriaosiona, koska siinä tullaan hyödyntämään aineistotriangulaatiota, eli tutkimusaineisto tulee koostumaan useammasta aineistolähteestä. Tutkielman aineisto tulee koostumaan suomalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden julkisesti saatavilla olevasta tilinpäätösraportoinnista sekä asiantuntijahaastatteluista. Aineistotriangulaatiota hyödyntämällä tutkittavasta ilmiöstä pyritään saamaan kattava näkemys. Yhdistelemällä useita erilaisia aineistolähteitä mahdollistetaan monipuolisen kuvan muodostuminen tutkimuskohteesta. Tässä tutkimuksessa aineistotriangulaatio on perusteltua, sillä tutkimuskysymyksiin vastaamiseen soveltuu parhaiten erilaisten aineistojen hyödyntäminen. (Eskola & Suoranta, 1998, 51–54.)

Ensimmäinen empiriaosuus toteutetaan tarkastelemalla kiinteistösijoitusyhtiöiden riskien ja riskienhallinnan raportointia niiden toimintakertomuksissa sekä esityksissä hallinto- ja

ohjausjärjestelmistä. Raportointia tarkastellaan laadullisen sisällönanalyysin keinoin, teoriaohjaavalla sisällönanalyysillä. Yhtiöiden tunnistamat kiinteistösijoitusten riskit ja niiden hallintakeinot pyritään kartoittamaan yhtiöiden tuottamista julkisista aineistoista. Sisällönanalyysin tavoitteena on esittää tutkimuskohteesta yleistävä ja tiivis kuvaus, säilyttäen kuitenkin samalla tutkimusaineiston sisältämä tieto. Kyseinen menetelmä soveltuu hyvin tekstiaineistojen tarkasteluun (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 88). Sisällönanalyysissä tutkittavaa aineistoa pilkotaan osiin ja pelkistetään sekä luokitellaan ja järjestetään uudelleen valittujen kriteerien mukaisesti. Sisällönanalyysissä voidaan hyödyntää apuna myös sisällön erittelyä, jolla tarkoitetaan dokumenttien analyysia, jossa kuvataan kvantitatiivisessa muodossa esimerkiksi tekstin sisältöä (Tuomi & Sarajärvi 2018, 89). Tarkoituksena onkin taulukoida kiinteistösijoitusyhtiöiden raportoinneista kiinteistösijoitusten riskit ja niiden esiintyminen vuositasolla, jolloin tutkimus saa myös lievän kvantitatiivisen piirteen. Pääpaino on kuitenkin tekstin sisällön analyysissä ja ensimmäisen empiriaosion tavoitteena on luoda yleiskuva kiinteistösijoitusyhtiöiden riskienhallinnasta, jonka pohjalta toisessa empiirisessä vaiheessa voidaan teemoittain selvittää viime vuosien haasteiden vaikutuksia riskienhallintaan ja sen toteutukseen.

Toinen empiriaosuus muodostetaan ensimmäisen osion riskien ja riskienhallinnan raportoinnista nousevien havaintojen pohjalta asiantuntijahaastatteluina. Asiantuntijahaastattelut toteutetaan puolistrukturoituina teemahaastatteluina. Teemahaastattelun etuina voidaan nähdä sen eteneminen tiettyjen teemojen varassa ja valmiiden vastausvaihtoehtojen puuttuminen, jolloin teemahaastattelun avoimet kysymykset ja haastateltavien omin sanoin antamat vastaukset antavat tilaa keskustelulle (Hirsijärvi & Hurme, 2022, 37). Vaikkakin teemahaastattelun kysymykset ovat ennalta määritellyt voi haastattelijä muuttaa niiden sanamuotoa ja järjestystä eri haastateltavien kohdalla ja näin tehdä tilaa avoimelle keskustelulle (Hirsijärvi & Hurme, 2022, 46). Tämä teemahaastattelun puolistrukturoitu muoto antaa tilaa uusille näkökulmille ja vastaajien omille tulkinnoille haastateltavien äänen tullessa kuuluviin.

Haastatteluaineisto analysoidaan teoriaohjaavan sisällönanalyysin keinoin. Teoriaohjaava sisällönanalyysi hyödyntää teoriakytkentöjä siten, että teoria voi toimia analyysin tukena mutta itse analyysi ei perustu suoraan teoriaan. Analyysiyksiköt valitaan aineistosta, mutta aikaisempi tieto ohjaa ja tukee analyysia. Analyysissä näkyy aikaisemman tiedon vaikutus,

mutta sen tarkoitus ei ole testata teoriaa, vaan avata uusia näkökulmia ja ajatuksia. (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 81–82.) Tässä tutkielmassa sisällönanalyysin tukena käytetään teoriakirjallisuutta ja aiempia vertaisarvioituja tutkimuksia kiinteistösijoitusten riskeistä ja kiinteistösijoitusten riskienhallinnasta.

Tutkimusaineisto kerätään kahdessa osassa. Ensimmäisen empiriaosion aineisto hankitaan sekundaariaineistona suomalaisten julkisten kiinteistösijoitusyhtiöiden (Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj, Investors House Oyj, Kojamo Oyj ja Citycon Oyj) vuosien 2020–2023 toimintakertomuksista ja tilinpäätöksistä sekä selvityksistä hallinto- ja ohjausjärjestelmistä. Toisen empiriaosion aineisto kerätään asiantuntijahaastatteluina haastattelemalla kyseisissä kiinteistösijoitusyhtiöissä työskenteleviä kiinteistösijoituksen asiantuntijoita ja riskienhallinnasta vastaavia henkilöitä.

Kvalitatiivisen aineiston sopivaa kokoa voidaan tarkastella aineiston kylläntymisen eli saturaation periaatteen kautta. Kun analysoitava aineisto ei tarjoa enää uutta tietoa tutkimuskysymyksiin, voidaan tutkimusaineistoa pitää riittävän saturoituneena. (Eskola & Suoranta, 1998.) Tutkielman ensimmäinen empiriaosio rajautuu neljään suomalaiseen julkiseen kiinteistösijoitusyhtiöön, jossa kiinteistösijoitusten riskejä ja riskienhallinnan raportointia tarkastellaan kaikkien yhtiöiden osalta vuosilta 2020–2023. Näistä yhtiöistä kolme päästiin haastattelemaan, joten tutkielman toisessa empiriaosiossa hyödynnetään kolmea asiantuntijahaastattelua. Laadulliselle tutkimukselle aineistonkeruussa harkinnanvarainen poiminta ja suhteellisen pieni tapausmäärä ovat yleisiä (Eskola & Suoranta, 1998, 61). Täten tutkimuksen aineisto on nähty riittäväksi.

1.4 Teoreettinen tausta, teoreettinen viitekehys ja tutkielman rakenne

Tutkielman teoreettinen tausta pohjautuu monipuoliseen ja laajaan lähdeaineistoon kiinteistösijoittamisen ja riskienhallinnan suomen ja englanninkielisistä kirjallisuusteoksista sekä vertaisarvioiduista aihealueen artikkeleista. Tutkielman teoriaosan lähdeaineistona hyödynnetään myös esimerkiksi KTI Kiinteistötieto Oy:n markkinakatsauksia, joiden avulla rakennetaan kuvaa Suomen kiinteistömarkkinasta, sen viime vuosien kehityksestä ja kohtaamista haasteista.

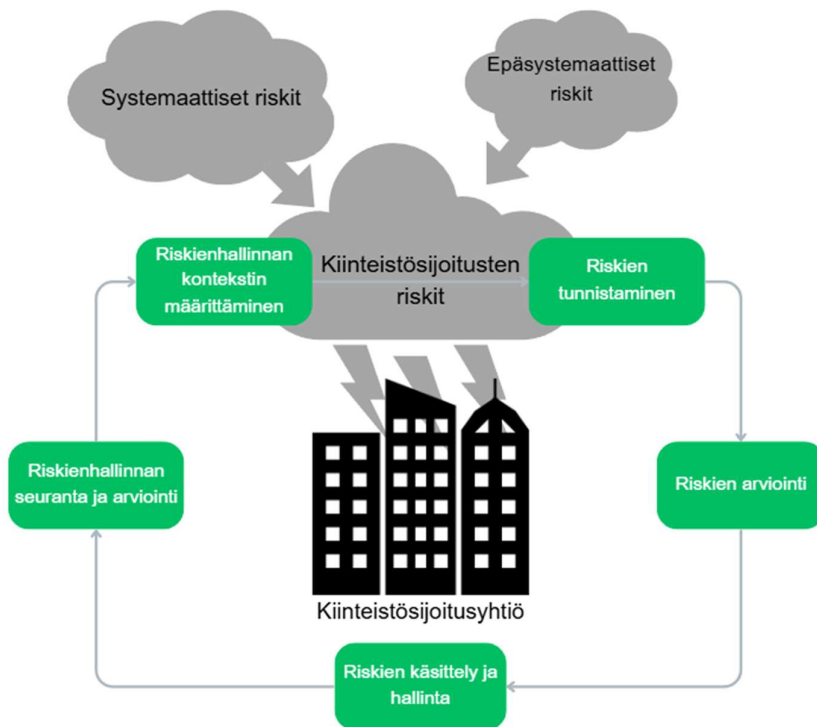
Suomalaisessa kirjallisuudessa kiinteistösijoittamista on käsitelty varsin kattavasti Kalevan, Oikarisen ja Soutamon (2017) teoksessa *Kiinteistösijoittaminen*. Kiinteistöjohtamista sekä kiinteistösijoittamisen riskejä tarkastellaan Leväisen (2012) teoksessa *Kiinteistö- ja toimitilajohtaminen*. Yleisimmin sijoittamista käsittelevä teos, jossa paneudutaan myös osittain kiinteistösijoittamiseen, on Kallunkin, Niemelän ja Martikaisen (2019) teos *Ammattimainen Sijoittaminen*. Kansainvälisenä kiinteistösijoittamisen kirjallisuuslähteenä hyödynnetään erityisesti Brueggemanin ja Fischerin (2019) teosta *Real estate finance and investments*, joka käsittelee kiinteistösijoittamista erittäin syväluotaavasti, sekä Goddardin ja Marcumin (2012) *Real Estate Investment: A Value Based Approach*.

Riskienhallintaa käsitteleviä suomalaisia käytännönläheisiä teoksia, joita tutkimuksessa hyödynnetään ovat Kuuselan & Ollikaisen (2005). *Riskit ja riskienhallinta*. Sekä yritysten riskienhallinnan käytännönläheiseen tarkasteluun keskittyvät Juvosen, Koskensyrjän, Kuhasen, Kämpin & Talalan (2023). *Yrityksen riskienhallinta* sekä Ilmosen, Kallion, Koskisen, & Rajamäen (2022). *Johda riskejä: käytännön opas yrityksen riskienhallintaan*. Riskienhallinnan teoriaa käsittelevinä kansainvälisinä tieteellisinä teoksina tutkimuksessa käytetään Lamnin (2014). *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls* sekä Hopkinin (2018) *Fundamentals of Risk Management*. Riskin käsitteen määrittelyssä hyödynnetään lisäksi Avenin (2010). *On how to define, understand and describe risk*, joka antaa varsin kattavan pohjan riskin käsitteen määrittelylle.

Kansainvälisiä tutkimuksia, jotka liittyvät kiinteistömarkkinalla koettuihin epävarmuustekijöihin ja niistä seuranneeseen kiinteistösijoitusten riskienhallinnan kehitykseen ovat muun muassa Claytonin, Fabozzin, Giliberton, Gordonin, Hudson-Wilsonin, Hughesin, Liangin, Mackinnonin, & Mansourin. (2011). *The changing face of real estate investment management*, joka käsittelee kiinteistösijoittamisen hallinnan alalla tapahtuneita muutoksia erityisesti finanssikriisin jälkeen. Artikkelissa korostuu, kuinka kiinteistösijoittaminen on kehittynyt läpinäkyvämmäksi ja kuinka markkinat reagoivat nopeammin tapahtumiin, mikä on johtanut suurempaan volatilitettiin ja muuttuneeseen riskin luonteeseen. Artikkelissa painotetaan myös riskienhallinnan kehitystä ja sen merkityksen ymmärryksen kasvua. Toinen finanssikriisin vaikutuksia kiinteistösijoitusten riskienhallintaan käsittelevä artikkeli on Donnerin. (2010). *Risk management in the aftermath of Lehmann Brothers - Results from a survey among German and international real estate*

investors, tutkimus keskittyy kiinteistösijoittajien riskienhallintakeinoihin finanssikriisin jälkeen.

Teoreettisessa viitekehyksessä (Kuvio 1) on keskiössä kiinteistösijoitusyhtiö. Kiinteistösijoitusyhtiötä uhkaa kiinteistösijoitusten riskit, jotka koostuvat systemaattisista riskeistä ja epäsystemaattisista riskeistä. Systemaattiset riskit ovat kuviossa suurempana, sillä viime vuosien toimintaympäristön haasteet ovat teorian valossa perustuneet enemmän systemaattisten riskien toteutumiseen. Kiinteistösijoitusten riskien vakavuutta on korostettu viitekehyksessä myrskypilvellä viime vuosien toimintaympäristön haasteiden vuoksi. Kuviota kiertää riskienhallintaprosessi, jonka avulla kiinteistösijoitusyhtiö voi määrittää riskienhallinnan kontekstin, tunnistaa riskit, arvioida riskit, käsitellä ja hallita riskejä sekä seurata ja arvioida riskienhallintaa.



Kuvio 1 Tutkielman teoreettinen viitekehys

Tutkielma tullaan jakamaan kuuteen eri päälukuun, joista ensimmäinen on johdanto. Johdannossa esitellään tutkielman aihealue, sen merkitys ja aiemmat tutkimukset sekä tutkimustavoitteet, tutkimuskysymykset ja keskeiset rajaukset. Lisäksi johdannossa esitellään tutkimuksen tieteenfilosofiset lähtökohdat, tutkimusmenetelmät ja

tutkimusaineisto. Johdannon lopuksi esitellään myös tutkimuksen teoreettinen tausta, tutkimuksen teoreettinen viitekehys sekä tutkimuksen rakenne.

Toinen ja kolmas luku muodostavat tutkielman teorialuvut. Ensimmäinen teorialuku käsittelee kiinteistösijoituksia, niiden erityispiirteitä ja Suomen ammattimaista kiinteistösijoitusmarkkinaa. Teorialuvun tavoite on avata kiinteistösijoittamiseen ja Suomen kiinteistösijoitusmarkkinaan liittyviä teemoja. Toinen teorialuku käsittelee riskienhallintaa sekä tarkemmin kiinteistösijoituksiin liittyviä riskejä ja riskienhallintaa. Luvun tavoitteena on paneutua teorian osoittamiin merkittävimpiin kiinteistösijoitusten riskeihin. Luvussa tarkastellaan lisäksi riskienhallintaa, riskienhallintaprosessia ja riskienhallintakeinoja erityisesti kiinteistösijoittamisen näkökulmasta.

Neljäs ja viides luku muodostavat tutkielman empiriaosuudet ja niissä esitellään tutkimuksen aineisto, joka on kerätty kiinteistösijoitusyhtiöiden riskienhallinnan raportoinnin systemaattisella tarkastelulla sekä puolistrukturoiduilla asiantuntijahaastatteluilta. Kuudes ja viimeinen luku on tutkielman yhteenveto, jossa vastataan tutkimuskysymyksiin empiirisen aineiston pohjalta. Lisäksi luvun lopussa pohditaan tutkielman onnistumista ja jatkotutkimusaiheita.

2 KIINTEISTÖSIJOITTAMINEN JA SUOMEN AMMATTIMAINEN KIINTEISTÖMARKKINA

Luvussa 2 käsitellään kiinteistösijoittamista ja tarkoituksena on muodostaa yleiskuva kiinteistösijoituksista, niiden ominaisuuksista ja Suomen ammattimaisesta kiinteistösijoitusmarkkinasta sekä sen viime vuosien kehityksestä. Kiinteistösijoituksia tarkastellaan niiden erityispiirteiden, kiinteistösijoittamisen motiivien, kiinteistösektoreiden ja kiinteistösijoitusstrategian näkökulmasta. Tämän jälkeen kuvataan lyhyesti kiinteistömarkkinan syklisyyttä, jonka jälkeen tutustutaan Suomen ammattimaisen kiinteistömarkkinan rakenteeseen ja Suomen kiinteistömarkkinan viime vuosien kehitykseen.

2.1 Kiinteistösijoitus

Kiinteistön käsitteelle ei ole aivan yksiselitteistä määrittelyä. Leväisen (2013, 11) mukaan kiinteistö nähdään yleisesti fyysisenä kohteena ja samaistetaan usein rakennukseen, mutta rakennus on vain osa juridista kiinteistökäsitettä, johon kuuluvat myös maapohja rakennelmat ja laitteet. Kiinteistönmuodostamislain 2 §:ssä (554/1995) kiinteistöllä tarkoitetaan sellaista itsenäistä maa- tai vesialueen omistuksen yksikköä, joka on merkittävä kiinteistörekisteriin kiinteistönä. Kiinteistö käsittää siihen kuuluvan alueen, osuudet yhteisiin alueisiin ja yhteisiin erityisiin etuuksiin sekä kiinteistölle kuuluvat rasiteoikeudet ja yksityiset erityiset etuudet. Brueggemanin ja Fisherin (2019, 1) lyhyt määritelmä kiinteistöstä on maa-alue ja kaikki siihen pysyvästi kiinnitetyt asiat.

Pääomamarkkinoilla kiinteistöt ovat yksi varallisuuslaji muiden omaisuusluokkien kuten osake- ja korkosijoitusten lisäksi. Kiinteistösijoittamisella tarkoitetaan sijoittamista kiinteistöihin, kuten asuntoihin, liiketiloihin, toimistoihin ja muihin rakennuksiin. Kiinteistösijoittamisessa tuotto muodostuu kiinteistön arvonnoususta ja vuosittaisesta vuokratuotosta vuosittaisilla hoitokustannuksilla vähennettynä. Vaikka arkikielessä oman asunnon omistamisesta kuulee usein puhuttavan kiinteistösijoituksena, voi oman asunnon omistamista varsinkin Suomen kaltaisissa maissa pitää välttämättömyshyödykkeenä, jota voi taloudellisesti arvioida asunnon vuokraamisen tai oman asunnon ostamisen vertailuna. (Kallunki ym., 2019, 87.) Sitä ei täten pidetä suoranaisesti kiinteistösijoituksena, sillä

sijoituksen oletetaan sisältävän tuoton komponentti. Kuten johdannon keskeisten käsitteiden määrittelyssä tuotiin esille, voi kiinteistöihin sijoittaa sekä suoraa hankkimalla kiinteistöjä tai kiinteistö- ja asunto-osakeyhtiöiden osakkeita, että epäsuorasti erilaisten yhtiöiden ja rahastokohteiden kautta.

2.2 Kiinteistösijoitusten erityispiirteet

Kiinteistöillä on sijoituskohteena lukuisia erityispiirteitä, jotka erottavat ne muista sijoituskohteista. Kiinteistösijoitusten lukuisat erityispiirteet tekevät niistä houkuttelevan sijoituskohteen toisille, kun taas toisille sijoittajille lukuisat erityispiirteet tekevät kiinteistösijoituksista haastavan tai jopa mahdottoman sijoitusluokan. (Kaleva ym., 2017, 12.) Nämä kiinteistösijoitusten erityispiirteet esiintyvätkin osittain myös myöhemmin luvussa 3.2 käsiteltävissä kiinteistösijoitusten riskeissä. Kotimaisessa kirjallisuudessa Kaleva ym. (2017) sekä Kallunki, ym. (2019) jakavat suorien kiinteistösijoitusten erityispiirteet kahdeksaan eri luokkaan.

Paikkasidonnaisuus ja heterogeenisuus: Jokainen kiinteistö on ominaisuuksiltaan ainutlaatuinen. Kiinteistöt eroavat toisistaan niiden sijainnin, koon, käyttötarkoituksen, iän, teknisten ominaisuuksien, kunnon ja kaavoituksen suhteen. Nämä ominaisuudet määrittävät kiinteistösijoituskohteen tuottopotentialin ja riskin. Näistä ominaisuuksista sijoittajan kannalta keskeisin arvoon vaikuttava ominaisuus on sijainti. Sijainti on viimekädessä kiinteistön ainoa täysin muuttumaton ominaisuus. (Kaleva ym., 2017, 12; Kallunki ym., 2019, 88.) Kiinteistösijoittajien tuleekin ymmärtää potentiaalisten vuokralaisten tarpeet kiinteistön sijainnin osalta ja miten eri sijainnit vaikuttavat kiinteistön houkuttelevuuteen erilaisille vuokralaisille (Brueggeman & Fisher, 2019, 260). Kiinteistöjen heterogeenisuus aiheuttaa myös sen, että niiden luokittelu on muita sijoitusluokkia haastavampaa (Giannotti & Mattarocci, 2008, 218).

Vakaa nettotuotto ja inflaatio suoja: Useille sijoittajille kiinteistöjen tuottama kohtuullisen vakaa ja ennakoitavissa oleva vuokratuotto on houkutteleva ominaisuus. Kiinteistöjen nettovuokratuotto on tyypillisesti korkosijoitusten korkotuottoa tai osakesijoitusten osinkotuottoa korkeampi. Etenkin sellaisille sijoittajille, jotka kattavat juoksevia maksujaan sijoitustoiminnan tuotoilla kuten eläkevakuutusyhtiöt ja säätiöt, on kiinteistösijoitusten

säännöllisen kassavirran merkitys korkea. Kiinteistösijoitusten tuotot ovat myös melko hyvin inflaatio suojaattuja, koska vuokrasopimukset on tyypillisesti sidottu tiettyyn indeksiin esimerkiksi Suomessa yleisimmin elinkustannusindeksiin. (Kaleva ym., 2017, 12; Kallunki ym., 2019, 89.) Inflaatio suojausta on myös historiallista näyttöä. Yhdysvalloissa suorien kiinteistösijoitusten tuotot ylittivät inflaation aikavälillä 1985–2009 ja säilyttivät samalla reaali tuottonsa sillä kiinteistösijoitusten tuotot nousivat inflaation noustessa (Brueggeman & Fisher, 2019, 750).

Arvon nousupotentiaali ja aktiivisen hallinnoinnin tarve: Kiinteistösijoitusten toinen tuottokomponentti, arvonmuutos sisältää vuokratuottoa suurempia riskejä, mutta etenkin riskihakuisemille sijoittajille sen merkitys on suurempi. Arvonmuutoksiin vaikuttavat erityisesti markkinatilanteet ja niillä vallitseva kysyntä ja tarjonta. Mutta myös sijoittajan tekemillä toimilla kuten itse kiinteistön tai sen vuokralaisrakenteiden kehityksellä voi vaikuttaa kiinteistön arvonnousuun. (Kaleva ym., 2017, 13.) Giannottin ja Mattaroccin (2008, 218) mukaan kiinteistösijoituksia on monimutkaista hallita ja sijoittajan tarvitsee usein hallinnoida kiinteistösijoitusta itse, mikä vaikuttaa niistä saataviin tuottomarginaaleihin. Kiinteistön aktiivisen hallinnoinnin tarve ja markkinoiden syvälinen ymmärrys korostuu erityisesti vuokra- ja ylläpitokustannussopimuksia neuvotellessa, tämä vähentää kiinteistösijoitusten houkuttelevuutta osalle sijoittajista ja vaikeuttaa kiinteistösijoitusten tekoa erityisesti uusille, esimerkiksi kansainvälisille markkinoille. (Kaleva ym., 2017, 13; Kallunki ym., 2019, 89.)

Hajautushyöty: Rakentaessa sijoitussalkkua useasta varallisuuslajista tuo kiinteistösijoitusten sisällyttäminen hajautushyötyä. Sisällyttämällä kiinteistösijoituksia sijoitussalkkuun voidaan tuottoa siis lisätä suurentamatta kuitenkaan riskiä tai vastaavasta riskiä voidaan pienentää säilyttäen sama tuottotaso. (Kaleva ym., 2017, 13; Kallunki ym., 2019, 89.) Myös Hudson-Wilson, Fabozzi ja Gordon (2003, s. 6) korostavat kiinteistöjen merkitystä usean varallisuuslajin portfoliossa, sillä niiden korrelaatiot osakkeiden, korkojen ja käteisen rahan kanssa ovat epätäydelliset (korrelaatiokerroin on alle 1), jolloin kiinteistöjen tulisi olla osana portfoliota niiden parantaessa sen tuotto-riski suhdetta.

Suuri yksikkökoko: Kiinteistösijoitukset ovat tyypillisesti yksikkökooltaan varsin suuria, tämä tekee suorasta kiinteistösijoittamisesta vaikeaa tai täysin mahdotonta useille sijoittajille.

Suorat kiinteistösijoitukset ovatkin useimmiten yksityishenkilöiden ulottumattomissa aivan varakkaimpia sijoittajia lukuun ottamatta. (Kaleva ym., 2017, 13.) Suorien kiinteistösijoitusten vaatima suuri sijoituspääoma tekee myös sijoitusten hajautuksesta haastavampaa (Giannotti & Mattarocci, 2008, 218). Tämän vuoksi myös suurempien sijoittajien tehokas riskin hajautus kärsii ja suuret pääomatarpeet lisäävät myös vieraan pääoman käyttöä kiinteistösijoituksissa. Velan käyttö voi kasvattaa oman pääoman tuottoa, mutta se kasvattaa samalla myös sijoitusten riskillisyyttä. (Kaleva ym., 2017, 13; Kallunki ym., 2019, 89.)

Epälikvidiys ja korkeat kaupankäyntikustannukset: Sijoitusten suuren koon sekä kunkin kiinteistökohteen yksilöllisten teknisten ja taloudellisten ominaisuuksien takia kiinteistösijoitukset ovat erittäin epälikvidejä, eli niiden rahaksi muutettavuus on hitaampaa ja vaikeampaa kuin useimpien muiden sijoituskohteiden (Kaleva ym., 2017, 13). Potentiaalisia ostajia ja myyjiä on markkinoilla huomattavasti vähemmän kuin osake- ja korkomarkkinoilla. Kiinteistökauppojen toteutus vie lisäksi merkittävästi aikaa ja kiinteistösijoitussalkun strategioiden ja painotuksen muokkaaminen on huomattavasti hitaampaa ja haastavampaa toteuttaa muihin varallisuuslajeihin verratessa. Myös kiinteistösijoitusten kaupankäynnistä aiheutuu huomattavasti muita varallisuuslajeja korkeammat kustannukset, analyysitarpeiden, konsultoinnin, välityspalkkioiden ja varainsiirtoveron muodossa. Kaupankäynnin haasteita lisää myös hintainformaation vähäisyys, kaupankäyntivolyyymien ollessa matalia, jokaisen kohteen ollessa yksilöllinen ja kaupan tuloksen ollessa riippuvainen ostajan ja myyjän välisestä neuvotteluista. (Giannotti & Mattarocci, 2008, 218; Kaleva ym., 2017, 13.) Tämän vuoksi kiinteistökauppojen hintatietoja ei ole yksittäisiä asuinhuoneistoja lukuun ottamatta saatavilla samalla tavalla kuin muista sijoitusluokista. Edellä mainitut ominaisuudet aiheuttavat kiinteistömarkkinalle tehottomuutta ja informaatiokustannuksia. Muita paremmin informoidut toimijat pystyvät myös hyödyntämään tätä tehottomuutta edukseen kiinteistösijoitusmarkkinoilla. (Kaleva ym., 2017, 13–14; Kallunki ym., 2019, 89.)

Tarjonnan hidas sopeutuminen ja suhdannevaihtelut: Syklisyys on kiinteistömarkkinan perusluonne, jyrkät suhdannevaihtelut ovat siis tyypillisiä monille kiinteistömarkkinamuuttujille. Suurin syy markkinoiden syklisyyteen on tarjonnan hidas sopeutuminen kysynnän muutoksiin. Tarjonnan lisääminen markkinoille kiinteistökehityksen

kautta kestää parhaimmillaan useita vuosia, jonka aikana kysyntä on voinut muuttua lähtötilanteesta merkittävästi. (Brueggeman & Fisher, 2019, 349–350; Kaleva ym., 2017, 13; Kallunki ym., 2019, 89.) Brueggemanin ja Fisherin (2019, 350) mukaan kiinteistömarkkinoiden syklisyys johtuu erityisesti alan kovasta kilpailusta ja kysynnän ennustamisen haastavuudesta. Kiinteistömarkkinoiden syklisyyttä käsitellään lisää luvussa 2.6.

Korkea vakuusarvo ja velkavivun käyttö: Kiinteistöillä on tyypillisesti kaikista omaisuusluokista korkein vakuusarvo. Rahoituslaitokset, kuten pankit myöntävät siis kiinteistösijoituksiin suhteellisesti enemmän lainaa kuin muihin sijoitusluokkiin sijoittaessa. Tämän takia voidaan kiinteistösijoituksissa käyttää suhteellisen suurta velkavivua niin haluttaessa. Myös tasainen vuokratassavirta helpottaa velkarahoituksen käyttöä, kun lainojen hoitomenot voidaan kattaa sillä. Velkarahan käyttö on varsin yleistä kiinteistösijoituksissa, velkaraaha mahdollistaa kiinteistösijoittamisen ja kiinteistösijoitussalkun hajautuksen myös niille sijoittajille, joidenka oma pääoma ei siihen muuten riittäisi. Toisaalta velan käyttö kasvattaa myös kiinteistösijoitusten riskiä. (Kaleva ym., 2017, 14; Kallunki ym., 2019, 90.)

Kuten edeltävistä kappaleista näkyy, samoja erityispiirteitä käsitellään myös kansainvälisesti, ja myös laajempia listauksia erityispiirteistä on olemassa. Hoesli ja MacGregor (2000, 19–23) listasivat 12 suorien kiinteistösijoitusten erityispiirrettä. Kahdeksan aiemman erityispiirteen lisäksi he mainitsevat pitkän kiinteistöjen pitoajan, valtion väliintulon, psykologisen tuoton ja luokittelun eri kiinteistötyyppeihin. On kuitenkin huomattava, että näiden neljän osalta erityispiirteisyyttä voi pitää lievempänä. Myös muissa sijoituskohteissa pitoajat voivat olla varsin pitkiä. Valtiot voivat vaikuttaa myös muiden sijoituskohteiden ominaisuuksiin ja kannattavuuteen lainsäädännöllä. Muidenkin sijoituskohteiden omistaminen voi tuoda psykologista tuottoa ja useimmat sijoituskohteet ovat luokiteltavissa eri alaluokkiin/tyyppeihin. Kuitenkin myös kotimainen kirjallisuus huomioi näitä erityispiirteitä esimerkiksi Kiiras ja Tammilehto (2014, 35–36) mainitsevat myös pitkän pitoajan, omistamisen imagon tuoman psykologisen tuoton sekä valtion väliintulon kaavoituksen ja korkotukien muodossa.

Suorien kiinteistösijoitusten haasteellisia piirteitä voidaan lieventää arvopaperistamalla kiinteistösijoituksia, eli käyttämällä erilaisia epäsuoria kiinteistösijoitusinstrumentteja. Näiden instrumenttien käytön myötä joudutaan kuitenkin usein tekemään myönnytyksiä joidenkin suorien kiinteistösijoitusten houkuttelevien ominaisuuksien suhteen (Kaleva ym., 2017). Suorien kiinteistösijoitusten edut ja heikkoudet on kuvattu alapuolella olevassa taulukossa yhteenvetona edeltävistä.

Taulukko 1 Kiinteistösijoitusten edut ja heikkoudet. Mukailten Kaleva ym. (2017, 15)

Edut:	Heikkoudet:
+ vakaa vuokratuotto	- heikko likviditeetti
+ kiinteistön mahdollinen arvonnousu	- suuri yksikkökoko
+ kiinteistönkehitys potentiaali	- hajautuksen haasteet
+ hajautushyöty suhteessa muihin sijoituksiin	- osaamista ja resursseja vaativa hallinnointi
+ mahdollisesti houkutteleva tuotto-riski suhde	- allokation hidas sopeutettavuus
+ inflaatiosuoja	- mitattavuus ja vertailtavuus

Vaikka edeltävä taulukko antaakin hyödyllistä kuvaa kiinteistösijoitusten eduista ja heikkouksista, tulee huomioida muuttujia kuten sijoittajan strategia, vallitseva markkinatilanne ja yksittäisen kohteen ominaisuudet, mitkä voivat vaikuttaa mainittujen etujen ja haittojen paikkansapitävyyteen. Esimerkiksi kiinteistön tarjoama vuokratuotto ei ole kaikissa tilanteissa vakaa ja kiinteistöjen mahdollinen arvonnousu voi erityisesti heikossa markkinatilanteessa kääntyä myös mahdolliseksi arvon laskuksi. Inflaation vaikutuksilta vuokratuottoon saadaan usein suojaa indeksiin sidotuista vuokrasopimuksista (ks. Kaleva, ym., 2017, 12). Mutta, erityisesti korkean inflaation aikana suuret indeksikorotukset voivat vaikuttaa vuokralaisten maksukykyyn, joka voi heikentää käyttöasteita ja tätä kautta vuokratuottoja. Aikoina, jolloin kiinteistöjen vuokrauskysyntä on heikompaa ja käyttöasteet heikkenevät, kiinteistöjen tuotot eivät nouse odottamattoman inflaation tahdissa (Brueggeman & Fisher, 2016, 435). Myös heikkoutena mainittu likviditeetti voi toisinaan olla varsin hyvää, jos kiinteistö on ominaisuuksiltaan houkutteleva ja kiinteistömarkkinan tilanne vetää. Vaikkakin Suomen kiinteistömarkkinan tilanne on viime vuosina ollut haastava, on luvussa 2.7.2 kuvattujen merkittävien kiinteistökauppojen volyyymi ollut ajoittain varsin korkealla ja markkinoiden likviditeetti hyvää (ks. KTI Kiinteistötieto Oy, 2024b, 8). Myös yksikkökoon ja hajautuksen haasteiden vaikutusten merkitys lievenee, jos kyseessä on

isompi toimija, jonka resurssit riittävät suuremman kiinteistösalkun omistukseen ja hallinnointiin.

2.3 Kiinteistösijoittamisen motiivit

Kiinteistösijoittamisen motiivit nojaavat vahvasti edellä mainittuihin kiinteistösijoitusten erityispiirteisiin ja niistä löydettäviin etuihin. Brueggeman ja Fisher (2019) jakavat kiinteistösijoittamisen motiivit neljään pääluokkaan. Ensimmäinen motiivi perustuu oletukseen, että kiinteistön käytölle on riittävä kysyntä. Tällöin kiinteistön vuokratuotosta jää jäljelle nettotuottoa kiinteistöstä koituvien kulujen vähentämisen jälkeen. Toinen motiivi on kiinteistön arvonnousu sen pitoajalta. Oletuksena on, että kiinteistöjen arvot nousevat jo yleisen inflaation, mutta myös niiden kysynnän kasvun vuoksi. Tällöin sijoittaja voi tehdä kiinteistöllä tuottoa, myymällä sen hankintahintaa korkeammalla hinnalla kiinteistön pitoajan päätyttyä. Kolmantena motiivina on kiinteistösijoituksista saatava hajautushyöty. Suuri osa sijoittajista haluaa hajauttaa sijoitusriskiään sijoittamalla eri omaisuusluokkiin kuten osakkeisiin, joukkovelkakirjoihin, rahamarkkinainstrumentteihin ja kiinteistöihin. Viimeisenä syynä he mainitsevat kiinteistösijoittamisen mahdolliset verotushyödyt. Historiallisesti kiinteistösijoituksissa on ollut selviä verohyötyjä useissa maissa, mutta osa näistä verohyödyistä on poistunut. On myös muistettava, että mahdolliset verohyödyt ovat vahvasti riippuvaisia vallitsevasta verotuslainsäädännöstä eivätkä täten välttämättä koske kaikkia markkinoita. (Brueggeman & Fisher, 2019, 348–349.)

2.4 Kiinteistösektorit

Tarkasteltaessa kiinteistösijoituksia keskitytään usein kiinteistön käyttötarkoituksen luokitteluun. Eri käyttötarkoitusten eli niin sanottujen kiinteistösektoreiden kiinteistöt poikkeavat ominaisuuksiltaan merkittävästi toisistaan, kun niitä tarkastellaan sijoitusmielessä ja myös niiden tuotoilla on pitkälti erilaisia ajureita. Sijoitusmarkkinoilla on sekä yksittäisille kiinteistösektoreille erikoistuneita sijoittajia että useille eri sektoreille sijoittavia toimijoita. (Kaleva ym., 2017, 15.)

Brueggemanin ja Fisherin (2019) mukaan kiinteistöt voidaan luokitella kahteen pääluokkaan, joita ovat asuinkiinteistöt ja ei-asuinkiinteistöt (toimitilakiinteistöt).

Asuinkiinteistöihin kuuluvat omakotitalot ja niin sanotut moniperhekiinteistöt (englanniksi multifamily properties) kuten asuinkerrostalot. Yleisesti ottaen asuinkiinteistöillä tarkoitetaan kiinteistöjä, jotka tarjoavat asuinpaikan yksilöille tai perheille. Vaikkakin myös hotellien ja motellien voidaan ajatella tarjoavan asuinpaikan ihmisille, ne ajatellaan tilapäisiksi tai väliaikaisiksi ja niitä ei täten luokitella asuinkiinteistöiksi. Omakotitalot, paritalot ja rivitalot sijaitsevat usein haja-asutusalueilla ja kaupunkien laitamilla. Asuinkerrostalot taas ovat yleisempiä keskusta-alueilla ja korkeimmat asuinkerrostalot sijaitsevat usein kaupunkien keskustoissa, koska maankäyttö on siellä kalleinta. (Brueggeman & Fisher, 2019, 254–255.)

Ei-asuinkiinteistöt jaetaan useimmiten kuuteen alakategoriaan: toimisto, liike, teollisuus, hotelli/motelli, vapaa-ajan ja institutionaaliset. Useimmat kiinteistöt koostuvat kuitenkin useammista eri tiloista samassa kiinteistössä, kuten toimisto- ja liiketiloista. Todellisuudessa sama rakennus voi hyvinkin sisältää sekä asuinkäyttöön että muuhun käyttöön tarkoitettuja tiloja. Kiinteistöjä, joissa useampi eri käyttötarkoitus yhdistyy, kutsutaan monikäyttäjää kohteiksi. (Brueggeman & Fisher, 2019, 255.) Eri käyttötarkoituksia tulisikin pitää käteväenä tapana luokitella tilan käyttöä kysynnän ja tarjonnan mukaan ja näiden avulla arvioida kiinteistön potentiaalia sijoituskohteena.

Kaleva ym. (2017, 15) jakavat kiinteistöt asuinkiinteistöihin ja toimitilakiinteistöihin. Toimitilasektorin pääluokittelu on toimisto-, liike-, ja tuotannolliset kiinteistöt. Kukin näistä on jaettavissa yhä tarkempiin käyttötarkoitukseluokkiin, mutta nämä luokat eivät ole kovin vakiintuneita. Myös Goddard ja Marcum (2012) jakavat kiinteistötyypit näiden neljän pääluokan mukaan. Näiden lisäksi sijoitusmaailman näkökulmasta uudemmat kiinteistösektorit ovat nostaneet kiinnostavuuttaan sijoittajien joukossa. Palvelutuotannon tapojen muutos sekä kuntien ja valtion taloustilanne ovat avanneet sijoitusmahdollisuuksia perinteisesti julkisen sektorin omistuksessa olleisiin kiinteistöihin eli yhteiskuntakiinteistöihin. Etenkin hoivakiinteistöt ovat nostaneet viime vuosina suosiotaan sijoitusmarkkinoilla. (Kaleva ym., 2017, 16.) Jotta kiinteistöluokkien jako olisi tässä työssä mahdollisimman yksiselitteinen, jaetaan edellä mainitut kiinteistösektorit jatkossa KTI Kiinteistötieto Oy:n (2021, 20202, 2023, 2024) markkinakatsausten jaottelun mukaan asuinsektoriin, toimistosektoriin, liikesektoriin, yhteiskuntasektoriin, teollisuus-/logistiikkasektoriin ja hotellisektoriin.

2.5 Kiinteistösijoitusstrategiat

Kansainvälisesti käytössä oleva luokittelu jakaa kiinteistösijoitusstrategiat kolmeen eri pääluokkaan. Luokat jaotellaan niiden tuotto-riski-lähestymistavan pohjalta sillä eri kiinteistösijoittajat eroavat toisistaan merkittävästi tavoittelemansa tuottotason ja hyväksymänsä riskitason suhteen. Näiden sijoitusstrategioiden nimitykset ovat myös Suomessa yleisesti englanninkieliset core-, value added- ja opportunistic-strategiat. Seuraavaksi tarkastellaan lyhyesti näitä kolmea eri tuotto-riski-tason strategiaa Brueggemanin ja Fischerin (2019) sekä Kalevan ym. (2017) teosten pohjalta.

Core -sijoitusstrategia on matalariskinen ja maltilliseen tuottotasoon tyytyvä sijoitusstrategia. Siinä painotetaan tasaista ja melko riskitöntä pitkän aikavälin nettotuottoa ja kiinteistön arvonmuutoksen merkitys on puolestaan vähäisempi. Sijoitusten aikajänne on usein hyvin pitkä, jopa vuosikymmeniä ja sijoituksissa keskitytään hyväkuntoisiin ja helposti vuokrattaviin kohteisiin, jotka ovat hyvällä sijainnilla. (Kaleva ym., 2017, 90–91.) Brueggemanin ja Fischerin (2019, 351) mukaan core-kohteiden käyttöasteiden tulisi olla vähintään 80 prosenttia ja vuokralaisten tulisi omata matala luottoriski. He mainitsevat myös neljännen tuotto-riski-tason strategian Core ”Plus”, jossa käytetään core strategiaa, mutta pyritään parantamaan vuokratuottoja tekemällä pieniä muutoksia kiinteistön hallinnassa, joko vuokraohjelman avulla tai tekemällä hyvin rajallisia ja tarkkoja kehitysinvestointeja kohteeseen, joidenka tavoitteena on nostaa vuokratasoja.

Value added -sijoitusstrategiaa käyttävä sijoittaja pyrkii nimityksen mukaisesti tuottamaan sijoitukselle lisäarvoa omalla osaamisellaan ja aktiivisella toiminnallaan (Kaleva ym., 2017). Strategian pääpaino on usein keskittyä joihinkin kiinteistökohteiden ominaisuuksiin, joita ei ole optimoitu. Siinä voidaan keskittyä olemassa olevan kohteen remontointiin, jonka vaikutuksena saavutettaisiin suuremmat vuokratulot (esimerkiksi lisäämällä toimistokohteeseen ravintolan, aulapalvelun, hissejä tai virkistystiloja). Muita vaihtoehtoja optimointiin on kohteen olemassa olevien vuokrasopimusten uudelleen neuvottelu tai kohteen vuokralaisrakenteen muokkaus keskittymällä esimerkiksi houkuttelevamman päävuokralaisen hankintaan. Value added -sijoittaja pyrkii korkeampaan tuotto odotukseen kuin core -sijoittaja ja hyväksyy sen seurauksena myös korkeamman riskitason. Tuotto-odotus pohjautuu nettotuoton ohella sijoitusten arvonnousuun. Sijoitusstrategiassa myös

velkavivun käyttö on yleistä investointien rahoittamiseksi ja tuottojen vahvistamiseksi. (Brueggeman & Fisher, 2019, 351; Kaleva ym., 2017, 91.)

Opportunistic -strategian sijoittaja tähtää korkeisiin tuottoihin ja hyväksyy korkean riskitason. Tämän strategian tuotto-odotus pohjautuu lähes täysin sijoituskohteiden arvonkehitykseen, johon pyritään vaikuttamaan aktiivisella ja aggressiivisella kiinteistökehitys- ja myyntistrategialla. Strategiassa voidaan keskittyä, joko kokonaan uuden kohteen kehitykseen, kohteiden hankintaan sijoittajilta, jotka ovat taloudellisissa vaikeuksissa, kohteisiin, jotka vaativat mittavia remontointeja tai kehitystöitä, sekä kohteisiin, joiden käyttötarkoitus tulisi muuttaa esimerkiksi teollisuuskäytöstä toimistotilaksi alueen kysyntämuutosten vuoksi. Strategiassa käytetään usein korkeaa velkavipua ja sijoitushorisontti on lyhyt. (Brueggeman & Fisher, 2019, 351–352; Kaleva ym., 2017, 91.) Taulukossa 2 esitetään yhteenveto core-, value added, ja opportunistic-strategioiden keskeisistä ominaisuuksista ja eroavaisuuksista.

Taulukko 2 Kiinteistösijoitusstrategian valintoja: core – value added – opportunistic – sijoitusten tyypittely. Mukailten Kaleva ym. (2017, 91)

	Core	Value added	Opportunistic
Tuotto-odotus	Matala	Keskitaso	Korkea
Riski	Matala	Keskitaso	Korkea
Nettotuotto / arvonmuutos	Pääosin nettotuotto	Nettotuotto ja arvonnousu	Pääosin arvonnousu
Kohde	Olemassa oleva, vuokrattu kohde	Olemassa oleva, vaatii kehittämistä	Kehitettävä uudiskohde / merkittävä peruskorjaushanke
Sijoitusperiodi	Osta ja pidä	4–8 vuotta	Kehitä ja myy
Kiinteistösektori	Pääkiinteistösektorit	Pää- ja erityissektorit	Kaikki
Markkinat	Prime- markkina-alueet	Prime- / secondary markkinat	Kaikki
Likviditeetti	Hyvä	Kohtuullinen	Matala
Esimerkkejä	Hyväkuntoinen, täyteen vuokrattu toimistokohde keskusta-alueella	Pientä kehittämistä vaativa kohde	Maa-alue keskustan ulkopuolella

Näiden tuotto-riski-strategioiden lisäksi kiinteistösijoittamisen strategiassa voidaan ottaa kantaa myös moneen muuhun näkökulmaan. Mahdollisia sijoitusnäkökulman strategisia valintoja voidaan tehdä sijoitusten markkina valinnoissa, allokoidessa niitä eri maiden, alueiden ja sektorien välillä. Strategisen valinnan voi tehdä myös kiinteistösijoittamisen muodossa suoran ja epäsuoran sijoittamisen välillä ja eri sijoitusinstrumenttien käytöllä. Sijoitusstrategia määrittää myös kuinka aktiivinen tai passiivinen markkinatoimija sijoittaja haluaa olla ja missä määrin resursseja käytetään sijoitusten hallintaan. (Kaleva ym., 2017, 90–98.) Myös monia muita strategisia elementtejä voidaan jaotella kiinteistösijoittajan strategiassa, mutta edellä kuvatut tuotto-riski-strategiat ovat yleisesti tunnetuin strateginen valinta.

2.6 Kiinteistömarkkinan syklit

Kiinteistömarkkinat ovat luonteeltaan hyvin sykliset ja kiinteistömarkkinan syklit ovat vahvasti yhteydessä yleistalouden sykleihin, ollessaan kuitenkin reaalityalouden syklejä jyrkempiä ja tapahtuessaan viiveellä (Kiiras & Tammilehto, 2014, 39). Barrasin (1994) mukaan kiinteistömarkkinan syklit ovat jaoteltavissa pituudeltaan lyhyisiin (4–5 vuotta) ja pitkiin (5–10 vuotta) sykleihin. Hänen mukaansa vaihtelut tilojen kysynnässä (käyttöasteissa) tapahtuvat lyhyellä aikavälillä ja kiinteistökehityksen sekä yleisen taloustilanteen vaihtelut tapahtuvat pitkällä aikavälillä. Myös Barrasin (1994) mukaan kiinteistötalouden syklit ovat sidoksissa yleistalouden- ja luottomarkkinoiden sykleihin. Talouden nousukausi liittyy kasvavaan luoton myöntämiseen, jossa kasvavat velkasijoitukset ovat talouskasvun keskeinen syklinen ajuri.

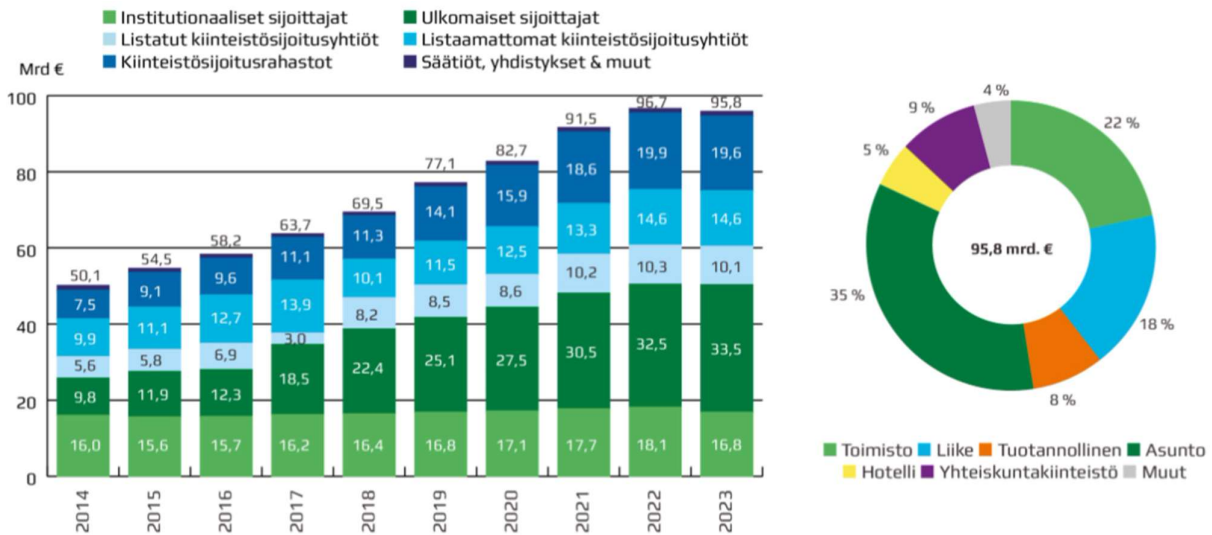
Kiinteistömarkkinoiden syklit ovat monien tutkimusten ja aihealueen kirjallisuuden valossa jaettavissa neljään vaiheeseen, eroavaisuuksia syklin kuvauksessa syntyy lähinnä siinä mistä vaiheesta sykliä kuvaus aloitetaan. Ensimmäinen vaihe on nousuvaihe. Nousuvaiheessa talouskasvu ilmenee kiinteistömarkkinoilla tilojen kysynnän kasvuna, kiinteistömarkkinoilla tilojen tarjonta on kuitenkin hyvin joustamatonta, eikä sopeudu nopeasti kysynnän kasvuun. Tästä seuraa vuokratasojen nousu, vajaakäyttöasteiden lasku ja tuottovaateiden lasku. Tuottovaateiden lasku johtaa kiinteistöjen pääoma-arvojen nousuun. Nousevat kiinteistöjen hinnat johtavat uusien kiinteistöjen rakennusaktiivisuuden nousuun, kun kiinteistöjen markkina-arvot ylittävät rakennuskustannukset. Uusien

rakennushankkeiden aloittaminen jatkuu, kunnes toinen vaihe eli huippu saavutetaan. Huipulla tilojen kysyntä ja tarjonta kohtaavat, mutta koska huippu havaitaan vasta kun se on saavutettu, johtaa nousuvaiheessa aloitettujen rakennushankkeiden valmistumisten jatkuminen tilojen ylitarjontaan ja laskuvaiheeseen. Laskuvaiheessa tilatarjonnan ylitettyä vuokralaiskysynnän vuokrat alkavat laskea, vajaakäyttö kasvaa ja kiinteistöjen arvot alkavat laskea. Laskuvaiheen pituus riippuu siitä, missä määrin uudistuotantoa tehtiin liikaa ja se jatkuu, kunnes saavutetaan viimeinen vaihe eli pohja. Pohjalla uusia hankkeita ei enää valmistu eikä niitä aloiteta, mikä heikentää edelleen taloustilannetta. Ajan myötä pohja kääntyy uuteen nousuvaiheeseen, kun talous elpyy, uusia työpaikkoja syntyy ja kysyntä kasvaa. (Barras, 1994; Baum & Hartzell, 2012; Kaleva ym., 2017, 72; Mueller, 1999.)

2.7 Katsaus Suomen kiinteistömarkkinaan

2.7.1 Ammattimaisen kiinteistösijoitusmarkkinan osapuolet ja sektorirakenne

Kuten johdannossa todettiin, oli Suomen ammattimaisen kiinteistömarkkinan kokonaiskoko 95,8 miljardia euroa vuonna 2023. Ammattimaisilla kiinteistösijoittajilla tarkoitetaan sellaisia merkittäviä toimijoita, joille kiinteistösijoittaminen on pääasiallista liiketoimintaa tai joiden voidaan muuten katsoa harjoittavan kiinteistösijoittamista ammattimaisesti (Kaleva ym., 2017, 41). Tämän lisäksi piensijoittajat (pääosin suomalaiset yksityishenkilöt) omistivat vuokra-asuntoja arviolta noin 20 miljardilla eurolla (vuosi 2018). Suomen ammattimaisen kiinteistösijoitusmarkkinan koko ja omistusrakenne sekä omistusten jakautuminen eri sektoreille näkyy alla olevasta kuvaajasta.



Kuvio 2 Suomen ammattimaisen kiinteistösijoitusmarkkinan toimija- ja sektorirakenne, suorat kiinteistösijoitukset Suomessa (KTI Kiinteistötieto Oy, 2024b, 6)

Kuviosta on nähtävissä ammattimaisten kiinteistösijoitusmarkkinan kokonaiskoon voimakas kasvu, se miltei tuplaantui vuosien 2014–2022 välillä. Kaikkien ammattimaisten sijoittajaryhmien kiinteistöomistukset kasvoivat tuona ajanjaksona ja varsinkin ulkomaiset sijoittajat ovat kasvattaneet voimakkaasti osuuttaan Suomen ammattimaisesta kiinteistömarkkinasta. Ulkomaiset sijoittajat olivat vuoden 2023 lopussa Suomen kiinteistösijoitusmarkkinan suurin sijoittajaryhmä noin 35 prosentin osuudella. Toiseksi suurimpana sijoittajaryhmänä ovat kiinteistösijoitusrahastot noin 20,5 prosentin osuudella. Institutionaalisten sijoittajien suorien kiinteistösijoitusten osuus on suhteellisesti laskenut vuosi vuodelta, sen oltua suurin sijoittajaryhmä vielä vuonna 2016. Vuoden 2023 lopulla institutionaalisten sijoittajien osuus on enää noin 17,5 prosenttia. Listaamattomien kiinteistösijoitusyhtiöiden osuus oli noin 15 prosenttia ja listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden noin 10,5 prosenttia.

Asuinkiinteistöt ovat yhä kiinteistösijoitusmarkkinoiden suurin sijoitussektori, vaikkakin niiden markkina-arvot putosivat vuosina 2022 ja 2023 KTI Kiinteistöindeksin mukaan yhteensä lähes 13 prosenttia, samanaikainen vilkas uudisrakentaminen kasvatti kuitenkin markkinaa edelleen (KTI Kiinteistötieto Oy, 2024b, 7). Asuinkiinteistöjen osuus koko kiinteistösijoitusmarkkinasta oli vuoden 2023 lopussa noin 35 prosenttia. Toimistokiinteistöt pysyivät suurimpana toimitilakiinteistösektorina, vaikkakin sen painoarvo jatkoi laskuaan ja sen osuus putosi noin 22 prosenttiin, sen oltua 24 prosenttia markkinoiden kokonaiskoosta

vuotta aiemmin (KTI Kiinteistötieto Oy, 2023a, 7). Liikekiinteistöt ovat pysyneet jo useamman vuoden noin 18 prosentin osuudessa kokonaismarkkinasta, kun taas pienemmistä sektoreista yhteiskunta- ja tuotannollisten kiinteistöjen osuus on viime vuosina kasvanut (KTI Kiinteistötieto Oy, 2023a, 7, 2024b, 7).

2.7.2 Viime vuosien kehitys

Kuten jo johdannossa todettiin, on Suomen kiinteistösijoitusmarkkinaan vaikuttanut viime vuosina muun muassa koronapandemia, vastuullisuustekijöiden kasvu, Venäjän hyökkäyssodan seurannaisvaikutukset ja nollakorkoajan päättymisen. Nämä tekijät, varsinkin korkokantojen nousu, ovat vaikuttaneet toki kiinteistösijoitusmarkkinaan globaalisti, Euroopassa ja pohjoismaissa, mutta Suomessa vaikutukset markkinaan ovat olleet ilmeisesti merkittävämmät. Vuonna 2023 maailmanlaajuinen kiinteistökaupankäynnin määrä väheni 48 prosenttia edellisvuodesta MSCI:n mittauksen mukaan. Vastaavasti Euroopassa se väheni 51 prosenttia, pohjoismaissa 54 prosenttia ja Suomessa 62 prosenttia Newsecin seurannan mukaan (Vuori, 2024).

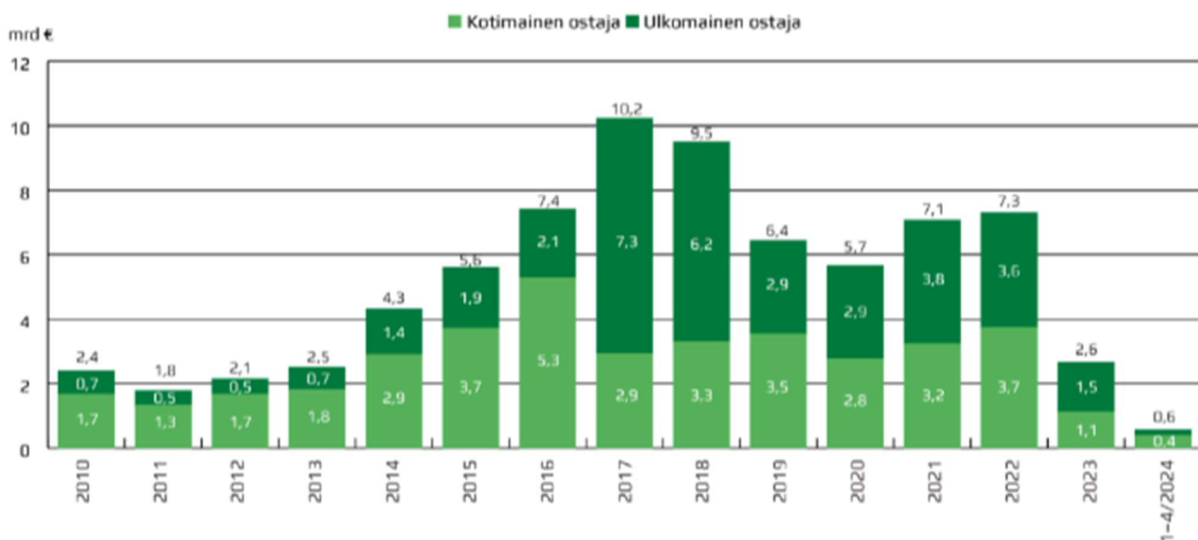
Pandemian vaikutuksista kiinteistömarkkinaan tuli selkeitä merkkejä niin maailmalla kuin myös meillä Suomessa. Suomessa erityisesti jälleenmyynti ja hotellisektori koki kovan kolauksen. Vuonna 2020 kauppakeskusten myynti putosi 11,6 prosenttia ja kävijämäärät laskivat 23 prosenttia edelliseen vuoteen verrattuna, hotellihuoneiden käyttöasteiden pudotessa 38 prosenttiin, niiden oltua 56,1 prosenttia edeltävänä vuonna (KTI Kiinteistötieto Oy, 2021, 61, 69). Niin ikään toimistokiinteistöt kärsivät pandemiasta. Vuonna 2020 Helsingin keskusta-alueella toimistokiinteistöjen vuokrat putosivat 1,3 prosenttia edellisvuodesta ja käyttöasteet 93 prosenttiin edellisen vuoden 95 prosentin käyttöasteesta. Pandemian vaikutukset asuinkiinteistöihin pysyivät melko vähäisinä, jonka takia niiden houkuttelevuus ammattimaisten sijoittajien keskuudessa kasvoi. KTI:n mukaan myös uusia trendejä kuten suurempien asuntojen vuokraus ja kauempana keskustasta olevien kohteiden kysynnän kasvu oli havaittavissa. (KTI Kiinteistötieto Oy, 2021, 50, 55.) Myös kiinteistörahoituksen lainamarkkina tiukkeni hetkellisesti keväällä 2020, mutta palautui kuitenkin jo lokakuuhun mennessä miltei pandemiaa edeltäneelle tasolle (KTI Kiinteistötieto Oy, 2021, 41). Kokonaisuudessaan Suomen kiinteistömarkkina toipui kuitenkin pandemiasta varsin nopeasti ja ammattimaisen kiinteistömarkkinan koko kasvoi kahtena

seuraavana vuonna merkittävästi vuodesta 2020, jolloin sen koko oli 82,7 miljardia euroa. Vuonna 2021 kasvua tuli noin 11 prosenttia ja vuonna 2022 noin 5,7 prosenttia. Ammattimaisen kiinteistömarkkinan koon oltua 91,5 miljardin euron arvoinen vuonna 2021 ja 96,7 miljardin arvoinen vuonna 2022 (KTI Kiinteistötieto Oy, 2024b, 6).

Kovan kasvun jälkeen kotimainen kiinteistömarkkina heikkeni kuitenkin koko vuoden 2023 ajan ja vuoden 2024 aikana toipumista ei ole vielä tähän mennessä nähty. Järvenpään, Koskisen ja Voutilaisen (2023) mukaan toimintaympäristön heikentyminen on kasvattanut epävarmuutta kiinteistökohteiden rahoituksen, kannattavuuden ja arvonmäärityksen kannalta. Samanaikaisesti nousseet kiinteistöjen rakennus-, rahoitus-, hoito- ja korjauskustannukset ovat heikentäneet kiinteistöistä saatavia nettotuottoja. Kiinteistösijoitusyhtiöiden riskit eivät myöskään kohdistu vain itse sijoitusyhtiöihin ja niiden osakkeenomistajiin, vaan myös niille luottoa antaviin pankkeihin. Suomessa pankeilla on paljon kiinteistöalan lainoja, mikä on niiden yksi keskeinen haavoittuvaisuus, lisäten niiden riskinkantokyvyn tarvetta (Järvenpää, Koskinen & Voutilainen, 2023). Vuoren (2024) mukaan korkojen nousun myötä velkarahoituksen saatavuus kiinteistösijoituksiin onkin heikentynyt merkittävästi, mikä vähentää sijoitusmahdollisuuksia. Suomessa pankit ovat kiinteistösijoitusten ensisijainen rahoituslähde, sillä Suomessa ei ole merkittäviä vaihtoehtoisia rahoitusratkaisuja, ja myös joukkovelkakirjamarkkinat kiinteistörahoituksessa ovat melko pienet verrattaessa esimerkiksi Ruotsiin (Vuori, 2024).

Kiinteistösijoitusten nettotuottovaatimukset olivat pitkään laskussa, mutta tilanne muuttui vuoden 2022 puolivälissä ja tuottovaatimukset ovat olleet selvästi kasvussa vuosina 2023 ja 2024. KTI Kiinteistöindeksi kirjasi vuodelta 2023 ensimmäisen negatiivisen kokonaistuoton kautta aikojen, kiinteistösijoitukset tuottivat keskimäärin -2,7 prosentin kokonaistuoton. Korkojen noususta johtunut tuottovaateiden nousu painoi kiinteistöjen markkina-arvot keskimäärin noin seitsemän prosentin laskuun, kiinteistömarkkinan kokonaiseen laskua lievensi kuitenkin sijoittajien rakennuttamien uudishankkeiden valmistuminen (KTI Kiinteistötieto Oy, 2024b, 6–7). Merkittävä osoitus kiinteistömarkkinalla vallitsevasta epävarmuudesta on transaktiovolyymien huomattava lasku, mikä näkyy alla olevassa kuvaajassa. Vuonna 2023 transaktiovolyymi oli vain 2,6 miljardia euroa, kun kahtena edellisenä vuotena se on ollut yli seitsemän miljardin euron vuositasolla. KTI:n tilastoimien yli miljoonan euron kiinteistökauppojen lukumäärä tippui vuoden 2022 melkein

300 kaupasta reiluun 180 kauppaan vuonna 2023 ja kauppajen keskimääräinen koko putosi noin 25 miljoonasta 15 miljoonaan. (KTI Kiinteistötieto Oy, 2024b, 8.)



Kuvio 3 Merkittävien kiinteistökauppojen volyymi (KTI Kiinteistötieto Oy, 2024b, 8).

Newsecin tuottama syksyn 2024 kiinteistömarkkinakatsaus osoittaa kuitenkin merkkejä markkinan toipumisesta. Sen mukaan kiinteistösijoitusmarkkinoilla pitkään jatkunut passiivisuus olisi tulossa päätökseen. Passiivisuus on johtunut keskuspankkien vuoden 2022 kolmannella kvartaalilla aloittamista koronnostoista. Euroopan keskuspankki aloitti korkojen laskemisen kesäkuussa 2024 ja Euroopan kiinteistösijoitusmarkkinat ovat siirtyneet laskukaudesta elpymisvaiheeseen. Newsec odottaa Suomen seuraavan muuta Eurooppaa jälkisyklisesti, ja kiinteistökaupan aktiivisuuden uskotaan kasvavan vuoden 2024 loppua kohti ja jatkuvan seuraavana vuonna. (Newsec, 2024b.) Vastaavaa odotetaan myös KTI:n ja Raklin toimesta. Rakli-KTI Toimitilabarometrin mukaan Helsingin keskustan asunto- ja liikekiinteistöjen nettotuottovaatimukset ovat kääntyneet hienoiseen laskuun vuoden 2023 syksyyn verrattuna. Myös valtaosa Rakli-KTI Toimitilabarometrin vastaajista odotti ulkomaisen ja kotimaisen kiinteistösijoittajakysynnän nousua seuraavan 12 kuukauden aikana. (Rakli, 2024b.)

3 RISKIT JA RISKIENHALLINTA KIINTEISTÖSIJOITUSTEN KONTEKSTISSA

Luvussa 3 käsitellään riskejä ja riskienhallintaa. Aihetta lähestytään ensiksi muodostamalla yleiskuva riskin käsitteestä, jonka jälkeen kuvataan kiinteistösijoitusten riskien luokittelua ja syvennytään merkittävimpiin kiinteistösijoitusten riskeihin. Tämän jälkeen tutustutaan riskienhallintaan ja riskienhaalintaprosessiin ensiksi lyhyesti riskienhallintakirjallisuuden tasolla, jonka jälkeen riskienhallintaprosessiin ja riskienhallintakeinoihin tutustutaan tarkemmin kiinteistösijoittamisen kontekstissa.

3.1 Mikä on riski?

Käsitteenä riskin yksiselitteinen määrittely on varsin triviaali tehtävä ja sille on arkikielessä, tieteellisissä julkaisuissa sekä kirjallisuudessa useita erilaisia määritelmiä ja käsitteenä se voidaan kokea monella eri tavalla kontekstinsa mukaan. Avenin (2010) mukaan riskille on tunnistettavissa kahdeksan erilaista määritelmää, joita käytetään useimmiten akateemisissa julkaisuissa ja standardeissa. Näiden kahdeksan määritelmän avulla voimme rakentaa kattavan kuvauksen riskin käsitteestä. Ensimmäisen määritelmän mukaan riski on haitallisten vaikutusten todennäköisyyden ja vakavuuden mitta (ks. Lowrance, 1976). Toisen määritelmän mukaan riski on tapahtuman todennäköisyyden ja sen seurausten yhdistelmä (ks. ISO., 2002). Kolmannen määritelmän mukaan riski on yhtä kuin kolmikko (s_i, p_i, c_i) , missä s_i on i :s skenaario, p_i on skenaarion todennäköisyys ja c_i on i :n skenaarion seuraus (ks. Kaplan, 1991; Kaplan & Garrick, 1981; Zio, 2007). Avenin (2010) mukaan nämä kolme ensimmäistä määritelmää eivät kuitenkaan ole riittäviä, sillä vaikka ne käsittelevät todennäköisyyttä, eivät ne huomioi epävarmuutta, joka liittyy tapahtumiin ja seurauksiin. (Aven, 2010, 623–624.)

Neljännän määritelmän mukaan riski viittaa toimien ja tapahtumien lopputuloksen epävarmuuteen (ks. Cabinet Office, 2002). Viidennen määritelmän mukaan riski on tilanne tai tapahtuma, jossa jotain inhimillistä arvoa on vaarassa ja lopputulema on epävarma (ks. Rosa, 1998, 2003). Kuudes määritelmä kuvaa riskin olevan tapahtuman tai toiminnan epävarma seuraus suhteessa, johonkin mitä ihmiset arvostavat (ks. Renn, 2005). Avenin (2010) mukaan nämäkään määritelmät eivät ole riittäviä, sillä neljäs ei huomioi tapahtumia

ja seurauksia, viides ei huomioi seurauksia ja kuudes ei huomioi varsinaista tapahtumaa (Aven, 2010, 624–626). Seitsemännen määritelmän mukaan riski on tapahtumien/seurausten ja niihin liittyvien epävarmuuksien kaksiulotteinen yhdistelmä (ks. Aven, 2007). Kahdeksannen määritelmän mukaan riski on epävarmuus toiminnan seurausten tai tulosten vakavuudesta suhteessa johonkin mitä ihmiset arvostavat (ks. Aven & Renn, 2009). Avenin (2010) mukaan kaksi viimeistä määritelmää kuvaavat riskin käsitteen riittävän laajasti sisältäen sen monimutkaisen luonteen. Riskin kuvaukseen tulee siis tapahtumien todennäköisyyksien ja seurausten lisäksi huomioida myös epävarmuus, sillä annetut todennäköisyydet perustuvat usein oletuksiin ja edellytyksiin ja riippuvat taustatiedoista, jotka sisältävät epävarmuutta. (Aven, 2010, 630.)

Edellä kuvatut riskin määritelmät eivät suoranaisesti ota kantaa siihen voiko riskeillä olla myös myönteisiä tai suotuisia lopputuloksia. Määritelmien painopiste on kuitenkin riskiin liittyvässä epävarmuudessa ja riskien mahdollisissa negatiivisissa seurauksissa. Yritystoiminnassa riski tulee ymmärtää negatiivisen tapahtuman lisäksi myös mahdollisuutena, kuten yrityksen taloudellisena menestymisenä (Juvonen ym., 2014, 9–10). SFS-ISO 31000 (2018) standardin mukaan riski voi olla myönteinen, kielteinen tai näiden yhdistelmä ja se voi käsitellä, luoda tai saada aikaan sekä uhkia että mahdollisuuksia. Standardin mukaan riski voidaan ilmaista sen lähteiden, mahdollisten tapahtumien, niiden seurausten ja niiden todennäköisyyksien yhdistelmänä (SFS-ISO 31000, 2018, 6). Hopkin (2018, 16) antaa riskin määritelmäksi tapahtuman, joka voi vaikuttaa (estää, parantaa tai aiheuttaa epäilyksiä) organisaation ydinprosessien tehokkuuteen ja toimivuuteen. Hänen mukaansa lukuisten riskin käsitteen määritelmien vuoksi organisaation tulisi käyttää määritelmää, joka soveltuu parhaiten sen tarkoituksiin. Riskin määritelmä voi olla niin kattava tai suppea kuin organisaatio itse haluaa. (Hopkin, 2018, s. 16.)

Riskienhallinnan tueksi riskejä voidaan myös luokitella. Riskit voi luokitella niiden satunnaisuuden luonteen perusteella seuraavasti: dynaaminen ja staattinen, spekulatiivinen ja puhdas, subjektiivinen ja objektiivinen sekä hajautuva ja systemaattinen (Koskinen, 2018, 15–16; ks. myös Rejda & Mcnamara, 2014, 20–25). Staattiset riskit ovat aina olemassa, eli ne pysyvät samanlaisina yli ajan ja aiheuttavat samoja peruslaatuisia ongelmia. Dynaamiset riskit taas muuttuvat olosuhteiden mukaan ja ne voivat aiheutua esimerkiksi suhdanteiden-, markkinoiden- ja poliittisten muutosten seurauksista. Spekulatiiviset riskit sisältävät sekä

voiton että tappion mahdollisuuden. Liikeriskit ovat usein dynaamisia ja spekulatiivisia, eikä niitä voi vakuuttaa. Puhtaat riskit sisältävät vain tappion mahdollisuuden, eli niillä ei voi spekuloida. Vahinkoriskit ovat staattisia sekä puhtaita ja niiltä voi suojautua vakuutuksilla. Subjektiiivinen riski on yksittäisen henkilön henkiseen tilaan liittyvää epävarmuutta. Kun taas objektiivinen riski on tilastollisesti määritettävissä oleva ilmiö. Hajautuvat riskit voidaan nimensä mukaisesti eliminoida hajauttamalla, kun taas systemaattisen riskin suuruuteen hajautuminen ei vaikuta. (Koskinen, 2018, 15–16.)

3.2 Kiinteistösijoitusten riskit

Tässä alaluvussa käydään läpi kiinteistösijoitusten yleisimpiä ja merkittävimpiä riskejä kotimaisen ja kansainvälisen kirjallisuuden sekä aihealueen vertaisarvioitujen artikkeleiden valossa. Koska kiinteistösijoituksia koskee varsin laaja kirjo erilaisia riskejä, ei tässä tutkielmassa ole sen laajuuden vuoksi mahdollista paneutua kaikkiin niistä. Kiinteistösijoitusten riskeistä pyritään kuvaamaan tutkimuksen teorian kannalta oleellimmat, hyvän yleiskuvan muodostamiseksi. Kiinteistösijoitusten riskejä luokitellaan ja jaotellaan monella eri tavalla aihetta käsittelevässä kirjallisuudessa ja tutkimuksissa. Luokittelu riippuu paitsi kirjoittajasta, myös käsittelytavasta ja tarkoituksesta. Usein kiinteistösijoitusten riskien luokittelu juontaa juurensa kuitenkin myös pankki- ja vakuutuslalla käytettyihin riskien luokkiin, huomioiden silti kiinteistösijoitusten luonteesta johtuvat erityispiirteiset riskit, joita ei muissa sijoitusluokissa kohtaa.

Sijoittamisessa riski voidaan nähdä mahdollisuutena tai todennäköisyytenä, että alkuperäiset oletukset eivät pidä paikkaansa. Riski ei sisällä pelkästään negatiivisia, vaan myös positiivisia mahdollisuuksia, jotka voivat johtaa odotettua parempaan lopputulokseen. Sijoittamisessa riskillä on negatiivisen ja positiivisen toteuman mahdollisuus tuoton ja arvonnousun suhteen. Kiinteistösijoituksissa riski liittyy tulevaisuuden taloudelliseen tulokseen ja siihen vaikuttaviin tekijöihin. (Leväinen, 2013, 197.) Kiinteistösijoittamisen riskit voidaan nähdä moninaisempina kuin muiden sijoitustapojen riskit. Paikkasidonaisuus tekee kiinteistöistä haavoittuvaisia ympäristön muutoksille ja kiinteistön käyttötarkoitus voi johtaa erittäin korkeaan riskitasoon, jos kiinteistö soveltuu vain yhteen käyttötarkoitukseen. Kiinteistösijoituksen riskit voidaan jakaa kohdekohtaisiin riskeihin ja salkkukohtaisiin riskeihin. Kohdekohtaiset riskit ovat epäsystemaattisia riskejä ja niiltä voidaan suojautua

hajautuksella. Jälkimmäiset ovat systemaattisia riskejä eli markkinariskejä, ja niiltä ei voi suojautua hajautuksella. (Kiiras & Tammilehto, 2014, 58; Leväinen, 2013, 209.)

Systemaattisen- ja epäsystemaattisen (hajautuvan) riskin luokittelu on varsin yleinen kiinteistösijoitusten riskien vertailussa (ks. Demong & Lu, 2012, s. 262; Gupta & Newell, 2021, s. 88). Keeris (2008) lisää tähän perinteiseen jakoon portfolion hallinnointiin liittyvän riskiluokan kun taas Kaiser ja Clayton (2008) jakavat kiinteistösijoitusten riskit kolmeen eri luokkaan beta-, alpha- ja gamma riskit. Beta-riskeiksi he luokittelevat riskit, jotka ovat systemaattisia ja vaikuttavat koko portfolioon. Esimerkkejä beta-riskeistä ovat talouden- ja kiinteistömarkkinan syklit, inflaatio ja väestökehityksen muutokset. Alpha riskejä ovat aktiivisen salkunhoidon toimenpiteiden seurauksena otettavat riskit. Ne muodostuvat valinnoista sijoittaa tiettyyn kiinteistösektoriin, markkinaan tai yksittäiseen kiinteistöön, tavoitteena saavuttaa vertailuindeksiä suurempi tuotto aktiivisen hallinnoinnin avulla. Gamma riskit juontavat juurensa sijoitusstrategian- ja yksittäisten kohteiden, ylläpidossa, vuokrauksessa ja likviditeetissä ilmenevistä riskeistä. (Kaiser & Clayton, 2008, 293–301.) Jako on hyvin saman tyyppinen Kalevan ym. (2017) kanssa. Heidän mukaansa kiinteistösijoitusten riskit jakautuvat markkinatason riskeihin, osamarkkinatason riskeihin ja kohdetason riskeihin (Kaleva ym., 2017, 198).

Kiiras ja Tammilehto (2014, 59) luokittelevat kohdekohtaiset riskit sijainti-, myynti-, vuokraus-, rakennus- ja rahoitusriskeihin. Leväinen (2013, 209–210) ei erikseen luokittele kiinteistösijoitusten riskejä, mutta hän kuvailee niitä kattavan määrän, antaen 17 eri riskiä kiinteistösijoituksille. Hänen mukaansa niitä ovat liiketoiminta-, toteutus-, markkina-, rahoitus-, inflaatio-, korkokanta-, lainsäädäntö- ja poliittinen-, ostovoima-, maksuvalmius-, liikkeenjohto-, vuokraus-, tekniset-, luonnonvoima- ja ympäristö-, keskeytys-, sosiaaliset-, maa-, ja sopimusriskit.

Demong ja Lu (2012, 270) määrittävät kiinteistösijoittamisen viideksi merkittävimmäksi riskikategoriaksi rahoitus-, markkina-, aikataululliset-, lainsäädännölliset- ja tekniset riskit, heidän mukaansa muita merkittäviä riskejä ovat myös poliittiset-, rakennusvaiheen-, sijainti- ja sopimusriskit. Tutkimuksessaan kiinteistösijoittajien finanssikriisin jälkeisestä riskienhallinnasta Donner (2010) pyysi kiinteistösijoittajia järjestämään seitsemän keskeisintä kiinteistösijoittamisen riskiä niiden merkittävyyden mukaan. Riskit olivat

merkittävyys järjestyksessään seuraavat, 1) vuokrausriskit, 2) vaihtuvien markkinavuokrien ja markkina-arvojen riski, 3) ylläpito- ja käyttöriskit, 4) arvonmääritysrisi, 5) taloudellisen toiminnan riskit, 6) mikrosijainnin muutoksista johtuvat riskit 7) korko- ja valuuttariski. Kansainvälisessä kiinteistötalouden ja kiinteistösijoitusten kirjallisuudessa Brueggeman ja Fisher (2019, 434–436) jakavat kiinteistösijoittamisen riskit liiketoiminta-, rahoitus-, likviditeetti-, inflaatio-, liikkeenjohto-, korkokanta-, lainsäädännöllisiin- ja ympäristöriskeihin. Samaa jakoa käyttävät myös Goddard ja Marcum (2012, 120–131).

Kuten edellisestä huomaa, riskien ryhmittelyssä ja havaituissa riskeissä on eroavaisuutta. Haasteena tyhjentävän kiinteistösijoituksia koskevan riskiluokittelun tekoon aiheuttaa myös se, että riskien ryhmittelyssä on päällekkäisyyttä ja samoja käsitteitä käytetään eri merkityksissä. Riskien määrittelyn vaihtelun voi olettaa johtuvan osittain kielellisistä eroista ja osittain lähtökohtien eroavaisuuksista. Seuraavassa taulukossa (taulukko 3) on esitetty kiinteistösijoitusten riskit jaettuna systemaattisiin riskeihin (eli markkinariskeihin) ja epäsystemaattisiin riskeihin (eli kohdekohtaisiin riskeihin). On tärkeää huomioida, että riskien luokittelu systemaattisiin ja epäsystemaattisiin riskeihin on keinotekoinen ja osa riskeistä voitaisiin perustella kuulumaan myös toiseen luokkaan. Riskit on koottu kotimaisen kiinteistösijoittajan näkökulmasta tutkimuksen rajausten mukaisesti ja merkittävimmät kiinteistösijoittamisen riskit on pyritty sisällyttämään aiemmin tässä luvussa tarkasteltujen kotimaisten ja kansainvälisten teosten ja tutkimusten avulla.

Taulukko 3 Kiinteistösijoitusten merkittäviä riskejä

Systemaattiset riskit	Epäsystemaattiset riskit
Suhdanneriski	Vuokralaisriski
Korkokantariski	Sijaintiriski
Inflaatoriski	Tekniset riskit
Likviditeettiriski	Rahoitusriski
Lainsäädännöllinen- ja poliittinen riski	Liikkeenjohtoriski
Geopoliittiset riskit	Luonnonvoimien ja ympäristön riskit
	Sopimusriskit

Tässä tutkimuksessa kiinteistöjen vaihtuvien markkinavuokrien- ja markkina-arvojen riskiä ei esitellä erillisinä riskeinä, joille olisi yksiselitteisiä ja selkeitä aiheuttajia. Markkinavuokrien

ja markkina-arvojen vaihtelu voidaan nähdä käytännössä minkä tahansa seuraavaksi tarkemmin kuvailtavan kiinteistösijoituksen merkittävän riskin seurauksena. Esimerkiksi kiinteistön markkina-arvoon voivat vaikuttaa samanaikaisesti useiden riskien toteutuminen kuten talouden suhdannevaihtelut, odottamaton inflaatio, korkokantojen nousu ja markkinoiden likviditeetin heikkeneminen. Kun taas kiinteistöstä saatavat markkinavuokrat ovat vahvasti sidoksissa esimerkiksi vuokralaisriskien, sijaintiriskien ja teknisten riskien toteutumiseen.

3.2.1 Systemaattiset riskit eli markkinariskit

Kuten aiemmin todettiin ovat systemaattiset riskit riskejä, jotka vaikuttavat suureen määrään sijoituskohteita tai kokonaiseen markkinaan, eikä niiden toteutumiselta voi suojautua hajauttamalla.

Suhdanneriski

Vaikkakin eri lähteissä puhutaan liiketoimintariskistä, on sen kuvaus tämän tutkimuksen kontekstissa tarkoituksenmukaisempaa muotoilla suhdanneriskin käsitteen avulla. Suhdanneriski johtuu taloudellisen toiminnan vaihtelusta, joka vaikuttaa kiinteistön tuottamien tulojen vaihteluun (Brueggeman & Fisher, 2019, 434). Suhdanneriskit näkyvät taloudellisessa raportoinnissa muutoksina alkuperäisiin ennustuksiin, ylläpitokustannuksissa, vuokratuloissa, vajaakäytössä ja luottotappioissa (Goddard & Marcum, 2012, 120). Suhdanneriskit johtuvat suuremmista yleistalouden muutoksista, jotka vaikuttavat kaikkiin sijoitusluokkiin. Eri alueet maiden ja kaupunkien sisällä kokevat erisuuruisia muutoksia esimerkiksi kysynnän, väestöllisten muutosten ja työllisyyden muutosten takia. Suhdanneriskit esiintyvät eri kiinteistösijoituksissa eri tavoin ja eri voimakkuudella riippuen niiden ominaisuuksista kuten kiinteistötyypistä, sijainnista ja vallitsevista vuokrasopimuksista. (Brueggeman & Fisher, 2019, 434; Goddard & Marcum, 2012, 120.) Talouden suhdannevaihteluihin ei voi vaikuttaa ja sitä kautta riski on systemaattinen koska riskin toteutumiseen ei pysty vaikuttamaan. Sen vaikutuksia voi kuitenkin pyrkiä lieventämään hajauttamalla sijoituksiaan, sillä eri alueilla ja kiinteistöluokissa muutokset ovat eri suuruisia. Suhdanneriskin toteutuessa odotetut tuotot eivät toteudu ja saadut tulot eivät riitä kustannusten kattamiseen (Leväinen, 2013, 209).

Korkokantariski

Korkokantariski voidaan nähdä kiinteistösijoitusten merkittäväksi systemaattiseksi riskiksi, sillä kiinteistösijoituksissa käytetään usein huomattavaa velkavipua (Brueggeman & Fisher, 2019, 435; Goddard & Marcum, 2012, 124; Kaleva ym., 2017, 14). Korkokantariski syntyy korkokannan odottamattomien muutosten seurauksena ja vaikuttaa useimpiin sijoituskohteisiin, joista kiinteistösijoitukset eivät ole poikkeus (Goddard & Marcum, 2012, 124; Leväinen, 2013, 209). Vaikka kiinteistösijoittajalla olisi kiinteäkorkoinen laina tai ei lainaa laisinkaan, voi korkokannan nousu vaikuttaa negatiivisesti kiinteistöjen markkina-arvoihin (Brueggeman & Fisher, 2019, s. 435).

Inflaatoriski

Odottamaton inflaatio voi alentaa sijoittajan tuottotasoa, mikäli sijoitusten tuotto ei nouse riittävästi tasoittamaan inflaation vaikutusta. Näin ollen inflaatoriski pienentää kiinteistösijoituksista saatavia reaalityottoja. (Brueggeman & Fisher, 2019, 435.) Inflaatoriski syntyy ostovoiman alentuessa inflaation vuoksi (Leväinen, 2013, 209). Kuten luvussa 2.2 kuvattiin kiinteistösijoitukset tarjoavat kuitenkin melko hyvää inflaatio suojaa, mikäli vuokrasopimukset on sidottu indeksiin (ks. Kaleva ym., 2017, 12). Kuitenkin tilojen kysynnän ollessa heikkoa, korkeiden vajaakäyttöasteiden ja uudisrakentamisen vähäisyyden takia, kiinteistöistä saatavat tuotot eivät yleensä kasva odottamattoman inflaation myötä (Brueggeman & Fisher, 2019, 435).

Likviditeettiriski

Tässä tutkimuksessa likviditeettiriskillä tarkoitetaan sijoituksen realisointi tilannetta eikä yhtiön maksuvalmiutta. Likviditeettiriski syntyy tilanteessa, jossa ei ole jatkuvaa markkinaa, jossa olisi lukuisia ostajia ja myyjiä sekä usein tapahtuvia kauppvoja. Mitä vaikeampaa sijoituskiinteistö on muuttaa rahaksi markkinan epälikviditeetin vuoksi, sitä todennäköisempää on, että myyjän tarvitsee antaa ostajalle hinnan alennus. (Brueggeman & Fisher, 2019, 435.) Likviditeettiriski vaikuttaa siis sijoittajan mahdollisuuteen realisoida sijoituksensa halutessaan, se ilmenee sekä kiinteistön myyntiin kuluvana aikana että mahdollisena hinnan alennuksena (Kaleva ym., 2017, 198). Esimerkki likviditeettiriskin esiintymisestä systemaattisena riskinä on koronapandemian alku, jolloin Yhdysvaltojen kiinteistömarkkinan likviditeetti putosi enemmän kuin finanssikriisin ensimmäisen neljän kuukauden aikana (Balemi, Füss & Weigand, 2021, 500–501). Likviditeettiriskin

asettaminen systemaattiseksi riskiksi voidaan nähdä hieman kiistanalaisena, sillä likviditeettiriski voi yhtä hyvin kohdata vain yksittäisen kohteen äkillisen myynnin tarvetta, jolloin riskinä on kiinteistön markkina-arvoa alempi kauppahinta. Tällöin sitä voidaan alentaa hajauttamalla sijoitukset useampaan eri kiinteistöluokkaan. (Leväinen, 2013, 210.) Kalevan ym. (2017, 198–200) mukaan likviditeettiriski esiintyykin sekä markkinatasolla että kohdekohtaisena.

Lainsäädännöllinen- ja poliittinen riski

Lainsäädännöllinen- ja poliittinen riski tarkoittaa riskiä, että lainsäätäjät muuttavat voimassa olevia säädöksiä sijoittajalle nykyistä epäedullisemmiksi. Valtiovallan, kuntien ja muiden viranomaistahojen vaikutukset luetaan tähän riskiin kuuluviksi. (Leväinen, 2013, 209–210.) Lainsäädännöllinen- ja poliittinen riski voi toteutua lukuisten laki- ja säännösmuutosten johdosta, jotka liittyvät esimerkiksi verotukseen, vuokrausehtoihin, kaavoitukseen ja muihin maankäytön asetuksiin (Brueggeman & Fisher, 2019, 436). Lainsäädännöllinen riski toteutuu esimerkiksi valtiovallan muuttaessa lainsäädäntöä tai kunnan muuttaessa kaavaa, niin että sillä on suoria vaikutuksia sijoituskohteiden arvoon (Leväinen, 2013, 210). Kuntatasoiset päätökset kaavamuutoksista voivat koskea myös vain yksittäistä kohdetta, joten siltä osin riski on myös kohdekohtainen.

Geopoliittiset riskit

Geopoliittinen riski käsitellään tässä tutkimuksessa erillisenä käsitteenä tavanomaisista poliittisista riskeistä. Caldara ja Iacovielli (2022) määrittelevät geopoliittisen riskin haitallisten tapahtumien uhkana, toteutumisenä ja eskaloitumisena liittyen sotiin, terrorismiin, sekä kaikkiin valtioiden ja poliittisten toimijoiden välisiin jännitteisiin. Viime vuosien tapahtumat kuten koronapandemia ja Venäjän hyökkäyssota ovat nostaneet geopoliittisten riskien uhkaa merkittävästi. Yudaruddin ja Lesmanan (2024) tutkimuksen mukaan kansainvälinen kiinteistömarkkina reagoi varsin negatiivisesti Venäjän hyökkäyssodan alkaessa ja erityisesti Venäjän naapurimaissa negatiiviset markkinareaktiot olivat voimakkaampia. Koronapandemian sisällyttäminen geopoliittiseksi riskiksi voi herättää kysymysmerkkejä, mutta ainakin Sharifin, Alouin ja Yarovayan (2020, 9) tutkimuksen tulokset osoittavat, että koronapandemia, siitä seuranneet viranomaismääräykset ja taloudellinen epävarmuus tulisi

ymmärtää geopolittisen riskin lähteinä. Myös kansainväliset toimijat kuten S&P Global listasivat koronapandemian geopolittiseksi riskiksi (S&P Global, 2024).

3.2.2 Epäsystemaattiset riskit

Vuokralaisriski

Vuokralaisriski on vahvasti sidonnainen systemaattisten riskien suhdanneriskiiin. Vuokralaisriski koostuu vuokralaisen laadusta, pysyvyydestä ja maksukyvyistä (Leväinen, 2013, s. 210). Giannottin ja Mattaroccin (2008, 219–220) mukaan kiinteistösijoituksen suoriutuminen riippuu vuokralaisen kyvystä maksaa vuokraa sopimuksen ehtojen mukaisesti. Heidän mukaansa vuokralaisriskiin vaikuttaa vuokralaisen liikevaihto, juridinen asema ja maksukyky/likviditeetti (Giannotti & Mattarocci, 2008, 225). Vuokralaisriski on vahvasti riippuvainen myös itse kiinteistöstä ja kiinteistöjen paikkaan sitoutuminen tekee niistä muita sijoituskohteita riskialttiimman. Yksittäisen kiinteistön kohdalla vuokralaisen mieltymysten muuttuminen kiinteistön sopivuudesta sen käyttötarkoitukseen voi olla erityisen merkittävää tilanteissa, joissa kohde on erityiskäyttöön tarkoitettu (esimerkiksi paperitehdas) tai muuten yksittäiseen käyttötarkoitukseen soveltuva. Tällaiset kiinteistöt voivat kokea rajuja käyttöasteiden muutoksia. Vastaavia tilanteita voi vallita myös asuinkiinteistöjen kohdalla, mikäli tietyn paikkakunnan vuokra-asuntomarkkina on vahvasti riippuvainen yksittäisestä suuresta alueen työnantajasta. Mikäli kyseinen työnantaja yritys lopettaa alueella, vuokralaisten maksukyky muuttuu ja he saattavat haluta muuttaa pois alueelta. (Leväinen, 2013, 210.)

Sijaintiriski

Myös kohteen sijaintiriski on vahvasti sidoksissa systemaattisten riskien suhdanneriskiiin sekä edellä mainittuun vuokralaisriskiin. Kohteen sijaintiin sisältyy sen ulkoinen ja sisäinen sijainti, eli kohteen sijainti muuhun ympäristöön verrattuna ja kiinteistöön kuuluvan rakennuksen sijainti tontilla taikka rakennuspaikalla. Sijaintiriskiin vaikuttaa esimerkiksi muutokset liikenneväylissä ja liikennetavoissa, muutokset ympäristön rakenteessa ja luonteessa sekä itse tontin koko, muoto, maastonmuodot ja laatu. Sijaintiriski voi toteutua huonolla rakennuksen asettelulla tontille, saapumis- ja poistumisväylien puutteellisuudella,

pysäköintipaikkojen puutteellisuudella, sekä tarvittavien palveluiden ja infrastruktuurin puutteellisuudella. (Huffman, 2003, 37–38.)

Tekniset riskit

Tekniset riskit käsittävät tässä tutkielmassa kiinteistön ominaisuuksiin, ylläpitoon ja korjaustarpeisiin liittyvät riskit. Leväisen (2013, 210) mukaan nämä riskit kohdistuvat fyysiseen rakennukseen, sen ominaisuuksiin ja kestävyYTEEN. Kalevan ym. (2017, 158–162) mukaan kiinteistön ominaisuudet ovat sen sijainnin lisäksi keskeisin asia, joka vaikuttaa kiinteistösijoituksista saataviin tuottoihin. Näin ollen kiinteistön tekniset riskit voidaan nähdä merkittävänä kiinteistösijoitusten riskinä. Rakennuksen hyvä kunto helpottaa tilojen vuokraamista ja vaikuttaa positiivisesti kiinteistön tuottoihin korkeamman vuokratason ja vähäisemmän vuokralaisvaihtuvuuden kautta. Rakennuksen kunnon ylläpitäminen edellyttää jatkuvaa ylläpitoa, korjauksia ja ajoittain mittavampia peruskorjausinvestointeja. (Kaleva ym., 2017, 159.) Kohteen ylläpitokustannuksiin vaikuttavat erityisesti sen tekninen varustelutaso ja energiatehokkuus. Kiinteistön tekninen varustelutaso parantaa kiinteistön käytettävyyttä, mutta nostaa samalla ylläpitokustannuksia, kun taas energiakustannusten osuus on noin kolmasosa kiinteistöjen vuotuisista ylläpitokustannuksista (Kaleva ym., 2017, 160). Energiatehokkuudella on täten suuri vaikutus kiinteistön ylläpitokustannuksiin ja tätä kautta teknisten riskien toteutumiseen.

Rahoitusriski

Kuten aiemmin on todettu, käytetään kiinteistösijoituksissa usein merkittävää velkavipua ja lainarahoitusta. Lainarahoituksen käyttö altistaa kiinteistösijoittajan rahoitusriskille ja suurentaa samalla suhdanneriskiä (Brueggeman & Fisher, 2019, 435). Rahoitusriski syntyy, kun sijoittaminen rahoitetaan lainarahalla. Se perustuu vieraan pääoman lainaamisen sisältämään epävarmuuteen, sen suuruus riippuu lainan määrästä, lainan hinnasta ja lainarakenteesta. (Brueggeman & Fisher, 2019, 435; Leväinen, 2013, 209). Rahoitusriskiä ei luonnollisesti synny, mikäli kiinteistön rahoituksessa ei käytetä lainaa, tällöin kiinteistösijoitusten varsinaiset tuotot jäävät kuitenkin varsin pieniksi koska ei voida hyötyä velkavivusta.

Liikkeenjohtoriski

Suurin osa kiinteistösijoituksista vaatii aktiivista hallinnointia, jotta kiinteistö pysyy vuokrattuna ja ylläpidettyinä kiinteistön arvon säilyttämiseksi. Liikkeenjohtoriski kuvastaa kiinteistön hallinnoinnin onnistumista ja johdon kykyä innovoida, reagoida kilpailutilanteisiin ja hoitaa liiketoimintaa tehokkaasti. Jotkut kiinteistötyypit vaativat enemmän hallinnointia kuin toiset. Esimerkiksi ostoskeskukset vaativat jatkuvaa markkinointia ja tilojen uudelleenvuokrausta, jotta saadaan houkutelua asiakkaita ostoskeskukseen. (Brueggeman & Fisher, 2019, 435.) Goddard ja Marcum (2012, 121) korostavat kiinteistön hallintoon vaadittavien resurssien merkitystä kohteissa, joissa on useita vuokralaisia. Tämän tyyppisissä kiinteistöissä kohteen hallinto vaatii joko paljon panoksia liikkeenjohdolta, tai he voivat vaihtoehtoisesti palkata asiantuntijan hallinnoimaan kohdetta.

Luonnonvoimien ja ympäristön riskit

Luonnonvoimiin ja ympäristöön liittyvät riskit ovat tunnusmerkillinen riski kiinteistösijoituksille. Luonnonvoimat kuten myrskyt ja tulvat voivat altistaa kiinteistön vahingoille. Ympäristöriskejä voi esiintyä rakennusvaiheessa, mikäli maaperä on saastunutta, tai sille on muuten ongelmallista rakentaa. Ympäristötekijöihin liittyvät riskit koskevat myös jo rakennettua kiinteistöä ja sen vaikutuksia maaperään, ilmanlaatuun, vesistöihin ja meluhaittoihin. Pahimmassa tapauksessa esimerkiksi maaperän tai pohjavesialueen saastuminen voi aiheuttaa merkittävät puhdistus- ja korvauskustannukset, jotka ylittävät kiinteistön arvon. Ympäristötekijöihin liittyvät riskit ovat erityisen haasteellisia sillä ne koskevat sekä kiinteistön historiallista ja tulevaa käyttöä ja ympäristöä. (Goddard & Marcum, 2012, 128–130; Leväinen, 2013, 210–211.) Luonnonvoimien ja ympäristön riskit voisi varsinkin nykypäivänä sisällyttää yhtä lailla systemaattiseksi riskiksi. Erityisesti ilmastonmuutoksen aiheuttamat voimistuneet sään ääri-ilmiöt voisi nähdä yhä systemaattisempana riskinä, joka kohdistuu kokonaiseen markkinaan. Myös ilmastonmuutoksen estämiseen liittyvä ympäristövastuullisuustyön edistäminen ja esimerkiksi vanhempien kiinteistöjen lämmitysmuotojen päivitys voivat esiintyä kiinteistösijoitusten riskeinä. Ympäristöarvojen nousun myötä energian käytöllä ja energiatehokkuudella on entistä suurempi vaikutus myös kiinteistökohteen imagoon (Kaleva ym., 2017, 160).

Sopimusriskit

Sopimusriskit voivat toteutua erityisesti kiinteistön ostovaiheessa. Ostovaiheen sopimusriskejä on useita, myyjän taustoja ei ole tarkastettu, sopimuksessa on muotovirhe, sopimuksessa on tehty pätevyysvirhe, myyjältä siirtyy rasitteita tai vastuita, tai yhtiökaupassa yhtiön vastuut siirtyvät sopimuksen mukana ostajalle. Sopimusriskit voivat koskea myös lisäkauppahintaa, kaavoitusmaksuja ja yhteiskunnan etuosto- tai lunastusoikeutta. Muita sopimusriskejä ovat vuokrasopimukseen ja ylläpitosopimukseen liittyvät riskit. Seikat kuten ylläpitovastuu, peruskorjausvastuu, pihan käyttö, irtisanomisaika, vuokran korotukset, määräaikaisuus ja sopimuskohteen kunto sopimuksen päättyessä ovat kaikki aiheita, joita sopimusriskit koskevat. (Leväinen, 2013, 211.) Erityisesti toimitilakiinteistöjen vuokrasopimuksissa Suomessa vallitseva sopimusvapaus antaa osapuolille vapauden päättää sopimuksen ehdoista (KTI Kiinteistötieto Oy, 2024, 17). Tämä sopimusvapaus vaatii osapuolilta kompetenssia sopimuksista päätettäessä, jotta voidaan pienentää sopimusriskien toteutumisen todennäköisyyttä.

3.3 Riskienhallinta

Riskienhallinnalle on lukuisia eri määritelmiä, sillä sen käsite muuttuu ajansaatossa, riskienhallinnan tulkintojen kehittyessä samalla kun yritykset ja maailma kehittyvät. Perinteisesti riskienhallinta on ajateltu prosessina, jonka avulla yritys voi torjua sitä uhkaavia vaaroja ja minimoida niiden aiheuttamia kustannuksia. Riskienhallinnan perusta on usein matematiikassa, numeroihin ja todennäköisyyksiin perustuvissa malleissa. Tämän näkemyksen mukaan epävarmuus ja riskit ovat ennakoitavissa ja mitattavissa, mallinnettavissa sekä arvioitavissa. Kyseinen lähestymistapa muodostaa riskienhallinnan ”kovan ytimen” mutta sen ymmärtämisen ja johtamisen näkökulmasta lähestymistapa on suppea. Aiemmin riskienhallintaa pidettiin kapeana yrityksen toiminnan erityisosaamisen alueena, jonka pääasiallinen tavoite oli kattavien vakuutusten hankkiminen mahdollisimman edullisesti. Riskit jaoteltiin jyrkästi vahinko- ja liikeriskiin, eikä riskienhallintaa nähty merkittävänä osana yrityksen strategista kehitystä. (Suominen, Kuusela & Ollikainen, 2005, 13, 155)

Kuten johdannossa ilmeni, on riskienhallinta nykyään yhä koordinoitumpaa toimintaa, jossa yritystoimintaa ja yrityksen tulosta suojataan ei-toivotuilta negatiivisilta tapahtumilta sekä

niiden seurannaisvaikutuksilta. Tulee kuitenkin muistaa, ettei liiketoimintaa ole ilman riskien ottamista. Tästä syystä riskienhallinta tulee ymmärtää laajemmin, jolloin se kattaa myös mahdollisuudet niiden tunnistamisen, arvioinnin ja hallinnan. (Ilmonen ym., 2022, 11.) Riskienhallinnassa ei ole kyse vain oikeiden kontrolloikeinojen ja prosessien käytöstä, vaan yrityksen tulee omata myös oikeanlainen henkilöstö ja riskikulttuuri (Lam, 2014, 21). Yrityksen menestyksen kannalta riskienhallinnan sisällyttäminen sen perusstrategiaan ja riskienhallinnan toimenpiteiden organisointi osaksi sen päivittäistä toimintaa on yhä tärkeämpää (Juvonen ym., 2014, 166). Riskienhallinnassa ei tule keskittyä ainoastaan negatiivisten tapahtumien havainnointiin ja torjuntaan vaan myös yritykselle suotuisten tapahtumien todennäköisyyksien kasvattamiseen ja voiton mahdollisuuden parantamiseen (Lam, 2014, 21). Riskienhallinnan tulisikin systemaattisesti käsitellä kaikkia riskejä jotka vaikuttavat yrityksen toimintaan menneisyydessä, nykyisyydessä ja etenkin tulevaisuudessa (IRM, 2002, 2).

Donnerin (2010) mukaan kiinteistösijoittamisessa riskienhallinnan merkitys nousi uudelle tasolle erityisesti finanssikriisin myötä, vaikkakin sitä käytettiin laajasti monilla toimialoilla jo ennen finanssikriisiä. Hänen mukaansa viimeaikaiset tutkimukset kuitenkin osoittivat, ettei riskienhallintaa ollut siihen mennessä mukautettu riittävästi kiinteistösijoituksiin soveltuvaksi verrattaessa sitä muihin toimialoihin. Myös Clayton, Fabozzi, Giliberto, Gordon, Hudson-Wilson, ja Liang (2009) toteavat, että kiinteistösijoittajat adaptoivat riskienhallinnan osaksi keskeisiä toimintojaan muita toimialoja myöhemmin ja finanssikriisin seurauksena kiinteistösijoitusten riskienhallintaan alettiin kiinnittää huomiota enenevässä määrin. Donner painottaa, että yrityksen riskienhallinnan tulisi johtaa systemaattiseen ja aukottomaan yrityksen liiketoimintaa uhkaavien ulkoisten ja sisäisten tapahtumien seurantaan ja arviointiin (Donner, 2010, 19, 22). Näiden tutkimusten valossa voidaan nähdä kiinteistösijoittamisen riskienhallinnan kehittymisen tarve riskienhallinnan kovasta ytimestä kohti kokonaisvaltaisempaa riskienhallintaa.

3.4 Riskienhallintaprosessi

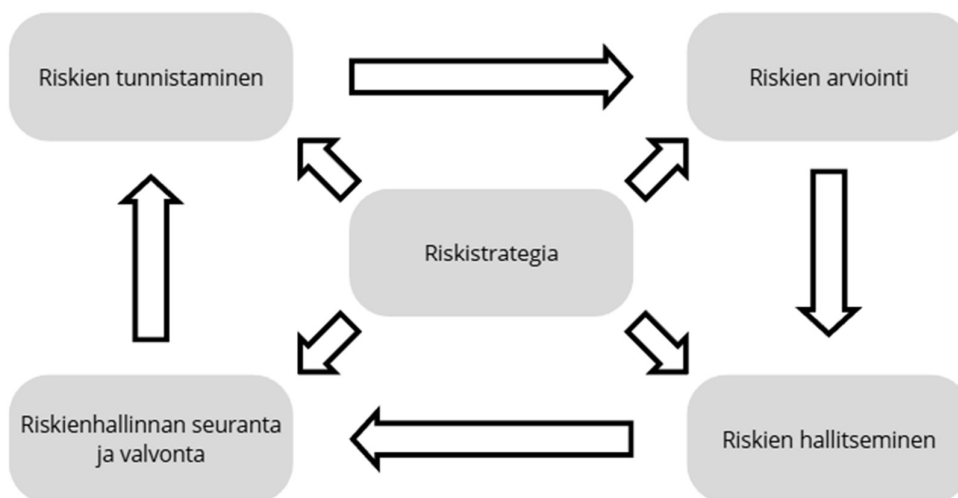
Toimivan riskienhallinnan tulee edetä suunnitelmallisesti, vaiheittaisena prosessina. Riskienhallinnan prosessiin onkin perinteisesti liitetty useita eri vaiheita (Suominen, 2005, 156). Vaughan (1997, 34) tarkastelee riskienhallintaprosessia jakaen sen kuuteen eri

vaiheeseen, riskienhallinnan tavoitteiden määrittäminen, riskien tunnistaminen, riskien arviointi, riskienhallintamenetelmien valinta, valittujen menetelmien toteuttaminen sekä riskienhallintaprosessin tarkastelu ja arviointi. Suominen (2005) esittelee riskienhallintaprosessiin kuuluvaksi viisi vaihetta, merkittävien riskien tunnistaminen, vahinkojen todennäköisyyden ja vakavuuden arviointi, riskienhallintamenetelmien kehittäminen ja sopivien menetelmien valinta, riskienhallintapäätökset, toteutettujen riskienhallintaratkaisujen arviointi (ks. Harrington & Niehaus, 1999). Vaikkakin vaiheiden nimitykset ja määrä eroavat hieman toisistaan, ovat kaksi edeltävää prosessikuvausta käytännössä hyvin samankaltaisia.

Hopkin (2018, 48) tunnistaakin, että vaikkakin riskienhallinnalla on vakiintuneet vaiheet, jotka muodostavat riskienhallintaprosessin, on riskienhallintaprosessin esittämiseen monta tapaa ja myös jokainen kansainvälisesti tunnetuista riskienhallintastandardeista tarjoaa hieman erilaisen kuvauksen. Hopkinin (2018) esittämä riskienhallintaprosessi on kahdeksanvaiheinen 8R:n riskienhallintaprosessi. Sen vaiheet ovat riskien tunnistaminen, riskien arviointi, riskien luokittelu riskikriteerien mukaan, merkittäviin riskeihin vastaaminen, resurssien kohdentaminen hallintatoimiin, reaktio (ja tapahtuma) suunnittelu, riskienhallinnan suorituskyvyn raportointi ja riskienhallintajärjestelmän tarkastelu. Merkittäviin riskeihin vastaaminen on jaettu lisäksi neljään vaihtoehtoon (englanniksi 4T:s) hyväksyminen/kantaminen, hallitseminen/vähentäminen, siirtäminen ja eliminointi (tolerate, treat, transfer, terminate). Riskienhallinta voi parantaa organisaation ydinprosessien hallintaa, varmistaen keskeisten riippuvuuksien analysoinnin, seurannan ja tarkastelun. Riskienhallintaprosessi tulisi toistaa organisaatiossa, niin usein kuin on tarpeen, jotta prosessi pysyy dynaamisena. (Hopkin, 2018, 48–49, 174.)

Kiinteistösijoittamisen kontekstissa Donner (2010, 22–23) jakaa yrityksen riskienhallintaprosessin neljään vaiheeseen, riskien tunnistamiseen, riskien arviointiin, riskien hallitsemiseen sekä riskienhallinnan seurantaan ja valvontaan. Leväinen (2013, 203) jakaa riskienhallintaprosessin hyvin saman tyyppisesti vaikkakin riskien hallitseminen on jaettu kahteen vaiheeseen torjuntaan ja varautumiseen, jolloin vaiheita on viisi. Riskienhallintaprosessien peruseriaatteet ovat kuitenkin yhä samat ja muistuttavat vahvasti myös perinteisempiä riskienhallintaprosesseja. Donnerin riskienhallintaprosessin keskiössä on yrityksen riskistrategia, joka asettaa hyväksyttävän riski-tuotto suhteen,

yrityksen riskihalukkuuden, eli hyväksyttävän riskin määrän perusteella. Riskistrategia on riskienhallintaprosessin yhdistävä osa, joka luo pohjan riskienhallintaprosessille ja toimii samalla pysyvänä viitekehikkona varsinaisen riskienhallintaprosessin toteutukselle. Riskistrategian asettamisen voi nähdä myös prosessin ensimmäisenä vaiheena, jolloin vaiheita on käytännössä viisi. Riskistrategia pohjautuu yrityksen kiinteistösijoitusstrategiaan, core, core+, value added ja opportunistic, jotka esiteltiin luvussa 2.5. (Donner, 2010, 22–23.) Myös Clayton, Fabozzi, Giliberto, Gordon, Hudson-Wilson, Hughes, Liang, Mackinnon ja Mansour (2011) painottavat että riski-tuotto suhdetta tarkastellaan usein edellä mainittujen kiinteistösijoitusstrategioiden pohjalta. Heidän mukaansa kiinteistösijoittajien tulisikin keskittyä yhä enemmän sijoitusstrategiansa mukaiseen riskienhallintaan (Clayton ym., 2011). Donnerin (2010) esittelemä riskienhallintaprosessi on esitelty visuaalisessa muodossa alla olevassa kuviossa.



Kuvio 4 Riskienhallintaprosessi. Mukailten Donner (2010).

Riskien tunnistaminen on prosessin ensimmäinen operatiivinen vaihe. Useimmiten kiinteistösijoitusten riskien tunnistaminen asetetaan yrityksen sisäiseksi omaisuuden-/salkunhallinnan tehtäväksi, mutta vastuu voidaan kuitenkin siirtää myös ulkopuolisille kumppaneille kuten omaisuudenhoitajille. Riskien tunnistamisen apuvälineinä voidaan käyttää yhteydenpitoa vuokralaisiin, säännöllisiä tarkastuskäyntejä kohteissa, ulkopolisia kiinteistön-/omaisuudenhoidon palveluita sekä niiden tuottamia tietokonejärjestelmiä. (Donner, 2010, 27.) Riskien tunnistustyössä auttaa myös valmis tutkimusmalli ja apuvälineiksi soveltuu riskikartat, tarkastuslistat ja markkina-analyysi (Leväinen, 2013, 203).

Riskien tunnistamisen tärkeimpiä menetelmiä ovat raportointi, tarkastuslistat, markkinatutkimus, intuitioon luottaminen, kumppaneiden haastattelu, ryhmätyöskentely ja ennakoivat varoitusjärjestelmät (Donner, 2010, 27–28). Claytonin ym. (2011) mukaan riskien tunnistaminen alkaa kiinteistösijoitusten riskialtistumien ymmärtämisellä. Heidän mukaansa riskejä voidaan tunnistaa hyödyntämällä esimerkiksi kohdekohtaista dataa ja markkinainformaatiota. Vertailemalla kiinteistöjen arvostustasoja toteutuneisiin kauppahintoihin tunnistaakseen systemaattisia riskitekijöitä ja oppimalla aiemmista kriiseistä. Esimerkiksi finanssikriisi osoitti, että kiinteistösijoitusten riskit ovat kytkeytyneet yhä enemmän rahoitukseen kuin perinteisempiin kiinteistöjen ominaisuuksista juontuviin riskeihin. (Clayton ym., 2011.)

Riskien tunnistamisen jälkeen seuraava vaihe on riskien arviointi, jonka tavoitteena on tehdä olemassa olevista riskeistä mahdollisimman läpinäkyviä ja ymmärrettäviä. Vastuu riskien arvioinnista on usein samalla taholla kuin niiden tunnistaminen, mutta riippuen arvioitavan riskin tyypistä muut osastot voivat olla myös merkittävässä roolissa. (Donner, 2010, 28.) Donnerin (2010) tutkimuksen mukaan diskontattujen kassavirtojen mallinnus, eli tulevien kassavirtojen ennustaminen ja niiden diskonttaus nykyarvoon oli kiinteistösijoittajien käytetyin työkalu riskien arvioinnin tueksi. Diskontattujen kassavirtojen mallinnuksen pohjalta voidaan tutkia eri riskitekijöiden vaikutuksia kiinteistösijoitukseen herkkyyss- ja skenaarioanalyysien avulla. Herkkyyssanalyysit, joissa tutkitaan eri muuttujien vaikutusta lopputulokseen, olikin tutkimuksessa toiseksi käytetyin riskien arviointi menetelmä. Ja skenaarioanalyysit, joilla arvioidaan erilaisten skenaarioiden vaikutusta sijoitukseen, oli kolmanneksi käytetyin menetelmä. Riskien arvioinnissa hyvin harvat käyttivät edistyneitä kvantitatiivisia menetelmiä, jotka huomioisivat tulevien tapahtumien todennäköisyyksiä, kuten Monte Carlo -simulaatioita. Näiden sijaan myös riskien arvioinnissa luotettiin vahvasti intuitioon (Donner, 2010, 29–30.) Leväinen (2013, 204-205) painottaa riskien arviointiin riskianalyysin käyttöä, jossa toiminnan kannalta merkittäviä riskejä arvioidaan systemaattisesti niiden todennäköisyyden ja vaikuttavuuden perusteella. Odotetun tuoton kuvatessa kiinteistösijoituksen kannattavuutta kuvaavat tuoton hajonta eli varianssi ja keskipoikkeama sen riskejä. Riskien arviointi voi olla myös subjektiivista asiantuntijatyötä kvalitatiivisella riskiasteikolla, jolloin riskin toteutuminen on esimerkiksi pieni, keskinkertainen tai suuri. (Leväinen, 2013, 204–205.) Riskien arviointiin hyödynnetään sekä

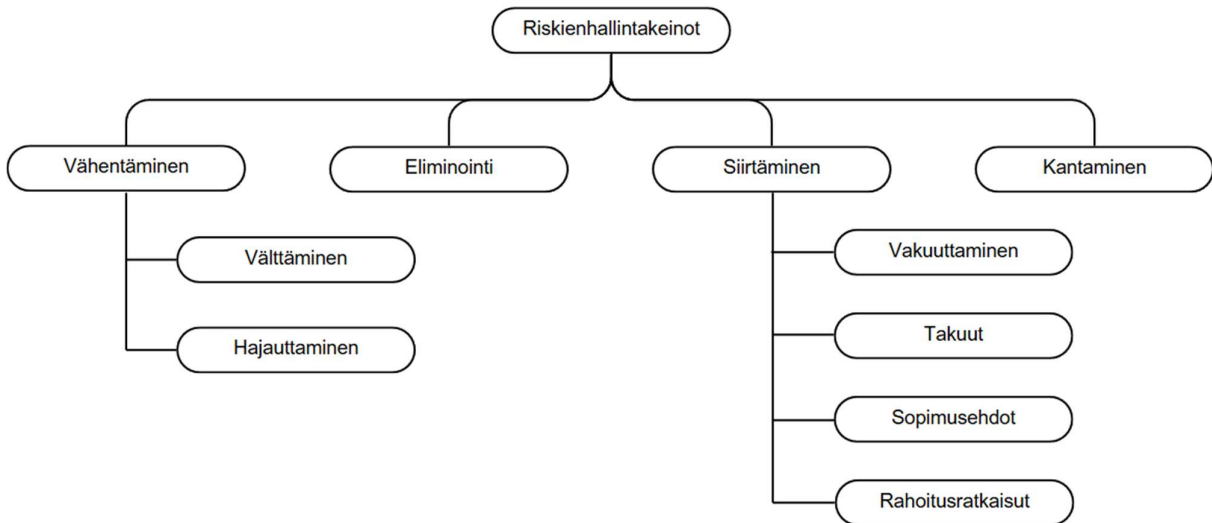
kvantitatiivisia- että kvalitatiivisia menetelmiä. Tämä osoittaa muodollisten riskienhallintatyökalujen sekä kokemuksen ja ammattitaidon yhdistämistä.

Seuraavana vaiheena on riskien hallitseminen eli tunnistettujen riskien hallinta yrityksen asettaman riskipolitiikan mukaan. Riskienhallintamenetelminä voi olla, riskin vähentäminen, eliminointi, siirtäminen tai kantaminen. Vaihtoehtoisten riskienhallintatyökalujen kustannushyötysuhteen tulee olla optimaalinen, joka saavutetaan useimmiten yhdistelemällä useaa hallintakeinoa. (Donner, 2010, 23; Leväinen, 2013, 205–206.) Hallintakeinoinhin paneudutaan tarkemmin seuraavassa alaluvussa, niiden muodostaessa keskeisen osan tutkimuksen teoriaa.

Viimeisenä vaiheena on riskienhallinnan seuranta ja valvonta. Tässä vaiheessa verrataan toteutettujen riskienhallintatoimenpiteiden vaikutusta valittuun riskistrategiaan. Tämä vaihe on riskienhallintaa sääntelevä toimi, jonka tavoitteena on johtaa täydellisempään palautesilmukaan riskienhallintaprosessin tulosten ja riskienhallintastrategian välillä. Seuranta ja valvontavaiheen seurauksena voidaan tehdä muutoksia joko yrityksen riskistrategiaan tai riskienhallintaprosessiin. (Donner, 2010, 23.) Seurannan ja valvonnan toteuttamiseksi riskeistä tulee raportoida liiketoiminta osastolle, johon ne kohdistuvat ja kaikkein merkittävimmistä riskeistä tulee raportoida välittömästi yhtiön johdolle. Raportointia toteutetaan joko kvartaaleittain, kuukausittain tai jatkuvalla syötöllä. (Donner, 2010, 30–31.)

3.5 Riskienhallintakeinot

Tunnistettujen riskien hallitsemiseksi käytettävät keinot jakautuvat neljään pääluokkaan, joista käytetään lähteissä hieman eriäviä nimityksiä, mutta niiden sisältö on pääasiallisesti sama. Riskejä voidaan välttää, vähentää, siirtää tai hyväksyä (Donner, 2010). Leväisen (2013, 205) mukaan riskejä voidaan torjua, optimoida, siirtää tai kantaa. Leväinen ei kuitenkaan anna selitystä riskien optimoinnin käsitteelle ja yrityksen riskienhallinnan teoria ei tunnista optimointia hallintakeinoksi. Hopkinin (2018, 174) mukaan riskejä voidaan kantaa, vähentää, siirtää ja eliminoida. Ja Ilmosen ym. (2022) mukaan riskejä voidaan hallita poistamalla, pienentämällä, hyväksymällä ja siirtämällä. Alla olevassa kuviossa on hahmoteltu pääasiallisia riskienhallintakeinoja Ilmosta ym. (2022) ja Leiväistä (2013) mukailten.



Kuvio 5 Riskienhallintakeinot. Mukailten Ilmonen ym. (2022); Leväinen (2013, 206).

Riskejä voidaan vähentää useilla keinoilla ja sen alaluokiksi on tunnistettavissa riskin välttäminen ja hajauttaminen. Riskejä voidaan vähentää vaikuttamalla riskitekijöihin ja riskin seurannaisvaikutuksiin tai välttää luopumalla riskialttiista hankkeista (Leväinen, 2013, 205). Riskejä voidaan pyrkiä vähentämään hajauttamalla kiinteistösalkussa olevia sijoituksia. Vaikka sijoitusten hajautus ei suoraan poista tai siirrä riskiä, parantaa se yrityksen sijoitussalkun riskialtistumaa vähentämällä kohdekohtaisia riskejä. Kiinteistösalkku, jossa sijoitetaan vain samankaltaisiin kiinteistöihin, samalle paikkakunnalle, tai samaa käyttötarkoitusta palveleviin kiinteistöihin on hyvin riskialtis. Hajauttamalla kiinteistösijoituksia eri paikkakunnille, käyttötarkoituksille, kiinteistösektoreille ja vuokralaisille, voidaan riskin määrää vähentää pienentämättä sijoitusten tuottovaatimusta. Kiinteistösalkkuun tulisi valita sellaisia sijoituksia, joiden tuottojen vaihtelut eivät johdu samoista tekijöistä. (Donner, 2010, 31–33; Leväinen, 2013, 217–218.) Claytonin ym. (2011) ja Donnerin (2010) mukaan tarkoituksenmukainen hajautus on kiinteistösijoitusten keskeisin riskienhallintakeino. Hajautuksessa tuleekin muistaa, ettei sen tarkoitus ole vältellä riskiä vaan vältellä riskejä, josta sijoittaja ei saa palkkiota suurempien tuottojen muodossa. Kuten aiemmin todettiin kiinteistösijoitusstrategian määrittävän yhtiön riskistrategian, määrittää se myös, kuinka laajasti ja millä tavoin kiinteistösijoituksia hajautetaan. (Clayton ym., 2011.)

Eliminoimisella pyritään poistamaan riski täysin, jos mahdollista. Mikäli riskiä ei voida hallita vähentämällä- tai siirtämällä riskiä ja se on liian kohtalokas kannettavaksi, pitää riski

eliminoida. Riskin eliminoiminen kokonaan tulee kyseeseen useimmiten henkilöstö-, turvallisuus- ja ympäristöriskeissä, mutta täysin eliminoitavissa olevia riskejä on verrattain vähän. (Ilmonen ym., 2022; Leväinen, 2013, 205.) Riskin ja sen seurausten siirtämisessä tavanomaisin keino on vakuuttaminen. Riskiä voidaan siirtää toiselle osapuolelle myös takuumenettelyillä tai sopimusehdoilla. Riskejä voidaan hallita myös siirtämällä niitä erilaisilla rahoitusratkaisuilla kuten riskirahastoilla ja johdannaisten käytöllä. (Ilmonen ym., 2022; Leväinen, 2013 205–206.) Donnerin (2010, 32) tutkimuksen mukaan Johdannaisten käyttö oli kiinteistösijoittajien toiseksi käytetyin riskienhallintakeino. Niiden käyttö on yleistynyt osake, korko ja valutta sijoituksissa jo 1980 luvulta lähtien, mutta kiinteistösijoitusten riskienhallinnassa ne ovat yleistyneet vasta vuodesta 2007 lähtien (ks. Thompson & Thomas, 2008). Niillä suojauduttiin pääasiassa systemaattisilta riskeiltä kuten korkokantariskiltä ja valuuttariskiltä, vain harva käytti johdannaisia inflaatorisiltä suojautumiseen. (Donner, 2010, 23, 31–33.) Koska yritystoiminnassa tulee pystyä myös ottamaan riskejä, tulee osa riskeistä myös kantaa. Varsinkin pienten ja epätodennäköisten riskien osalta niiden hyväksyminen osana liiketoimintaa voi olla paras ratkaisu (Ilmonen ym., 2022). Epäsuotuisan riskin toteutuessa kannettavaksi otetun riskin seuraukset eivät saisi kuitenkaan olla niin vakavat, että ne vaarantavat yrityksen toimintakykyä (Leväinen, 2013, 206).

4 KIINTEISTÖSIJOITUSYHTIÖIDEN RISKIT JA RISKIENHALLINTA

Tämä luku muodostaa tutkimuksen ensimmäisen empiriaosion, jossa tarkastellaan valittujen neljän suomalaisen kiinteistösijoitusyhtiön riskejä ja riskienhallintaa. Luvun alussa esitellään empiriaosion aineisto ja analysointimenetelmät, jonka jälkeen kiinteistösijoitusten riskejä ja riskienhallintaa tarkastellaan yhtiö kerrallaan. Jokaisen yhtiön kohdalla se esitellään ensin lyhyesti, jonka jälkeen annetaan tiivis kuvaus yhtiön riskienhallinnan raportoinnista. Pääpaino on jokaisen yhtiön kohdalla niiden tunnistamissa kiinteistösijoitusten riskeissä ja yhtiöiden riskienhallinnassa.

4.1 Aineiston kuvaus ja analysointimenetelmät

Tutkimuksen ensimmäisen empiriaosion aineisto koostuu neljän suomalaisen julkisen kiinteistösijoitusyhtiön tilinpäätösraportoinnista. Kaikki hyödynnetyt raportit ovat saatavilla maksutta yhtiöiden verkkosivuilta. Tutkittaviksi yhtiöiksi valikoituivat Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj, Investors House Oyj, Kojamo Oyj ja Citycon Oyj. Kyseiset yhtiöt olivat aineiston keruuhetkellä ainoat Helsingin pörssin päälistalle listatut kiinteistösijoitusyhtiöt, ja niiltä oli lisäksi saatavilla tilinpäätösraportointi vuosilta 2020–2023 tutkimuksen ajallisen rajauksen mukaisesti. Kyseisten yhtiöiden lisäksi First North -listalla ovat kiinteistösijoitusyhtiöt Asuntosalkku Oyj ja Toivo Group Oyj, mutta niitä ei sisällytetty tutkimukseen, sillä yhtiöiltä ei ollut saatavilla tarkisteluvuosien aikaista raportointia.

Yhtiöiden tilinpäätösraportoinnista hyödynnettiin toimintakertomuksia ja tilinpäätöksiä sekä esityksiä hallinto- ja ohjausjärjestelmistä, näiden dokumenttien sisältäessä eniten tietoa kyseisten yhtiöiden kiinteistösijoitusten riskienhallinnasta. Aineisto koostui vuosien 2020–2023 raportoinneista ja yhteensä tutkimukseen hyödynnettiin 32 eri dokumenttia. Tutkimuksen ensimmäisen empiriaosion aineisto on esitelty seuraavalla sivulla olevassa taulukossa. Kiinteistösijoitusten riskejä ja riskienhallintaa käsitellään eri dokumenteissa pääasiallisesti alla luetelluilla sivuilla. Riskeihin tai riskienhallintaan liittyviä yksittäisiä kohtia oli myös satunnaisesti dokumenttien muilla sivuilla, jotka on myös huomioitu.

Taulukko 4 Ensimmäisen empiriaosion aineisto

Yhtiö	Aineiston nimi	Aineiston sivumäärä	Riskejä ja riskienhallintaa käsittelevät sivut
Kojamo	Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2020	108	5–8, 26–28, 59–62
Kojamo	Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2021	106	5–8, 25–27, 57–59
Kojamo	Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2022	110	6–9, 26–30, 62–64
Kojamo	Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2023	106	6–9, 25–28, 58–60
Kojamo	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2020	10	8–9
Kojamo	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021	11	9
Kojamo	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2022	11	9
Kojamo	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2023	12	10
Citycon	Taloudellinen katsaus 2020	99	9–10, 20, 37–38, 73–77
Citycon	Taloudellinen katsaus 2021	102	10–12, 21, 38–39, 75–80
Citycon	Taloudellinen katsaus 2022	94	9–11, 17, 35–36, 69–73
Citycon	Taloudellinen katsaus 2023	93	9–10, 17, 34–35, 68–72
Citycon	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2020	15	11–12
Citycon	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021	15	11–12
Citycon	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2022	16	12–13
Citycon	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2023	16	12–13
Investors House	Tilinpäätös ja toimintakertomus 2020	94	6–9, 16, 64–65
Investors House	Tilinpäätös ja toimintakertomus 2021	88	4–7, 14, 59
Investors House	Tilinpäätös ja toimintakertomus 2022	74	3, 5, 48
Investors House	Tilinpäätös ja toimintakertomus 2023	73	2–3, 14–15, 54
Investors House	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2020	12	9–11
Investors House	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021	12	9–11
Investors House	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2022	12	9–11
Investors House	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2023	12	9–11
Ovaro	Hallituksen toimintakertomus ja konsernitilinpäätös 2020	56	3–6, 11, 40
Ovaro	Hallituksen toimintakertomus ja konsernitilinpäätös 2021	53	3–5, 8–9, 39
Ovaro	Hallituksen toimintakertomus ja konsernitilinpäätös 2022	49	3–5, 9, 36–37
Ovaro	Hallituksen toimintakertomus ja konsernitilinpäätös 2023	55	3–5, 13, 42–43
Ovaro	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2020	6	6
Ovaro	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021	6	6
Ovaro	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2022	7	7
Ovaro	Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2023	6	6

Yhtiöiden riskien ja riskienhallinnan käsittelyn pääpaino oli niiden toimintakertomuksissa. Tämän lisäksi yhtiöiden riskienhallinnan pääpiirteitä ja riskienhallintaprosesseja käsiteltiin myös selvityksissä hallinto- ja ohjausjärjestelmistä. Tutkielmassa käsiteltyjen dokumenttien lisäksi osa yhtiöistä julkaisi tilinpäätösraportoinnin yhteydessä myös muita dokumentteja, kuten vastuullisuusraportteja. Kyseisiä raportteja ei ollut kuitenkaan saatavilla kaikilta

yhtiöiltä, eikä miltään yhtiöltä jokaiselta tarkasteluvuodelta. Myös niiltä osin kuin vastuullisuusraportteihin tutustuttiin, eivät ne antaneet lisäsisältöä yhtiöiden kiinteistösijoitusten riskeistä tai riskienhallinnasta. Ja täten niitä päätettiin olla hyödyntämättä tutkimuksen empiirisessä aineistossa.

Kuten johdannon luvussa 1.3 kuvattiin, analysoitiin tutkimuksen ensimmäisen empiriaosion aineisto teoriaohjaavan sisällönanalyysiin keinoin. Teoriaohjaava sisällönanalyysi eroaa aineistolähtöisestä sisällönanalyysistä, siinä miten aineiston abstrahoinnissa teoreettiset käsitteet tuodaan jo valmiina ilmiöstä tiedettynä (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 98). Tässä tutkielmassa teoreettiset käsitteet muodostuivat tutkielman teoriaosuuden pohjalta, ja teoriaohjaavuus olikin tutkielman toteutuksen kannalta luontevaa, sillä tutkijan tarvitsi perehtyä kattavaan määrään teoria-aineistoa, ennen empiirisen aineistoon perehtymistä. Kuten Holopainen, Puusa ja Juuti (2020, 249) teoriaohjaavasta sisällönanalyysistä määrittelevät, teoriaa hyödynnettiin osana analyysiprosessia ja analyysi tapahtui teorian ja aineiston välisenä vuoropuheluna, jossa luokittelua ohjasi vuoroin teoria ja vuoroin aineisto.

Aineiston analyysissä pyrittiin seuraamaan Tuomen ja Sarajärven (2018, 91–99) esittämiä teoriaohjaavan sisällönanalyysin vaiheita. Aineiston analyysi alkoi yhtiöiden tilinpäätösraportointien ensilukukerralla, josta saatiin hahmotelma millä sivuilla aineistot käsittelevät yhtiöiden riskejä ja riskienhallintaa. Kyseiset sivut kirjattiin ylös (ks. taulukko 4), jonka jälkeen aineistoon alettiin tutustua tarkemmin tutkimuskysymyksiä hyödyntäen ja etsien niihin liittyviä ilmauksia, joita pelkistettiin ja kirjattiin ylös. Pelkistetyt ilmaukset klusteroitiin, eli ryhmiteltiin alaluokiksi. Tämän jälkeen aineisto abstrahoitettiin, jossa luokista muodostettiin yläluokittelun avulla teoreettisia käsitteitä. Tutkielman teoreettinen tausta yhdistyi abstrahoinnissa empiiriseen aineistoon, käsitteistön muodostuessa teoriaosuuden pohjalta, kuitenkin siten että jätettiin tilaa uusien käsitteiden ja luokkien muodostumiselle. Kiinteistösijoitusten riskien teorian mukaiset ilmaukset tulivat melko selkeästi esille aineistosta ja lopulta aineiston yläluokkina toimi tutkimuksen teoriassa luotu kiinteistösijoitusten riskien jako systemaattisiin ja epäsystemaattisiin ja alaluokkina olivat teorianmukaiset riskit. Näitä luokkia hyödynnettiin myös analyysin edetessä vertaillen riskien kehitystä eri vuosien välillä sekä poimien aineistosta yhtiöiden riskienhallintakeinoja.

Aineiston analyysissä pyrittiin kiinnittämään erityistä huomiota kiinteistösijoitusten riskien ja riskienhallinnan pelkistettyjen ilmausten sisällön toistuvuuteen ja mahdollisiin muutoksiin, jotta mahdollinen riskien ja riskienhallinnan kehitys saataisiin tuotua aineistosta esille tutkimuksen tavoitteiden mukaisesti. Sisällönanalyysin tavoite on Tuomen ja Sarajärven (2018, 90–91) mukaan aineiston järjestäminen tiiviiseen ja selkeään muotoon kadottamatta sen alkuperäistä informaatiota, siinä hajanaisesta aineistosta pyritään luomaan mielekästä, selkeää ja yhtenäistä informaatiota tulkittavasta ilmiöstä. Tähän pyrittiin myös tämän tutkimuksen analyysissä ja tarkoituksena oli aineiston informaatioarvon lisääminen.

Vaikka tutkimus onkin luonteeltaan laadullinen tutkimus, käytettiin siinä hyödyksi myös määrälliselle tutkimukselle ominaista aineiston kvantifointia, eli tiedon esittämistä määrällisessä muodossa. Kvalitatiivinen ja kvantitatiivinen tutkimus ovat tutkimuksen lähestymistapoja, jotka voivat täydentää toisiaan, ja joita voi olla käytännön tasolla vaikea erottaa toisistaan tarkasti (Hirsijärvi ym., 2009). Ensimmäisessä empiriaosiossa hyödynnettiin sisällön erittelyä, jossa dokumentteja analysoidaan kuvaamalla tekstin sisältöä kvantitatiivisessa muodossa (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 89). Tutkimuksessa tehtyjä laadullisia havaintoja täydennettiin kvantifioimalla aineistoa taulukoimalla kiinteistösijoitusten riskit ja esittämällä niiden esiintymisvuodet yhtiöiden raportoinneissa.

4.2 Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj

Ovaro Kiinteistösijoitusyhtiö Oyj (myöhemmin Ovaro) on suomalainen julkinen kiinteistösijoitusyhtiö, joka on listattu Nasdaq Helsingin pörssiin. Sen liiketoiminta keskittyy kiinteistöjen vuokraukseen ja kehittämiseen, sijoittamalla pääasiallisesti asunto- ja toimitilakiinteistöihin. Vuonna 2023 yhtiön liikevaihto oli noin 5,6 miljoonaa euroa ja se työllisti viisi henkilöä. Yhtiön omistamien sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli 41,7 miljoonaa euroa vuoden 2023 lopussa, tästä asuinrakennusten osuus oli noin 53 prosenttia, toimistojen, liikerakennusten ja tonttien osuuden ollessa noin 47 prosenttia. Markkina-arvolla mitattuna Ovaron suurimmat omistukset ovat Jyväskylässä, Tampereella ja Hämeenlinnassa, kaupunkien edustaessa hieman yli 70 prosenttia sijoituskiinteistöjen arvosta. Seuraavaksi suurimmat omistukset ovat Rovaniemellä, Lahdessa ja Haminassa. Yhtiö toteutti vuosina 2020–2023 strategiaa, jonka tavoitteena oli vanhan asuntokannan myynti, kiinteistökehitystoiminnan käynnistäminen ja palaaminen kannattavaksi. Yhtiö

kertoo saavuttaneensa strategiset tavoitteet kohtuudella, vaikkakin markkina osoittautui hyvin erilaiseksi kuin tavoitteita asettaessa oli ajateltu. Yhtiö on julkaisemassa uuden strategian vuosille 2024–2026 ja yhtiö on siirtynyt liiketoiminnan kehitys- ja kasvuvaiheeseen. Vuonna 2024 yhtiö aikoo käyttää kassaa ja lainoituskapasiteettiaan uusiin kasvuinvestointeihin ja se ennustaa tuloksensa paranevan. (Ovaro, 2024a.)

4.2.1 Ovaron riskienhallinnan raportointi

Ovaron ollessa tarkasteltavista yhtiöistä pienin niin liikevaihdollisesti, kuin henkilöstön määrällä mitattuna, on myös sen riskienhallinnan raportointi yhtiöistä suppeinta. Yhtiötä koskevien riskien ja epävarmuustekijöiden raportointi on kuitenkin eri vuosien välillä varsin systemaattista, ja toisiaan vastaavat osiot löytyvät jokaisen tarkasteluvuoden raportoinnista. Hallituksen toimintakertomus, osiossa käsitellään toimintaympäristöä, riskienhallintaa sekä lähiajan riskejä ja epävarmuustekijöitä. Lisäksi tilinpäätöksen liitetiedot sisältävät jokaiselta tarkasteluvuodelta rahoitusriskien hallintaa koskevan osion, jossa keskitytään korkorisktiin, maksuvalmiusriskiin ja luottoriskiin. (Ovaro, 2021a, 2022a, 2023a, 2024a.) Itse riskienhallintaprosessia raporteissa ei käsitellä laisinkaan ja myös kuvaukset riskienhallintakeinoista ovat pääasiallisesti hyvin niukat. Yhtiö käsittelee sen riskienhallinnan pääpiirteitä selvityksissä hallinto- ja ohjausjärjestelmästä. Näissä kuvaus on kuitenkin vain kahden lyhyen kappaleen pituinen ja pysynyt samana jokaisena tarkasteluvuotena.

Toimintakertomusten alussa käsitellään jokaisena vuotena keskeisiä tapahtumia, vuosien 2022–2023 raportoinnissa tässä osiossa keskitytään myös enenevässä määrin yhtiön toimintaan vaikuttaneisiin markkinamuutoksiin ja riskeihin (Ovaro, 2023a, 3; 2024a; 3–6). Toimintaympäristöä koskevassa osiossa käydään jokaisena tarkasteluvuotena läpi keskeisimmät tekijät, jotka ovat vaikuttaneet yhtiön toimintaympäristöön, vuoden 2020 raportoinnissa tätä osiota edeltää lisäksi koronapandemian vaikutuksia käsittelevä osio. Muina vuosina merkittäviä tapahtumia ovat esimerkiksi inflaation kiihtyminen, Venäjän hyökkäyssodan vaikutukset ja korkokantojen nousu. Osiossa käsitellään lisäksi useina vuosina Suomen talouden kehitystä, vuokra-asuntojen kysyntää, Suomen asunto- ja kiinteistömarkkinan transaktiomääriä sekä rakennusteollisuuden uusien hankkeiden määriä. (Ovaro, 2021a, 6; 2022a, 5; 2023a, 5; 2024a, 8.) Yhtiön riskienhallintaa, lähiajan riskejä ja epävarmuustekijöitä sekä rahoitusriskien hallintaa koskevat osiot ovat pysyneet

tarkastelujaksolla samansuuruisina. Jokaisena vuonna yhtiö kertoo sen merkittävimpien riskien koskevan vuokratuottoja, kiinteistömarkkinan kehitystä, ylläpito- ja korjauskuluja sekä rahoitusta. (Ovaro, 2021a, 2022a, 2023a, 2024a.)

4.2.2 Ovaron havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit

Alla olevassa taulukossa on kuvattu Ovaron havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit tutkimuksen teorian mukaisella riskiluokittelulla. Kuten tutkimuksen teoriaosuudessa todettiin, ei vaihtuvien markkinavuokrien ja markkina-arvojen riskiä käsitellä erikseen. Sillä sen nähdään olevan seurannaisvaikutus muiden riskien toteutumisesta. Kyseinen riski on kuitenkin otettu esiin erillisenä, sillä se esiintyi teorian mukaisten riskiluokittelun lisäksi jokaisen vuoden raportoinnissa.

Taulukko 5 Ovaron havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit

Yhtiö	Ovaro			
Systemaattiset riskit	2020	2021	2022	2023
Suhdanneriski	X	X	X	X
Korkokantariski	X	X	X	X
Inflaatoriski		X	X	X
Likviditeettiriski	X	X	X	X
Lainsäädännöllinen- ja poliittinen riski				
Geopoliittiset riskit	X	X	X	
Epäsysteemattiset riskit				
Vuokralaisriski	X	X	X	X
Sijaintiriski	X	X	X	X
Tekniset riskit	X	X	X	X
Rahoitusriski	X	X	X	X
Liikkeenjohtoriski	X	X		
Luonnonvoimien ja ympäristön riskit				
Sopimusriskit	X	X	X	X
Muut useasti esiintyneet riskit				
Vaihtuvat markkinavuokrat ja markkina-arvot	X	X	X	X

Systemaattiset riskit

Ovaron havaitsemissa riskeissä ja epävarmuustekijöissä teorian osoittamat systemaattiset riskit tulevat pääasiallisesti selkeästi esille. Systemaattisten riskien raportoinnissa on

huomattavaa niiden esiintyminen ja vakavuuden muuttuminen globaalien muutosten, Suomen talouden muutosten ja kiinteistömarkkinoiden muutosten seurauksina. Näitä edellä mainittuja suhdanneriskien kuvauksia löytyi jokaiselta tarkasteluvuodelta, erityisesti Suomen talouden kehityksen ja kiinteistömarkkinan heikon kehityksen vaikutuksena yhtiön taloudelliseen asemaan. Systemaattisista riskeistä korkokantojen muutos oli havaittavissa jokaisena tarkasteluvuotena, vuonna 2020 markkinakorkotason todettiin säilyneen matalana. Mutta vuoden 2021 raportoinnissa inflaatio nousi mukaan uudeksi riskiksi, ja siitä lähtien korkokantariskin ja inflaatoriskin merkitys kasvoi erityisesti vuosina 2022 ja 2023. Vuoden 2022 todetaankin päättyneen nopeasti nousseiden korkojen ja inflaation oloissa. (Ovaro, 2021a, 6; 2022a, 9; 2023a, 3, 9; 2024a, 3, 13.) Niin ikään kiinteistömarkkinan kehitys on mainittu yhtiön merkittävänä riskinä jokaisena tarkasteluvuotena. Siihen ovat vaikuttaneet monet tekijät kuten kiinteistömarkkinoiden likviditeetti, jonka muutokset ovat olleet varsin suuria tarkastelujaksolla. Jokaisena tarkasteluvuotena kiinteistömarkkinoiden heikon kehityksen kerrotaan olevan keskeinen riski, joka voi vaikuttaa yhtiön sijoitusomaisuuden arvoon ja sitä kautta taloudelliseen asemaan. (Ovaro, 2021a, 11; 2022a, 8–9; 2023a, 9; 2024a, 13.) Vuosien 2022–2023 raportoinnissa erityisesti Suomen talouden kehitys, korkojen nousu ja sijoittajien tuottovaatimusten muutokset mainitaan keskeisinä tekijöinä, joilla voi olla vaikutusta sijoituskiinteistöjen arvoihin (Ovaro, 2023a, 9; 2024a, 13).

Vuosina 2020–2021 geopoliittinen riski oli Ovaron raportoinnissa havaittavissa koronapandemian muodossa. Yhtiö kuitenkin kertoo, ettei pandemian aiheuttamalla taloudellisella epävarmuudella ole ollut merkittävää vaikutusta sen toimintaan (Ovaro, 2021a, 6). Vuoden 2021 toimintakertomuksessa Venäjän hyökkäyssota ja sen heijastusvaikutukset mainittiin uutena kysymysmerkkinä. Tuolloin sodan tai pakotteiden ei nähty suoranaisesti vaikuttavan Ovaron liiketoimintaan, mutta toimintaympäristön yleinen heikkeneminen nähtiin jo sen aiheuttamana riskinä. Vuoden 2022 raportoinnissa pandemia oli jäänyt taka-alalle, eikä siitä ollut enää mainintaa ja geopoliittinen riski painottui Venäjän hyökkäyssotaan ja sen välittömiin vaikutuksiin energian hinnassa sekä kiinteistöjen ylläpito- ja rakennuskustannusten nousussa. Hieman yllättäen vuoden 2023 raportoinnissa geopoliittisia riskejä ei ollut enää mainittu missään määrin, ottaen huomioon kuinka merkittäviksi sodan vaikutukset energian hintoihin, ja kustannuksiin nähtiin vuoden 2022 raportoinnissa. (Ovaro, 2021a; 2022a; 2023a; 2024a.) Koko tarkastelujakson aikaisessa raportoinnissa ei suoranaisesti mainita mitään lainsäädännöllisiä ja poliittisia riskejä tai

epävarmuustekijöitä. Teorian valossa tämä on hieman yllättävää kyseisten riskien esiintyessä kiinteistösiotusriskien teoriassa useissa lähteissä (ks. Brueggeman & Fisher, 2019, 436; Demong & Lu, 270; Leväinen, 2013, 209–210.)

Epäsystemaattiset riskit

Teorian osoittamista epäsystemaattisista riskeistä useat ovat havaittavissa Ovaron raportoinnissa jokaisena tarkasteluvuotena. Vuokralais-, sijainti-, tekniset-, rahoitus-, ja sopimusriskit esiintyvät dokumenteissa pääpiirteiltään saman sisältöisinä. Vuokralaisiin liittyvinä riskeinä Ovaro tunnistaa vuokrausasteen vaihtelun, vuokratuottojen vaihtelun ja vuokralaisiin liittyvän vastapuoliriskin. Keskeisesti molempiin edellä mainittuihin riskeihin liittyy vuokra-asuntojen kysynnän ja tarjonnan vaihtelut, jolla voi niin ikään olla vaikutusta yhtiön taloudelliseen vuokrausasteeseen ja vuokratuottoihin. Sijaintiriski ei esiinny yhtiön raportoinnissa suoranaisena käsitteenä, mutta se on selvästi havaittavissa jokaisena tarkasteluvuotena yhtiön korostaessa alueellisten kiinteistömarkkinoiden kehitystä ja kaupungistumisen vaikutuksia. Teknisinä riskeinä havaitaan ylläpito- ja korjauskustannusten kasvu. Erityisesti vuoden 2021 toimintakertomuksessa kustannuskehityksen kerrotaan pysyvän rakentamisen suurimpana yksittäisenä riskinä ja vuoden 2022 toimintakertomuksessa kustannusten kasvua korostetaan Venäjän hyökkäyssodan vaikutuksena. (Ovaro, 2021a, 6, 11; 2022a, 5, 8–9; 2023a, 5, 9; 2024a, 8, 13.)

Ovaron mukaan sen kohtaamat rahoitusriskit voivat toteutua, mikäli rahoituksen saatavuus kiristyy tai korkotaso nousee, mikä voi heikentää yhtiön kassavirtaa ja taloudellista asemaa (Ovaro, 2021a, 11; 2022a, 8; 2023a, 9; 2024a, 13). Ovaro altistuu korkoriskille erityisesti asunto-osakeyhtiöiden osakkeisiin kohdistuvien yhtiölainojen osalta. Yhtiölainat olivat noin 4,8 miljoonaa euroa vuoden 2023 lopulla, jonka takia korkojen nousu voi vaarantaa yhtiön tulosta (Ovaro, 2024a, 42). Muina rahoitusriskeinä Ovaroa koskee maksuvalmiusriski ja luottoriski. Yhtiön kassavirrallinen tulos riittää rahoituskulujen kattamiseen, kuitenkin äkilliset perusparannustarpeet, vuokrausasteen merkittävä lasku tai rahoituksen saatavuuden heikkeneminen voisi aiheuttaa yhtiölle likvideettiongelman. Luottoriski on yhtiön kohtaama sopimusriski ja se on vahvasti sidonnainen vuokralaisriskiin. Se syntyy mahdollisuudesta, että tehdyn sopimuksen vastapuoli jättäisi sopimuksen mukaiset veloitteet täyttämättä. Muut yhtiön kohtaamat sopimusriskit liittyvät rahoitukseen, kiinteistöjen hankintaan sekä

niiden ylläpitoon ja korjauksiin. (Ovaro, 2024a.) Liikkeenjohtoriskejä oli havaittavissa vuosina 2020 ja 2021 koskevissa raporteissa hallinnon kulujen laskemisen, rahoituksen uudelleenjärjestelyn ja uuden liiketoiminnan luomisen tavoitteita heikompana toteutumisenä (Ovaro, 2021a, 3; 2022a, 3). Käänteinen liikkeenjohtorisriskien havaitsemisessa johtuu yhtiön taseen vahvistumisesta ja tuloksen kääntymisestä voitolliseksi (Ovaro, 2023a, 3; 2024a, 3).

Pääasiallisesti Ovaron raportoimat epäsystemaattiset riskit ovat täten pysyneet hyvin samanlaisina vuosina 2020–2023. Niinäkin vuosina, kun raportoinnissa on tapahtunut muutoksia epäsystemaattisen riskin kuvauksessa, se on pääasiallisesti johtunut jonkin systemaattisen riskin aiheuttamasta muutoksesta kuten voimakkaan inflaation tai geopoliittisen riskin nostamista kustannuksista. Suurin havaittava muutos oli liikkeenjohtorisriskeissä, joita ei suoranaisesti enää esiintynyt kahtena viimeisenä tarkasteluvuotena. Yllättävintä Ovaron havaitsemisissa riskeissä on luonnonvoimien- ja ympäristön riskien puuttuminen täysin jokaiselta tarkasteluvuodelta. Teorian valossa kyseiset kiinteistösijoitusten riskit ovat tulleet viime vuosina yhä merkittävämmiksi sään ääri-ilmiöiden, energian käytön ja energiatehokkuuden korostuessa.

4.2.3 Ovaron riskienhallinta

Ovaron riskienhallinnan pääpiirteiden kuvaus on pysynyt muuttumattomana. Yhtiön hallitus päättää riskienhallinnan tavoitteista ja luo yhtiön riskienhallintapolitiikan sekä seuraa riskienhallinnan toteutumista ja tehokkuutta. Yhtiön mukaan riskienhallinta on erottamaton osa sen johtamisen, valvonnan ja raportoinnin järjestelmiä. Riskienhallinnan tavoitteina on tukea yhtiön strategiaa ja tavoitteiden saavuttamista ennakoimalla ja hallitsemalla liiketoiminnan uhkia ja mahdollisuuksia. Riskienhallintajärjestelmä perustuu kuukausittaiseen raportointiin, jossa seurataan sijoitusomaisuuden käypää arvoa, rahoitusasemaa, liikevaihtoa, kannattavuutta, myyntiä, myyntisaatavia ja kuluja sekä niiden vaikutusta yhtiön tulokseen. Sisäinen raportointi toteutetaan kuukausittain osana liiketoimintakatsausta. (Ovaro, 2024b, 7.) Tämän lisäksi rahoitusriskien osalta mainitaan yhtiön tavoitteena olevan minimoida rahoitusmarkkinoiden muutosten haitalliset vaikutukset sen rahavirtoihin, tulokseen ja omaan pääomaan. Yhtiön rahoituspolitiikka on riskejä välttävä ja se käy jatkuvasti keskustelua eri rahoittajien kanssa. (Ovaro, 2024a, 42.) Vaikkakin yhtiön riskienhallinnasta nousee esiin teorian mukainen suunnitelmallisuus ja

järjestelmällisyys, ei se raportoinnin perusteella noudata tiettyjä ennalta määritettyjä riskienhallintaprosessin vaiheita.

Yhtiö hallitsee sen vuokralaisriskiä hajauttamalla sijoituskohteensa ja luopumalla heikosti tuottavista sijoituskohteista. Se seuraa jatkuvasti vuokra-asuntomarkkinaa ja pyrkii reagoimaan kohteidensa vuokrausasteen muutoksiin vuokratasoa päivittämällä, muuttamalla vuokravakuuspolitiikkaansa ja tehostamalla vuokrausta. Lisäksi kiinteistöissä on täysarvovakuutus, joka sisältää vuokratuottojen keskeytysturvan. Kiinteistöjen arvon kehitystä ja sijaintiriskiä yhtiö hallitsee hajauttamalla sijoituskohteensa maantieteellisesti sekä ylläpitämällä kiinteistöjensä kuntoa. Teknisiltä riskeiltä yhtiö suojautuu ylläpitämällä kiinteistöjen kuntoa sekä kilpailuttamalla toimittajia ja alihankkijoita. Rahoitusriskeiltä yhtiö pyrkii suojautumaan turvaamalla rahoituksen saatavuuden riittävällä omavaraisuusasteella. (Ovaro, 2024a, 13.)

Ovaro pyrkii alentamaan korkoriskiään eri korkokantoihin jakautuvilla lainapääomilla, joiden kokonaiskorko-osuudet koostuvat pääosin lainaan sidotusta kiinteästä korosta sekä muuttuvasta markkinaehtoisesta korosta. Maksuvalmiusriskiään yhtiö hallitsee seuraamalla jatkuvasti liiketoiminnan vaatimaa rahoitukseen määrää, jotta sillä olisi tarpeeksi likvidejä varoja toiminnan rahoittamiseen. Yhtiö kertoo perusliiketoiminnan kassavirran olevan tasainen ja hallitsevansa sitä toimenpiteillä, joilla vuokrauksen käyttöasteet saadaan pysymään hyvällä tasolla. Luottoriskiä yhtiö hallitsee käyttämällä vakuuksia sen vuokrasopimuksissa, joka vähentää vuokrasaataviin liittyviä riskejä, niiden ollessa yhtiön merkittävin luottoriski. (Ovaro, 2024a, 42–43.)

Liiketoiminnan mahdollisuuksina Ovaro tunnistaa haastavan markkinatilanteen ja toimialan haasteiden avaamat kiinnostavat investointimahdollisuudet yhtiön taseen ollessa vahva. Lisäksi yhtiö tunnistaa kasvukeskuksissa tapahtuvan siirtymisen ylitarjonnasta alitarjontaan vuosien 2024 ja 2025 aikana, nykyisten rakennusmäärien ollessa alhaisia. Yhtiö arvioi, että mikäli tarjonta ei vastaa kysyntään kasvukeskuksissa, voi tämä synnyttää hintainflaatiota asuntojen vuokrissa ja hinnoissa, mikä tarjoaa yhtiölle houkuttelevia investointimahdollisuuksia tulevina vuosina. (Ovaro, 2024a, 5, 8.)

4.3 Investors House Oyj

Investors House Oyj (myöhemmin Investors House) on suomalainen julkinen kiinteistösijoitusyhtiö, joka on listattu Nasdaq Helsinki pörssilistalle. Sen liikevaihto oli noin 6,86 miljoonaa euroa vuonna 2023 ja henkilöstöä sillä oli keskimäärin 33 henkeä. Yhtiön omistamien sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli noin 27,88 miljoonaa euroa vuoden 2023 lopussa ja se koostuu asuinkiinteistöistä, toimitilakiinteistöistä, tonteista ja yhdestä hotellista. Asuinkiinteistöjen osuus oli noin 36,3 prosenttia käyvästä arvosta ja liikekiinteistöjen osuus noin 63,7 prosenttia käyvästä arvosta. Yhtiön omistamat kiinteistöt sijaitsevat eri puolilla Suomea, ainakin Helsingissä, Vantaalla, Jyväskylässä, Lappeenrannassa ja Porissa. Yhtiön liiketoiminta keskittyy kiinteistöjen, kiinteistöosakkeiden ja asunto-osakkeiden omistamiseen, hallintaan ja vuokraamiseen sekä niihin liittyvien palveluiden tuottamiseen. Investors Housen liiketoiminta on jaettu kiinteistösegmenttiin ja palvelut-segmenttiin. Kiinteistösegmentti vastaa yhtiön kiinteistöliiketoiminnasta, kun taas palvelut-segmentti kattaa kiinteistövarallisuuden hoidon ja muun palveluliiketoiminnan. Strategisesti Investors House on keskittynyt kannattavuuden kehittämiseen, joka mahdollistaa osakekohtaisen osingon kasvun. Yhtiö pyrkii ennustettaviin tuottoihin ja vahvaan omavaraisuuteen. Yhtiö kutsuu uudistettua strategiaansa kiinteistökumppani-strategiaksi, se toimii aktiivisesti koko kiinteistösijoittamisen ja rahoittamisen arvoketjuissa, eli taseen molemmin puolin ja keskiössä on omistaja-arvon tuottaminen luomalla kahden markkinan ratkaisuja. (Investors House, 2024a.)

4.3.1 Investors Housen riskienhallinnan raportointi

Investors Housen riskienhallinnan raportointi on pysynyt erittäin samankaltaisena vuosien 2020–2021 raportoinnissa. Molempina vuosina toimintakertomuksen alussa käydään läpi lähiajan riskit ja epävarmuustekijät, jotka ovat tarkastelujaksolla muuttuneet toimintaympäristön muutosten seurauksena. Toimintaympäristön muutoksia tarkastellaan lisäksi erillisessä osiossa, joka jatkuu yhtiön kiinteistökumppani-strategian eri toimintojen seuraamiseen liikennevaloilla. Lisäksi molempina vuosina raportointi sisältää riskienhallintaa koskevan osion, jossa kerrotaan konsernin keskeiset riskit, jotka koskevat tuottoja, vuokrausta, kiinteistömarkkinaa, rahoitusta ja kiinteistöjen kuntoa. Vuosien 2022–

2023 toimintakertomuksissa raportointi on muuttunut, alussa käydään yhä läpi yhtiön toimintaympäristöä sekä lähiajan riskejä ja epävarmuustekijöitä, mutta kiinteistökumppanistrategian toimintoja seuraavaa osiota ei enää ole. Hieman yllättäen vuoden 2022 toimintakertomuksessa riskienhallintaa koskeva osiota ei ole laisinkaan, mutta se on palannut vuoden 2023 toimintakertomukseen saman sisältöisenä kuin se oli vuosien 2020–2021 raporteissa. Rahoitusriskejä koskeva osio on pysynyt lähes identtisenä vuosina 2020–2023. (Investors House, 2021a, 6–9, 16, 64–65; 2022a, 4–7, 14, 59; 2023a; 5, 48, 2024a, 4, 14–15, 54).

Toimintakertomuksen ja tilinpäätöksen lisäksi Investors House raportoi riskienhallintaansa sen selvityksissä hallinto- ja ohjausjärjestelmästä. Vuosina 2020–2023 nämä raportit ovat riskienhallinnan osalta lähes identtiset. Keskeisin muutos on vuosien 2020–2021 riskienhallintaosion keskittyminen koronapandemiaan, kun vuosina 2022–2023 se keskittyy Venäjän sotatoimiin sekä korkojen ja inflaation nopeaan nousuun. Jokaisen vuoden raportoinnissa yhtiö jaottelee sen keskeiset riskit makrotalouden riskeihin, liiketoimintaa koskeviin riskeihin, lainsäädäntöä koskeviin riskeihin sekä rahoitusriskeihin. Kaikkien näiden riskiluokkien sisältö on pysynyt identtisenä vuosina 2020–2023. (Investors House 2021b, 9–11; 2022b, 9–11; 2023b, 9–11; 2024b 9–11.) Yhtiön riskienhallinnan raportoinnissa merkillistä on se, että vaikka yhtiö on selkeästi havainnut ja raportoinut vuosittain muutoksia toimintaympäristössä sekä lähiajan riskeissä ja epävarmuustekijöissä eivät sen riskit tai riskienhallintakeinot ole raportoinnin perusteella muuttuneet ollenkaan tarkastelujaksolla. Seuraavassa alaluvussa keskitytään tarkemmin yhtiön raportointiin riskeihin ja niissä tapahtuneisiin mahdollisiin muutoksiin.

4.3.2 Investors Housen havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit

Alla olevassa taulukossa on kuvattu Investors Housen havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit tutkimuksen teorian mukaisella riskiluokittelulla. Jälleen kiinteistöjen vaihtuvat markkina-arvot löytyvät ylimääräisenä riskiluokkana, mutta tämän lisäksi yhtiön raportoinneissa toistui riski kiinteistöjen arvostusprosessista.

Taulukko 6 Investors Housen havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit

Yhtiö	Investors House			
Systemaattiset riskit	2020	2021	2022	2023
Suhdanneriski	X	X	X	X
Korkokantariski	X	X	X	X
Inflaatoriski		X	X	X
Likviditeettiriski	X	X	X	X
Lainsäädännöllinen- ja poliittinen riski	X	X	X	X
Geopoliittiset riskit	X	X	X	X
Epäsysteemattiset riskit				
Vuokralaisriski	X	X	X	X
Sijaintiriski	X	X	X	X
Tekniset riskit	X	X	X	X
Rahoitusriski	X	X	X	X
Liikkeenjohtoriski	X	X	X	X
Luonnonvoimien ja ympäristön riskit				
Sopimusriskit	X	X	X	X
Muut useasti esiintyneet riskit				
Kiinteistöjen vaihtuvat markkina-arvot	X	X	X	X
Sijoituskiinteistöjen arvostusprosessi	X	X	X	X

Systemaattiset riskit

Investors House on havainnut vuosittain keskeisiä toimintaympäristön muutoksia ja teorian osoittamia systemaattisia riskejä. Suhdanneriskejä on havaittu jokaisena vuotena, ne liittyvät joka vuosi maailmanlaajuisiin epävarmuustekijöihin, Suomen talouden kehitykseen ja kiinteistömarkkinan kehitykseen. Suomen talouden todetaan kuitenkin kääntyneen tekniseen taantumaan vuoden 2022 lopulla ja vuonna 2023 Suomen taloudellisen tilanteen kehitys ja kiinteistöalan haasteiden jatkuminen nousivat yhtiön mukaan suurimmiksi lähiajan riskeiksi ja epävarmuus tekijöiksi (Investors House, 2023a, 3; 2024a, 4; 2024b; 10).

Vuonna 2020 korkokantariski oli havaittu, mutta yleisen korkotason nousun todettiin vain olevan mahdollista, mikä voisi vaikuttaa rahoituksen hintaan. Vuonna 2021 nousuun lähtenyt inflaatio tuli mukaan toimintaympäristöä uhkaavaksi riskiksi ja sen kerrottiin heijastuvan korko-odotuksiin. Vuoden 2022 aikana yleinen korkotaso lähti nopeaan nousuun ja inflaatio kiihtyi moninkertaisesti korkotasoa nopeammin. Kiinteistömarkkinoiden likviditeetti oli yhtiön mukaan pysynyt melko tasaisena ja korkealla tasolla koronakevään

hetkellisen heikentymisen jälkeen, mutta vuonna 2022 transaktiot lähes pysähtyivät ja jatkoivat yhä vähentymistään vuonna 2023 korkojen nousun takia. Yleisemmällä tasolla yhtiö toteaaakin vuoden 2022 olleen epäjatkuvuuskohta. Toimintaympäristö oli ollut pitkään vakaa sillä koronapandemiakaan ei ollut juuri vaikuttanut yhtiön toimintaan, mutta vuonna 2022 lähes kaikki toimintaympäristön tekijät olivat jonkinasteisessa muutoksessa. Näiden riskien lisäksi lainsäädännöllisinä- ja poliittisina riskeinä havaitaan mahdollisten lainsäädäntömuutosten kielteiset vaikutukset yhtiön sijoituskohteiden arvoon tai taloudelliseen asemaan sekä regulaatiomuutosten vaikutus rahoituksen saatavuuteen. (Investors House, 2021a, 6–9; 2022a, 4–7; 2023a, 3, 5; 2024a 2–3; 2024b, 11.)

Geopoliittiset riskit olivat Investors Housen toimintaympäristön muutosten ja niiden aiheuttamien riskien ja epävarmuustekijöiden keskiössä vuosina 2020–2022. Vuonna 2020 koronan aiheuttama epävarmuus ja taloudellinen taantuma mainittiin lähiajan suurimmaksi riskiksi. Tuolloin yhtiö totesi koronan liiketoiminnallisten vaikutuksien ja keston olevan vaikeita arvioida, suurimmat sen aiheuttamat riskit liittyivät asiakkaiden vuokranmaksukykyyn, rahoitusjärjestelmän toimintakykyyn ja kiinteistöjen arvon kehitykseen. Lopulta koronan vaikutukset yhtiön toimintaan jäivät kuitenkin vähäisiksi. Vuonna 2022 Venäjän hyökkäyssodan sen sijaan todetaan aiheuttaneen osaltaan nopean muutoksen kiinteistömarkkinoiden toimintaympäristöön, inflaation kasvuun ja talouden epävarmuuteen. Vaikka Venäjän pakotteilla tai turvallisuuspoliittisella tilanteella ei ollut suoria vaikutuksia yhtiöön vaikuttivat ne epäsuorasti sen toimintaympäristöön heikentävästi. (Investors House, 2021a, 6–9; 2022a, 4–7; 2022b, 9–10; 2023a, 3, 5; 2024a 2–3; 2024b, 11.)

Vaikka monet systemaattiset riskit ovat kohdanneet Investors Housen toimintaympäristöä on se useaan otteeseen todennut taloudellisen asemansa olevan vahva ja toimintaympäristön haasteiden avaavan kiinnostavia investointimahdollisuuksia. Yhtiö mainitsee myös teorian osoittaman kiinteistöjen vahvan inflaatiosuojan, sen mukaan inflaatiokehitys tukee kiinteistömarkkinaa vuokrasopimusten sisältäessä kuluttajahintaindeksiin sidotun korotuspykälän ja laadukkaiden kiinteistösijoitusten tarjotessa perusteltua inflaatiosuojaa (Investors House, 2022a, 6).

Epäsystemaattiset riskit

Investors Housen kohtaamat epäsystemaattiset riskit ovat pysyneet sen raportoinnissa hyvin saman sisältöisinä vuosina 2020–2023. Yhtiö ei tarkemmin avaa vuokralaisriskin syitä, raporteissa todetaan, että vuokralaisia koskevat riskit voivat realisoitua ja toteutuessaan heikentää yhtiön kassavirtaa ja liiketaloudellista asemaa. Sijaintiriski on vahvasti kytköksissä vuokralaisriskiin kiinteistöjen kysynnän painottuessa pääkaupunkiseudulle ja kasvukeskuksiin. Sijaintiriski liittyy myös yhtiön investointihankkeisiin, mikäli se ei onnistu löytämään sijaintinsa puolesta houkuttelevia kiinteistökohteita. Tekniset riskit kohdistuvat pääasiallisesti kiinteistöjen kuntoon ja ylläpitokuluihin, realisoituessaan ne voivat aiheuttaa suuria korjaustarpeita ja kustannuksia. Korkea sähkön hinta on vaikuttanut talvikausina heikentävästi joidenkin yhtiön kiinteistöjen kannattavuuteen. (Investors House, 2024a, 12, 15; 2024b 10–11.)

Yhtiön rahoitusriskit liittyvät korkoriskiin, luottoriskiin ja maksuvalmiusriskiin. Yhtiö toteaa kiinteistösijoittamisen olevan pääomaa sitovaa liiketoimintaa, jossa vieraan pääoman rooli on merkittävä, ja täten myös yhtiön vieraan pääoman määrä on merkittävä. Sodasta seurannut talouden epävakaus on myös lisännyt rahoituksen saatavuuden riskiä. Rahoitusriskien toteutuessa yhtiön velkaantuminen voi heikentää sen mahdollisuuksia toteuttaa strategiaa ja kassavirta voi olla riittämätöntä lainojen takaisinmaksuun. Yhtiön liikkeenjohtoriskejä ovat sen strategian toteutuminen, avainhenkilöriskit ja toimintatapavirheet. Toteutuessaan ne voivat vaikuttaa haitallisesti yhtiön operatiiviseen tehokkuuteen, liiketaloudelliseen asemaan, yhtiön osakkeen arvoon ja osingon maksuun. Yhtiö on tunnistanut sopimusriskejä hyvin niukasti, ne liittyvät rahoittajan kanssa tehtyyn kovenanttisopimukseen, jonka rikkominen heikentäisi yhtiön taloudellista asemaa ja tulevaisuuden näkymiä. Sekä uusiin investointihankkeisiin, joidenka ehdot eivät välttämättä vastaa oletettua. Myös vuokrasopimuksiin liittyviä sopimusriskejä on havaittavissa, mutta yhtiö on lähinnä kommentoinut niiden hallintaa, johon paneudutaan seuraavassa alaluvussa. Sijoituskiinteistöjen arvostusprosessin riskin kerrotaan liittyvän vuosittain tehtäviin kiinteistöarvioihin, tarkemmin riskiä tai sen seurauksia ei ole kuvattu. (Investors House, 2024a, 15, 54; 2024b 10–11.)

Vaikkakin riskit tulevat melko selkeästi raportoinnissa esille on niiden syitä ja seurauksia kuvattu hyvin rajallisesti. Pelkän raportoinnin perusteella on kuitenkin vaikeaa ottaa kantaa

siihen, eikä riskien syitä ja seurauksia ole asianmukaisesti arvioitu, vai onko vain pelkkä raportoinnin laajuus rajallista. Kuten Ovaron kohdalla, myös Investors Housen raportoinnissa on hyvin merkillistä, ettei luonnonvoimien- ja ympäristön riskejä ollut käsitelty ollenkaan, vaikka niiden painoarvo on teorian mukaan noussut merkittävästi viime vuosina.

4.3.3 Investors Housen riskienhallinta

Investors Housen raportoima riskienhallintaprosessi on pysynyt vuosien 2020–2023 aikana perusrakenteeltaan saman sisältöisenä. Muutokset liittyvät lähinnä toimintaympäristön muutoksiin, vuosina 2020–2021 koronakriisi sai enemmän painoarvoa ja vuosina 2022–2023 toimintaympäristössä on keskitytty Venäjän sotatoimiin sekä inflaation ja korkojen nopeaan nousuun riskitekijöinä. (Investors House, 2021b, 2022b, 2023b, 2024b, 9–10.) Yhtiö kertoo käynnistäneensä uusia toimia, joilla tunnistettuja riskejä voidaan pienentää ja rajoittaa sekä organisoineensa riskienhallinnan uudelleen keväällä 2020, mutta raportoinnista ei selviä mitä tämä uudelleenorganisointi käytännön tasolla tarkoittaa (Investors House, 2021b, 9). Tämä kuitenkin viittaa siihen, että yhtiö on tarkastellut riskienhallintaprosessiaan ja mahdollisesti mukauttanut sitä vastaamaan paremmin toimintaympäristön muutoksiin.

Yhtiö pyrkii turvaamaan sen liiketoimintaa, hyvää toimintakykyä ja keskeisten tavoitteiden saavuttamista tehokkaalla riskienhallinnalla, jonka toimintaperiaatteet ovat pienentää sekä hallita riskien vaikutusta. Sen riskienhallinta on integroitu osaksi sen suunnittelujärjestelmää ja jokapäiväistä toimintaa, riskienhallinnassa huomioidaan yhtiön riskinkantokyky. Yhtiön riskienhallinta on integroitu myös osaksi strategia- ja toimintaprosesseja ja se ajaa toiminnassaan systemaattista riskienhallintaa. Yhtiön riskienhallinta määräytyy liiketoimintavastuun mukaan. Sen hallitus ja toimitusjohtaja valvovat riskien ja riskikeskittymien kehitystä raporttien ja muun tarvittavan informaation avulla. Taloushallinnon tehtävä on seurata ja arvioida yhtiön liiketoimintaa ja rahoitusta koskevia riskejä ja suojautua niiltä yhteistyössä hallituksen ja toimitusjohtajan kanssa. (Investors House, 2021b, 2022b, 2023b, 2024b, 9–10.)

Suhdanneriskin kiinteistömarkkinaa koskevaa riskiä, vuokralaisriskiä ja sijaintiriskiään yhtiö hallitsee hajauttamalla sijoituksiaan eri kiinteistösektoreille sekä painottamallaan

kiinteistösijoituksiaan pääkaupunkiseudulle ja maakunnallisiin kasvukeskuksiin, joissa vuokrauskysyntä on ennustettavampaa. Vuokralaisriskiään yhtiö on lisäksi hallinnut kehittämällä vuokraustoimintaansa viime vuosina ennustettavampaan suuntaan siirtämällä sen asiakaskunnan painopistettä yksityisistä asiakkaista julkisiin. Teknisiä riskejä yhtiö pyrkii hallitsemaan keskittämällä investointinsa ja salkun rakenteen siten, että korjausvelka olisi maltillinen eikä merkittäviä systemaattisia peruskorjaustarpeita syntyisi. Yhtiö on myös vuosien 2020–2021 aikana luopunut suuresta osasta kiinteistöjä, joissa lämmitysmuotoina on suora sähkölämmitys tai maakaasu. Lisäksi aikaisempaa suurempi osuus yhtiön vuokrasopimuksista on pääomavuokrasopimuksia, joissa ylläpitokustannusten osuus siirtyy vuokralaisen vastuulle. (Investors House, 2024a, 12, 15.) Yhtiön riskienhallinnallisissa toimissa korostuu hajauttamisen merkitys ja enakoiva toiminta eri liiketoiminta-alueilla.

Investors Housen pyrkimyksenä on ollut jokaisena vuotena laajentaa ja monipuolistaa rahoituspohjaansa sekä hallita rahoitusriskejä riittävän omavaraisuusasteen ja korkosuojauskeinojen keinoin. Konsernin korollisen vieraan pääoman määrä on merkittävä konsernin taseeseen suhteutettuna ja korkoriskiä hallitaan suojaamalla emoyhtiön lainoista 50–100 prosenttia korojohtannaisilla. Luottoriskiä yhtiö hallitsee minimoimalla sitä lyhyillä maksuehdoilla ja tehokkailla perintätoimilla. Lisäksi vuokralaisten luottokelpoisuus arvioidaan ennen vuokrasopimuksen solmimista ja suurimpaan osaan sopimuksista liittyy vuokravakuus tai muu takaus. Maksuvalmiusriskiltä yhtiö suojautuu pyrkimällä varmistamaan riittävät rahavarat ja luottolimiitit maksuvalmiuden turvaamiseksi. Sitä hallitaan aktiivisella kassanhallinnalla ja budjetoinnilla, johto seuraa lisäksi säännöllisesti konsernin yhtiöiden kassatilannetta ja käyttöpääoman kehitystä. Riskienhallinnassa huomioidaan lainojen erääntymisajankohdat ja korvaavaa rahoitusta pyritään järjestämään ajoissa. Yhtiön johto ei ole tunnistanut merkittäviä riskikeskittymiä rahoitusvaroissa tai rahoituslähteissä. Sijoituskiinteistöjen arvostusprosessia yhtiö hallitsee käyttämällä ulkopuolisia riippumattomia kiinteistöarvioitsijoita sen kiinteistöjen käyvän arvon määrittämiseen vuosittain. Arviointi voidaan toteuttaa myös useammin, mikäli on olemassa viitteitä sijoituskiinteistön merkittävästä käyvän arvon muutoksesta. Yhtiö esittää lisäksi tilinpäätöksissään sijoituskiinteistöjen arvostuksen herkkyyksianalyysin. (Investors House, 2024a, 9, 15, 44–46, 54; 2024b, 11.)

4.4 Kojamo Oyj

Kojamo Oyj (myöhemmin Kojamo) on suomalainen kiinteistösijoitusyhtiö, joka on listattu Nasdaq Helsingin pörssilistalle. Vuonna 2023 Kojamon liikevaihto oli 442,2 miljoonaa euroa ja sen henkilöstö oli keskimäärin 315 henkeä. Se on markkinaehtoinen vuokra-asuntojen tarjoaja, joka keskittyy Suomen kasvukeskuksiin tarjoamalla niissä vuokra-asuntoja ja asumisen palveluja sen kuluttajabrändillä Lumolla. Yhtiön tavoite on investoida voimakkaasti asuntotarjonnan kasvuun uudisrakentamalla, ostamalla olemassa olevia kiinteistöjä ja muuttamalla esimerkiksi toimistorakennuksia asuinkohteiksi. Kojamo toimii Suomen seitsemällä suurimmalla kaupunkiseudulla ja vastaa erityisesti Helsingin seudun vuokra-asuntokysyntään. Yhtiö omisti tilikauden 2023 lopussa 40 619 vuokra-asuntoa ja sen osuus koko Suomen vuokra-asuntomarkkinasta on noin neljä prosenttia. Kojamon sijoituskiinteistöjen käypä arvo tilikauden 2023 lopussa oli 8,0 miljardia euroa ja se on Suomen suurin yksityinen asuntosijoitusyhtiö sijoituskiinteistöjen käyvällä arvolla mitattuna. (Kojamo, 2024a, 5–6, 9, 17.)

4.4.1 Kojamon riskienhallinnan raportointi

Kojamon vuosien 2020–2023 toimintakertomusten riskien raportointi on melko yhtenäistä, kuitenkin riskien luokittelussa ja esitystavassa on havaittavissa melko suuriakin muutoksia tarkastelujaksolla. Jokainen tarkastelluista toimintakertomuksista sisälsi yhtiön toimintaympäristön kehitystä kuvaavat osiot, vuosina 2020–2021 tätä edelsi koronapandemiaa käsittelevä osio, vuonna 2022 pandemiaa ja Venäjän hyökkäyssotaa käsittelevä osio ja vuonna 2023 Venäjän hyökkäyssotaa käsittelevä osio. Vuosien 2020 ja 2021 toimintakertomuksissa Kojamon merkittävimmät strategiset riskit on luokiteltu liiketoimintaympäristön riskeihin, taloudellisiin riskeihin ja liiketoimintaan liittyviin riskeihin. Riskeistä on kuvattu riski, riskin syyt ja riskin hallintakeinot. Vuoden 2022 toimintakertomuksissa on kuvattu ensiksi strategiset riskit, niiden syyt ja seuraukset. Tämän jälkeen on siirrytty vuosien 2020 ja 2021 mukaiseen riskien luokitteluun, jossa on liiketoimintaympäristön riskit, taloudelliset riskit ja liiketoimintaan liittyvät riskit sekä näiden riskien syyt ja hallintakeinot. Vuoden 2022 toimintakertomuksessa on näiden riskiluokkien lisäksi turvallisuuteen liittyvien riskien luokka. Vuoden 2023 toimintakertomuksen riskiluokittelua on karsittu, ensimmäisenä riskiluokkana on vuoden 2022 tapaan strategiset

riskit, jossa on kuvattu niiden syyt ja seuraukset. Tämän jälkeen ovat taloudellisten riskien luokka ja muiden riskien luokka, sekä näiden syyt, seuraukset ja hallintokeinot. Yhtenäisenä tekijänä toimintakertomuksissa on pysynyt riskiluokittelun jälkeen tuleva osio, jossa on kuvattu lähiajan riskit ja epävarmuustekijät. Myös myöhemmin tilinpäätöksen liitetiedoissa esiintyvä rahoitusriskejä kuvaava osio on pysynyt esitystavaltaan samanlaisena tarkasteltavalla ajanjaksolla. (Kojamo, 2021a, 5–8, 26–28, 59–62; 2022a, 5–8, 25–27, 57–59; 2023a, 6–9, 26–30, 62–64; 2024a, 6–9, 25–28, 58–60.)

Kojamon riskien esittely on tarkasteltavista yhtiöistä laajin, mutta vuosien 2021, 2022 ja 2023 välillä tapahtuneet muutokset riskien esitystavassa ovat hieman epäselviä ja riskiluokkien muuttuessa myös yksittäisten riskien nimityksiä on osin muutettu. Esitystavan muutokset johtuvat yhtiön mukaan joulukuussa 2022 sekä joulukuussa 2023 tapahtuneista riskikartoituksen päivityksistä. Tämän takia riskien, syiden, seurauksien ja hallintakeinojen käsittelyä on kuitenkin lisätty tuoreemmissa raporteissa, joten riskien käsittelyn uudistus vaikuttaisi olevan oikean suuntainen. Kojamo raportoi lisäksi vuosittain riskienhallintajärjestelmänsä pääpiirteistä sen selvityksissä hallinto- ja ohjausjärjestelmästä, näissä riskienhallintaosion sisältö on pysynyt samana vuosia 2020–2023 koskevan raportoinnin aikana (Kojamo, 2021b, 2022b, 2023b, 2024b).

4.4.2 Kojamon havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit

Alla olevassa taulukossa on kuvattu Kojamon havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit tutkimuksen teorian mukaisella riskiluokittelulla. Sijoituskiinteistöjen arvonmuutos löytyy jälleen ylimääräisenä riskiluokkana, mutta tämän lisäksi yhtiön raportoinneissa korostui riski uusien investointihankkeiden löytämisestä.

Taulukko 7 Kojamon havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit

Yhtiö	Kojamo			
Systemaattiset riskit	2020	2021	2022	2023
Suhdanneriski	X	X	X	X
Korkokantariski	X	X	X	X
Inflaatoriski		X	X	X
Likviditeettiriski	X	X	X	X
Lainsäädännöllinen- ja poliittinen riski	X	X	X	X
Geopoliittiset riskit	X	X	X	X
Epäsysteemattiset riskit				
Vuokralaisriski	X	X	X	X
Sijaintiriski	X	X	X	X
Tekniset riskit	X	X	X	X
Rahoitusriski	X	X	X	X
Liikkeenjohtoriski	X	X	X	X
Luonnonvoimien ja ympäristön riskit	X	X	X	X
Sopimusriskit	X	X	X	X
Muut useasti esiintyneet riskit				
Sijoituskiinteistöjen arvonmuutos	X	X	X	X
Uudet investointihankkeet	X	X	X	X

Kojamon riskien luokittelu teorian mukaisesti riskiluokkiin oli edeltäviä yhtiöitä haastavampaa yhtiön kahteen otteeseen päivitetyn riskikartoituksen vuoksi. Tästä huolimatta lähes jokaisena vuotena teorian osoittamat merkittävimmät kiinteistösijoitusten riskit olivat tunnistettavissa. Systemaattisten riskien esitystapa oli pysynyt epäsystemaattisia riskejä yhdenmukaisempana, mutta keskeisiä muutoksia tunnistetuissa riskeissä ja niiden käsittelyn laajuudessa oli huomattavissa toimintaympäristön muutosten takia. Erityisesti geopoliittisten riskien aiheuttama taloudellinen epävarmuus heijastui useaan muuhun riskiin.

Systemaattiset riskit

Suhdanneriski esiintyi jokaisena vuotena erityisesti Suomen talouden kehityksen, maailmantalouden kehityksen ja kiinteistömarkkinan kehityksen vaikutuksina yhtiön liiketoimintaan. Etenkin yleinen taloudellisen tilanteen heikentyminen ja sen aiheuttama työttömyys mainittiin joka vuosi epävarmuustekijänä, joka voisi vaikuttaa asukkaiden vuokranmaksukykyyn ja sitä kautta yhtiön vuokratuottoihin. Korkokantariski oli joka vuosi raportoitu riskiksi, joka johtuu merkittävästä muutoksesta vaihtuvissa markkinakoroissa, korkomarginaaleissa ja korkospreadeissa. Tämän ohella inflaatoriski kytkeytyi

korkokantariskiin vuosien 2021–2023 raporteissa, sillä inflaation kiihtyminen todettiin korkokantariskin mahdolliseksi aiheuttajaksi. Molemmat edellä mainituista riskeistä olivat myös keskeisin asunto- ja kiinteistömarkkinoiden likviditeettiriskin aiheuttajia vuosien 2022–2023 toimintakertomuksissa, joissa riskin syyksi todettiin heikosta taloudellisesta tilanteesta, inflaatiosta ja korkojen noususta johtuva markkinoiden kauppavolyymien lasku, joka edelleen aiheuttaa asuntojen hintojen laskua ja tuottovaatimusten nousua. Tämän seurauksena yhtiön omavaraisuusaste voisi heikentyä, sekä investointien ja liiketoiminnan kasvu hidastua. Myös lainsäädännöllisiä- ja poliittisia riskejä esiintyi tarkastelujaksolla, vuosina 2020–2021 riskin syyksi todettiin mahdollisten uusien määräysten vaikutus yhtiön toimintaedellytyksiin ja kannattavuuteen sekä riski, että energiatehokkaaseen ja vähähiiliseen rakentamiseen liittyvä regulaatio kiristyy ja yhtiön asunnot eivät vastaisi enää vaatimustasoa. Vuosina 2022–2023 näiksi riskeiksi todettiin yhä rakentamisen energiatehokkuuden ja muun yhtiötä koskevan lainsäädännön muutokset sekä mahdolliset asumis- ja vuokralainsäädännön uudistukset, jotka voisivat heikentää yhtiön kannattavuutta. (Kojamo, 2021a, 26–28; 2022a, 25–27; 2023a, 26–30; 2024a, 25–28.)

Geopoliittisina riskeinä esiintyi koronapandemia vuosien 2020–2021 toimintakertomuksissa. Se vaikutti yhtiön toimintaympäristöön, sillä vuokra-asuntojen tarjonta kasvoi markkinoilla tilapäisesti työperäisen muuttoliikkeen ja matkustamisen vähentymisen vuoksi. Pandemian vaikutukset arvioitiin kuitenkin lyhytkestoisiksi. Vuonna 2022 vuokra-asuntojen kysyntä oli jo lisääntynyt ja niiden tarjonta oli kääntynyt laskuun. Pandemialla oli yhtiön mukaan oleellinen vaikutus sen taloudelliseen vuokrausasteeseen, mutta sen tulokseen, taseeseen tai rahavirtoihin pandemialla ei ollut merkittävää vaikutusta. Vuoden 2022 toimintakertomuksissa Venäjän hyökkäyssota oli noussut uudeksi geopoliittiseksi riskiksi ja sen vaikutuksiin keskityttiin jo pandemiaa enemmän. Vuonna 2023 geopoliittinen riski keskittyi täysin sodan vaikutuksiin ja Venäjän hyökkäyssodan lisäksi mainittiin myös Lähi-idän konfliktin lisäämä taloudellinen epävarmuus. Sodan aiheuttama epävarmuus nosti kuluttajahintoja ja erityisesti energian hinta nousi, joka vaikutti Kojamon kiinteistöjen ylläpitokuluihin lämmityksen ja sähkön hinnan nousuna. Yhtiö toteaa lisäksi, että geopoliittisella epävarmuudella voi olla vaikutusta asunto- ja kiinteistömarkkinoihin, kuten asuntojen hintoihin, vuokratasoihin ja tuottovaatimuksiin sekä rakennusliikkeiden toimintaan. (Kojamo, 2021a, 5, 28; 2022a, 5, 27; 2023a, 6, 30; 2024a, 6, 28.)

Epäsystemaattiset riskit

Kojamon tunnistamista riskeistä on jokaisena tarkasteluvuotena löydettävissä teorian osoittamat merkittävimmät epäsystemaattiset riskit, vaikkakin riskien esitystapa ja luokittelu on tarkastelujakson aikana muuttunut kahdesti. Vuokralaisriski ja sijaintiriski ovat säilyneet pääosiltaan samankaltaisina eri vuosina, mutta niiden painotus ja käsittelyn kattavuus on lisääntynyt. Ne ovat yhtiön raportoinnissa vahvasti liitoksissa toisiinsa ja niihin liittyvinä riskeinä ovat riski siitä, etteivät asunnot vastaa kysyntää sijainnin tai laadun takia, riski vuokra-asuntojen tarjonnan kasvusta yhtiön toiminta-alueilla, sekä riski vuokra-asuntojen kysynnän heikkenemisestä kaupungistumisen jatkumisen, segregaaation lisääntymisen ja omistusasumisen suosion kasvun vuoksi. Riskien toteutuminen voi vaikuttaa yhtiön vuokralaisten vaihtuvuuteen ja taloudelliseen vuokrausasteeseen, sekä heikentää yhtiön taloudellisen tuloksen muodostamista. Lisäksi vuokralaisriskiin vaikuttavina tekijöinä olivat vuosittain systemaattisten riskien toteutuminen ja niiden makrotaloudellisten seurausten vaikutus vuokralaisten taloudelliseen tilanteeseen ja vuokranmaksukykyyn. Tekniset riskit ovat olleet johdonmukaisesti osa Kojamon raportointia. Ne liittyvät erityisesti kiinteistöjen ylläpitoon, korjauksiin, energiankulutukseen ja energiatehokkuuteen. Erityisesti kiinteistöjen energiatehokkuuden parantamiseen liittyvät investoinnit ovat korostuneet viime vuosina. (Kojamo, 2021a, 26–28; 2022a, 25–27; 2023a, 26–30; 2024a, 25–28.)

Pääoman saatavuuden heikkeneminen on kuvattu jokaisena vuotena yhtiön keskeiseksi rahoitusriskiksi. Sen syyt ovat moninaiset liittyen erityisesti sääntelyyn, taloustilanteisiin ja markkinahäiriöihin ja seuraukset voivat vaikeuttaa investointien rahoitusta, erääntyvien lainojen uudelleenrahoitusta ja heikentää kiinteistöjen korjaustoiminnan edellytyksiä. Myös yhtiön investment grade -luottoluokituksen menetys on nostettu uudeksi riskiksi vuonna 2023 ja sen keskeiseksi syyksi on kuvattu markkinatilanteen heikentyminen. (Kojamo, 2024a, 25–26.) Myöhemmin käsiteltävät rahoitusriskit koskevat aiemmin kuvattujen markkinakorkojen muutoksista aiheutuvien riskien lisäksi yhtiön maksuvalmiutta, jälleenrahoitusta, sähkön hinnoittelun hintariskiä, sekä luotto- ja vastapuoliriskiä. (Kojamo, 2021a, 59–62; 2022a, 57–59; 2023a, 62–64; 2024a, 58–60.)

Kojamon kohtaamana liikkeenjohtoriskinä esiintyy jokaisena tarkasteluvuotena selkeimmin toiminnan tehokkuuteen ja muutos johtamiseen liittyvät riskit, siitä saadaanko henkilöstö sitoutettua tavoitteisiin, toiminnan uudistuksiin ja toiminnan kehittämiseen. Riskin

mahdolliseksi syiksi kuvataan puutteellinen tai epäselvä toiminnan tavoitteiden määrittely sekä tavoitteiden mittaamisen haasteet. Myös tavoitteiden epäselvä priorisointi, riittämätön johtaminen ylhäältä alaspäin sekä tavoitteiden toteutumisesta tiedottamisen ja raportoimisen puute voivat johtaa liikkeenjohtoriskeihin. (Kojamo, 2021a, 27; 2022a, 26; 2023a, 29; 2024a, 27.) Eri tasoisia sopimusriskejä on havaittavissa yhtiön raportoinnissa jokaisena vuotena, vaikkakin osana yhtiön riskikartoitusta ne esiintyvät vain vuosien 2020–2021 raportoinnissa, puutteellisten tai virheellisten dokumenttien muodossa, joilla ei saavutettaisi haluttua juridista lopputulosta (Kojamo, 2021a 27; 2022a 26). Muualla tilinpäätöksessä ja toimintakertomuksessa sopimusriskejä kuitenkin esiintyy rakennuttamisvastuun ja sen viivästyemisestä seuraavien sopimussakkojen muodossa sekä muiden mahdollisten sopimussakkojen muodossa. Sopimusriskit liittyvät keskeisesti myös yhtiön rahoitussopimuksiin. (Kojamo, 2024a.)

Kojamon kohtaamia luonnonvoimien ja ympäristön riskejä on käsitelty eri vuosien raportoinneissa ja niiden merkitys on korostunut vuosien varrella. Luonnonvoimiin liittyvinä riskeinä yhtiö havaitsee ilmastonmuutoksen aiheuttamat fyysiset riskit. Sään ääri-ilmiöt, kuten tulvat, rankkasateet, myrskyt ja lämpötilojen vaihtelu voivat aiheuttaa vahinkoja kiinteistöille. Näiden seurauksena voivat olla kiinteistöjen arvon lasku riskialueilla, vuokratulojen menetys sekä korvauskulujen kasvu. Ympäristöön liittyvät riskit keskittyvät energiatehokkuuteen ja vähähiiliseen yhteiskuntaan siirtymiseen. Keskeisiä riskien syitä ovat kasvavat investointikustannukset, riippuvuus kaukolämpöyhtiöiden energiatuotannon vähähiilisyydestä ja hintakehityksestä sekä päästökaupan laajentuminen myös kiinteistö- ja rakennusalalle. Kasvavien kustannusten lisäksi ympäristöasioissa kiristynvä sääntely tuo yhtiön mukaan myös mahdollisuuksia olla edelläkävijä, vähähiilisten ja energiatehokkaiden asuntojen kysynnän kasvaessa. Yhtiö tavoitteena on myös saavuttaa hiilineutraali energiankäyttö sen omistamissa kiinteistöissä vuoteen 2030 mennessä. (Kojamo, 2021a, 27; 2022a, 26–27; 2023a, 28–29; 2024a, 22, 27–28.)

4.4.3 Kojamon riskienhallinta

Kojamo on raportoinut tarkasteluvuosina erittäin kattavan määrän erilaisia kiinteistösijoitusten riskienhallintakeinoja, mutta työn laajuuden takia tässä alaluvussa keskitytään näistä eniten toistuneisiin ja kattavimmin käsiteltyihin hallintakeinoihin. Yhtiö

kertoo riskienhallintansa perustuvan riskienhallinta- ja rahoituspolitiikkaan, liiketoimintaperiaatteisiin sekä strategia- ja vuosisuunnitteluprosessiin kuuluvaan riskikartoitukseen. Riskienhallinnan tarkoitus on varmistaa yhtiön liiketoiminnallisten tavoitteiden saavuttaminen ja se on osa yhtiön sisäistä valvontaa. Riskienhallinnan tehtävä on tunnistaa, luokitella, arvioida sekä hallita sen toimintaan liittyvät keskeiset riskit. Riskienhallinnan tavoitteena on yhtiön taloudellisten ja liiketoiminnallisten tavoitteiden varmistaminen. Vastuu yhtiön riskienhallinnasta ja riskienhallintaprosessista kuuluu sen hallitukselle. Riskienhallinta perustuu yhtiön riskikartoitukseen, jossa tunnistetaan keskeiset riskit, arvioidaan niiden todennäköisyys ja vaikutus toteutuessaan sekä määritetään millä keinoilla riskejä hallitaan. Merkittävimmät liiketoimintaympäristön ja riskien muutokset arvioidaan säännöllisesti ja niistä raportoidaan neljännesvuosittain tarkastusvaliokunnalle ja yhtiön hallitukselle. (Kojamo, 2024b, 10.)

Laajempiin toimintaympäristön muutoksiin sekä mahdolliseen sijoituskiinteistöjen arvonalaskuun yhtiö pyrkii reagoimaan seuraamalla toimintaympäristöään, suorittamalla säännöllistä riskiarviointia ja hajauttamalla sijoituksensa. Hajauttaminen onkin yhtiön raportoinnin perusteella sen eniten käytetty riskienhallintakeino. Se koskee yhtiön rahoitussalkkua, sijoituksia, lainojen korkomuutosten hallintaa ja sijoitusten maantieteellistä hajautusta. Asuntojen vuokraukseen, sijaintiin ja teknisiin ominaisuuksiin liittyviä riskejä yhtiö hallitsee seuraamalla ja analysoimalla sen toimintaympäristöä ja vuokra-asuntomarkkinaa sekä sopeuttamalla toimintaansa toimintaympäristön muutoksiin. Yhtiö tekee myös yhteistyötä sen asiakkaiden ja palveluntarjoajien kanssa, kerää palautetta vuokra-asunnoistaan ja reagoi siihen tarpeen mukaan. Lisääntyvään vuokra-asuntotarjontaan yhtiö pyrkii reagoimaan hinnoittelullaan, sekä ylläpitämällä kiinteistöjensä kuntoa investoimalla jatkuvasti peruskorjaushankkeisiin. Kiinteistöjen teknisiä riskejä yhtiö hallitsee lisäksi niiden ennakoivalla kunnossapidolla, kuntoarvioilla, määrittämällä kiinteistösalkun korjaustarpeita pitkällä aikavälillä ja investoimalla erityisesti kiinteistöjen energiatehokkuuden parantamiseen, joka vähentää ylläpitokuluja ja parantaa kiinteistöjen kilpailukykyä vuokramarkkinoilla. (Kojamo, 2021a, 26–28; 2022a, 25–27; 2023a, 26–30, 2024b, 25–28.)

Luonnonvoimien ja ilmastonmuutoksen luomia fyysisiä riskejä yhtiö hallitsee tulvariskialueiden kartoituksella, selvittämällä uudishankkeiden mahdollisen sijainnin

tulvariskialueella, huomioimalla äärisääilmiöt kiinteistöjen ylläpidossa, vakuuttamalla kohteet äärisääilmiöiden tuottamien vahinkojen varalta ja säätämällä asuntojen sisälämpötiloja todellisten ulkolämpötilojen muutosten mukaisesti asukastyytyväisyyden säilyttämiseksi. Lisäksi yhtiö toteuttaa erillisen ilmatoriskikartoituksen tiettyjen kohteiden osalta. Yhtiö hallitsee ympäristöön ja ilmastonmuutokseen liittyviä uudistuvan sääntelyn tuomia riskejä seuraamalla aktiivisesti kansallisen ja EU-tason sääntelyn kehitystä sekä edistämällä vastuullisuusohjelmaansa ja hiilineutraalin energiankäytön tiekarttaansa. Yhtiö pyrkii lisäksi huomioimaan uudisrakentamisessa kiristyvät ympäristö vaatimukset mahdollisimman varhain. (Kojamo, 2024a, 27.) Luonnonvoimien ja ympäristön riskit korostuivat erityisesti tuoreimmassa raportoinnissa ja rahoitusriskien ohella sen hallintakeinoja on käsitelty eniten.

Rahoitusriskejään yhtiö on hallinnut monin eri keinoin. Niitä hallitaan yhtiön hallituksen vahvistaman rahoituspolitiikan mukaisesti ja tavoitteena on suojata yhtiötä rahoitusmarkkinoilla tapahtuvilta epäsuotuisilta muutoksilta. Korkoriskiä hallitaan hajauttamalla lainat kiinteä- ja vaihtuvakorkoisiin lainoihin, sekä käyttämällä korkojohdannaisia. Vuosina 2021 ja 2022 yhtiö vaikuttaa erityisesti hyötyneen korkojohdannaisien käytöstä, mutta vuosina 2020 ja 2023, rahavirtojen suojausten kirjaukset ovat olleet negatiivisia. Yhtiön tekemät korkoherkkyysanalyysit osoittavat lisäksi, että se arvioi säännöllisesti korkomuutosten vaikutusta sen taloudelliseen asemaan. Jälleenrahoitus- ja maksuvalmiusriskiä yhtiö on hallinnut hajauttamalla sen rahoituslähteitä, rahoitusinstrumentteja ja maturiteetteja, sekä ylläpitämällä riittäviä kassavaroja ja vahvaa taserakennetta. Yhtiöllä ei ole merkittäviä luottoriskikertymiä, sillä pääosa myyntisaamisista koostuu vuokrasaamisista, jotka ovat hyvin hajautuneet, luottoriskiä pienentää lisäksi vuokravakuuksien käyttö. Sähkön hintariskiä yhtiö oli hallinnut vuosina 2020–2021 sähköjohdannaisilla, mutta vuonna 2022, niistä oli luovuttu ja siirrytty käyttämään sähkön hankintasopimuksia. (Kojamo 2021a, 59–62; 2022a, 57–59; 2023a, 62–64; 2024a, 26, 58–60.)

4.5 Citycon Oyj

Citycon Oyj (myöhemmin Citycon) on suomalainen kiinteistösijoitusyhtiö, joka on listattu Nasdaq Helsingin pörssilistalle. Vuoden 2023 lopussa Cityconilla oli 234 kokoaikaista

työntekijää ja sen liikevaihto (bruttovuokratuotto) oli 215,3 miljoonaa euroa. Se on Pohjoismaiden ja Baltian johtava kauppakeskusten omistaja ja kehittäjä. Cityconilla on Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa ja Virossa yhteensä 33 päivittäistavaravetoista kauppakeskusta, jotka sijaitsevat maiden suurimmissa kaupungeissa liikenteen solmukohdissa ja ne palvelevat vuosittain noin 140 miljoonaa asiakasta. Suomessa Cityconilla on yhdeksän kauppakeskusta, joista viisi sijaitsee Helsingissä ja muut Tampereella, Lahdessa, Lappeenrannassa ja Porissa. Cityconin omistamien kiinteistöjen käypä arvo oli vuonna 2023 yhteensä noin 3,9 miljardia euroa ja siitä 42 prosenttia koostui Suomessa olevista kiinteistöistä. Citycon kertoo olevansa kestävä kehitys edelläkävijä, se on muun muassa sitoutunut hiilineutraaliuuteen vuoteen 2030 mennessä sekä kasvihuonekaasupäästöjen vähentämiseen Pariisin ilmastopöytäkirjan 1,5 celsiusasteen tavoitteen mukaisesti. (Citycon, 2024a.)

4.5.1 Cityconin riskienhallinnan raportointi

Cityconin riskienhallinnan raportointi on pysynyt erittäin selkeänä ja yhtenäisenä sen vuosien 2020–2023 taloudellisissa katsauksissa. Jokaisena vuotena niistä löytyy melko saman laajuiset ja esitystavaltaan yhtenäiset toimintaympäristöä, riskejä ja riskienhallintaa käsittelevät osiot. Hallituksen toimintakertomusten yhteydessä on kuvattu raportointivuoden tapahtumia, toimintaympäristön kehitystä sekä riskejä ja epävarmuustekijöitä. Jokaisen vuoden raportoinnissa on yhtiön riskienhallinnan pääpiirteitä ja riskienhallintaprosessia kuvaava osio. Tämän jälkeen on kuvattu yhtiön kannalta keskeisimmät riskit, niiden vaikutukset ja hallintakeinot. Otsikkotasolla riskit ovat pysyneet samana vuosien 2020–2023 raportoinnin aikana, mutta sisällöltään niissä on ollut kehitystä, johon tarkennutaan enemmän seuraavassa alaluvussa. Viimeisenä riskienhallintaa koskevana osiona on yhtiön rahoitusriskien hallinnasta kertova osio. (Citycon, 2021a, 2022a, 2023a, 2024a.) Tämän lisäksi yhtiön vuosien 2020–2023 selvitykset hallinto- ja ohjausjärjestelmästä sisältävät yleiskuvauksen yhtiön riskienhallinnasta sekä riskienhallintaprosessin pääpiirteet ja prosessin yhteyden sisäiseen valvontaan (Citycon, 2021b, 2022b, 2023b, 2024b).

4.5.2 Cityconin havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit

Alla olevassa taulukossa on kuvattu Cityconin havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit tutkimuksen teorian mukaisella riskiluokittelulla. Sijoituskiinteistöjen arvonmuutos löytyy jälleen ylimääräisenä riskiluokkana, teorian mukaisesti yhtiö toteaa kuitenkin kyseisen riskin johtuvan muiden riskien, erityisesti suhdanneriskien aiheuttamista seurauksista (Citycon, 2024a, 35).

Taulukko 8 Cityconin havaitsemat kiinteistösijoitusten riskit

Yhtiö	Citycon			
Systemaattiset riskit	2020	2021	2022	2023
Suhdanneriski	X	X	X	X
Korkokantariski	X	X	X	X
Inflaatoriski			X	X
Likviditeettiriski	X	X	X	X
Lainsäädännöllinen- ja poliittinen riski	X	X	X	X
Geopoliittiset riskit	X	X	X	X
Epäsysteemattiset riskit				
Vuokralaisriski	X	X	X	X
Sijaintiriski	X	X	X	X
Tekniset riskit	X	X	X	X
Rahoitusriski	X	X	X	X
Liikkeenjohtoriski	X	X	X	X
Luonnonvoimien ja ympäristön riskit	X	X	X	X
Sopimusriskit	X	X	X	X
Muut useasti esiintyneet riskit				
Sijoituskiinteistöjen arvonmuutos	X	X	X	X

Systemaattiset riskit

Cityconin havaitsemisissa riskeissä suurimmat muutokset liittyivät jälleen systemaattisiin riskeihin. Yhtiön liiketoiminnan merkittävimpänä lähiajan riskinä ja epävarmuustekijänä mainitaan jokaisena vuotena suhdanneriski, johon vaikuttavat yleisen talouden ja kuluttajien luottamuksen kehityksen epävarmuus sekä näiden vaikutus yhtiön sijoitusten arvoon, vuokrausteeseen, vuokratasoihin ja tätä kautta yhtiön tulokseen. Korkokantariski on havaittu jokaisena vuotena, mutta erityisesti vuosien 2022 ja 2023 raportoinnissa nousevien korkojen ja inflaation on todettu kasvattavan makrotalouden epävarmuutta. Nousseen inflaation ja kohonneiden energiakustannusten todetaan mahdollisesti heikentävän

kuluttajien ostovoimaa, mikä voi vaikuttaa kohonneesti vuokralaisten konkurssiriskiä ja vuokranmaksukykyyn. Yhtiön mukaan inflaation noususta on sille myös hyötyä. Sillä sen välttämättömyshyödykkeisiin keskittyviin kauppakeskuksiin kuluttajien harkinnan varainen kulutus ei vaikuta voimakkaasti. Myös 93 prosenttia sen vuokrasta on sidottu indeksiin, jolloin vuokratasot nousevat inflaation mukana, tarjoten inflaatio suojaa tutkimuksen teorian mukaisesti. (Citycon, 2021a, 10, 20, 38; 2022a, 11, 21, 39; 2023a, 11, 17, 36; 2024a, 10, 17, 35.)

Hieman yllättäen kiinteistömarkkinoiden kehitystä ei ole kommentoitu juuri laisinkaan, vain vuoden 2023 raportoinnissa oli kommentointi transaktiomarkkinan aktivoitumisesta. Jokaisena vuotena on lisäksi kommentoitu markkinoiden likviditeettiriskiä, jonka seurauksena yhtiön kiinteistöomaisuuden myynti voi viivästyä niiden matalan likviditeetin takia. Vuosina 2020 ja 2021 yhtiön kohtaamat lainsäädännölliset- ja poliittiset riskit liittyivät erityisesti koronapandemian aiheuttamiin viranomaisrajoituksiin. Yhtiön omistaessa kauppakeskuksia muuttivat sen eri toimintamaiden asettamat rajoitukset ja muuttunut kuluttajakäyttäytyminen yhtiön toimintaympäristöä oleellisesti. Tämän lisäksi yhtiö on havainnut vuosina 2020–2023 ympäristölainsäädännön ja rajoitusten voivan vaikuttaa sen liiketoimintaan, maankäyttöön ja rakentamiseen. (Citycon, 2021a, 10, 20, 38; 2022a, 11, 21, 39; 2023a, 11, 17, 36; 2024a, 10, 17, 35.)

Yhtiön raportoimat geopoliittiset riskit ovat jälleen jakautuneet vahvasti koronapandemian aiheuttamaan epävarmuuteen vuosina 2020–2021 ja Venäjän hyökkäyssodan aiheuttamaan yleistolouden epävarmuuteen vuosina 2022–2023. Vuosina 2020–2021 koronapandemian vaikutukset kuluttajakäyttämiseen ja viranomaisrajoituksiin vaikuttivat yhtiön kykyyn periä vuokria ajallaan ja täysimääräisinä. Yhtiö totesi, että pandemian kokonaisvaikutuksia on vaikea ennustaa, mutta sen pitkittymisellä olisi negatiivinen vaikutus kauppakeskusten myyntiin ja kävijämääriin. Kuten aiemmin todettiin, tämä lisäisi vuokralaisten konkurssiriskiä ja heikentäisi niiden kykyä maksaa vuokraa. Yhtiö myönsi pandemian aikana vuokranalennuksia ja pandemia vaikutti myös vähittäiskaupan ja ravintola-alan liiketoimintaan pienentämällä liikevaihtoa ja kävijämääriä, minkä takia yhtiön perimissä liikevaihtosidonnaisissa vuokrissa oli laskua. Yhtiön vertailukelpoiset nettovuokratuotot laskivatkin 5,9 prosenttia vuonna 2020 ja 1,5 prosenttia vuonna 2021, mutta nousivat 6,6 prosenttia vuonna 2022 ja 6,5 prosenttia vuonna 2023 (Citycon, 2021a,

12; 2022a, 13; 2023a, 11; 2024a, 11). Vuokratuottojen nousu osoittaa yhtiön toipuneen pandemian haasteista melko nopeasti vuosien 2022–2023 aikana. Näinä vuosina Venäjän hyökkäyssota oli kuitenkin noussut uudeksi geopolittiseksi riskiksi ja merkittäväksi riskitekijäksi, joka voisi heikentää Euroopan taloutta. Yhtiö kuitenkin arvioi sodan vaikutusten olevan lievempiä sen toimialueilla eli pääasiallisesti Pohjoismaissa, sillä nämä maat ovat vähemmän riippuvaisia erityisesti Venäjän maakaasusta. (Citycon, 2021a, 9–10, 20; 2022a, 10–12, 21; 2023a, 11, 17; 2024a, 17.) Sodan aiheuttamaa geopolittista epävarmuutta ja sen mahdollisia vaikutuksia on kommentoitu verrattain vähäisesti. Esimerkiksi sodan mahdollisia vaikutuksia kiinteistömarkkinaan ei ole muiden yhtiöiden tapaan mainittu. Geopolittiseen epävarmuuteen liittyvät riskit tulevat kuitenkin välillisesti esille aiemmin mainittujen korkokantojen-, inflaation ja energianhintojen nousun muodossa.

Epäsystemaattiset riskit

Cityconin raportoimissa epäsystemaattisissa riskeissä ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia vuosien 2020–2023 aikana. Yksittäisissä riskeissä kuten vuokralais- ja rahoitusriskeissä tapahtuneet muutokset liittyvät lähinnä edellä mainittujen systemaattisten riskien kuten koronapandemian ja korkojen sekä inflaation nousun aiheuttamiin muutoksiin. Yhtiön vuokralaisriskit liittyvät vuokralaisten vuokranmaksukykyyn, liikevaihtoperusteisen vuokran laskuun ja vuokralaisten konkurssiriskiin. Niiden aiheuttajina ovat talouden epävarma kehitys, kuluttajien ostovoiman heikentyminen sekä verkkokaupan suosion kasvu, jotka vaikuttavat liiketilojen kysyntään. Sijaintiriskit johtuvat paikallisesti lisääntyneestä kilpailusta, joka voi yhtä lailla heikentää liiketilojen kysyntää ja aiheuttaa painetta vuokratasoihin tai alentaa kauppakeskusten vuokrausasteita, etenkin vähemmän urbaaneilla alueilla. Tekniset riskit liittyvät kiinteistöjen kasvavien hoitokulujen riskeihin. Osassa vuokrasopimuksista kasvavat hoitokulut eivät siirry vuokralaisten maksamiin vuokriin, jolloin inflaatiota nopeammin kasvavat hoitokulut voisivat heikentää yhtiön kannattavuutta, kun vuokrien indeksisidonnaisuus ei nosta vuokratasoja yhtä suuresti kasvavien hoitokulujen kanssa. Sopimuksissa, joissa kasvavat hoitokulut siirtyvät vuokralaisten maksettaviksi voi vuokralaisten vuokranmaksukyky vastaavasti heikentyä. Kaikkien edellä mainittujen riskien toteutumisella voisi olla olennainen vaikutus yhtiön omistamien kauppakeskusten vuokrausasteisiin ja tätä kautta yhtiön tuloksen muodostumiseen. Tekniset riskit liittyvät myös yhtiön kiinteistökehityshankkeiden

kustannusten kasvuun kohonneiden rakennuskustannusten tai odottamattomien haasteiden aiheuttamien viivästyksien takia. (Citycon, 2024a, 35.)

Citycon kertoo saaneensa pankkirahoitusta ja joukkovelkakirjalainoja kilpailukykyisin ehdoin. Yhtiön rahoitusriski voi kuitenkin kasvaa, mikäli pankkien tai sijoittajien rahoitushalukkuus laskee. Tämä voi johtua yhtiön luottoluokituksen alenemisesta, rahoitusmarkkinoiden lisääntyneestä epävarmuudesta, tiukemmasta sääntelystä tai muista velkarahoituksen saatavuuteen ja rahoituskustannuksiin vaikuttavista syistä. Vuosien 2020–2022 raportoinnissa yhtiö toteaa lisäksi markkinakorkojen olleen historiallisesti alhaisella tasolla ja niiden nousun olevan varmaa tulevaisuudessa, mikä nostaa yhtiön rahoituskustannuksia. Vuotta 2023 koskien yhtiö toteaaakin markkinakorkojen nousseen ja niiden korkealla tasolla pysymisen nostavan merkittävästi yhtiön rahoituskustannuksia tulevaisuudessa. (Citycon, 2021a, 38; 2022a, 39; 2023a, 36; 2024a, 35.) Rahoitusriskejä tarkemmin käsittelevässä osiossa yhtiö määrittelee ne merkittäviksi liiketoiminnan kannalta. Rahoitusriskit sisältävät aiemmin käsitellyn korkokantariskin sekä maksuvalmiusriskin, luottoriskin ja valuuttakurssiriskin. Maksuvalmiusriski liittyy yhtiön rahoituksen saatavuuteen ja sen joustavuuteen, luottoriski liittyy sen asiakkaiden ja vastapuolten maksuvalmiuteen ja valuuttariski yhtiön altistumiseen valuuttakurssimuutoksille sen toimiessa euroalueen ulkopuolella Ruotsissa ja Norjassa. (Citycon, 2024a, 68–70.)

Cityconin ollessa asiantuntijaorganisaatio voi sen liikkeenjohtoriski toteutua epäonnistumisena oikeanlaisen henkilöstön houkuttelemisessa, kehittämisessä ja selvien roolien sekä tavoitteiden määrittämisessä. Nämä ovat keskeisiä riskejä, yhtiön menestyksen perustuessa vahvasti henkilöstöön. Luonnonvoimien ja ympäristön riskit liittyvät yhtiön toiminnan ympäristövaikutuksiin sekä ilmastonmuutokseen ja äärimmäisiin sääolosuhteisiin. Äärimmäiset sääolosuhteet sekä ilmastonmuutos, sen lieventäminen ja siihen mukautumiseen liittyvä lainsäädäntö voivat kasvattaa kiinteistöjen energia-, ylläpito- ja korjauskuluja. (Citycon, 2024a, 35.) Yhtiön kertoessaan olevan kestävä kehityksen edelläkävijä on se kommentoinut riskeissään verrattain vähäisesti ympäristöön ja ilmastonmuutokseen liittyviä riskejä. Yhtiön sopimusriskit liittyvät sen solmimiin vuokrasopimuksiin, asiakassopimuksiin ja johdannaissopimuksiin, mutta näiden riskejä ei ole tarkemmin yhtiön raportoinnissa kuvattu (Citycon, 2024a, 49–51) Mahdollisia sopimusriskejä on kuitenkin tunnistettavissa, liikevaihtosidonnaisissa lisävuokrissa,

vuokranalennusten sisältymisessä sopimuksiin sekä ylläpitokustannusten jakautumisen määräytymisessä sopimusperusteisesti.

4.5.3 Cityconin riskienhallinta

Cityconin riskienhallinta, sen periaatteet ja prosessi on pysynyt erittäin johdonmukaisena tarkasteluvuosina. Yhtiön riskienhallinnan tavoitteena on varmistaa liiketoiminnan tavoitteiden saavuttaminen tunnistamalla ja arvioimalla sitä vaarantavat keskeiset riskit sekä seuraamalla, välttämällä, siirtämällä tai rajoittamalla niitä mahdollisuuksien mukaan. Liiketoiminnassa hyväksytään tietty riskitaso ja odotettavissa olevia tuottoja arvioidaan suhteessa riskeihin. Riskienhallinnalla pyritään vähentämään riskien toteutumisen todennäköisyyttä ja lieventämään toteutuneiden riskien kielteisiä vaikutuksia. Yhtiö näkee riskit myös mahdollisuuksina, sillä monet riskit voivat kehittyä myös suotuisasti ja tehokkailla ennakoivilla toimilla riskejä voidaan kääntää mahdollisuuksiksi. (Citycon, 2024a, 34; 2024b, 12.)

Cityconin hallitus määrittää strategisen suunnan ja vastaa yhdessä johtoryhmän kanssa strategisten riskien pitkän aikavälin hallinnasta. Operatiiviset-, taloudelliset-, ja vahinkoriskit kuuluvat päivittäisen johtamisen piiriin ja jokaisessa liiketoimintoyksiyksessä on nimetty riskien vastuuhenkilö, joka vastaa riskiraportoinnista, hallintasuunnitelmasta ja riskienhallintasuunnitelman toteuttamisen seurannasta. Yhtiön riskienhallintaprosessi on viisiosainen ja se kattaa tärkeimpiin liiketoimintaan ja prosesseihin liittyvien riskien tunnistamisen, arvioinnin ja mittaamisen, hallitsemisen, seurannan ja riskienhallinnan raportoinnin hallitukselle. Prosessi sisältää olemassa olevien hallintatoimien arvioinnin sekä uusien riskienvähentämistoimien suunnittelun. Riskien merkityksen arvioimiseksi, jokaiselle riskille määritetään arvioitu tappion määrä riskin toteutuessa sekä riskin toteutumisen todennäköisyys. Tämä parantaa samalla riskien vertailtavuutta. Riskitiedot ja hallintatoimet kootaan konsernilaajuiseen riskirekisteriin ja merkittävät riskit sekä edellisen vuoden aikana toteutuneet riskit raportoidaan hallitukselle vuosittain. Riskienhallinnan rooleissa käytetään kolmen puolustuslinjan mallia. Ensimmäinen puolustuslinja on liiketoimintaprosessit ja tukitoimet, jotka vastaavat riskienhallinnasta. Toinen puolustuslinja on riskienhallinnan ja sisäisen valvontaympäristön varmistaminen konserniohjeistuksen avulla. Kolmas

puolustuslinja on sisäinen tarkastus, joka arvioi riskienhallinnan tehokkuutta. (Citycon, 2024a, 34; 2024b, 12–13.)

Myös yhtiön riskienhallintakeinot ovat pysyneet lähes muuttumattomina, muutoksena on vuosien 2020–2021 raportoinnissa ollut erillinen maininta koronapandemian vaikutuksien lieventämisestä noudattamalla tiukkoja siivous- ja hygieniarutiineja sekä viranomaisvaatimuksia, joka on tuoreemmissa raporteissa poistunut (Citycon, 2021a, 38; 2022a, 39). Yhtiön perinteikkäin riskienhallintakeino on kattava vakuutussuoja sen liiketoiminnasta mahdollisesti aiheutuvien vahinkojen, korvausvaatimusten ja vastuiden varalta. Yhtiön kiinteistöomaisuus on vakuutettu täysarvovakuutuksin, jotka sisältävät keskeytysvakuutuksen ja vastuuvakuutuksen. Yhtiö hallitsee vuokralais- ja sijaintiriskejään keskittymällä päivittäistavarakauppavetosiin kauppakeskuksiin, kaupungeissa ja liikenteen solmukohdissa, jotta yhtiön kassavirta ja käyttöaste olisivat tasaisia ja luottotappiot vähäisiä jopa laskusuhdanteessa. Sama strategia lieventää myös verkkokaupan suosion kielteisiä vaikutuksia. Vuokralaiskanta on myös hajautettu, joka lieventää yksittäiseen vuokralaiseen kohdistuvaa riskiä ja riskivuokralaisten osuutta on pyritty aktiivisesti vähentämään. Kehityshankkeiden yhteydessä vuokrausriskejä ja sopimusriskejä minimoidaan tiukoilla esivuokrausvaatimuksilla, ennen kuin hankkeet aloitetaan sekä solmimalla vuokrasopimukset keskeisimpien ankkurivuokralaisten kanssa hankkeiden alkuvaiheessa. Sijaintirisikiä hallitaan toteuttamalla hankkeita hyväksi todetuissa kauppapaikoissa, joissa on kasvava ja vahva väestöpohja. Kiinteistöomaisuus on myös hajautettu maantieteellisesti, joka lieventää niiden sijaintirisikiä ja arvonmuutoksen riskejä. (Citycon, 2024a, 34–35.)

Vuokralaisriskien hallinta liittyy myös teknisten riskien hallintaan. Kasvavia ylläpitokustannuksia hallitaan käyttämällä vuokrasopimuksia, jossa vuokralaista laskutetaan toteutuneiden kulujen mukaan. Teknisiä riskejä hallitaan myös toteuttamalla hankintoja tehokkaasti ja keskitetysti, seuraamalla kustannuksia ja vertailemalla kiinteistökohteiden kuluja keskenään. Energian hinnannousua hallitaan määrittämällä sähkön hinta kiinteäksi yhtiön suojausperiaatteiden mukaisesti ja parantamalla kiinteistöjen energiatehokkuutta. Ympäristöriskejä hallitaan tekemällä ympäristövaikutusten arviointi suurten hankkeiden yhteydessä. Kiinteistöjen ympäristösäädösten noudattaminen varmistetaan energiainvestoinneilla, uusiutuvan energian käytöllä, sekä ulkoisten standardien ja sertifikaattien avulla. Yhtiöllä on lisäksi kestävä kehityksen strategia lyhyen ja pitkän

aikavälin tavoitteilla. Liikkeenjohtoriskejä hallitaan hyvällä johtamisella sekä painottamalla vahvasti tavoitteiden asettamista, tulosjohtamista, osaamisen kehittämistä, urakehitystä ja avainhenkilöiden sitoutumista. (Citycon, 2024a, 35.)

Yhtiö hallitsee rahoitusriskejään konservatiivisella, mutta aktiivisella pitkäaikaiseen rahoitukseen keskittyvällä rahoituspolitiikalla, jonka osana yhtiöllä on vahva tase ja 70–90 prosenttia korollisista veloista sidottuna kiinteisiin korkoihin. Korkoriskiä hallitaankin pitämällä suurin osa lainsalkusta kiinteäkorkoisena sekä käyttämällä koronvaihtosopimuksia ja korkojohdannaisia. Maksuvalmiusriskiä yhtiö hallitsee pitkäaikaisilla lainasopimuksilla, hajauttamalla eräpäiviä ja ylläpitämällä riittäviä luottolimiittejä. Luottoriskiä hallitaan seuraamalla ja arvioimalla vuokralaisia ja asiakkaita jatkuvasti sekä vaatimalla vuokralaisilta vuokravakuudet. Valuuttakurssiriskiltä suojaudutaan transaktioriskin osalta johdannaisilla ja tase-eriin liittyvältä riskiltä suojaudutaan tekemällä investoinnit kohdemaan valuutassa. (Citycon, 2024a, 35, 68–71.)

5 KIINTEISTÖSIJOITUSYHTIÖIDEN RISKIENHALLINTA JA SEN KOHTAAMAT VIIME VUOSIEN HAASTEET

Kuten tutkimuksen johdannossa todettiin, päätettiin tutkimuksen aineistona käyttää yhtiöiden tilinpäätösraportointien lisäksi myös asiantuntijahaastatteluilla kerättävää aineistoa. Kiinteistösijoitusyhtiöiden tilinpäätösraportointien tarkastelu tarjosi tutkimuksen kannalta tärkeää tietoa yhtiöiden tunnistamista kiinteistösijoitusten riskeistä ja riskienhallinnasta. Asiantuntija haastattelut täydensivät raportoinnista saatua tietoa ja toivat esiin yhtiöiden asiantuntijoiden näkemyksiä ja kokemuksia, jotka eivät olleet saatavilla pelkän tilinpäätösraportoinnin tarkastelulla. Haastattelut mahdollistivat yhä tarkemman syventymisen erityisesti kiinteistösijoitusten ulkoisten riskitekijöiden ja toimintaympäristön muutoksiin sekä yhtiöiden riskienhallinnan käytännön toetutukseen ja kehitykseen. Tämä luku muodostaa tutkielman toisen empiriaosion. Luvun alussa kuvataan empiriinen aineisto ja sen analyysi. Tämän jälkeen luku etenee teemahaastatteluiden teemojen mukaisessa järjestyksessä, keskittyen ensiksi kiinteistösijoitusyhtiöiden riskienhallintaan, jonka jälkeen tarkastellaan kiinteistösijoitusten ulkoisten riskitekijöiden muutoksia ja viimeiseksi syvennytään yhtiöiden vastaamiseen toimintaympäristön haasteisiin ja niiden riskienhallintakeinojen kehitykseen.

5.1 Haastatteluaineiston kuvaus ja analysointimenetelmät

Kuten johdannossa mainittiin, kerättiin tutkimuksen toisen empiriaosion aineisto asiantuntijahaastatteluilla. Haastateltavat asiantuntijat edustivat ensimmäisen empiriaosion yhtiöistä Ovaroa, Investors Housea ja Kojamoa. Empiriaosion aineisto kerättiin hyödyntäen laadullisia teemahaastatteluja. Teemahaastatteluiden muoto oli puolistrukturoitu, jotta tutkittavan aiheen ympärille muodostui vapaata keskustelua, joka mahdollisti monipuolisen kuvan rakentamisen tutkittavasta aiheesta. Vaikka kysymykset oli määritelty ennalta, vaihteli niiden sanamuoto ja järjestys eri haastateltavien kohdalla, jotta saatiin luotua tilaa avoimelle keskustelulle. (Hirsjärvi & Hurme, 2022, 46.) Tutkielman toisen empiriaosion aineisto keskittyy tutkimuskysymysten mukaisesti kiinteistösijoitusten riskienhallintaan, ulkoisten riskitekijöiden muutoksiin ja riskienhallintakeinojen kehitykseen.

Tutkimuksen toisen empiriaosion aineisto kävi läpi laadullisen sisällönanalyysin, joka on perusanalyysimenetelmä, jota voidaan hyödyntää laajasti laadullisissa tutkimuksissa. Sisällönanalyysia voidaan soveltaa laajasti erilaisiin aineistoihin, kuten haastatteluihin ja tekstiin. Laadullinen sisällönanalyysi muistuttaa teemoittelua, painottuen erityisesti aineiston sisältöön, aiheisiin ja teemoihin. Kielen ja muodon analyysille annetaan vähemmän merkitystä. (Tuomi & Sarajärvi, 2018.) Tässä tutkimuksessa hyödynnettiin aineiston analyysissa teoriaohjaavan sisällönanalyysin menetelmiä. Teoriaohjaava sisällönanalyysi hyödyntää teoriakytkentöjä, jolloin teoria voi toimia analyysin apuna, mutta analyysi ei pohjautu suoraa teoriaan. Analyysiyksiköt valittiin aineistosta, mutta aikaisempi tieto ohjasi ja auttoi analyysia. Aikaisemman tiedon vaikutus on tunnistettavissa analyysista, mutta sen merkitys ei ole teoriaa testaavaa, vaan uusia ajatuksia aukovaa. (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 81–82.) Vaikka teoriaohjaavaa analyysia voi olla vaikea jaotella induktiiviseen ja deduktiiviseen päättelyyn, oli aineiston analyysin teoriaohjaavuus lähempänä teorialähtöistä analyysia ja täten deduktiivista päättelyä, sillä teoria ohjasi aineiston analyysia jo hyvissä ajoin (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 82–84).

Haastattelukysymykset lähetettiin haastateltaville etukäteen, jotta jokainen haastateltava sai mahdollisuuden tutustua haastattelurunkoon ennen haastatteluja. Haastattelukysymykset on perusteltua toimittaa haastateltaville etukäteen, jotta haastatteluissa saadaan mahdollisimman paljon tietoa tutkittavasta aiheesta (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 64). Tutkielman haastattelut pidettiin tammikuussa 2025. Haastattelut toteutettiin videoneuvotteluinä Microsoft Teams -sovelluksessa, joka mahdollisti tilaisuuksien tallentamisen. Tilaisuudet tallennettiin, jotta tutkija pystyi keskittymään paremmin haastatteluun ja lisäkysymysten esittämiseen. Haastattelut kestivät noin 40–60 minuuttia ja ne toteutettiin yksilöhaastatteluina, jolloin paikalla oli vain haastattelija ja yksi haastateltava kerrallaan. Haastattelut litteroitiin samana päivänä haastattelun toteutuksesta haastattelutallenteiden avulla.

Tutkielman aihepiiriin liittyvät kysymykset ja vastaukset voivat sisältää yhtiöiden kannalta arkaluontoista tietoa. Tästä syystä ennen haastatteluja päätettiin, että tutkielman aineisto tullaan käsittelemään anonyymisti. Haastatellut yhtiöt on kuitenkin esitelty edellä ja lisäksi haastateltavien tehtävänimikkeet ja tausta kiinteistösijoitusten parissa esitetään alla,

haastateltavien asiantuntijuuden osoittamiseksi. Aineiston analyysissä haastateltuja käsitellään satunnaisesti arvotuin kirjaintunnistein A, B ja C.

Asiantuntija A on toiminut lukuisissa kiinteistösijoitusyhtiöissä vuodesta 1999 lähtien. Kiinteistösijoitusyhtiöissä hän on toiminut eri tehtävissä, jotka ovat sisältäneet rahoitusta, juridiikkaa, sijoittajasuhteita, laskentatoimea ja johtotehtäviä. Hän on täten ollut kiinteistösijoitusyhtiöiden liiketoiminnassa mukana monella eri osa-alueella. Nykyisessä yhtiössä hän on toiminut yhdeksän vuotta talousjohtajana ja nykyisin myös toimitusjohtajana.

Asiantuntija B on työskennellyt kiinteistösijoittamisen parissa 20 vuotta. Hän on toiminut aiemmin kiinteistösijoitusyhtiön toimisto- ja liiketilatoiminnasta vastaavana johtoryhmän jäsenenä, jonka jälkeen hän on toiminut toisen kiinteistösijoitusyhtiön toimitusjohtajana. Nykyään hän toimii 16 vuotta sitten perustamansa yhtiön toimitusjohtajana. Hän on täten johtanut ja rakentanut yhtiötä pitkään ja hänellä on yhtiöstä merkittävä omistusosuus. Tämän lisäksi hän on toiminut erilaisten yhtiöiden osakkaana, hallituksen puheenjohtajana ja muissa rooleissa. Hänellä on siis hyvin kattava kokemus kiinteistösijoittamisesta 20 vuoden ajalta ja kiinteistösijoitusten riskienhallinta on hänelle tuttua sekä toimijan että rahoittajan näkökulmasta.

Asiantuntija C toimii kiinteistösijoitusyhtiön liiketoimintapäällikkönä ja johtoryhmän jäsenenä. Nykyisessä yhtiössä hän on ollut kolme vuotta ja tätä ennen hänellä on taustaa asuntosijoittajana. Nykyisessä yhtiössä hän vastaa sen tasemyynneistä, sijoittajamyynnistä, sijoittajahankinnasta ja rahoitusjärjestelyistä. Tämän lisäksi hän on johtoryhmän jäsenenä mukana yhtiön päätöksenteossa ja hankintaprosesseissa.

5.2 Kiinteistösijoitusten riskienhallinta

Kaikilla yhtiöistä ei haastattelujen perusteella ole vakiintunutta riskienhallintaprosessia, mutta jokaisen yhtiön lähestymistapa riskienhallintaan on kuitenkin käytännönläheistä ja systemaattista. Asiantuntija C muotoilee, ettei yhtiöllä ole vakiintunutta prosessia tai viitekehikkoa. Sen sijaan yhtiön riskejä hallitaan kahdella tasolla, kohdetasolla ja markkinatasolla. Kohdetason riskejä tunnistetaan, arvioidaan ja hallitaan aina

tapauskohtaisesti, kun taas markkinariskejä seurataan ja arvioidaan jatkuvasti. Asiantuntija B kuvaa yhtiön riskienhallintaprosessin jakautuvan riskien tunnistamiseen, arviointiin, hallintaan ja raportointiin. Riskienhallintanäkökulma on koko ajan läsnä yhtiön kaikessa toiminnassa ja riskienhallintaa toteutetaan päivittäin yhtiön strategisten tavoitteiden pohjalta. Laajamittaisempaa riskiarviointia ja raportointia toteutetaan osavuositain ja siinä tarkastellaan tarkemmin toimintaympäristön ja riskien kehitystä.

Asiantuntija A:n mukaan yhtiön riskienhallintaprosessi on integroitu sen vuosisuunnitteluprosessiin ja yhtiöllä on riskienhallintaorganisaatio, joka suorittaa riskiarvion kahdesti vuodessa. Riskienhallintaprosessi kattaa riskien tunnistamisen, arvioinnin, hallinnan, sekä seurannan ja raportoinnin. Vaikkakin kaikilla yhtiöistä ei asiantuntijoiden mukaan ole vakiintunutta prosessia tai viitekehikkoa riskienhallintaan, ovat riskienhallinnan pääasialliset vaiheet silti toisiaan vastaavat. Keskeisimpänä eroavaisuutena on, että osa yhtiöistä keskittyy haastattelujen perusteella toisia enemmän riskienhallinnan seurantaan, arviointiin ja raportointiin ja suorittaa täten riskienhallintaansa järjestelmällisemmin. Yhtiön koko ilmeni haastatteluissa selkeimpänä riskienhallintaprosessin laajuuteen ja systemaattisuuteen vaikuttavana tekijänä.

Asiantuntija A:n mukaan, riskien tunnistamisessa pyritään löytämään kaikki yhtiön kannalta oleelliset riskit ja vertaamaan niitä edelliseen riskiarvioon nähden, tarkastellen onko uusia riskejä tullut tai vanhoja poistunut. Kaikki haastateltavat nostivat osaavan henkilöstön ensisijaiseksi työkaluksi riskien tunnistamiseen. Asiantuntija C painottaa, että etenkin uusien kohteiden hankinnassa *due diligence* -prosessi on erityisen tärkeä kohdetason riskien tunnistamiseksi, tämän jälkeen riskejä tunnistetaan ja seurataan kiinteistöjohtamisen avulla:

”Suurin osa kohdetason riskeistä tunnistetaan tietenkin siinä kohteen due diligence vaiheessa. Tekninen kunto selvitetään siinä, vuokralaisten tilanteeseen perehdytään, jos on tyhjää tilaa niin vuokrauspotentiaaliin perehdytään siinä vaiheessa. [...] Jos on semmoisia kohteita mitä on omistettu pidempään niin sitten se (riskien tunnistus) tulee sieltä jokapäiväisestä kiinteistöjohtamisesta. Tietyin väliajoin tehdään semmoisia tarkistuksia, tai otetaan se kohde vähän niin kuin piirustuspöydälle uudestaan ja katsotaan että onko siinä jokin asia muuttunut.”

Kohdekohtaisten riskien lisäksi yhtiöt pyrkivät tunnistamaan systemaattisia riskejä markkinainformaation ja datan avulla. Asiantuntijat B ja C toteavat osan tästä tiedosta olevan julkista ja osan sisäistä tai hiljaista tietoa. Asiantuntija B painottaa lisäksi, ettei kaikkia systemaattisia riskejä voi tunnistaa etukäteen, mutta niihin pitää pystyä varautumaan strategisesti.

Asiantuntija A:n mukaan riskejä arvioidaan muodostamalla niille yhteiset tunnusluvut, riskin todennäköisyyden, vakavuuden ja riskin toteutumisen äkillisyyden perusteella. Hänen mukaansa yhtiöllä on käytössä kaava, josta näiden eri tekijöiden painoarvot tulevat. Yhtiön eri asiantuntijat tekevät riskiarviot ensin itsenäisesti, jonka jälkeen niistä keskustellaan ja tämän pohjalta luodaan lopullinen arvio. Näin yhtiön kiinteistösijoitusten riskeille saadaan yhteiset tunnusluvut, joiden avulla niitä voidaan priorisoida. Myös Asiantuntija B toteaa, että riskejä arvioidaan pääasiassa laskemalla niille tunnuslukuja Excelissä ja priorisoidaan niiden taloudellisen vaikuttavuuden mukaan. Asiantuntija C antaa riskien arvioinnista hieman eriävän näkemyksen. Hän uskoo, että riskien arviointi tulee pitää riittävän yksinkertaisena ja ammattilaisten osaamiseen ja intuitioon tulee luottaa systemaattista todennäköisyyksien laskentaa enemmän. Asiantuntija C kuitenkin tiedostaa myös yhtiön koon vaikuttavan riskien arvioinnin menetelmien tehokkuuteen ja toteaa, että isommissa organisaatioissa riskien todennäköisyyksien ja vaikuttavuuksien laskennasta on oletettavasti enemmän hyötyä kiinteistösijoitusten massan ollessa suurempi.

Asiantuntijoiden mukaan merkittävimpinä riskeinä tunnistetaan teorian epäsystemaattisista riskeistä vuokralaisriskit, sijaintiriskit, tekniset riskit ja rahoitusriskit. Systemaattisista riskeistä merkittävimpinä mainitaan suhdanneriski, korkokantariski, likviditeettiriski sekä lainsäädännöllinen ja poliittinen riski. Riskien sisältöön ei paneuduta tässä osiossa tarkemmin, sillä niitä käsiteltiin kattavasti ensimmäisessä empirialuvussa. Sen sijaan niiden hallinnan osalta nousi haastatteluiden perusteella mielenkiintoisia nostoja. Asiantuntija A kiteyttää riskienhallintakeinot seuraavasti:

”Se ajattelu ensinnäkin lähtee siitä, että miten riskiin suhtaudutaan, että siinä on niinku erilaisia vaihtoehtoja. Yksihän on päättää, että se riski kannetaan, yksi mahdollisuus on, että sitä riskiä vähennetään tai hallitaan ja

yksi mahdollisuus on se, että todetaan, että riski ei ole hyväksyttävä ja sitten siitä halutaan eroon.”

Asiantuntijat olivat yksimielisiä siitä, että ensimmäinen riskienhallinnallinen avainkysymys on miten tunnistettuun ja arvioituun riskiin suhtaudutaan. Asiantuntija A:n sanoin: *”Kiinteistösijoitus on nimensä mukaisesti sijoittamista, niin sehän on riskien arviointia ja riskien ottamista, koska sijoitustuottoja ei tietysti saa, jos ei riskiä oteta.”* Asiantuntijoiden mukaan riskejä voidaan hallita vähentämällä niiden todennäköisyyttä yhtiöiden toimintamalleilla, politiikoilla ja periaatteilla, joilla tähdätään esimerkiksi mahdollisimman luotettaviin vuokralaisiin ja pitkiin vuokrasopimuksiin, korkeisiin vuokrausasteisiin ja optimaaliseen kohteiden kulujen hallintaan. Kaikki asiantuntijat olivat myös yhtä mieltä siitä, että kiinteistösalkun muokkaaminen myymällä ja ostamalla kiinteistöjä voi olla keino vähentää riskiä. Myös hajautusta pidettiin tehokkaana keinona vähentää riskejä: hajauttamalla kiinteistösijoituksia eri alueille, kiinteistösektoreille ja erityyppisille vuokralaisille. Asiantuntija A painottaa kuitenkin hajautuksen olevan ennen kaikkea strateginen valinta: *”Hajauttaminen ei ole itseisarvo, vaan sun pitää niin kuin ratkaista se kysymys, miten sä hajautat, siitä millaista riskiä sä haluat kantaa ja oot valmis kantamaan.”* Riskien siirtämisessä korkosuojaus ja johdannaisten käyttö nousivat eniten esille, vakuuttamisen ollessa toinen yleinen riskin siirtämisen keino.

Asiantuntija B nosti lisäksi kiinteistösijoitusyhtiön tärkeiksi strategisiksi riskienhallintakeinoiksi yhtiön rahoitettavuuden ja strategisen joustavuuden:

”Rahoitettavuus on mun mielestä semmoinen niinku strateginen tavoite ja myös riskienhallinnallinen tavoite koska se että sä oot kaikissa oloissa rahoitettava eli pankkien silmissä sun luvut ja sun toiminta ja johtaminen ja henkilöt on uskottavia niin sillä on valtavan iso arvo. [...] Me on pidetty semmoista niinku strategista joustavuutta tärkeänä. Se tarkoittaa sitä, että me voidaan tarvittaessa myydä, vaikka kaikki meidän omistukset. Ja sitten vuoden päästä ostaa jotain muuta, että meillä ei ole sellaisia niinku kiveen hakattuja volyyymi tavoitteita. Eli se strateginen joustavuus on yksi (strateginen hallintakeino) ja toinen on tää rahoitettavuus minkä sanoin.”

Kuten yhtiöiden riskienhallinta, myös riskienhallintakeinojen tehokkuuden arviointi vaihtelee eri yhtiöissä. Asiantuntija A:n mukaan riskienhallintakeinojen tehokkuutta arvioidaan dokumentoimalla riskiarvio ilman hallintakeinoja ja toiseen otteeseen sisällyttämällä valitut riskienhallintakeinot. Näin riskeille saadaan luotua kahdet numeeriset arvot, joista selviää millaisia yhtiön riskit ovat ennen hallintakeinoja ja hallintakeinojen käyttämisen jälkeen. Asiantuntijat B ja C toteavat, ettei heidän yhtiöissään tehdä systemaattista hallintakeinojen tehokkuuden arviointia. Yhtiöissä kuitenkin toteutetaan tehokkuuden arviointia intuitiivisella ja yleisellä tasolla ja erityisesti vuokraukseen ja kiinteistöjen tekniseen kuntoon liittyvien riskien hallinta on jatkuvan tarkastelun alla. Asiantuntijat B ja C painottavat riskienhallintakeinojen tehokkuuden arvioinnin keskittyvän yhtiön kannalta kaikkein olennaisimpiin riskeihin ja markkinamuutosten havainnointiin.

Yhteenvedona voidaan todeta, että osa yhtiöistä luottaa riskienhallinnassa systemaattisempaan ja numeerisempaan lähestymistapaan, kun taas toiset tukeutuvat enemmän kokemukseräiseen ja intuitiiviseen arviointiin, joka perustuu jatkuvaan seurantaan ja markkinadynamiikan ymmärtämiseen. Kaikilla kuitenkin painottuu riskienhallinnassa osaavan ja asiantuntevan henkilöstön merkitys.

5.3 Kiinteistösijoitusten ulkoisten riskitekijöiden muutokset

Viime vuosien toimintaympäristön muutokset, niiden vaikutus kiinteistösijoittamiseen ja sen ulkoisiin riskitekijöihin on ollut kaikkien asiantuntijoiden mukaan merkittävää. Asiantuntija C:n mukaan toimintaympäristön muutoksilla on ollut erittäin fundamentaalinen merkitys kiinteistösijoitusyhtiöiden liiketoimintaan: *”Sanotaan että jos kaikki nuo (toimintaympäristön muutokset) laskee yhteen ja sitten vertaa alkutilannetta versus lähtötilannetta, niin kyllähän nämä aika niinku fundamentaalisesti on pyöräyttänyt sen bisneksen ympäri.”* Asiantuntija B toteaa toimintaympäristön muutosten olleen isoja tekijöitä, jotka ovat muuttaneet kiinteistösijoitusalan pelisääntöjä. Asiantuntija A toteaa, että toimintaympäristön muutokset ovat vaikuttaneet eri ulkoisten riskitekijöiden vakavuuteen ja erityisesti yhtiöt, jotka ovat hyväksyneet suurempaa riskiä liiketoiminnassaan ja rahoituksessaan ovat voineet ajautua niiden takia vaikeuksiin.

Asiantuntijoiden mukaan geopoliittisten jännitteiden suoranaiset vaikutukset kiinteistösijoitusyhtiöiden riskeihin ovat olleet varsin vähäiset, mutta ne ovat kuitenkin vaikuttaneet riskeihin välillisesti nostaen korkoja ja inflaatiota. Inflaation nousun suoranaiset vaikutukset sijoituksiin ovat olleet vähäisiä koska vuokrat ovat olleet sidottuina elinkustannusindeksiin. Voimakkaan inflaation aiheuttamat merkittävät indeksikorotukset ovat kuitenkin heikentäneet joidenkin vuokralaisten maksukykyä, erityisesti vuokralaisten joidenka liiketoiminta on ollut jo ennestään tiukalla. Tämä on osaltaan korostanut vuokralaisten taloudellisen vakauden merkitystä yhtiöiden kiinteistösijoituksissa. Inflaation nousu on osaltaan vaikuttanut myös korkokantojen nopeampaan nousuun. Kaikkien asiantuntijoiden mukaan, heidän yhtiönsä ovat selvinneet korkokantariskin realisoitumiselta, sillä he ovat suhtautuneet korkokantariskiin konservatiivisesti ja suojautuneet siltä johdannaisilla.

Asiantuntija C:n mukaan likviditeettiriski on ollut haasteellisin ulkoinen riskitekijä. Siihen on hänen mukaansa aina kiinnitetty huomiota, mutta viime vuosina se on noussut merkittävimpien riskien kärkikolmikkoon. Myös asiantuntija A toteaa kiinteistömarkkinan heikon likviditeetin tuoneen haasteita alalle. Terveessä kiinteistömarkkinassa transaktioita pystyy halutessaan toteuttamaan, mutta viime vuosina markkina on ollut sellaisessa asennossa, ettei transaktioita pysty välttämättä toteuttamaan. Tätä voi asiantuntija A:n mukaan kuitenkin hallita rahoitusrakenteella ja sopimuskannalla, jottei joutuisi myymään kiinteistösijoituksia epälikvidissä markkinassa:

”Jos sun on pakko myydä jossain tietyssä pisteessä ja markkinaa ei ole niin kyllä siinä tulee suru puseroon. Niin sen takia tää niin kun kiinteistösijoittamisen pitkäaikainen luonne pitäisi ymmärtää ja pitäisi ymmärtää se, että pääomarakenne olisi hyvä rakentaa sillä tavalla, että sä et ajaudu sellaiseen tilanteeseen, että sun on pakko jotain myydä. Tässä ollaan kyllä kiinteistösijoittamisen riskienhallinnan ihan ytimessä, mutta fakta on se, että transaktio volyyymi on ollut erittäin alhainen ja tota se ei ole niin kun toimivan markkinan merkki vaan pikemminkin päinvastoin.”

Asiantuntijoiden mukaan markkinoiden heikko likviditeetti ei vaikeuta ainoastaan transaktioiden toteutusta. Vaan se johtaa myös tilanteeseen, jossa kiinteistöjen

arvonmääritys on epävarmalla pohjalla koska ei ole markkinahavaintoja, joilla seurata kiinteistöjen arvostustasoja.

Ulkoisten riskitekijöiden muutoksista asiantuntija B näkee korkojen nousun alalle yleisesti haasteellisimpana riskienhallinnan näkökulmasta. Hänen mukaansa se on vaikuttanut monen toimijan kannattavuuteen ja velanmaksukykyyn heikentävästi. Myös asiantuntija A toteaa, että siirtymä nollakoroista korkeampiin korkoihin on voinut olla osalle toimijoista tuskallista, mutta hänen mukaansa se ei estä kannattavaa kiinteistösijoitustoimintaa. Hänen mukaansa koronapandemia oli yhtiölle haasteellisin viime vuosien ulkoisista riskitekijöistä, sillä sen välilliset vaikutukset kiinteistöjen kysyntäpuolelle tulivat yllättäen ja äkillisesti. Vaikutukset olivat moninaisia ja niitä oli vaikea ennustaa. Toisena riskienhallinnan kannalta haasteellisena tekijänä asiantuntija A nostaa sääntelyn ja erityisesti ESG:hen, energiatehokkuuteen ja CO₂-päästöihin liittyvän sääntelyn. Sen vaikutukset tulevat pitkällä aikavälillä ja ne ovat arvaamattomia, sillä sääntely on hyvin teoreettista ja käytännölle vierasta. Vaikka sääntelyllä onkin hänen mukaansa hyvä tarkoitus ei se erityisesti EU-tasolla huomioi eri maiden tai kiinteistöjen lähtökohtia, joka voi johtaa epärealistisiin vaatimuksiin kiinteistöjen energiatehokkuuksien parantamisen ja CO₂-päästöjen vähentämisen kannalta. Täten sääntelyn ja raportoinnin yhdenmukaistaminen ei välttämättä käytännön tasolla toimi, mikä lisää riskienhallinnan monimutkaisuutta ja tekee lisääntyvästä sääntelystä merkittävän haasteen alalle.

5.4 Yhtiöiden vastaaminen toimintaympäristön haasteisiin ja riskienhallintakeinojen kehitys

Asiantuntija A toteaa yhtiön sopeutuneen toimintaympäristön haasteisiin tekemällä ennakoivia päätöksiä riskienhallinnan näkökulmasta. Kun korkojen, inflaation, rakennuskustannusten ja vuokrankorotusten kehityksestä oli epävarmuutta, yhtiö päätti jo kaksi vuotta sitten olla toistaiseksi käynnistämättä yhtään uutta kehityshanketta tai olla ostamatta yhtään uutta kohdetta. Hänen mukaansa yhtiön riskienhallintaprosessi itsessään ei ole muuttunut toimintaympäristön haasteiden takia, mutta riskien arviointiin ja niihin reagointiin on tehty muutoksia riskitilanteen muutosten seurauksena.

Asiantuntija B:n mukaan yhtiö organisoi riskienhallintansa uudelleen koronapandemian aikana siirtyen viikoittaiseen riskiarviointiin. Hänen mukaansa monelta vuokralaiselta loppui kassavirta ja heillä oli vaikeuksia maksaa vuokria, minkä seurauksena kaikki vuokralaiset vastuutettiin viikoittain. Seuraten tarkasti vuokralaisten tilannetta, pitäen jatkuvasti yhteyksiä vuokralaisiin ja ratkoen tilanteita ennakoivasti yhdessä vuokralaisten kanssa. Tämän seurauksena yhtiön onnistui välttämään vuokranmenetykset ja luottotappiot lähes täysin. Asiantuntija B korosti myös yhtiön strategisen riskienhallinnan merkitystä korkomuutosten ja yleisen markkinatilanteen ennakoinnissa. Hänen mukaansa yhtiö totesi vuosine 2019–2021 aikana kiinteistöjen arvostustasojen nousseen merkittävästi ja toimialalla olleen paljon koti- ja ulkomaista pääomaa, joka oli valmista ostamaan kohteita hyvin korkeilla hinnoilla. Tämän seurauksena yhtiö päätyi myymään melkein koko kiinteistösalkkunsuonsa tuona aikana. Tämä osoittautui jälkikäteen tarkasteltuna hyvin ajoitetuksi divestoinniksi. Yhtiön jäljelle jääneet vähäiset lainat oli lisäksi suojattu johdannaisilla, joten sen ei tarvinnut juurikaan reagoida koronnousuihin.

Asiantuntija C:n mukaan yhtiön strategiaa muutettiin viime vuosien toimintaympäristön haasteiden seurauksena. Myös heidän yhtiössään alettiin lykkäämään uusia investointeja ja yhtiössä alettiin tekemään enemmän liiketoimintaa kassavirtaa tuottavien kohteiden ympärillä. Erityisesti rahoituksen saatavuuden heikennyttyä ja markkinoiden likviditeettiriskin kasvettua yhtiön riskienhallinta on ollut viime vuosina yhä varovaisempaa. Nyt asiantuntija C näkee markkinan kehittyvän suuntaan, jossa kiinnostavia hankkeita voisi jälleen alkaa ilmaantumaan ja rakennusmarkkinassa on taas potentiaalia. Yhtiö on tämän seurauksena valmiina reagoimaan houkutteleviin uusiin investointimahdollisuuksiin.

Kaikkien asiantuntijoiden mukaan riskienhallinnan peruskeinot ovat pysyneet toimintaympäristön muutoksista huolimatta ennallaan. Toimintaympäristön muutokset ja ulkoisten riskitekijöiden kehitys ovat kuitenkin johtaneet muutoksiin riskienhallinnan painotuksissa ja ajankäytössä. Asiantuntija B toteaa riskienhallinnan painopisteen siirtyneen perinteisestä riskienhallinnasta kohti strategisempaa riskienhallintaa. Hänen mukaansa ennakoimattomassa maailmassa vaihtoehtoisten skenaarioiden pohdintaan on alettu käyttämään yhä enemmän aikaa: *”Esimerkiksi tuossa viime syksynä piirrettiin tosi intensiivisesti näitä erilaisia skenaarioita ja ne on sillain valaisevia, että ne auttaa niinku näkemään, ja hahmottamaan vaihtoehtoisia tulevaisuuksia ja niitten niinku mahdollisuuksia*

ja riskejä.” Näiden perusteella ei hänen mukaansa tehdä mustavalkoisia päätöksiä, mutta ne auttavat ymmärtämään toimintaympäristön tulevia muutoksia, joihin voidaan yhtiön strategisella joustavuudella reagoida. Hänen mukaansa uusia riskienhallintamenetelmiä tai työkaluja ei ole otettu käyttöön.

Myös asiantuntija C:n mukaan uusia riskienhallintamenetelmiä tai työkaluja ei olla otettu käyttöön, sillä yhtiö on mielestään onnistunut hyvin riskienhallinnassa ja käytetyt strategiat ovat olleet toimivia. Sen sijaan myös hän korostaa ajallisen painotuksen muutosta eri riskeihin keskittymisessä, erityisesti likviditeettiriskin arviointiin käytetään nykyään noin kolminkertainen määrä aikaa: *”Ennen saatettiin puhua muista riskeistä niinku enemmän just, että miten saadaan varmistettua, vaikka jonkun tilan, että miten saadaan se vuokrapotentiaali niinku hyödynnettyä, niin nyt puhutaan enemmän siitä, että onko tää ylipäänsä niinku likvidi sijoitus ja niitä analysoidaan siellä tarkemmin.”* Hänen mukaansa uuden kohteen osalta ensimmäinen kysymys oli ennen, miten sitä lähdetään kehittämään. Nykyään ensimmäisenä pohditaan, onko kohde likvidi, jos kehityssuunnitelma toteutuisi.

Niin ikään asiantuntija A totesi pääasiallisten riskienhallintakeinojen pysyneen samana jo pitkään, tiivistäen asian seuraavasti:

”Eli siellähän on se keinovalikoima, josta sitten painotuksia mietitään. Onko se ratkaisu, että riski kannetaan. Muutetaanko periaatteita, politiikoita, strategiaa, toimintamalleja ja niin pois päin. Ostetaanko, myydäänkö kiinteistöjä, että näissä tota. Ei ole oikeastaan tapahtunut mitään.”

Asiantuntija A kuitenkin toteaa vastuullisuusteemojen, sekä energiatehokkuuteen ja kiinteistöjen vähähiilisyyteen liittyvän sääntelyn lisääntyneen huomattavasti viime vuosina. Niiden lisääntyttyä riskiarvioissa myös niihin käytettävien riskienhallintakeinojen valikoima on kasvanut ja uusia riskienhallintakeinoja on otettu käyttöön. Vaikka peruskeinot ovatkin siis pysyneet samoina, niin joka vuosi otetaan joitain uusia hallintakeinoja käyttöön. Riskistä riippuen keinot saattavat liittyä seurantaan ja raportointiin tai uusiin teknisiin ratkaisuihin. Esimerkin hän antaa seuraavan: *”Yksi ehkä kärjistetty esimerkki on se, että me tehtiin jo kaksituhattakuusitoista päätös, että kaikki oma perustaiset uudet hankkeet tehdään niin sanottuina lähes nollaenergiataloina”.* Hänen mukaansa tämä ei ollut tuolloin vielä sääntelyn

piirissä, mutta yhtiö havaitsi sääntelyn menevän tähän suuntaan, jonka seurauksena yhtiö reagoi siihen ennakoivasti.

Kaikki asiantuntijat uskovat kiinteistösijoittamisen säilyvän erittäin kiinnostavana sijoitusmuotona myös tulevaisuudessa. Asiantuntija A:n mukaan tuulisempien vuosien ei tule antaa hämätä, vaan kiinteistösijoittamista pitää katsoa pidemmällä aikavälillä. Asiantuntijat A ja B näkevät tulevaisuuden suurimpana haasteena jatkuvasti kasvavan sääntelyn, jonka työllistävä vaikutus saattaa hyvästä tarkoituksestaan huolimatta kasvattaa toimialan keskittymiä suurempiin yhtiöihin ja täten yhä lisätä alan systemaattista riskiä. Asiantuntija B uskoo myös kiinteistösijoitusten riskienhallinnan ammattimaistuvan tulevaisuudessa. Hänen mukaansa tämä tarkoittaa riskienhallinnan kehittymistä systemaattisemmaksi uusia työkaluja hyödyntäen ja itse prosessin kehittyvän näkemyksellisemmäksi kokemusperäistä tietoa hyödyntäen. Asiantuntija C uskoo kiinteistösijoitusten riskienhallintaan tulevan uusia työkaluja teknologian ja tekoälyn kehittyessä. Hänen mukaansa kiinteistösijoitusala ja kiinteistömarkkina toimii tällä hetkellä vanhanaikaisesti. Hän uskoo tekoälyn kehityksen tuovan kiinteistösijoitusten riskienhallintaan mahdollisuuksia sen tehostamiseen. Esimerkiksi kohteiden kunnon reaaliaikaisella seurannalla ja markkinamuuttujien ennakoinnilla hyödyntäen suuria määriä dataa.

6 YHTEENVETO

6.1 Tutkimuskysymyksiin vastaaminen ja johtopäätökset

Tutkielman tavoitteena oli vastata johdantokappaleessa esitettyihin kolmeen tutkimuskysymykseen. Nämä tutkimuskysymykset ohjasivat tutkimuksen etenemistä sen eri vaiheissa teorian muodostamisesta empirian hankintaan ja analyysiin, luoden tutkimuksesta yhtenäisen ja johdonmukaisen kokonaisuuden.

Ensimmäinen tutkimuskysymys pyrki selvittämään miten suomalaiset kiinteistösijoitusyhtiöt hallitsevat kiinteistösijoitusten riskejä. Tavoitteena oli kartoittaa, millaista yhtiöiden riskienhallinta on, mitä kiinteistösijoitusten riskejä ne tunnistavat ja millä keinoilla niitä hallitaan.

Yhtiöiden riskienhallinta osoittautui käytännönläheiseksi ja se vaihteli systemaattisuuden tasolla. Vaikka yhdellä yhtiöistä ei ollutkaan standardoitua riskienhallintaprosessia. Tutkimuksen teorian mukaiset riskienhallintaprosessin keskeiset vaiheet - riskien tunnistaminen, arviointi, hallinta ja raportointi kuitenkin toistuivat kaikilla yhtiöistä. Tämän lisäksi yhtiöiden riskienhallinta pohjautui vahvasti niiden strategiaan, joka asettaa riskienhallinnan kontekstin. Erityisesti yhtiöiden koko vaikutti niiden riskienhallinnan laajuuteen ja järjestelmällisyyteen. Pienemmät yhtiöt tukeutuivat enemmän intuitioon ja kokemusperäiseen arviointiin, kun taas suuremmat yhtiöt hyödynsivät systemaattisempia ja numeerisempia lähestymistapoja riskienhallintaan.

Riskien tunnistaminen nähtiin yhtiöissä kriittisenä osana riskienhallintaa. Donnerin (2010) mukaan riskien tunnistaminen on prosessin ensimmäinen operatiivinen vaihe, ja sen menetelminä toimii esimerkiksi markkinainformaation analysointi, yhteydenpito vuokralaisiin ja kiinteistökohteiden tarkastuskäynnit. Empiriahavainnot tukivat teoriaa, sillä asiantuntijat korostivat esimerkiksi due diligence -prosessin merkitystä uusien kohteiden hankinnassa sekä jatkuvaa kiinteistöjohtamista kohdetason riskien havaitsemiseksi. Systemaattisia riskejä, kuten korkokanta- ja likviditeettiriskejä tunnistettiin markkinadatan ja skenaarioanalyysien avulla, mikä vastaa teorian esittämiä lähestymistapoja (ks. Clayton ym., 2011). Osaava henkilöstö osoittautui ensisijaiseksi välineeksi riskien tunnistamiseen.

Riskien arviointiin yhtiöt käyttivät kvantitatiivisia ja kvalitatiivisia menetelmiä. Erityisesti suuremmat yhtiöt käyttivät teorian mukaisia diskontattujen kassavirtojen mallinnuksia yhdistettynä herkkyys- ja skenaarioanalyysiin, pienemmät yhtiöt taas luottivat enemmän intuitioon ja asiantuntijatyöhön (ks. Donner, 2010, 29–30). Esimerkiksi asiantuntija A kertoi heidän yhtiönsä käyttävän kaavaa, jossa riskin todennäköisyys, vakavuus ja äkillisyys yhdistetään numeeriseksi tunnusluvuksi, kun taas asiantuntija C painotti heidän käyttävän enemmän kokemuserusteista arviointia. Teorian mukainen osaavan ja asiantuntevan henkilöstön merkitys kuitenkin painottui kaikkien yhtiöiden riskienhallinnassa (ks. Lam, 2014, 21).

Tutkimuksessa havaittiin yhtiöiden tunnistavan teorian mukaiset systemaattiset ja epäsystemaattiset riskit. Keskeisimmiksi systemaattisiksi riskeiksi osoittautuivat suhdanneriski, korkokantariski, inflaatoriski ja likviditeettiriski. Jotka kytkeytyivät laajempiin markkinamuutoksiin, kuten koronapandemiaan sekä Venäjän hyökkäyssodan käynnistämään korkokantojen ja inflaation nousuun, sekä näistä seuranneeseen markkinoiden likviditeetin voimakkaaseen heikkenemiseen. Epäsystemaattisista riskeistä korostuivat eniten vuokralaisriski, sijaintiriski, tekniset riskit, ja rahoitusriskit. Suurimpana eroavaisuutena yhtiöiden havaitsemien riskien välillä oli luonnonvoimien ja ympäristön riskien, sekä erityisesti vähähiilliseen rakentamiseen ja energiatehokkuuteen liittyvän sääntelyn merkityksen painottuminen osalla yhtiöistä. Erityisesti suuremmat yhtiöt, Kojamo ja Citycon, korostivat näitä tuoreemmissa raporteissa, kun taas pienemmillä yhtiöillä Ovarolla ja Investors Housella näihin ei ollut keskitytty. Teorian mukaan näille riskeille tulisi alkaa antamaan kiinteistösijoittamisessa korostunutta merkitystä (ks. Kaleva ym., 2017, 160).

Riskienhallintakeinojen osalta yhtiöt hyödynsivät teorian mukaista nelijakoa: vähentäminen, eliminointi, siirtäminen ja kantaminen (ks. Kuvio 5). Keskeiseksi riskienhallinnalliseksi vähentämiskeinoksi nousi kiinteistösijoitusten hajauttaminen, joka osoittautui tutkimuksen teorian ja empirian mukaan tehokkaaksi keinoksi hallita kiinteistösijoitusten epäsystemaattisia riskejä. Yhtiöt hyödynsivät yleisenä strategiana kiinteistösijoitusten hajautusta eri alueille, kiinteistösektoreille ja vuokralaisille tutkimuksen teorian mukaisesti (ks. Donner, 2010, 31–33; Leväinen, 2013, 217–218). Kuten Clayton ym., (2011) tutkimuksen teoriassa totesivat, myös eri asiantuntijat painottivat, ettei hajauttaminen ole

itseisarvo. Hajautuksella ei myöskään kuulu vältellä riskejä niiden ollessa keskeinen osa sijoitustoimintaa ja tuottojen saavuttamista, vaan vältellä riskejä, joista sijoittaja ei hyödy suurempien tuottojen muodossa. Empiria tuki vahvasti myös teorian osoittamaa loppupäätelmää siitä, että yhtiön kiinteistösijoitusstrategia määrittää yhtiön riskistrategian, jonka avulla lopulta määritetään, kuinka laajasti ja millä tavoin kiinteistösijoituksia halutaan hajauttaa.

Riskien siirtämisessä turvauduttiin perinteisempien vahinkoriskien osalta vakuutuksiin. Riskin siirrossa raportoinnin ja haastatteluiden osalta korostui erityisesti korkosuojausten ja johdannaisten käyttö. Johdannaisten käyttö on teoriankin valossa yleisesti käytetty riskin siirron menetelmä, joka on yleistynyt erityisesti finanssikriisistä lähtien (ks. Thompson & Thomas, 2008). Riskiä siirrettiin myös vuokralaisille, kasvavat kustannukset huomioivilla vuokrasopimusrakenteilla. Ja vuokralaisiin kohdistuvia sopimusriskejä hallittiin erityisesti sopimusrakenteilla ja vuokravakuuksilla. Teknisiä riskejä puolestaan hallittiin ennakoivalla kunnossapidolla, kuntoarvioilla ja energiatehokkuusinvestoinneilla, jotka myös teorian mukaan vähentävät kiinteistöjen ylläpitokustannuksia ja parantavat niiden kilpailukykyä (ks. Kaleva ym., 2017, 159–160).

Johtopäätöksenä ensimmäiseen tutkimuskysymykseen voitaneen todeta teorian ja käytännön keskeisimpänä yhtäläisyytenä riskienhallinnan vaiheet ja tavoitteet. Esimerkiksi riskien tunnistaminen ja arviointi olivat linjassa teorian kanssa ja riskienhallintakeinoista hajautus, johdannaisten käyttö ja vakuutukset olivat vahvasti teorian mukaisia. Toisaalta eroavaisuutena korostui pienempien yhtiöiden painottama intuitioon ja kokemukseen perustuva päätöksenteko, jota käytettiin teorian osoittamia systemaattisia ja numeerisia menetelmiä enemmän. Keskeinen eroavaisuus oli myös riskienhallinnan arvioinnissa, sillä kaikki yhtiöt eivät suorittaneet järjestelmällistä riskienhallinnan tehokkuuden seuranta ja arviointia.

Toinen tutkimuskysymys pyrki vastaamaan kiinteistösijoitusten ulkoisissa riskitekijöissä tapahtuneisiin muutoksiin viime vuosina. Sen tavoitteena oli selvittää, miten kiinteistösijoitusten riskit ovat muuttuneet viime vuosina ja ovatko ulkoiset riskitekijät, kuten toimintaympäristön haasteet olleet mahdollisina muutosten aiheuttajina.

Kuten teoreettisessa viitekehyksessä oletettiin, ovat myös empirian mukaan ulkoisten riskitekijöiden ja systemaattisten riskien muutokset olleet merkittäviä viime vuosina. Teorian valossa systemaattiset riskit, kuten korkokantariski, inflaatoriski, geopoliittiset riskit ja likviditeettiriski, ovat keskeisiä ulkoisia riskitekijöitä, jotka ovat vaikuttaneet kiinteistösijoittamisen toimintaympäristöön. Nämä riskit ovat markkinalähtöisiä, eikä niiden toteutumiselta voi suojautua hajauttamisella (ks. Kiiras & Tammilehto, 2014, 58; Leväinen, 2013, 209). Empirian havainnot tukevat tätä käsitystä ja osoittavat viime vuosien merkittävimpien toimintaympäristön haasteiden korostaneen edellä mainittujen systemaattisten riskien merkitystä kiinteistösijoitusyhtiöiden toiminnassa.

Teorian mukaan korkokantariski on kiinteistösijoittamisen merkittävä systemaattinen riski, kiinteistösijoituksissa usein käytettävän merkittävän velkavivun vuoksi (ks. Brueggeman & Fisher, 2019, 435; Goddard & Marcum, 2012, 124; Kaleva ym., 2017, 14). Asiantuntijoiden mukaan korkojen nousu nollakorkoaikakauden päättymisen jälkeen on aiheuttanut toimintaympäristössä merkittäviä muutoksia, mikä puolestaan on vaikuttanut joidenkin kiinteistösijoitusalan toimijoiden kannattavuuteen ja velanmaksukykyyn. Haastateltujen yhtiöiden suhtautuminen korkokantariskin hallintaan on kuitenkin ollut konservatiivista ja siihen on varauduttu esimerkiksi johdannaisten avulla. Nopeasti kohonnut inflaatio oli keskeinen vaikuttava tekijä myös korkokantojen nousuun. Inflaatoriski on empirian mukaan johtanut merkittäviin vuokrien indeksikorotuksiin, mikä on heikentänyt joidenkin vuokralaisten maksukykyä. Toisaalta indeksiin sidotut vuokrat ovat tarjonneet teorian osoittamaa inflaatio suojaa, joten riskillä on ollut kaksijakoinen vaikutus.

Korkokanta- ja inflaatoriskin kehitykseen vaikuttivat empirian mukaan myös geopoliittisten riskien, kuten Venäjän hyökkäyssodan välilliset vaikutukset. Ja vaikkakin sodan suorat vaikutukset ovat olleet vähäisiä, ovat välilliset vaikutukset korostaneet vuokralaisten taloudellisen vakauden merkitystä. Myös koronapandemian suorat vaikutukset yhtiöihin jäivät lopulta vähäisiksi, mutta sen välilliset vaikutukset kiinteistöjen kysyntäpuoleen tulivat äkillisesti ja yllättäen, minkä takia erityisesti yhtiöiden strategisen joustavuuden tarve lisääntyi.

Likviditeettiriski on kolmas riskitekijä, jonka merkitys on kasvanut erityisesti viime vuosina. Teorian mukaan kiinteistömarkkinoiden likviditeetissä voi tapahtua suurta vaihtelua

markkinahäiriöiden ja kiinteistömarkkinan vahvan syklisyyden seurauksena. Empiria tukee tätä käsitystä, sillä asiantuntijoiden mukaan kiinteistömarkkinan heikko likviditeetti ja transaktioiden vähäisyys ovat nousseet keskeiseksi haasteeksi viime vuosina. Tämä on aiheuttanut haasteita kiinteistöjen arvonmääritykseen, markkinahavaintojen hyödyntämiseen ja sijoituskohteiden myymiseen. Asiantuntijoiden mukaan likviditeettiriski on noussut merkittäväksi systemaattiseksi riskiksi, joka on vaatinut enemmän painoarvoa riskienhallinnassa.

Osa asiantuntijoista korosti myös kasvavan sääntelyn tuomia haasteita. Teorian mukaan energiatehokkuuteen ja ESG-vaatimukseen liittyvä sääntely on alkanut korostua alalla viime vuosina (ks. Kaleva ym., 2017, 160). Erityisesti asiantuntija A korosti tähän liittyvän sääntelyn haasteellisuutta riskienhallinnan kannalta, koska vaikutukset tulevat pitkällä aikavälillä ja ovat arvaamattomia, sääntelyn ollessa käytännölle vierasta ja teoreettista.

Johtopäätöksenä toiseen tutkimuskysymykseen voidaan täten todeta ulkoisten riskitekijöiden muuttuneen merkittävästi viime vuosina. Erityisesti korkokantariski, inflaatoriski ja likviditeettiriski ovat nousseet keskiöön. Näiden ulkoisten riskitekijöiden kehitystä voidaan empirian valossa ainakin osittain pitää toimintaympäristön haasteiden, kuten korkokantojen nousun, inflaation kiihtymisen ja geopoliittisten jännitteiden seurauksena.

Kolmas tutkimuskysymys pyrki vastaamaan siihen, miten kiinteistösijoitusyhtiöt ovat reagoineet toimintaympäristön haasteisiin ja ovatko yhtiöiden riskienhallintakeinot kehittyneet vastaamaan toimintaympäristön haasteita.

Ulkoisten riskitekijöiden muutoksiin ja toimintaympäristön haasteisiin yhtiöt ovat reagoineet pääasiassa lykkäämällä uusia investointihankkeita ja keskittymällä sen sijaan kassavirtaa tuottaviin kohteisiin. Yhtiöt ovat pitäneet myös jatkuvaa valmiutta reagoida toimintaympäristön haasteiden tuomien mahdollisuuksien hyödyntämiseen. Asiantuntijat näkevätkin markkinan kehittyvän suuntaan, jossa kiinnostavia hankkeita alkaa jälleen ilmaantumaan. Teorian mukaan riskienhallinnan onkin tärkeä keskittyä myös mahdollisuuksien tunnistamiseen ja suotuisten tapahtumien todennäköisyyksien kasvattamiseen (ks. Ilmonen ym., 2022, 11; Lam, 2014, 21).

Empirian perusteella voidaan todeta yhtiöiden reagoineen toimintaympäristön haasteisiin pääasiassa ennakoivalla päätöksenteolla ja olemassa olevien riskienhallintakeinojen painotuksia muuttamalla. Hieman yllättäen asiantuntijoilla vallitsi yhteneväinen näkemys siitä, ettei uusia riskienhallintamenetelmiä tai työkaluja olla otettu käyttöön toimintaympäristön haasteista huolimatta. Asiantuntijoiden mukaan yhtiöiden riskienhallinta on onnistunut hyvin jo niiden aiemmin käyttämällä hallintakeinoilla ja toimintatavoilla, eikä tarvetta uusille työkaluille tai hallintakeinoille ole juurikaan tunnistettu. Toimintaympäristön muutokset ovat kuitenkin asiantuntijoiden mukaan aiheuttaneet muutoksia riskienhallinnan painopisteissä ja ajankäytössä. Asiantuntijoiden mukaan yhtiöiden strateginen joustavuus, pääomarakenteen hallinta ja yhtiön pysyminen tätä kautta rahoitettavana kaikissa tilanteissa ovat korostuneet. Riskienhallinnassa käytetään yhä enemmän aikaa systemaattisten riskien arviointiin ja vaihtoehtoisten skenaarioiden pohdintaan. Vaikkakin siis yhtiöiden riskienhallintaprosessit ovat pysyneet pääasiassa muuttumattomina, ei tämä suinkaan tarkoita, etteikö toimintaympäristössä tapahtuneisiin muutoksiin olisi reagoitu. Vaikkakin riskienhallinnan peruskeinot ovat pysyneet samoina, asiantuntija A:n mukaan energiatehokkuuteen ja kiinteistöjen vähähiilisyteen liittyvän sääntelyn lisääntyminen ja vastuullisuusteemojen kasvu ovat vaikuttaneet yhtiön riskiarvioon. Tämä on johtanut niihin käytettävissä olevien hallintakeinojen kasvuun ja myös uusia hallintakeinoja on otettu käyttöön.

Yhteenvedona voidaan todeta suomalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden hallitsevan kiinteistösijoitusten riskejä monipuolisesti, niiden käytäntöjen heijastaessa teorian sekä toimintaympäristön muutosten asettamia vaatimuksia. Yhtiöiden riskienhallinta on kuitenkin osittain riippuvaista niiden koosta ja resursseista, mikä vaikuttaa riskienhallinnan systemaattisuuteen ja laajuuteen. Asiantuntijat kuitenkin uskoivat riskienhallinnan yhä ammattimaistuvan tulevaisuudessa ja uusien teknologiaan ja tekoälyyn pohjautuvien työkalujen tuovan helpotusta riskien tunnistamiseen, arviointiin ja hallintaan, myös pienempien yhtiöiden resursseilla.

6.2 Tutkielman arviointi

Tutkimusta voidaan pitää onnistuneena, sillä johdannossa asetettuihin tutkimuksen tavoitteisiin päästiin ja tutkimuskysymyksiin saatiin vastaukset hankitun aineiston avulla.

Tutkielman avulla saatiin onnistuneesti lisättyä kiinteistösijoitusten riskien ja riskienhallinnan ymmärrystä ja viime vuosien toimintaympäristön muutosten tuomia haasteita saatiin kuvattua kattavasti. Kuten johdantoluvussa todettiin, oli tutkimuksen aihe hyvin ajankohtainen ja merkityksellinen. Aiheen merkitystä korostivat suuret hallinnoitavat varat, kiinteistöalan valtava työllistävä vaikutus ja viime vuosina vallinnut toimintaympäristön epävarmuus. Tutkielma toimi hyvänä jatkona aiemmalle tutkimukselle ja toi suomalaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden näkemystä ajankohtaiseen aiheeseen, jota on aiemmin käsitelty enemmänkin kansainvälisessä tutkimuksessa. Hyvin toteutetun tutkimuksen piirteisiin kuuluu myös sen luotettavuuden ja merkityksellisyyden arviointi.

Tutkielman luotettavuutta voidaan tarkastella reliabiliteetin ja validiteetin käsitteiden avulla. Reliabiliteetti kuvaa kuinka toistettavia tutkimustulokset ovat. (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 118–120.) Tutkimusta voidaan pitää luotettavana, mikäli useat arvioijat ja tutkijat saavuttaisivat vastaavan suuntaiset tulokset samoja aineistoja ja menetelmiä käyttäen. Myös tutkittaessa samaa ilmiötä useilla eri kerroilla ja saavuttaessa samansuuntaisia tuloksia, pidetään tutkimuksia luotettavina. (Hirsjärvi ym., 2009, 231.) Validiteetti taas kuvaa sitä, onko tutkimuksessa tutkittu sitä, mitä on luvattu tutkia. Tutkimuksen tekijän on tarkasteltava tekemiään valintoja ja päätöksiä jatkuvasti ja pohdittava niiden vaikutuksia tutkimuksen luotettavuuteen. (Tuomi & Sarajärvi, 2018, 118–120.) Validiteetilla tarkoitetaan siis tutkimusmenetelmien sopivuutta, tulosten analyysin tarkkuutta ja tulosten yleistettävyyttä (Saunders ym., 2019, 213–214).

Tutkimuksen reliabiliteetti toteutuu tässä tutkielmassa, sillä luvussa 1.3, pääluvussa 4 ja pääluvussa 5 on kuvattu yksityiskohtaisesti tutkimusmenetelmät, tutkimusaineisto, aineistonkeruumenetelmät, aineistonkeruun toteutus, aineiston sisältö sekä aineiston analyysi. Tutkielma olisi siis toistettavissa toisen tutkijan toimesta, jolloin hän päätyisi samansuuntaisiin tuloksiin, mikäli aineisto ja tutkielman toteutus olisivat samat.

Tutkielman aineistonkeruu päätettiin toteuttaa aineistotriangulaatiota hyödyntäen, eli tutkimusaineisto koostui useammasta aineistolähteestä, jotka olivat sekundääriaineistona hankitut yritysten riskienhallintaa koskevat raportit sekä puolistrukturoidut asiantuntijahaastattelut. Nämä aineistonkeruumenetelmät olivat tutkimuksen aiheen kannalta hyvin soveltuvat. Kuten johdannossa todettiin, oli aineistotriangulaatio tutkielman

toteutuksen kannalta perusteltua, sillä tavoitteena oli saada mahdollisimman monipuolinen kuva tutkittavasta ilmiöstä yhdistelemällä useita aineistolähteitä. On kuitenkin mahdollista, että lyhentämällä sekundääriaineiston laajuutta ja lisäämällä haastateltavien asiantuntijoiden määrää sekä muuttamalla haastattelurunkoja olisi voitu saada erilaisia vastauksia tutkittavasta aiheesta. On myös mahdollista, että haastateltavilta asiantuntijoilta on saattanut jäädä aiheesta jotain mainitsematta.

Reliabiliteetin ja validiteetin käsitteiden käyttö kohtaavat myös kritiikkiä laadullisen tutkimuksen arvioinnissa, sillä käsitteet on luotu vastaamaan kvantitatiivisen tutkimuksen tarpeita (Saunders ym., 2019, 216–218; Tuomi & Sarajärvi, 2018, 118–120). Esimerkiksi reliabiliteetin ongelmaksi todetaan laadullisessa tutkimuksessa toistettavuuden vaikeus ja tarkoituksenmukaisuus. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa tutkimuskohteet usein muuttuvat ajansaatossa ja tutkimuskohteiden monimutkaisuus asettaa haasteita tutkimuksen toistettavuudelle (Saunders ym., 2019, 449).

Laadullisen tutkimuksen arviointiin onkin käytettävissä muitakin näkökulmia. Tutkielman luotettavuuden arviointiin ei olekaan yksiselitteistä ohjetta ja yksi tapa luotettavuuden arviointiin on tutkimuksen johdonmukaisuuden arviointi. Tutkimuksen johdonmukaisuudella tarkoitetaan sen sisäistä koherenssia, jota voidaan arvioida vertaamalla tutkimuksen eri osaluokkien keskinäistä suhdetta. (Saunders ym., 2019; Tuomi & Sarajärvi, 2018, 122–123.)

Tutkimuksen kohde oli kiinteistösijoitusten riskit ja riskienhallinta, ja aihetta rajattiin koskemaan suomalaisia julkisia kiinteistösijoitusyhtiöitä. Kiinteistöala on Suomessa erittäin suuri toimiala ja kiinteistösijoitusala on tärkeä osa tätä suurempaa toimialaa. Lisäksi kiinteistösijoitusten kannattavuus ja kiinteistösijoitusyhtiöt ovat olleet viime vuosina toistuvan uutisoinnin aiheena. Kiinteistösijoitukset ovat kirjallisuudessa aliedustettuja muihin sijoitusluokkiin, kuten osake- ja korkosijoituksiin nähden. Viime vuosien toimintaympäristön haasteet ovat tehneet alan riskienhallinnan oikeaoppisesta toteutuksesta yhä tärkeämpää.

Tutkimuksen onnistumisessa keskeistä oli kattavan teoriapohjan muodostaminen tutkittavasta aiheesta. Kiinteistösijoitusten riskienhallintaan ei ole yhtä kattavaa kotimaista tai ulkomaista kirjallisuusteosta tai tutkimusta, mikä tarkoitti, että laadukkaan teoriaosion aikaansaamiseksi teoriaa tuli muodostaa niin riskienhallinnan ja kiinteistösijoitusalan

perinteisistä teoksista kuin myös aiheita yhdistelevistä tutkimuksista. Ensimmäisen empiriaosion aineisto analysoitiin tutkimuskysymyksiä ja teoriapohjaa hyödyntäen. Toisen empiriaosion haastattelurunko heijasti myös tutkimuskysymyksiä ja tutkimuksen teoriapohjaa. Näin saatiin koottua tutkimuksesta johdannonmukainen ja eheästi rakentuva kokonaisuus.

Näiden perusteluiden valossa voidaan tutkimusta pitää luotettavana ja johdonmukaisena kokonaisuutena. Tutkimus tarjoaa lukijoilleen ajantasaista tietoa kiinteistösijoitusten riskeistä ja riskienhallinnasta sekä ulkoisten riskitekijöiden muutoksista. Lisäksi tutkielma tarjoaa tietoa toimintaympäristön haasteista ulkoisten riskitekijöiden aiheuttajina ja riskienhallintakeinojen kehityksestä näihin haasteisiin vastaamiseksi.

6.3 Lopuksi

Kiinteistösijoitusten riskit ja riskienhallinta on varsin laaja aihe, joten sen parissa riittää vielä tutkittavaa. Ilmeinen jatkotutkimusaihe olisi tutkia kiinteistösijoitusten riskienhallintaa muiden ammattimaiseen kiinteistösijoitusmarkkinaan lukeutuvien toimijoiden, kuten ulkomaisten sijoittajien, sijoitusrahastojen tai institutionaalisten sijoittajien näkökulmasta. Tutkimuksessa nousi esiin myös kiinteistösijoitusalan ja kiinteistömarkkinan vanhanaikaisuus. Teknologian ja tekoälyn hyödyntäminen kiinteistösijoittamisessa ja sen riskienhallinnassa voisi tarjota uusia mahdollisuuksia sen tehostamiseen ja mahdollisten kilpailuetujen saavuttamiseen. Tulevaisuudessa voitaisiinkin tutkia tekoälyn ja suurten datamäärien hyödyntämistä kiinteistösijoitusten riskienhallintaan.

Toinen tutkimuksessa esille noussut aihe oli kasvavan sääntelyn vaikutus kiinteistösijoitusyhtiöiden riskienhallintaan. Asiantuntijat tunnistivat kasvavan sääntelyn merkittäväksi haasteeksi alalle ja sen vaikutukset voivat keskittää alaa suuremmille toimijoille, joilla on resurssit vastata sääntelyn vaatimuksiin. Jatkotutkimus voisi keskittyä sääntelyn vaikutuksiin kiinteistösijoitusyhtiöiden toimintaan, kilpailuun ja riskienhallintastrategioihin. Myös vastuullisuusteemat ovat kiinteistösijoitusosalalla kasvava puheenaihe ja vähähiilisen rakentamisen lisääntyminen sekä tiukentuvat energiatehokkuusvaatimukset asettavat lisähaasteita, mutta myös kilpailuetuja alalle. Yhtä lailla näihin aiheisiin keskittyvälle jatkotutkimukselle olisi nähtävissä tarvetta.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuuslähteet:

Aven, T. (2007). A unified framework for risk and vulnerability analysis covering both safety and security. *Reliability engineering & System safety*, 92(6), 745–754.

Aven, T. (2010). On how to define, understand and describe risk. *Reliability Engineering & System Safety*, 95(6), 623–631.

Aven, T., & Renn, O. (2009). On risk defined as an event where the outcome is uncertain. *Journal of risk research*, 12(1), 1–11.

Balemi, N., Füss, R., & Weigand, A. (2021). COVID-19's impact on real estate markets: Review and outlook. *Financial Markets and Portfolio Management*, 1–19.

Barras, R. (1994). Property and the economic cycle: Building cycles revisited. *Journal of Property Research*, 11(3), 183–197.

Baum, Andrew., & Hartzell, David. (2012). *Global property investment: Strategies, structures, decisions*. Wiley-Blackwell.

Brueggeman, W. B., & Fisher, J. D. (2019). *Real estate finance and investments* (Sixteenth edition, international student edition). McGraw-Hill Education.

Cabinet Office. (2002). *Risk: Improving government's capability to handle risk and uncertainty*. Cabinet Office.

Caldara, D., & Iacoviell, M. (2022). Measuring Geopolitical Risk. *The American Economic Review*, 112(4), 1194–1225.

Clayton, J., Giliberto, S. M., Gordon, J., Hudson-Wilson, S., Fabozzi, F. J., & Liang, Y. (2009). Real estate's evolution as an asset class. *Journal of Portfolio Management*, 35(5), 4–22.

Clayton, J., Fabozzi, F. J., Giliberto, S. M., Gordon, J. N., Hudson-wilson, S., Hughes, W., Liang, Y., Mackinnon, G., & Mansour, A. (2011). The changing face of real estate investment management. *Journal of Portfolio Management*, 37(5), 12–23.

Demong, N. A. R., & Lu, J. (2012). Risk-Based Decision Making Framework for Investment in the Real Estate Industry. Teoksessa *Handbook on Decision Making* (Vsk. 33, ss. 259–283). Springer Berlin Heidelberg.

Donner, S. M. (2010). Risk management in the aftermath of lehmann brothers-results from a survey among German and international real estate investors. *Journal of Property Research*, 27(1), 19–38. Scopus.

Eskola, J., & Suoranta, J. (1998). *Johdatus laadulliseen tutkimukseen* (4. p). Vastapaino.

Giannotti, C., & Mattarocci, G. (2008). Risk diversification in a real estate portfolio: Evidence from the Italian market. *Journal of European Real Estate Research*, 1(3), 214–234.

Goddard, G. J., & Marcum, B. (2012). *Real estate investment: A value based approach* (1., st Edition). Springer.

Gupta, A., & Newell, G. (2021). *A real estate portfolio management risk assessment framework for nonlisted real estate funds in India*. *Property Management*, 39(1), 85–106.

Harrington, S., & Niehaus, G. (1999). *Risk Management and Insurance*. McGraw-Hill.

Hirsjärvi, Sirkka., Remes, Pirkko., & Sajavaara, Paula. (2009). *Tutki ja kirjoita* (15. uud. p.). Tammi.

Hoesli, M., & MacGregor, B. D. (2000). *Property Investment: Principles and Practice of Portfolio Management* (1. p.). Routledge.

Puusa, A., Juuti, P., & Aaltio, I. (2020). *Laadullisen tutkimuksen näkökulmat ja menetelmät*. Gaudeamus.

Hopkin, P. (2018). *Fundamentals of Risk Management: Understanding, Evaluating and Implementing Effective Risk Management* (Fifth edition.). Kogan Page, Limited.

Hudson-Wilson, S., Fabozzi, F. J., & Gordon, J. N. (2003). Why Real Estate? *Journal of Portfolio Management*, 29(5), 12–27.

Huffman, F. E. (2003). Corporate real estate risk management and assessment. *Journal of Corporate Real Estate*, 5(1), 31–41.

Ilmonen, I., Kallio, J., Koskinen, J., & Rajamäki, M. (2022). *Johda riskejä: Käytännön opas yrityksen riskienhallintaan*. Finva Finanssi- ja vakuutuskustannus.

Juvonen, M., Koskensyrjä, M., Kuhanen, L., Ojala, V., Pentti, A., Porvari, P., & Talala, T. (2014). *Yrityksen riskienhallinta*. Finanssi ja vakuutuskustannus FINVA.

Kaiser, R., & Clayton, J. (2008). Assessing and managing risk in institutional real estate investing. *Journal of real estate portfolio management*, 14(4), 287–306.

Kaleva, H., Oikarinen, E., & Soutamo, M. (2017). *Kiinteistösijoittaminen*. KTI Kiinteistötieto Oy.

Kallunki, J.-P., Martikainen, M., & Niemelä, J. E. (2019). *Ammattimainen sijoittaminen* (8., uudistettu painos.). Alma Talent.

Kaplan, S. (1991). Risk assessment and risk management—basic concepts and terminology. *Risk management: Expanding horizons in nuclear power and other industries*, 11–28.

Kaplan, S., & Garrick, B. J. (1981). On The Quantitative Definition of Risk. *Risk Analysis*, 1(1), 11–27.

Keeris, W. G. (2008). A different look on risks by property investments. *Journal of European Real Estate Research*, 1(2), 151–161.

Kiiras, J., & Tammilehto, S. (2014). Kiinteistökehitys: Käsitteet, markkinat, prosessit, talous ja riskit. Markkinointi, rakennuttaminen ja suunnittelu. Tuotteistus, muuntojousto ja kaavoitusyhteistyö. Kiinteistöalan Kustannus.

Koskinen, L. (2018). *Riskienhallinta ja tietämyksen tasot*. Teoksessa: Ahteensivu, A., Koskinen, L., Kulmala, J., Havakka, P. *Riskienhallinnan ajankohtaisia teemoja*. Tampere University Press.

Kuusela, H., & Ollikainen, R. (2005). Riskit ja riskienhallinta-ajattelu. Teoksessa *Riskit ja riskienhallinta*. Tampere University Press.

Lam, J. (2014). *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls, 2nd Edition*. Wiley.

Leväinen, K. I. (2013). Kiinteistö- ja toimitilajohtaminen. Otatieto.

Lowrance, W. W. (1976). *Of acceptable risk: Science and the determination of safety*. Kaufmann.

Mueller, G. R. (1999). Real Estate Rental Growth Rates at Different Points in the Physical Market Cycle. *The Journal of Real Estate Research*, 18(1), 131–150.

Rejda, G., & Mcnamara, M. (2014). *Principles of Risk Management and Insurance*. Person.

Renn, O. (2005). Risk governance. White paper no. 1. *International Risk Governance Council, Geneva*.

Rosa, E. A. (1998). Metatheoretical foundations for post-normal risk. *Journal of risk research*, 1(1), 15–44.

Rosa, E. A. (2003). The logical structure of the social amplification of risk framework (SARF): Metatheoretical foundations and policy implications. *The social amplification of risk*, 47, 47–49.

Saunders, M. N. K., Thornhill, A., & Lewis, P. (2019). *Research methods for business students* (Eighth Edition.). Pearson Education.

Sharif, A., Aloui, C., & Yarovaya, L. (2020). *COVID-19 pandemic, oil prices, stock market, geopolitical risk and policy uncertainty nexus in the US economy: Fresh evidence from the wavelet-based approach*. International Review of Financial Analysis.

Suominen, A. (2005). Kokonaisvaltainen riskienhallinta yrityksen suojajärjestelmänä. Teoksessa H. Kuusela & R. Ollikainen (Toim.), *Riskit ja riskienhallinta*. Tampere University Press.

Thompson, B., & Thomas, M. (2008). Property Derivatives. *The Institutional Real Estate Letter Europe*, 2, 25–26.

Tuomi, J., & Sarajarvi, A. (2018). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Tammi.

Yudaruddin, R., & Lesmana, D. (2024). The market reaction of real estate companies to the announcement of the Russian–Ukrainian invasion. *Journal of European Real Estate Research*, 17(1), 102–122.

Zio, E. (2007). *An introduction to the basics of reliability and risk analysis* (Vsk. 13). World scientific.

Muut lähteet:

Citycon Oyj. (2021a). *Taloudellinen katsaus 2020*. Viitattu 6.1.2025. https://www.citycon.com/sites/default/files/material/citycon_taloudellinen_katsaus_2020_0.pdf

Citycon Oyj. (2021b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2020*. Viitattu 6.1.2025. https://www.citycon.com/sites/default/files/material/citycon_selvitys_hallinnointi-ja_ohjausjarjestelmasta_2020.pdf

Citycon Oyj. (2022a). *Taloudellinen katsaus 2021*. Viitattu 6.1.2025. <https://www.citycon.com/sites/default/files/material/citycon-taloudellinen-katsaus-2021.pdf>

Citycon Oyj. (2022b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021*. Viitattu 6.1.2025. <https://www.citycon.com/sites/default/files/material/citycon-selvitys-hallinto-ja-ohjausjarjestelmasta-2021.pdf>

Citycon Oyj. (2023a). *Taloudellinen katsaus 2022*. Viitattu 6.1.2025. https://www.citycon.com/sites/default/files/material/Citycon_Taloudellinen_katsaus_2022.pdf

Citycon Oyj. (2023b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2022*. Viitattu 6.1.2025. https://www.citycon.com/sites/default/files/material/Citycon_Selvitys_hallinto_ja_ohjausjarjestelmasta_2022.pdf

Citycon Oyj. (2024a). *Taloudellinen katsaus 2023*. Viitattu 6.1.2025. https://www.citycon.com/sites/default/files/material/Citycon_Tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s%202023.pdf

Citycon Oyj. (2024b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2023*. Viitattu 6.1.2025. https://www.citycon.com/sites/default/files/material/Citycon_Selvitys%20hallinto-%20ja%20ohjausj%C3%A4rjestelm%C3%A4st%C3%A4%202023.pdf

Hellström, J. (01/2025). *Jo 8 kiinteistörahastoa on nyt keskeyttänyt lunastuksensa – Lisää voi olla luvassa*. Kauppalehti. Viitattu 27.3.2025. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/jo-8-kiinteistorahastoa-on-nyt-keskeyttanyt-lunastuksensa-lisaa-voi-olla-luvassa/c1672554-1239-4865-be13-26ed30a7048f>

International Organization for Standardization (ISO). (2002). *Risk management vocabulary*. ISO/IEC Guide 73.

Investors House Oyj. (2021a). *Tilinpäätös ja toimintakertomus 2020*. Viitattu 19.12.2024. <https://storage.googleapis.com/ir-pages-assets-fi/investorhouse/documents/Vuosikertomukset/Investors%20House%20Oyj%20Tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s%20ja%20Toimintakertomus%202020.pdf>

Investors House Oyj. (2021b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2020*. Viitattu 19.12.2024. <https://storage.googleapis.com/ir-pages-assets-fi/investorhouse/documents/Corporate%20Governance/Investors%20House%20Oyj%20Selvitys%20hallinnointi%20ja%20ohjausj%C3%A4rjestelm%C3%A4st%C3%A4%202020.pdf>

Investors House Oyj. (2022a). *Tilinpäätös ja toimintakertomus 2021*. Viitattu 19.12.2024. <https://www.investorhouse.fi/files/documents/investors-house-oyj-tilinpaatos-ja-toimintakertomus-2021.pdf>

Investors House Oyj. (2022b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021*. Viitattu 19.12.2024. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/8e96c9fa-bda7-4496-8a8c-ee762eec52f7>

Investors House Oyj. (2023a). *Tilinpäätös ja toimintakertomus 2022*. Viitattu 19.12.2024. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/e26801b5-1d76-47b2-aeda-03fda960e22e>

Investors House Oyj. (2023b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2022*. Viitattu 19.12.2024. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/bbc253d4-4430-464f-9263-075540e328cb>

Investors House Oyj. (2024a). *Tilinpäätös ja toimintakertomus 2023*. Viitattu 19.12.2024. <https://www.investorhouse.fi/files/documents/investors-house-oyj-tilinpaatos-ja-toimintakertomus-2023.pdf>

Investors House Oyj. (2024b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2023*. Viitattu 19.12.2024. <https://www.investorhouse.fi/files/documents/investors-house-oyj-selvitys-hallinnointi-ja-ohjausjarjestel.pdf>

IRM. (2002). *A Risk Management Standard*. The Institute of Risk Management.

Järvenpää, M., Koskinen, K., & Voutilainen, V. (2023). *Kiinteistöalan luottoriskit kasvussa haastavassa toimintaympäristössä*. Suomen Pankki, Euro & Talous. Viitattu 21.10.2024 <https://www.eurojatalous.fi/fi/2023/artikkelit/kiinteistoalan-luottoriskit-kaavussa-haastavassa-toimintaymparistossa/>

Kiinteistönmuodostamislaki, 554/1995.

Kojamo Oyj. (2021a). *Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2020*. Viitattu 27.12.2024. <https://kojamo.fi/wp-content/uploads/2021/02/1374809.pdf>

Kojamo Oyj. (2021b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2020*. Viitattu 27.12.2024. <https://kojamo.fi/wp-content/uploads/2021/02/89f73de0c7306196.pdf>

Kojamo Oyj. (2022a). *Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2021*. Viitattu 27.12.2024. <https://kojamo.fi/wp-content/uploads/2021/02/1374809.pdf>

Kojamo Oyj. (2022b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021*. Viitattu 27.12.2024. <https://kojamo.fi/wp-content/uploads/2022/02/Kojamo-Selvitys-hallinto-ja-ohjausjarjestelmasta-2021.pdf>

Kojamo Oyj. (2023a). *Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2022*. Viitattu 27.12.2024. <https://mb.cision.com/Main/18367/3715144/1849536.pdf>

Kojamo Oyj. (2023b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2022*. Viitattu 27.12.2024. <https://kojamo.fi/wp-content/uploads/2023/02/selvitys-hallinto-ja-ohjausjarjestelmasta-2022.pdf>

Kojamo Oyj. (2024a). *Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2023*. Viitattu 27.12.2024. <https://kojamo.fi/wp-content/uploads/2024/02/hallituksen-toimintakertomus-ja-tilinpaatos-2023.pdf>

Kojamo Oyj. (2024b). *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2023*. Viitattu 27.12.2024. <https://kojamo.fi/wp-content/uploads/2024/02/selvitys-hallinto-ja-ohjausjarjestelmasta-2023.pdf>

KTI Kiinteistötieto Oy. (2020). *Koronakriisin vaikutus kiinteistö- ja rakennusalaan*. KTI Kiinteistötieto Oy. Viitattu 4.10.2024. <https://kti.fi/koronakriisi-vaikuttaa-kiinteistosijoittamiseen-tilankayttoon-ja-alan-markkinakaytantoihin/>

KTI Kiinteistötieto Oy. (2021). *The Finnish Property Market 2021*. KTI, Markkinaraportit ja katsaukset, Uudet julkaisut. Viitattu 6.11.2024 <https://kti.fi/markkinaraportit-ja-katsaukset/>

KTI Kiinteistötieto Oy. (2023a). *KTI Markkinakatsaus | Kevät 2023*. KTI, Markkinaraportit ja katsaukset, Uudet julkaisut. Viitattu 4.11.2024 <https://kti.fi/markkinaraportit-ja-katsaukset/>

KTI Kiinteistötieto Oy. (2023b). *The Finnish Property Market 2023*. KTI, Markkinaraportit ja katsaukset, Uudet julkaisut. Viitattu 4.10.2024. <https://kti.fi/markkinaraportit-ja-katsaukset/>

KTI Kiinteistötieto Oy. (2023c). *Mista KiRa-ala puhuu 2023: Muuttuva kiinteistörahoitus*. KTI, Markkinaraportit ja katsaukset, Uudet julkaisut. Viitattu 5.10.2024. <https://view.taiqa.com/kti/mista-kira-ala-puhuu-2023-muuttuva-kiinteistorahoitus#/page=2>

KTI Kiinteistötieto Oy. (2024a). *KTI Vastuullinen kiinteistöliiketoiminta 2024*. KTI, Markkinaraportit ja katsaukset, Uudet julkaisut. Viitattu 5.10.2024. <https://view.taiqa.com/kti/kti-vastuullinen-kiinteistoliiketoiminta-2024#/page=12>

KTI Kiinteistötieto Oy. (2024b). *KTI Markkinakatsaus | Kevät 2024*. KTI, Markkinaraportit ja katsaukset, Uudet julkaisut. Viitattu 5.10.2024. <https://kti.fi/markkinaraportit-ja-katsaukset/>

KTI Kiinteistötieto Oy. (2024c). *The Finnish Property Market 2024*. KTI, Markkinaraportit ja katsaukset, Uudet julkaisut. Viitattu 7.11.2024 <https://kti.fi/markkinaraportit-ja-katsaukset/>

Laitinen, J. (01/2025). *Suuret kiinteistörahastot estävät kilpaa rahojen nostoja – Rajoituksia tehneissä rahastoissa 4,5 miljardia euroa*. Helsingin Sanomat. Viitattu 27.3.2025. <https://www.hs.fi/talous/art-2000010953086.html>

Newsec. (2024a). *Impact of sustainability performance on property values*. Viitattu 6.11.2024. <https://www.newsec.fi/insights/articles/impact-sustainability-performance-property-values>

Newsec. (2024b). *Newsecin kiinteistömarkkinakatsaus syksy 2024*. Newsec. Viitattu 6.11.2024. <https://www.newsec.fi/insights/reports/newsecin-kiinteistoe-markkinakatsaus-syksy-2024>

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj. (2021a) *Hallituksen toimintakertomus ja konsernitilinpäätös 2020*. Viitattu 12.12.2024. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/69719b97-f674-46bb-a842-1015f446ffe2>

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj. (2021b) *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2020*. Viitattu 12.12.2024. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/c7001671-a47d-488e-9744-b398d3f6b34b>

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj. (2022a) *Hallituksen toimintakertomus ja konsernitilinpäätös 2021*. Viitattu 12.12.2024 <https://sijoittajat.ovaro.fi/files/documents/hallituksen-toimintakertomus-ja-konsernitilinpaaotos-2021.pdf>

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj. (2022b) *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021*. Viitattu 12.12.2024. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/92cbb19a-8f2e-4746-a0cd-c2ba07243d8c>

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj. (2023a) *Hallituksen toimintakertomus ja konsernitilinpäätös 2022*. Viitattu 12.12.2024. <https://sijoittajat.ovaro.fi/files/documents/hallituksen-toimintakertomus-ja-konsernitilinpaaotos-2022.pdf>

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj. (2023b) *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2022*. Viitattu 12.12.2024. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/6055642d-3779-43f7-bdea-815f47bb7eea>

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj. (2024a) *Hallituksen toimintakertomus ja konsernitilinpäätös 2023*. Viitattu 12.12.2024. <https://sijoittajat.ovaro.fi/files/documents/hallituksen-toimintakertomus-ja-konsernitilinpaaotos-2023.pdf>

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj. (2024b) *Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2023*. Viitattu 12.12.2024. <https://sijoittajat.ovaro.fi/files/documents/selvitys-hallinnointi-ja-ohjausjarjestelmasta-2023.pdf>

Rakli. (2024a). *Kiinteistösijoittaminen luo pohjan kansallisvarallisuudelle* (Kiinteistösijoittaminen). Rakli; Etusivu. Viitattu 6.11.2024. <https://www.rakli.fi/kiinteistosijoittaminen/>

Rakli. (2024b). *Kiinteistökauppa hiljentynyt, mutta odotukset positiivisia—Vuokrat maltillisessa nousussa*. Rakli. Viitattu 6.11.2024. <https://www.rakli.fi/rakli-tiedottaa/kiinteistokauppa-hiljentynyt-mutta-odotukset-positiivisia-vuokrat-maltillisessa-nousussa/>

SFS-ISO 31000. (2018). *Riskienhallinta. Ohjeet*. Suomen Standardisoimisliitto SFS ry. Suominen, A. (2005). Kokonaisvaltainen riskienhallinta yrityksen suojajärjestelmänä.

S&P Global. (2024). *Top Geopolitical Risks of 2024*. Research & Insights, Market Insights, Geopolitical Risk. Viitattu 13.2.2025 <https://www.spglobal.com/en/research-insights/market-insights/geopolitical-risk>

Vuori, V. (06/2024). *Uusi kiinteistösykli lähestyy*. Newsec. Viitattu 6.11.2024 <https://www.newsec.fi/insights/articles/uusi-kiinteistositykli-lahestyy>

Henkilölähteet:

Asiantuntija A. Haastattelu 17.1.2025

Asiantuntija B. Haastattelu 23.1.2025

Asiantuntija C. Haastattelu 24.1.2025

LIITTEET

Liite 1: Haastattelurunko

Taustatiedot

- Mikä on tehtävänimikkeesi ja roolisi yrityksessä?
- Kuinka kauan olet työskennellyt kiinteistösijoitusten parissa ja millaisia tehtäviä olet hoitanut?

Kiinteistösijoitusten riskienhallinta

- Onko yhtiöllänne vakiintunut riskienhallintaprosessi?
 - Jos, kyllä niin mitkä ovat sen pääasialliset vaiheet?
- Mitkä ovat mielestäsi kiinteistösijoitusten merkittävimmät riskit?
 - Kuinka tunnistatte ja arvioitte näitä riskejä?
 - Priorisoidaanko tunnistettuja riskejä?
- Mitä keinoja käytätte riskien hallitsemiseksi?
- Miten arvioitte riskienhallintakeinojen tehokkuutta?

Ulkoisen toimintaympäristön vaikutukset

- Miten viime vuosien ulkoisen toimintaympäristön muutokset ovat vaikuttaneet yhtiönne kiinteistösijoituksiin (esim. koronapandemia, geopoliittiset jännitteet, korkojen ja inflaation nousu)?
 - Miten nämä toimintaympäristön muutokset ovat vaikuttaneet kiinteistösijoituksiin liittyviin riskeihin?
- Miten yrityksenne on sopeutunut näihin muutoksiin?
 - Oletteko tehneet muutoksia riskienhallintakäytännöissänne näiden muutosten seurauksena?
- Onko jokin tietty ulkoinen tekijä ollut erityisen haastava riskienhallinnan näkökulmasta?

Riskienhallintakeinojen kehitys

- Miten riskienhallintakeinot ovat kehittyneet yrityksessänne viime vuosina?
 - Mitkä tekijät ovat vaikuttaneet näiden keinojen kehitykseen?
- Oletteko ottaneet käyttöön uusia riskienhallintamenetelmiä ja/tai -työkaluja?
 - Jos kyllä, niin millaisia ja miksi?
- Miten näette riskienhallinnan kehittyvän tulevaisuudessa?

- Mitä uusia haasteita tai mahdollisuuksia odotatte tulevaisuudessa?

Lopetus

- Onko jotain lisättävää tai mainittavaa, mikä voisi täydentää keskusteluumme kiinteistösijoitusten riskeistä ja riskienhallinnasta?