

Sisällys

1	Keskeiset havainnot	1
2	Teema-arvion tausta	2
2.1	Taustatietoa teema-arviosta	2
2.2	Taustatietoa kiinteistöihin sijoittavista erikoissijoitusrahastoista	3
2.2.1	Taustaa kiinteistörahastomarkkinan kehityksestä	3
2.2.2	Taustaa teema-arvioon osallistuneista rahastoista	5
3	Arvonmäärityspolitiikka ja -menettelyt	6
3.1	Arvonmäärityspolitiikan ja -menettelyn sisältö	6
3.2	Arvonmäärityspolitiikan ja -menettelyn uudelleentarkistus	8
4	Arvonmääritys	9
4.1	Arvonmäärityksen aikaväli	10
4.2	Arvonmääritykseen liittyvät vastuualueet ja roolit	10
4.3	Kiinteistönarvioitsijan käyttö ja kiinteistön arviointi	12
4.4	Arvonmäärityksen johdonmukaisuus ja arvonmääritysmenetelmät	12
5	Likviditeetin hallinta ja stressitestit	16
5.1	Likviditeetin hallinta	16
5.2	Stressitestien oletukset ja skenaariot	17
6	Jatkotoimenpiteet	19

1 Keskeiset havainnot

Teema-arvion keskeisimmät havainnot ovat:

Arvonmääritysprosessin dokumentoinnissa on kehitettävää:

- Yleisesti ottaen dokumentoinnin taso oli erittäin vaihtelevaa.
- Vain muutamalla yhtiöllä oli arvonmääritysprosessi dokumentoitu sääntelyn vaatimalla yksityiskohtaisella tasolla.
- Kuudelta rahastolta puuttui kokonaan erillinen rahastokohtainen arvonmäärityspolitiikka.
- Kaikki yhtiöt eivät olleet tarkastaneet uudelleen arvonmäärityspolitiikkaansa sääntelyn mukaisesti.

Yhtiöillä tulee olla nykyistä selkeämmät toimintamallit arvonmääritykseen:

- Osalle vastuujako kiinteistönarvioitsijan ja yhtiön välillä oli epäselvä.
- Kaikkien yhtiöiden kohdalla ei voitu varmistua siitä, että salkunhoitajan riippumattomuus säilyi täysin arvonmäärityksen yhteydessä.
- Useamman yhtiön kohdalla ei voitu varmistua siitä, että arvonmääritysmenetelmiä sovelletaan johdonmukaisesti.
- Vain kolme yhtiötä oli vertaillut kiinteistönarvioitsijan ilmoittamia arvoja omiin laskelmiinsa tai validoi kiinteistönarvioitsijan käyttämiä tietoja.

Usealla kiinteistörahastolla on puutteita stressitesteissä:

- Kaikista rahastoista ei oltu tehty sääntelyn edellyttämiä stressitestejä: Kaikki yhtiöt eivät olleet tehneet numeerisia stressitestejä eivätkä analysoineet markkinariskejä riittävällä tasolla.
- Finanssivalvonta katsoo, että stressitesteissä simuloidaan useampaa eri oletusta samaan aikaan: esimerkiksi samanaikainen markkinoiden lasku ja poikkeuksellisen suuret euromääräiset lunastukset.

Rahastojen nykyiset hyvät toimintatavat:

- Kaikki yhtiöt käyttävät ulkopuolista kiinteistönarvioitsijaa tai validoitua arvonmääritysmallia.
- Useimmat yhtiöt analysoivat kiinteistönarvioitsijan ilmoittamia arvoja vertailemalla niitä aikaisempiin arvoihin ja toteutuneisiin kauppahintoihin.
- Rahastojen säännöt mahdollistavat useamman likviditeetinhallintavälineen käytön, jos markkinatilanne niitä vaatii.

2 Teema-arvion tausta

2.1 Taustatietoa teema-arviosta

Finanssivalvonta keräsi toukokuussa 2019 tietoja kotimaisten kiinteistöihin sijoittavissa erikoissijoitusrahastoissa (jatkoksa kiinteistörahastot) seuraavista aihealueista:

- arvonmäärityspolitiikan ja -menettelyn dokumentointi ja päivittäminen
- kiinteistöjen arvonmäärityksen vastuualueet, roolit ja menetelmät
- likviditeetinhallinta ja stressitestit

Teema-arvion kysymysten ja selvityksen pääpaino oli arvonmäärityskysymyksissä. Teema-arviossa arviointiin lisäksi kiinteistörahastojen likviditeetinhallintaan ja stressitesteihin liittyviä toimintatapoja. Niiden osalta selvitettiin likviditeetinhallintavälineitä, niiden käyttöä ja stressitestien oletusten ja tulosten dokumentointia.

Erikoissijoitusrahastot ovat ns. avoimia rahastoja (open ended) tarkoittaen, että yhtiön on laskettava rahaston osuuksia liikkeelle ja lunastettava niitä kiinteistörahaston säännöissä määrättyinä ajankohtina.

Kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja koskeva keskeinen sääntely¹ pohjautuu vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin ja osittain myös kiinteistörahastolakiin. Sääntelyssä määritetään yksityiskohtaisesti arvonmääritysprosessi ja siihen liittyvä dokumentointi ja sen päivittäminen. Lisäksi sääntelyssä määritetään yksityiskohtaisesti myös vaihtoehtorahastoja koskevan maksuvalmiuden hoitaminen sekä siihen liittyvä likviditeetinhallinta ja stressitestit. AIFML:ssa todetaan, että kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen on lisäksi noudatettava mitä kiinteistörahastolaissa säädetään varojen sijoittamisesta, luotonotosta, omaisuuden arvostamisesta ja arvioinnista sekä kiinteistönarvioitsijasta ja kiinteistöarvioinnista.²

¹ AIFML (Vaihtoehtorahastojen hoitajista annettu laki 162/2014), AIFM-asetus (Komission delegoitu asetus N:o 231/2013, annettu 19 päivänä joulukuuta 2012, ja KRL (Kiinteistörahastolaki 1173/1997).

Erikoissijoitusrahastoja koskeva sääntely siirrettiin sijoitusrahastolaista vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin 1.3.2019.

² KRL:n 18 §:n mukaan kiinteistörahaston on arvostettava muussa kuin omassa käytössä olevat kiinteistöt taseessaan käypään arvoon sekä hankittava ja julkistettava omistamistaan kiinteistöistä ja muista kuin julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevista kiinteistöarvopapereista riippumattoman ja ulkopuolisen, Keskuskauppakamarin hyväksymän arvioitsijan (kiinteistönarvioitsija) arvio.

Arvonmääritystä koskevan sääntelyn tavoitteena on varmistaa, että rahaston varojen arvo on määritelty johdonmukaisesti ja asianmukaisesti.³ Arvonmäärityksen järjestäminen rippumattomaksi salkunhoidosta on keskeistä näiden tavoitteiden turvaamiseksi ja eturistiriitojen välttämiseksi. Likviditeetinhallintaa koskevan sääntelyn tavoitteena on varmistaa, että lunastukset voidaan hoitaa sijoittajille ennakkoon luvattuna ajankohtana.

Lisäksi säilytysyhteisöllä ja tilintarkastajalla on omat velvollisuutensa liittyen rahaston arvonmääritykseen. Säilytysyhteisön tehtävä on varmistua, että rahaston arvo lasketaan lain ja sääntöjen mukaisesti. Tilintarkastajan on vähintään vuosittain tarkastettava rahasto-osuuden arvonlaskennan oikeellisuus sekä tarkastettava kalenterivuoden viimeisen arvonlaskentapäivän arvo, jolle sijoitusrahaston arvot on laskettu.

Kysely lähetettiin 13 vaihtoehtorahaston hoitajalle (jatkossa yhtiölle) koskien 21 suomalaista kiinteistöihin sijoittavaa erikoissijoitusrahastoa. Vastaukset saatiin kaikilta yhtiöiltä.

2.2 Taustatietoa kiinteistöihin sijoittavista erikoissijoitusrahastoista

2.2.1 Taustaa kiinteistörahastomarkkinan kehityksestä

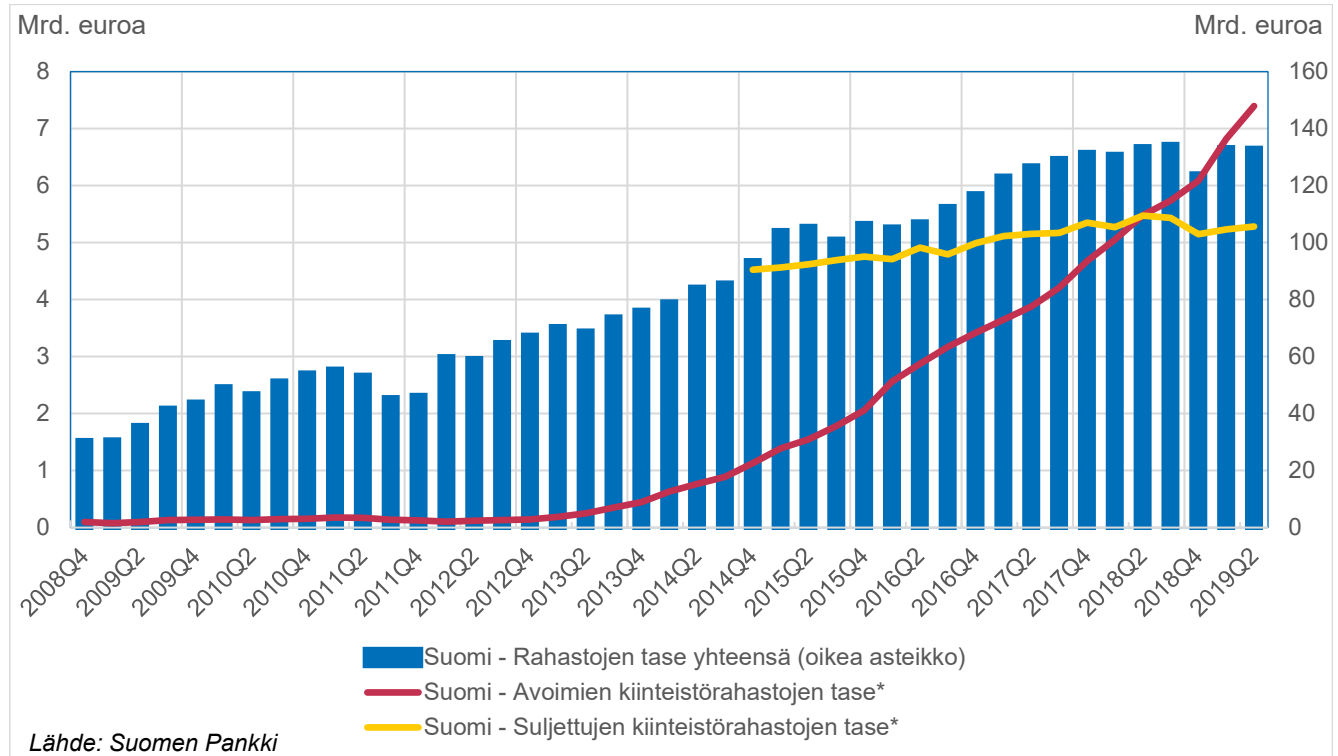
Suomalaisten avointen kiinteistörahastojen tase⁴ on kasvanut viimeisen viiden vuoden aikana 0,4 miljardista 7,4 miljardiin. Näissä luvuissa on mukana rahastojen rahastot, jotka sijoittavat kiinteistörahastoihin. Samanaikaisesti koko Suomen rahastomarkkina on tasearvolla mitattuna kasvanut 78 miljardista 132 miljardiin. Luvut sisältävät kaikki Suomeen rekisteröityneet rahastot. Avointen kiinteistörahastojen kasvu on siis ollut moninkertainen verrattuna koko rahastomarkkinan kasvuun.

Suomalaiset kotitaloudet ovat merkittävin sijoittajaryhmä kiinteistörahastoissa. Suomalaisten kotitalouksien sijoitukset muodostivat lähes 65 % suomalaisiin kiinteistörahastoihin sijoitetusta pääomasta elokuussa 2019. Avointen kiinteistörahastojen osuus koko rahastomarkkinasta Suomessa on noin 6 %.

³ AIFML 9 luku 1§

⁴ Tase mittaa rahaston omaisuuden ja velkojen arvoa tietyssä ajankohtana.

Kuvio 1. Suomeen rekisteröidyt rahastot - Kiinteistörahastojen kehitys



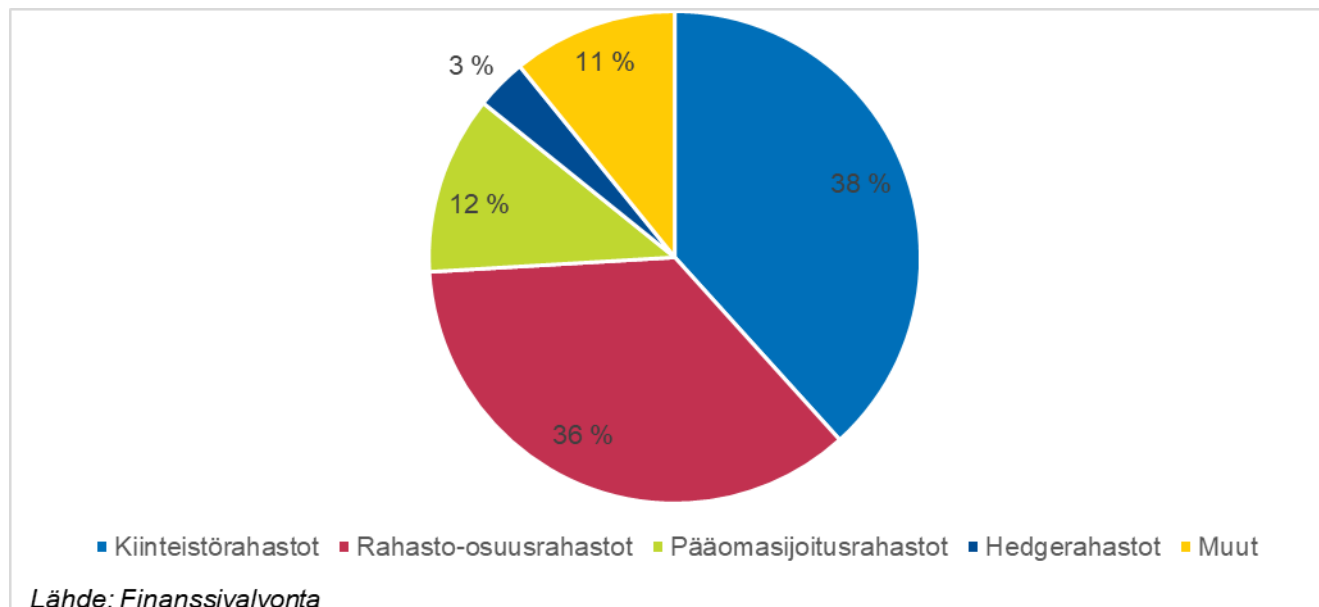
Kuva 1. Suomen rahastomarkkinan ja kiinteistörahastojen kehitys Q4/2008-Q2/2019. Kiinteistörahastoja koskeva asteikko on vasemmalla. *Suomen Pankin luokituksessa kiinteistörahastoihin sisältyy myös rahastojen rahastot, jotka sijoittavat pääoman kiinteistörahastoihin.

Huomioitavaa on, että kotimaisten instituutioiden ja kotitalouksien ohella ulkomaiset rahastot saattavat sijoittaa kiinteistöihin Suomessa.

Suomalaisten vaihtoehdorahastojen hoidettavat varat⁵ olivat 26 miljardia euroa 31.12.2018. Kiinteistörahastoihin oli sijoitettu 38 %, eli 10 miljardia euroa. Avointen kiinteistörahastojen osuus kyseisestä koko kiinteistörahastoihin sijoitetusta pääomasta oli 65 %, eli 6,5 miljardia euroa. Toisiin kiinteistörahastoihin sijoittavat rahastot ovat mukana rahasto-osuusstrategiassa.

⁵ Rahaston hoidettavat varat (AUM) on rahaston hallinnoimien varojen kokonaisarvo.

Kuvio 2. Suomalaisen vaihtoehtorahastojen hoidettavat varat rahastostrategioittain



Kuva 2. Vaihtoehtorahastojen hoidettavat varat rahastostrategioittain. Tässä kuvassa on mukana myös suljetut kiinteistörahastot. Tiedot perustuvat rahastojen AIFMD-raportointiin Finanssivalvonnalle.

2.2.2 Taustaa teema-arvion osallistuneista rahastoista

Teema-arvion vastauksista ilmeni, että kiinteistörahastojen koossa on suuria eroja. Rahaston kokonaisvarojen (GAV)⁶ mukaan mitattuna pienin rahasto oli 5 miljoonaa euroa ja suurin 1,3 miljardia euroa 31.12.2018.

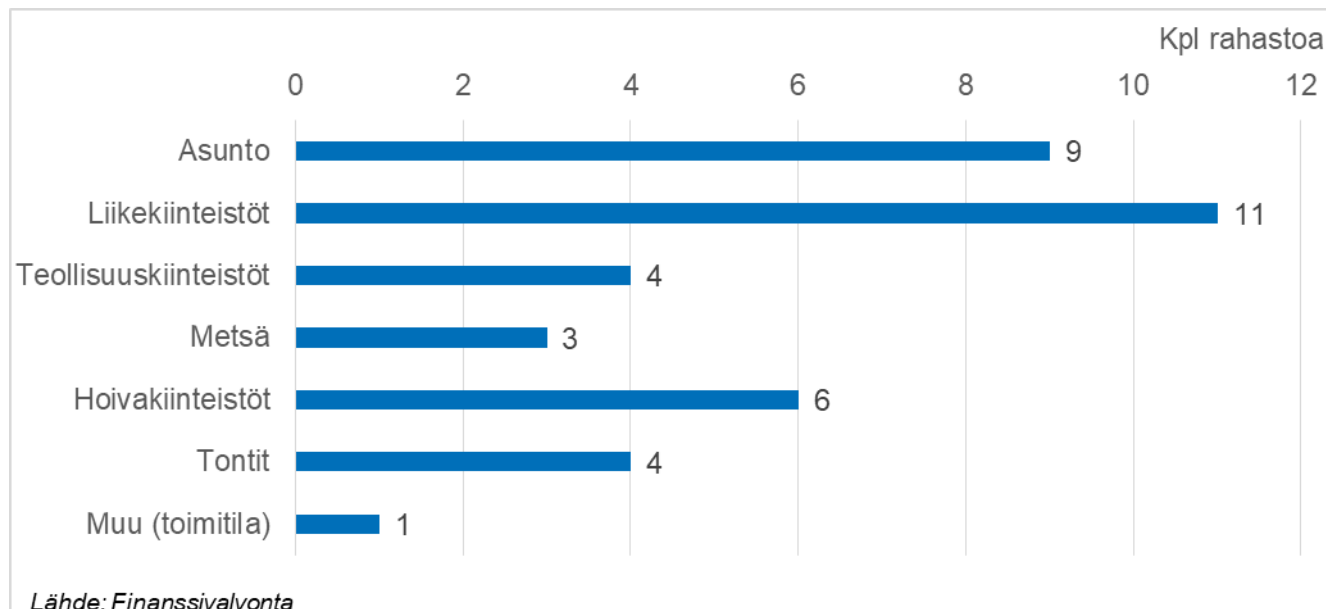
Teema-arvion osallistuneista rahastoista vanhin rahasto oli perustettu vuonna 2012 ennen AIFML:n voimaantuloa ja uusin rahasto on perustettu keväällä 2018.

Kiinteistörahastoista valtaosa on avoinna merkinnöille neljä kertaa vuodessa ja lunastuksille joko neljä tai kaksi kertaa vuodessa. Yleisin, eli seitsemän rahaston minimimerkintäsumma on 5 000 euroa.

Kiinteistörahastojen sijoituskohteet vaihtelevat rahastojen sijoituspolitiikan mukaan. Useimmat yhtiöt ilmoittivat sijoittavansa rahastojensa varat muutamaa erilaiseen kiinteistötyyppiin. Toisaalta jotkut yhtiöt sijoittavat kiinteistörahastojen varat esimerkiksi vain metsään tai hoivakiinteistöihin. 11 rahaston varat sijoitetaan liikekiinteistöihin ja yhdeksän rahaston asuntoihin. Kolmen rahaston varat sijoitetaan metsään.

⁶ Rahaston kokonaisvarat (GAV) sisältävät rahaston käyttämän vieraan pääoman.

Kuvio 3. Rahastojen kiinteistösijoituskohteet



Kuva 3. Teema-arvioon osallistuneiden rahastojen kiinteistösijoituskohteet. Useammat yhtiöt ilmoittivat sijoittavansa rahastojensa varat muutamaan erilaiseen kiinteistötyyppiin. Toisaalta jotkut yhtiöt sijoittavat kiinteistörahastojen varat esimerkiksi vain metsään tai hoivakiinteistöihin.

3 Arvonmäärityspolitiikka ja -menettelyt

3.1 Arvonmäärityspolitiikan ja -menettelyn sisältö

Säätelyn keskeisimmät vaatimukset

Jokaisella vaihtoehtorahastolla (jatkossa "rahasto") on oltava kirjallinen arvonmäärityspolitiikka ja -menettely (jatkossa "arvonmäärityspolitiikka"), jotka vaihtoehtorahaston hoitaja ottaa käyttöön ja panee täytäntöön.

AIFM-asetuksessa on kohtalaisen yksityiskohtaisesti kuvattu, mitä rahaston arvonmäärityspolitiikan pitäisi käsitellä. Arvonmäärityspolitiikan on katettava arvonmääritysprosessin kaikki olennaiset osa-alueet ja kyseisen rahaston arvonmääritysmenettelyt ja -tarkistukset.⁷

Säätelyn mukaan arvonmäärityspolitiikassa on käsiteltävä vähintään seuraavat asiat⁸ :

- varojen arvonmäärityksen tosiallisesti suorittavan henkilöstön pätevyys ja riippumattomuus
- rahaston erityiset sijoitusstrategiat ja varat, joihin rahasto voi sijoittaa
- arvonmäärityksen syötetietojen, tietolähteiden ja menetelmien valintaan kohdistuvat tarkistukset
- eskalointikanavat varojen arvoissa olevia eroja varten

⁷ AIFM-asetus 67 artikla 1 kohta

⁸ AIFM-asetus 67 artikla 2 kohta

- e) positioiden kokoon, likviditeetin tai markkinaolosuhteissa mahdollisesti tapahtuviin muutoksiin liittyvien arvonkoikaisujen arvonmääritys
- f) arvonmäärityksen kannalta tarkoituksen mukaisen tilinpäätöksen valmistusajankohta
- g) varojen arvonmääritysväli

Yllä mainittujen lisäksi arvonmäärityspolitiikassa tulee myös:

- yksilöidä kullekin omaisuuserätyypille arvonmääritysmenettelmät, joihin rahasto voi sijoittaa⁹
- ilmoitettava hinnoittelua koskevat syötteet, mallit ja valintaperusteet¹⁰
- vahvistettava kaikkien arvonmääritysprosessiin osallistuvien osapuolten velvoitteet, tehtävät ja vastualueet¹¹

Lisäksi arvonmäärityspolitiikassa on käytävä ilmi, vastaako arvonmäärityksestä ulkopuolinen arvonmäärittäjä tai vaihtoehtorahaston hoitaja itse.¹² Asiaa on tarkemmin kuvattu luvussa 4.2 Arvonmääritykseen liittyvät vastualueet ja roolit.

Finanssivalvonnan havainnot

Finanssivalvonta pyysi yhtiöitä toimittamaan kyselyn liitteenä kunkin rahaston arvonmäärityspolitiikan.

Kuudella rahastolla ei ollut erillistä arvonmäärityspolitiikkaa. Kyseisten rahastojen kohdalla yhtiö oli toimittanut ainoastaan joko rahaston säännöt tai objektiiviset arvonmäärityisperiaatteet. Kahdella yhtiöllä ei ollut rahastokohtaista käsittelyä arvonmäärityspolitiikassa. Osa arvonmäärityspolitiikoista oli päivätty keväen 2019 päivämäärällä eikä dokumentista käynyt ilmi oliko se laadittu teema-arvion kyselyä varten.

Finanssivalvonta havaitsi, että kaikki arvonmäärityspolitiikat eivät sisältäneet kattavasti sääntelyn edellyttämiä tietoja. Ainoastaan muutamalla rahastolla oli arvonmääritysprosessin dokumentointi erittäin hyvällä tasolla.

Arvonmäärityspolitiikasta puuttui tietoa erityisesti kohdista *c) arvonmäärityksen syötetietojen, tietolähteiden ja menetelmien valintaan kohdistuvat tarkistukset, d) eskaloitkanavat varojen arvoissa olevia eroja varten, e) positioiden kokoon, likviditeetin tai markkinaolosuhteissa mahdollisesti tapahtuviin muutoksiin liittyvien arvonkoikaisujen arvonmääritys ja f) arvonmäärityksen kannalta tarkoituksen mukaisen tilinpäätöksen valmistusajankohta*. Lisäksi alle puolet yhtiöistä oli kuvannut rahaston varojen arvonmääritysmenettelmät.

Finanssivalvonta pyysi myös yhtiöitä toimittamaan objektiiviset arvostusperiaatteet¹³ ja kertomaan, ovatko ne sijoittajille saatavilla esim. kotisivujen kautta. Neljällä yhtiöllä nämä ovat saatavilla sijoittajille.

⁹ AIFM-asetus 67 artikla 1 kohdan toinen alakohta "...vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan on varmistettava, että sen hoitamiin vaihtoehtoisin sijoitusrahastoihin sovelletaan oikeudenmukaisia, asianmukaisia ja läpinäkyviä arvonmääritysmenetelmiä. Arvonmäärityspolitiikassa on yksilöitävä ja arvonmääritysmenettelyissä on pantava täytäntöön kunkin sellaisen omaisuuserätyypin tapauksessa käytettävät arvonmääritysmenettelmät, joihin vaihtoehtoinen sijoitusrahasto voi sijoittaa sovellettavan kansallisen lainsäädännön, vaihtoehtoisen sijoitusrahaston sääntöjen ja perustamisasiakirjojen mukaisesti."

¹⁰ AIFM-asetus 67 artikla 1 kohdan kolmas alakohta "Politiikoissa ja menettelyissä on edellytettävä, että hinnat on saatava riippumattomista lähteistä aina, kun se on mahdollista ja asianmukaista. Tietyn menetelmän valintaprosessissa on arvioitava saatavilla olevia asianmukaisia menetelmiä sen perusteella, kuinka herkkiä ne ovat muuttujien arvojen muutoksille ja kuinka tietyt strategiat määrittävät sijoitussalkussa olevien varojen suhteellisen arvon."

¹¹ AIFM-asetus 67 artikla 2 kohdan ensimmäinen alakohta "...mukaan lukien vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan ylin johto, velvoitteet, tehtävät ja vastualueet. Menettelyissä on otettava huomioon arvonmäärityspolitiikkojen mukainen organisaatiorakenne."

¹² AIFM-asetus 67 artikla 3-4 kohdat

¹³ Objektiiviset arvostusperiaatteet antavat ohjeita siihen, kuinka yksittäisen sijoituskohteen arvo määritetään objektiivisten perusteiden mukaan silloin, kun sijoituskohteelle ei löydy markkina-arvoa eikä sitä voida arvostaa suoraan rahaston säännöissä määritettyjen perusteiden mukaan. MOK 3/2011 kohta 10.1.2

Finanssivalvonnan näkemys

Sääntely edellyttää yhtiön laativan kullekin rahastolle tarkoituksenmukaisen arvonmäärityspolitiikan ja -menettelyn. Arvonmäärityspolitiikan tulee sisältää ainakin AIFM-asetuksen vähimmäisvaatimukset ja tietoa rahaston varojen arvonmääritysmenetelmistä, arvonmäärityksen johdonmukaisuudesta, hinnoittelusta sekä arvonmääritykseen osallistuvien henkilöiden rooleista ja vastuista.

Finanssivalvonnan näkemys on, että rahaston säännöissä tai objektiivisessa arvostusperiaatteessa ei ole kuvattu arvonmääritysprosessia sääntelyn vaatimalla yksityiskohtaisella tasolla. Tämän vuoksi Finanssivalvonta edellyttää, että rahastolla pitää olla erillinen arvonmäärityspolitiikka, joka sisällöllisesti vastaa sääntelyn edellytyksiin. Finanssivalvonta katsoo, että jos yhtiön rahastoilla on yhteinen arvonmäärityspolitiikka siinä tulee tuoda esiin rahaston arvonmääritykseen ja arvonmääritysprosessiin liittyvät eroavuudet selkeästi.

Finanssivalvonta katsoo, että kohdassa *a) rahaston varojen arvonmäärityksen tosiasiallisesti suorittavan henkilöstön pätevyys ja riippumattomuus* tulee käsitellä arvonmäärityksestä yhtiössä vastuussa olevan henkilön/henkilöiden pätevyys ja riippumattomuus. Luvussa 4 kuvataan sääntelyn vaatimuksista arvonmäärityksestä vastuussa olevasta henkilöstä.

Kohdassa *d) eskalointikanavat varojen arvoissa olevia eroja varten* arvonmäärityspolitiikassa tulee kuvata menettelytavat, joita yhtiö seuraa mikäli varojen arvoissa on eroja. Avoimissa kiinteistörahastoissa kyseinen tilanne voi esimerkiksi olla sellainen, jossa yhtiön mielestä rahaston omistaman kiinteistön arvo on eri kuin kiinteistönarvioitsijan ilmoittama arvio, ja tällöin yhtiöllä tulee olla kuvattuna toimintatapa (eskalointikanava), miten yhtiö toimii tällaisessa tilanteessa.

Kohdassa *e) positioiden kokoon, likviditeetin tai markkinaolosuhteissa mahdollisesti tapahtuviin muutoksiin liittyvien arvonmääritysten arvonmääritys* arvonmäärityspolitiikassa tulee kuvata miten rahaston varojen arvonmääritys toteutetaan, mikäli luotettavaa arvoa ei ole saatavilla ja sen lisäksi on syytä arvioida mahdollista arvonmääritystä edellä mainittujen muutosten (positioiden koko, likviditeetti, markkinaolosuhteet) vuoksi. Avointen kiinteistörahastojen osalta tämä voi tarkoittaa tilannetta, jossa kiinteistönarvioitsijalta ei ole mahdollista saada luotettavaa arviota rahaston omistamalle kiinteistölle.

Lisäksi Finanssivalvonta suosittelee, että objektiiviset arvonmäärityspolitiikat ovat saatavilla sijoittajille esim. yhtiön verkkosivujen kautta.

3.2 Arvonmäärityspolitiikan ja -menettelyn uudelleentarkistus

Sääntelyn keskeisimmät vaatimukset

Sääntelyn mukaan yhtiön on vähintään kerran vuodessa uudelleentarkastettava rahaston arvonmäärityspolitiikka. Lisäksi arvonmäärityspolitiikka on päivitettävä ennen kuin rahasto ottaa käyttöön uuden sijoitusstrategian tai omaisuuserätyypin.

Arvonmäärityspolitiikassa tulee kuvata miten arvonmäärityspolitiikkaan voidaan tehdä muutoksia ja missä olosuhteissa muutosten tekeminen olisi tarkoituksenmukaista.¹⁴

¹⁴ AIFM-asetus 70 artikla

Finanssivalvonnan havainnot

Finanssivalvonnan havaintojen mukaan suurin osa rahastojen arvonmäärityspolitiikoista on tarkasteltu uudelleen vähintään kerran vuodessa.

Kolmen rahaston uudelleentarkasteltu arvonmääritystä koskeva dokumentti, oli vuodelta 2017 tai vanhempi, joten niitä ei tarkasteltu uudelleen sääntelyn edellyttämällä tiheydellä. Kolmen rahaston arvonmäärityspolitiikkaa ei ole tarkastettu uudelleen ollenkaan, näistä kaksi rahastoa oli perustettu vuonna 2018.

Kaikki vastanneet ilmoittivat, että hallitus on hyväksynyt rahaston arvonmääritystä koskevan dokumentin. Toisaalta vastauksista kävi myös ilmi, että hallitus ei aina ollut hyväksynyt viimeisintä arvonmääritystä koskevaa dokumenttia. Syyksi oli ilmoitettu kolmen rahaston kohdalla, että arvonmäärityspolitiikkaan ei ole tehty muutoksia ja kolmen rahaston kohdalla, että hallitus hyväksyy seuraavassa hallituksen kokouksessa.

Suurin osa yhtiöistä ei ole kuvannut rahaston arvonmäärityspolitiikassa, miten siihen voidaan tehdä muutoksia ja missä olosuhteissa muutosten tekeminen olisi suotavaa ja asianmukaista.

Finanssivalvonnan näkemys

Finanssivalvonta muistuttaa, että sääntelyn mukaan arvonmäärityspolitiikka tulee tarkastaa uudelleen vähintään kerran vuodessa ja ennen kuin rahaston sijoitusstrategiaan tai sijoitettaviin omaisuuserätyyppeihin tulee uusia lisäyksiä. Lisäksi hallituksen tulee hyväksyä uudelleentarkastettu arvonmäärityspolitiikka ja tämä tulee dokumentoida asianmukaisesti siten, että asiakirjasta käy ilmi uudelleentarkastetun dokumentin päivämäärä.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan yhtiöiden tulisi etukäteen määritellä, missä olosuhteissa rahaston arvonmäärityspolitiikkaan olisi ainakin tarkoituksenmukaista tehdä muutoksia ja kuvata nämä lyhyesti.

4 Arvonmääritys

Teema-arviossa kartoitettiin myös kiinteistörahastojen arvonlaskennan tiheyttä ja rahaston varojen arvonmäärityksen tiheyttä. Lisäksi yhtiöitä pyydettiin vastauksissaan kuvaamaan lyhyesti päätöksentekoprosessia ja vastuuta, joka liittyy kiinteistöjen arvostukseen ja arvon käyttämiseen rahaston arvonlaskennassa. Yhtiöiltä kysyttiin, mikä on salkunhoitajan rooli rahaston arvonmäärityksessä ja käytetäänkö rahaston varojen arvonmäärityksessä kiinteistönarvioitsijaa tai omaa mallia.

4.1 Arvonmäärityksen aikaväli

Säätelyn keskeisimmät vaatimukset

Säätelyn mukaan avointen vaihtoehtorahastojen arvonmääritys on tehtävä sellaisin väliajoin, jotka ovat asianmukaisia rahaston hallussa olevien varojen ja sen osuuksien merkintä- ja lunastusvälin kannalta.¹⁵

Finanssivalvonnan havainnot

Vastausten perusteella suurin osa yhtiöistä laskee rahaston arvon neljä kertaa vuodessa. Rahaston arvonlaskennan tiheys korreloi rahaston vuosittaisten merkintäkertojen kanssa.

Finanssivalvonnan havaintojen mukaan 10 rahaston kohdalla rahaston arvo on joskus laskettu useammin kuin mitä rahaston säännöissä ilmoitetaan. Suurimmalla osalla syynä oli ylimääräinen merkintä. Suurin osa käyttää kiinteistönarvioitsijaa yhtä usein kuin rahasto on avoin merkinnöille.

Finanssivalvonnan näkemys

Säätelyssä edellytetään, että rahaston arvo tulee määrittää joka kerta kun rahasto on avoin merkinnöille ja lunastuksille.

Finanssivalvonta näkemyksen mukaan yhtiön tulee hankkia kiinteistönarvioitsijalta arvio kiinteistön arvosta johdonmukaisesti huomioiden rahaston aukiolon tiheys. Lisää kiinteistönarvioitsijan käytöstä kohdassa 4.3.

4.2 Arvonmääritykseen liittyvät vastualueet ja roolit

Säätelyn keskeisimmät vaatimukset

Rahaston arvonmääritys tulee suorittaa puolueettomasti, asianmukaisella pätevyydellä sekä varovaisuutta ja huolellisuutta noudattaen.¹⁶

Yhtiö on vastuussa rahaston varojen asianmukaisesta arvonmäärityksestä, varojen nettoarvonlaskemisesta ja nettoarvon julkaisemisesta.¹⁷

Yhtiö on myös varmistettava että arvonmääritystoiminnosta huolehtii joko

- a) ulkopuolinen arvonmäärittäjä tai
- b) vaihtoehtorahaston hoitaja itse¹⁸

Säätelyn mukaan ulkopuolisen arvonmäärittäjän tulee olla riippumaton rahastosta, yhtiöstä ja muista henkilöistä, joilla on läheisiä sidoksia rahastoon tai yhtiöön. Arvonmäärityksen ulkoistaminen ei vaikuta

¹⁵ AIFML 9 luku 2 momentti 4 § AIFML 16a luku 6 § 3 mom.

¹⁶ AIFML 9 luku 1 §

¹⁷ AIFML 9 luku 7 § 2 momentti

¹⁸ AIFML 9 luku 2 §

yhtiön vastuuseen rahastoa ja sen sijoittajia kohtaan.¹⁹ Sääntelyn mukaan yhtiön on osoitettava, että ulkopuolinen arvonmäärittäjä on lakisääteisessä, pakollisessa ammattirekisterissä tai kuuluu lakien tai muiden säädösten tai ammattisääntöjen piiriin. Lisäksi on osoitettava, että ulkopuolinen arvonmäärittäjä voi tarjota riittävät ammatilliset takeet siitä, että se voi tehokkaasti huolehtia arvonmääritystoiminnosta sääntelyn edellyttämällä tavalla.²⁰

Kun yhtiö itse huolehtii arvonmäärityksestä, edellytetään että arvonmääritystehtävät ovat toiminnallisesti riippumattomia salkunhoidosta.²¹

Sääntelyn mukaan yhtiön tulee kuvata arvonmäärityspolitiikoissa suojatoimista, joilla varmistetaan että arvonmääritystehtävän hoito tapahtuu toiminnallisesti riippumattomasti.²²

Finanssivalvonnan havainnot

Finanssivalvonta pyysi yhtiöitä kuvaamaan kuka tai ketkä päättävät, mitä arvoa käytetään käypänä arvona kiinteistöille rahaston arvonlaskennassa. Vastausten perusteella osalla oli tiimi tai henkilö, joka on riippumaton salkunhoidosta, joka päättää kiinteistöjen arvotuksesta rahaston arvonlaskennassa. Muutama vastasi kysymykseen, että kiinteistönarvioitsija vastaa kiinteistöjen arvonmäärityksestä. Kukaan teema-arvioon osallistujista ei ole käyttänyt sääntelyn tarkoittamaa ulkopuolista arvonmäärittäjää. Ulkopuolisella arvonmäärittäjällä ei yleensä tässä kohdassa tarkoiteta kiinteistönarvioitsijaa, koska kiinteistönarvioitsija antaa ainoastaan arvion rahaston varojen arvosta eikä vastaa siten arvonmäärityksestä.

Kuuden yhtiön vastauksista kävi ilmi, että salkunhoitajan rooli on lähtötiedon toimittaminen ja arvonmäärityksen oikeellisuuden tarkistaminen. Finanssivalvonta ei voinut varmistua kaikkien yhtiöiden kohdalla siitä, että salkunhoitajan riippumattomuus säilyy täysin arvonmäärityksen yhteydessä.

Finanssivalvonnan näkemys

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan ulkopuolisen kiinteistönarvioitsijan käyttäminen ei tarkoita arvonmäärityksen ulkoistamista. Finanssivalvonnan näkemys on, että yhtiö on vastuussa rahaston varojen arvonmäärityksestä, jolloin yhtiö ei voi siirtää kyseistä vastuuta kiinteistönarvioitsijalle. Kiinteistönarvioitsijat eivät ole vastuussa arvonmäärityksestä, eivätkä heidän myöskään tule päättää, mitä arvoa yhtiöt käyttävät kiinteistöjen arvona rahaston arvonlaskennan yhteydessä.

Finanssivalvonta pitää erityisen tärkeänä, että rahaston salkunhoitaja ei saa millään tavalla puuttua tai vaikuttaa rahaston varojen arvonmääritykseen. Salkunhoitaja voi tehdä joitain tehtäviä kuten lähtötietojen toimittaminen, mutta salkunhoitajan riippumattomuus on säilyttävä läpi koko arvonmääritysprosessin.

¹⁹ AIFML 9 luku 7 § 2 momentti

²⁰ AIFML 10 luku 5 § 1-2 momentti.

²¹ AIFML 9 luku 2 § 1 momentti.

²² AIFM-asetus 67 artikla 4 kohta

4.3 Kiinteistönarvioitsijan käyttö ja kiinteistön arviointi

Sääntelyn keskeisimmät vaatimukset

Kiinteistörahastolain mukaan kiinteistörahaston on hankittava muista kuin omassa käytössä olevista kiinteistöistä riippumattoman ja ulkopuolisen, Keskuskauppakamarin hyväksymän arvioitsijan arvio. Yhtiö voi päättää olla käyttämättä kiinteistönarvioitsijaa, mutta silloin tämä tulee perustella rahaston toimintakertomuksessa tai tilinpäätöksessä.²³

Finanssivalvonta ei valvo kiinteistönarvioitsijoiden toimintaa vaan heitä valvoo Keskuskauppakamarin kiinteistönarviointilautakunta.

Finanssivalvonnan havainnot

Finanssivalvonnan havaintojen mukaan 20 rahaston kohdalla käytetään kiinteistönarvioitsijaa. Ainoastaan yhdellä rahastolla on käytössä oma arvonmääritysmalli rahaston varojen arvonmäärityksessä. Tämän mallin on validoinut arvonmäärityksestä riippumaton ja ulkopuolinen henkilö.

Finanssivalvonnan näkemys

Finanssivalvonnalla ei ole huomautettavaa käytössä oleviin ratkaisuihin.

4.4 Arvonmäärityksen johdonmukaisuus ja arvonmääritysmenettelyt

Sääntelyn keskeisimmät vaatimukset

Yhtiön on varmistettava, että arvonmäärityspolitiikkoja ja -menettelyjä sekä valittuja arvonmääritysmenetelmiä sovelletaan johdonmukaisesti.²⁴

Sääntelyssä ei oteta kantaa, mitä menetelmiä kiinteistörahastojen on sovellettava rahaston omistamien kiinteistöjen arvonmäärityksessä. Kiinteistörahastolain mukaan kiinteistörahastojen on arvostettava muut kuin omassa käytössä olevat kiinteistöt käypään arvoon.

Finanssivalvonnan havainnot

Finanssivalvonnan havaintojen mukaan muutama yhtiö oli maininnut arvonmääritysmenettelyjen johdonmukaisesta soveltamisesta arvonmäärityspolitiikassa.

Vastausten perusteella voidaan todeta että yleisin menetelmä on tuottoarvomenetelmä²⁵ johtuen pitkälti siitä, että tuottoarvomenetelmää käytetään yleensä liike-, teollisuus-, hoivakiinteistöihin, toimitiloihin,

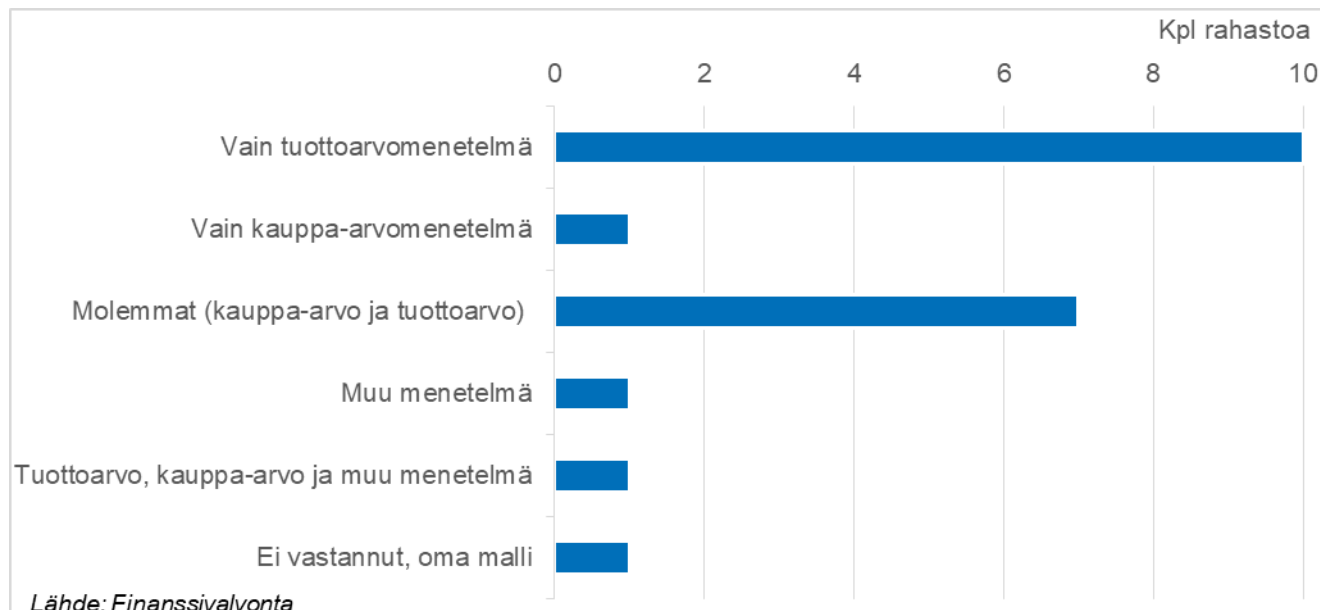
²³ KRL 4 luku 18 §

²⁴ AIFM-asetus 69 artikla

²⁵ Tuottoarvomenetelmän antaa osoituksen arvosta muuntamalla tulevat kassavirrat yhdeksi nykyhetken arvoksi. Tuottolähestymistavassa omaisuuserän arvo määritetään omaisuuserästä saatavien tuottojen, kassavirtojen tai kustannussäästöjen arvon perusteella. (Suomen Kiinteistöarviointiyhdistys ry, Kansainväliset arviointistandardit 2017)

tontteihin ja metsään. Kymmenen rahaston kohdalla käytetään tuottoarvomenetelmää ja kahdeksan rahaston kohdalla käytetään molempia menetelmiä. Asuntojen arvostamisessa käytetään useimmiten kauppa-arvomenetelmää²⁶. Teema-arvioon osallistuneista rahastoista vain kaksi sijoittaa vain asuntoihin.

Kuvio 4. Käytetyt arvonmääritysmenetelmät



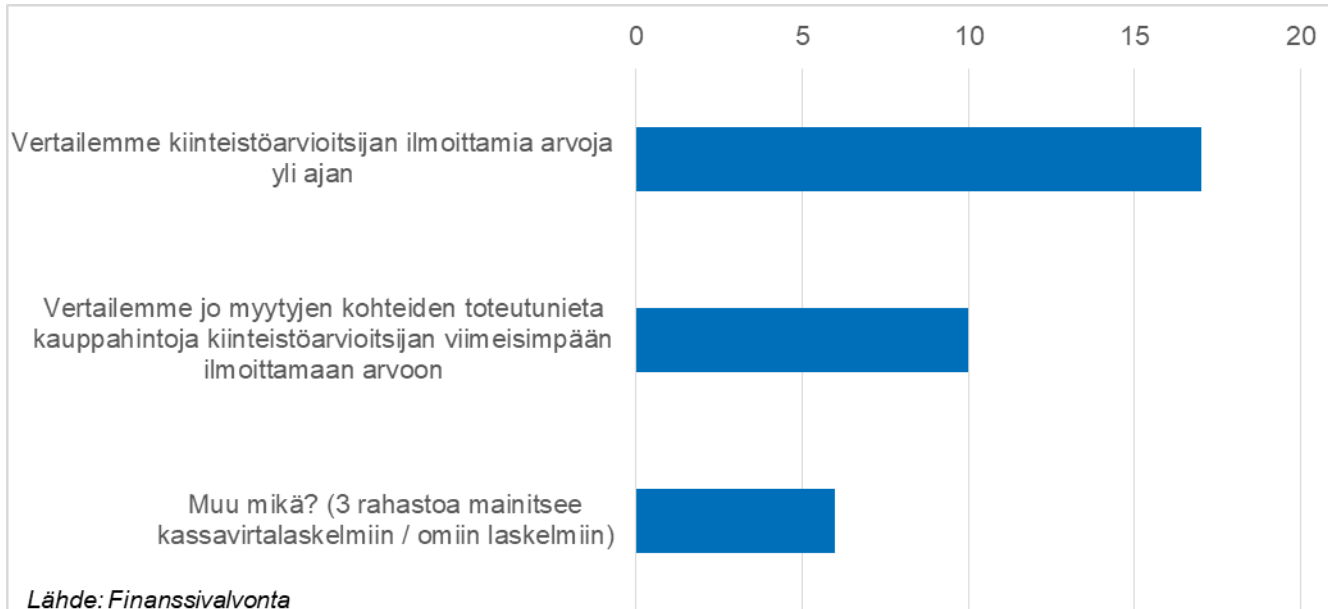
Kuva 4. Kiinteistönarvioitsijan käyttämät arvonmääritysmenetelmät kiinteistöjen arvonmäärityksessä. Muu menetelmä liittyy metsän arvostamiseen ja siinä yhteydessä käytettävään summa-arvomenetelmään.

Finanssivalvonta havaitsi myös, että 19 rahaston kohdalla yhtiöt ilmoittivat että kiinteistönarvioitsija soveltaa IVS standardeja (International Standards for the Valuation of Real Estate for Investment Purpose) kiinteistön arvostuksessa.

Finanssivalvonta havaitsi, että suurin osa yhtiöistä tekee omaa analyysiä kiinteistönarvioitsijan ilmoittamista arvioista. Yhtiöt ilmoittivat 17 rahaston kohdalla vertailevansa kiinteistönarvioitsijan arvoja yli ajan ja 10 rahaston kohdalla vertailevansa jo myytyjen kohteiden toteutuneita kauppahintoja kiinteistönarvioitsijan viimeisimpään ilmoittamaan arvoon. Toisaalta, vain kolmen rahaston kohdalla yhtiöt vastasivat vertailevansa arviokirjan arvoja omiin kassavirtalaskelmiin.

²⁶ Kauppa-arvomenetelmä antaa osoituksen arvosta vertaamalla omaisuuserää identtisiin tai vertailukelpoiisiin (eli samankaltaisiin) omaisuuseriin, joiden osalta hintatietoa on saatavilla. (Suomen Kiinteistöarviointiyhdistys ry, Kansainväliset arviointistandardit 2017)

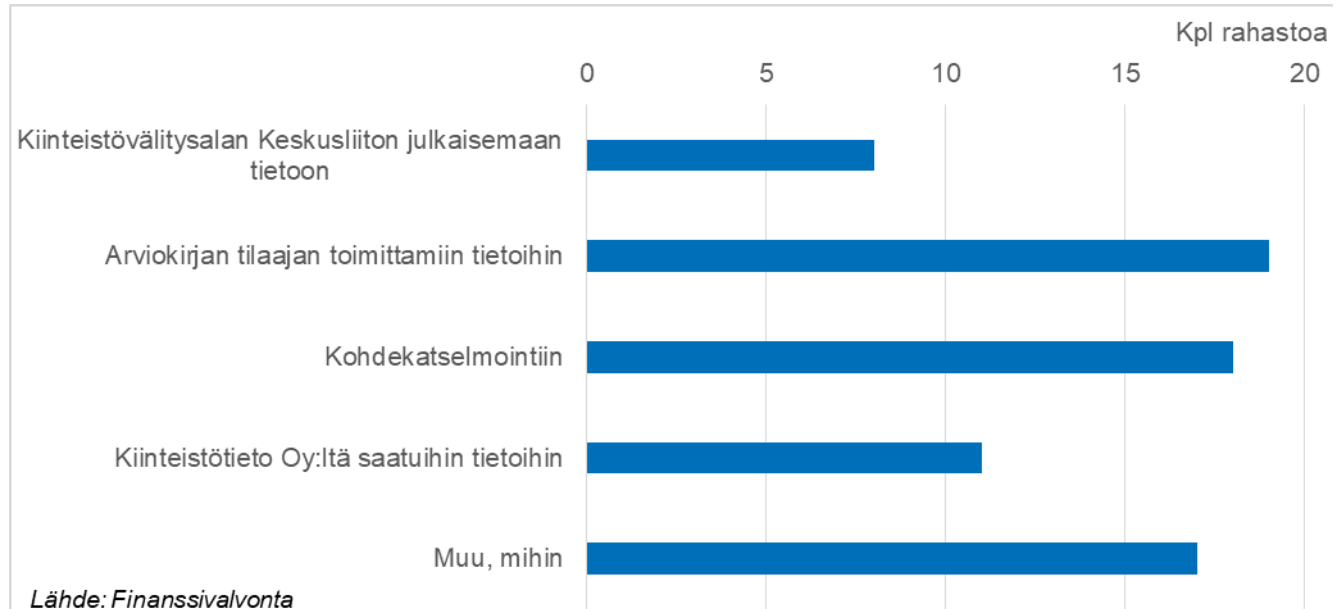
Kuvio 5. Kiinteistöarvioitsijan arvioiden analysointi



Kuva 5. Yhtiön oma analysointi kiinteistöarvioitsijan ilmoittamista arvioista.

Arvonmäärityspolitiikkaan tulee kuvata mitä syöttötietoja käytetään rahaston varojen arvonmäärityksessä. Teema-arviossa pyydettiin yhtiöitä kertomaan myös mihin lähtötietoihin kiinteistöarvonmääritys perustuu. Vastausten mukaan kiinteistöarvioitsijan arvioinneissa yleisimmät käytössä olevat tietolähteet ovat tilaajan toimittamat tiedot ja kohdekatselmointi. Muut tiedot liittyvät usein muuhun julkiseen tietolähteeseen, kuten toteutuneisiin asuntokaappoihin, kuntien tietopalveluun ja maanmittauslaitoksen tietoihin sekä arvioitsijan omaan markkinatietoon.

Kuvio 6. Kiinteistöarvioitsijan käyttämät lähtötietojen tietolähteet



Kuva 6. Kiinteistönarvioitsijan käyttämät lähtötiedot rahaston varojen arvonmäärityksessä.

Finanssivalvonnan näkemys

Yhtiön tulee varmistaa, että rahastojen arvonmääritys toteutetaan johdonmukaisesti. Finanssivalvonta muistuttaa, että vaikkakin yhtiön on hankittava kiinteistönarvioitsijan arvio, tulee yhtiön varmistaa, että arvonmääritysmenetelmiä sovelletaan johdonmukaisesti. Arvonmäärityksen toteuttaminen johdonmukaisesti tarkoittaa, että rahaston varojen arvonmäärityksessä käytetään pidemmällä aikavälillä samaa menetelmää tai lähestymistapaa samantyyppisille varoille. Yhtiön vastuulla on valita tai hyväksyä käytettävät menetelmät. Yhtiön tulee myös asianmukaisesti dokumentoida millä tavalla yhtiö varmistaa, että arvonmääritys toteutetaan johdonmukaisesti.

Finanssivalvonta näkemys on, että kiinteistönarvioitsijan arvioita tulee analysoida esim. vertailemalla niitä omiin laskelmiin niin kuin muutama yhtiö jo ilmoitti tekevänsä. Yhtiöiden tulee lisäksi dokumentoida analyysit asianmukaisesti.

5 Likviditeetinhallinta ja stressitestit

5.1 Likviditeetinhallinta

Sääntelyn keskeisimmät vaatimukset

Yhtiöllä on oltava asianmukaiset järjestelyt maksuvalmiuden hoitamiseksi, jotta rahaston likviditeetti on riittävällä tavalla turvattu. Rahaston sijoitusstrategia, maksuvalmiusprofiiliin ja lunastuspolitiikan on oltava keskenään johdonmukaisia.²⁷

Finanssivalvonnan havainnot

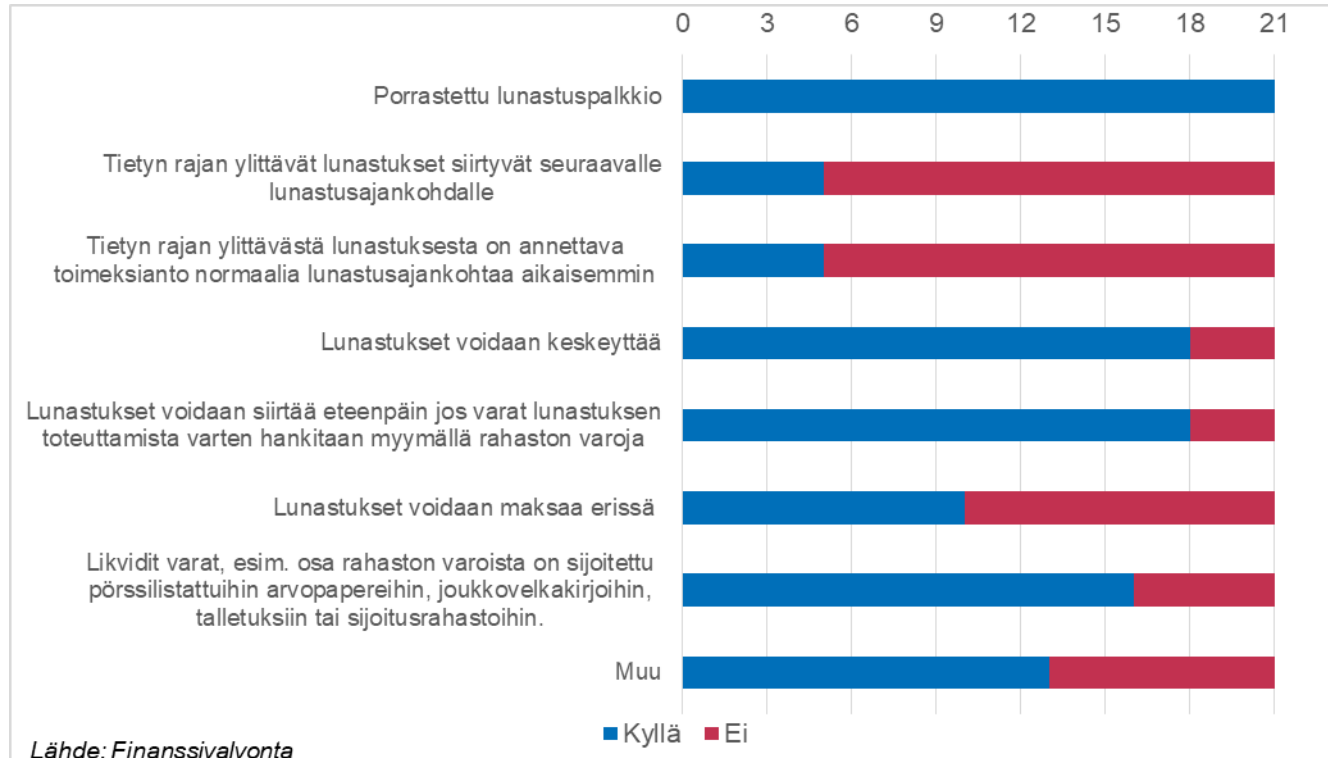
Kiinteistörahastomarkkina on kehittynyt suotuisasti, eli nettomerkinnät ovat olleet positiiviset ja kiinteistöjen hinnat ja vuokrataso ovat nousseet vuodesta 2014 lähtien, jonka jälkeen suurin osa rahastoista on perustettu. Tämä on johtanut siihen, että yhtiöillä ei ole kokoemusta erilaisten likviditeetinhallintavälineiden käytöstä kiinteistörahastojen kohdalla. Rahastojen lunastukset on pystytty maksamaan rahaston kassasta yhtä poikkeusta lukuun ottamatta.

Finanssivalvonnan havaintojen mukaan yhtiöillä on useampia erilaisia likviditeetinhallintavälineitä käytössä. Suosituimmat välineet ovat porrastettu lunastuspalkkio (jota kaikki rahastot käyttävät) ja lunastukset voidaan siirtää eteenpäin jos varat hankitaan myymällä rahaston varoja. Lisäksi viime kädessä lunastukset voidaan myös keskeyttää.

Vain yksi yhtiö ilmoitti, että rahastojen varoja on jouduttu realisoimaan, jotta lunastukset saadaan maksettua. Kaikki vastasivat, että rahasto ei ole joutunut ottamaan luottoa turvatakseen rahaston likviditeetin lunastuksien yhteydessä. Yhdenkään rahaston lunastuksia ei ole jouduttu keskeyttämään.

²⁷ AIFML 8 luku 6 § 1 momentti

Kuvio 7. Likviditeetinhallintavälineet



Kuva 7. Yhtiöiden ilmoittamat likviditeetinhallintavälineet.

Finanssivalvonnan näkemys

Finanssivalvonta katsoo, että likviditeetinhallintavälineitä on käytettävä vain tilanteissa, joissa rahaston poikkeuksellinen likviditeettitilanne sitä vaatii. Tämä tarkoittaa sitä, että rahaston lunastusten maksaminen normaalissa markkinatilanteessa ei tule perustua likviditeetinhallintavälineiden käyttöön. Yhtiöiden tulee suunnitella rahaston likviditeetinhallinta ja miten välineitä tullaan käyttämään haastavimmissa markkinatilanteissa, joissa niitä tarvitaan. Niitä tulee myös käyttää johdonmukaisesti turvaamalla osuudenomistajien yhdenvertaisuus.

5.2 Stressitestien oletukset ja skenaariot

Sääntelyn keskeisimmät vaatimukset

Yhtiön on suoritettava maksuvalmiusriskiä arvioivia stressitestejä säännöllisesti varmistaakseen rahaston maksuvalmiuden²⁸. Stressitestejä on suoritettava tavanomaisessa ja poikkeuksellisessa maksuvalmiusolosuhteissa jokaiselle yhtiön rahastolle.²⁹

²⁸ AIFML 6 § 2 momentti

²⁹ AIFM-asetus 48 artikla 2 kohta

Stressitestien on:

- a) perustuttava määrälliseltä tai jos tämä ei ole tarkoituksenmukaista, laadulliselta kannalta luotettaviin ja ajantasaisiin tietoihin;
- b) simuloitava tarvittaessa rahaston varojen maksuvalmiuden puutteellisuutta ja epätavallisia lunastustoimeksiantoja
- c) katettava markkinariskit ja niistä johtuvat vaikutukset
- d) otettava huomioon arvonmääritykseen liittyvät herkkyydet stressitilanteissa
- e) tapahduttava aikavälillä, joka on tarkoituksenmukainen rahaston luonteen kannalta ottaen huomioon kyseisen rahaston sijoitusstrategia, maksuvalmiusprofiili, sijoittaja tyyppi ja lunastuspolitiikka, ja ne on suoritettava vähintään kerran vuodessa.³⁰

Yhtiön on toimittava sijoittajan parhaan edun mukaan suhteessa stressitestien tuloksiin.³¹

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA) on julkaissut 2.8.2019 erillisen ohjeen koskien rahastojen likviditeettistressitestejä, jota tulee noudattaa viimeistään 30.9.2020 alkaen.³²

Finanssivalvonnan havainnot

Yhtiöitä pyydettiin toimittamaan stressitestien oletukset ja tulokset tilanteista 31.12.2017 ja 31.12.2018. Finanssivalvonnan havaintojen mukaan kaikista rahastoista ei ole tehty sääntelyn edellyttämiä stressitestejä.³³ Yhtiöiden toimittamien stressitestien oletukset ja taso vaihteli hyvin paljon rahastojen välillä. Ainoastaan muutama yhtiö oli simuloinut kahta oletusta samaan aikaan esim. kiinteistöjen hinnat laskevat 20 % ja rahastolle kohdistuu samaan aikaan suuria lunastuksia. Yhdeltä yhtiöltä puuttui kokonaan asianmukaiset numeeriset stressitestit. Joidenkin yhtiöiden kohdalla rahaston kassavirtaa oli analysoitu olettaen, että rahaston taloudellinen tilanne jatkuu samalla tavalla kuin edeltävinä kvartaaleina. Tämä tarkoittaa, ettei erilaisia skenaarioita eikä markkinaolosuhteiden heikentymistä ollut tarkasteltu ollenkaan.

Suurin osa on vastannut tekevänsä stressitestejä useammin kuin kerran vuodessa.

Finanssivalvonnan näkemys

Finanssivalvonta edellyttää, että jokaisella rahastolla pitää olla sääntelyn edellyttämät numeeriset stressitestit. Sääntelyn mukaan stressitestien on simuloitava sekä rahaston varojen maksuvalmiuden puutteellisuutta että epätavallisia lunastustoimeksiantoja tavanomaisissa ja poikkeuksellisissa maksuvalmiusolosuhteissa. Historia on osoittanut, että tietyissä kriisitilanteissa tulee useampi stressitilanne samanaikaisesti esimerkiksi, että varojen arvot laskevat merkittävästi ja samanaikaisesti monet sijoittavat reagoivat lunastamalla rahasto-osuuksiaan. Tästä syystä Finanssivalvonta katsoo, että stressitesteissä tulee simuloida useampaa eri oletuksia samaan aikaan: esimerkiksi samanaikainen markkinoiden lasku ja poikkeuksellisen suuret euromääräiset lunastukset. Lisäksi stressitesteissä on huomioitava kiinteistörahastoihin liittyvät markkinariskit ja arvonmääritykseen liittyvät herkkyydet. Jatkossa erityisesti epälikvideihin kohteisiin kuten kiinteistöihin sijoittavien rahastojen pitää huomioida rahaston ominaispiirteet ja markkinatilanne stressitestien tiheydessä.

³⁰ AIFM-asetus 48 artikla 2 kohta

³¹ AIFM-asetus 48 artikla 3 kohta

³² ESMA34-39-882 Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs

³³ Finanssivalvonta on teema-arviossa keskittänyt stressitestien osalta keskeisiin vaatimuksiin.

Edellä mainituista sääntelyn vaatimuksesta johtuen Finanssivalvonta edellyttää, että rahastolle tehdään erilaisia numeerisia stressitestejä. Normaalitylanteen kassavirta-analyysi ei Finanssivalvonnan mukaan sisällä sääntelyn vaatimaa stressitestien eri skenaarioanalyysia.

Lisäksi Finanssivalvonta kehottaa yhtiöitä hyvissä ajoin käymään läpi ESMAn edellä mainitut likviditeettiä ja stressitestejä koskevat ohjeet, jotta niitä voidaan noudattaa kun ne tulevat sovellettavaksi.

6 Jatkotoimenpiteet

Finanssivalvonta edellyttää, että sen esittämät havainnot ja näkemykset huomioidaan sekä yhtiöiden toimintatavat päivitetään sääntelyn edellyttämälle tasolle.