

## Teema-arvio kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen likviditeettistressitestit: Sääntelyn edellytykset ja Finanssivalvonnan näkemys

Finanssivalvonta suoritti alkuvuonna 2023 teema-arvion liittyen kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen (jäljempänä myös ”kiinteistörahastot” tai ”rahastot”) likviditeettistressitesteihin. Finanssivalvonta julkaisi [valvottavatiedotteen](#) teema-arvion havainnoista ja tämän raportin valvottavatiedotteen liitteenä.

Teema-arvion tavoitteena oli varmistaa, että rahastojen, jotka sijoittavat heikomman likviditeetin sijoituskohteisiin, maksuvalmiusriskiä arvioidaan sääntelyn mukaisesti säännöllisesti suoritettavien kattavien stressitestien avulla sekä normaalissa että poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.

Vaihtoehtorahastoja koskevassa sääntelyssä edellytetään, että yhtiöllä on asianmukaiset järjestelyt maksuvalmiuden hoitamiseksi, jotta rahaston likviditeetti on riittävällä tavalla turvattu. Rahaston sijoitusstrategian, maksuvalmiusprofiilin ja lunastuspolitiikan on oltava keskenään johdonmukaisia. Riskienhallintatoiminnon on säännöllisesti suoritettava asianmukaisia maksuvalmiusriskiä arvioivia stressitestejä.<sup>1</sup>

Finanssivalvonta on koonnut tähän raporttiin sääntelyn edellytyksiä ja Finanssivalvonnan näkemyksiä liittyen likviditeettistressitesteihin.

### Vastuut ja tehtävät stressitestien laatimisessa ja suorittamisessa

Vaihtoehtorahastojen hoitajalla on oltava toimintaansa nähden riittävä sisäinen valvonta ja riittävät riskienhallintajärjestelyt. Järjestelyjen asianmukaisuutta on tarkasteltava ja tarvittaessa päivitettävä vähintään vuosittain. Riskienhallinta tulee järjestää niin, että voidaan tunnistaa, mitata, hallita ja valvoa kaikkia olennaisia riskejä, jotka liittyvät kunkin vaihtoehtorahaston sijoituspolitiikkaan ja joille kukin mainittu rahasto altistuu tai voi altistua.<sup>2</sup> Riskienhallintatoiminnon on säännöllisesti suoritettava asianmukaisia maksuvalmiusriskiä arvioivia stressitestejä.<sup>3</sup>

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan stressitestien suunnittelu ja laatiminen ovat osa vaihtoehtorahastojen hoitajan ja sen hallinnoimien rahastojen likviditeetin hallintaa ja osa yhtiön riskienhallinnan toteuttamista. Stressitestien suorittamisen voi ulkoistaa, jos vaihtoehtorahastojen hoitajan riskienhallintatoiminto huolehtii siitä, että se itse määrittää kullekin rahastolle soveltuvat skenaarit, joita maksuvalmiuden stressitesteissä käytetään.

Riskienhallintaa pidetään vaihtoehtorahastojen hoitajan kannalta merkittävänä toimintona. Merkittävän toiminnon osittaisesta ulkoistamisesta on tehtävä kirjallinen sopimus. Riskienhallinnan ulkoistamisen yhteydessä tulee muutoinkin noudattaa mitä AIFML:n 10 luvussa säädetään toimintojen ulkoistamisesta. Erityisesti on syytä huomioida, että sekä salkunhoitoa että riskienhallintaa ei saa ulkoistaa.

<sup>1</sup> AIFML (vaihtoehtorahastojen hoitajista annettu laki 162/2014) 8 luku 6 § 1, 2 momentti

<sup>2</sup> AIFML 8 luku 1 §

<sup>3</sup> AIFML 8 luku 6 § 2 mom.

Sijoituspalvelut ja -tuotteet

12.9.2023  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

FIVA 2022/1817

## Stressitestien toteuttamisväli

Sääntelyssä edellytetään yhtiöiden tekevän stressitestejä säännöllisesti.<sup>4</sup> Stressitestien aikaväliä määritettäessä on huomioitava rahaston sijoitusstrategia, maksuvalmiusprofiili, sijoittajan tyyppi ja lunastuspolitiikka.<sup>5</sup>

Stressitestejä suositellaan tehtävän neljännesvuosittain tai useammin. Suuremman tai pienemmän toteuttamisvälin valinnan on perustuttava rahaston ominaisuuksiin ja valinnan perustelut on dokumentoitava.<sup>6</sup> Toteuttamisväliä lyhentävänä tekijänä voidaan pitää erittäin likvidejä varoja tai rahasto-osuuksilla käytävän kaupan vähenemistä.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan epälikvideihin sijoituksiin kuten kiinteistöihin sijoittavien avoimien rahastojen stressitestit tulee suorittaa vähintäänkin yhtä usein kuin yhtiö on velvollinen lunastamaan osuuksia. Finanssivalvonta kuitenkin korostaa, että on perusteltua tehdä stressitestit useammin, jos muut tekijät kuten lunastusvaatimusten lyhyt ilmoitusaika tai epävarma markkinatilanne tätä edellyttävät.

## Stressitestien tulosten raportointi

Sääntelyssä edellytetään, että riskinhallinta raportoi yhtiön hallitukselle toiminnan luonteen, laajuuden ja monitahoisuuden kannalta tarkoituksenmukaisin väliajoin seuraavat säännöllisesti päivitettävät tiedot:<sup>7</sup>

- riskiprofiilin välinen johdonmukaisuus ja rajojen noudattaminen;
- riskienhallintaprosessin riittävyys ja tehokkuus, erityisesti maininta siitä, onko todellisten tai ennakoitavissa olevien puutteiden korjaamiseksi toteutettu tai aiottu toteuttaa asianmukaisia toimenpiteitä

Lisäksi riskienhallinnan tulee raportoida ylimmälle johdolle säännöllisesti tietoja, joissa arvioidaan kunkin hoidetun vaihtoehdoisen sijoitusrahaston nykyistä riskitasoa sekä riskirajojen todellisia tai ennakoitavissa olevia rikkomisia sen varmistamiseksi, että asianmukaisia toimia voidaan toteuttaa nopeasti.<sup>8</sup>

Yhtiön on määriteltävä stressitestimallien suunnittelussa ja sisäisten ohjeiden laadinnassa, miten stressitestien tuloksista raportoidaan yhtiön sisällä (raporttien laatimisväli ja vastaanottajat).<sup>9</sup>

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan stressitestien tulokset tulee raportoida jokaisen stressitestin valmistumisen jälkeen ylimmälle johdolle ja hallitukselle, jotta nämä voivat ryhtyä toimenpiteisiin stressitesteissä ennakoitujen likviditeettihaasteiden varalta.

<sup>4</sup> AIFML 8 luku 6 § 2 momentti.

<sup>5</sup> AIFM-asetus (Komission delegoitu asetus N:o 231/2013, annettu 19 päivänä joulukuuta 2012) artikla 48 (2)(e)

<sup>6</sup> ESMA-ohje (Ohjeet maksuvalmiuden stressitestauksesta sijoitusrahastoissa (UCITS) ja vaihtoehdorahastoissa ESMA34-39-897) kohta 25

<sup>7</sup> AIFM-asetus artikla 39 (1)(d)

<sup>8</sup> AIFM-asetus artikla 39 (1)(e)

<sup>9</sup> ESMA-ohjeen kohdat 16 d ja 24 a, b, d

Sijoituspalvelut ja -tuotteet

12.9.2023  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

FIVA 2022/1817

Lisäksi yhtiön tulee huolehtia, että stressitestiraportit ovat riittävän kattavia, ja niistä käy ilmi olennaiset seikat, kuten ainakin käytetyt stressitestien skenaariot, tulokset ja mahdolliset toimenpiteet. Jos stressitestien tulosten mukaan asetettuja rajoja on ylitetty, on laadittava selkeä kuvaus tehdyistä ja suunnitelluista toimenpiteistä ja niiden vaikutuksista esimerkiksi likviditeetinhallintavälineiden käyttöön ja sijoittajien yhdenvertaiseen kohteluun.

### Rahaston varojen likvidointiajan<sup>10</sup> huomioiminen stressitesteissä

Sääntelyssä edellytetään, että maksuvalmiudenhoitojärjestelmillä ja -menettelyillä on varmistettava vähintään, että vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitaja pitää yllä velvoitteidensa kannalta asianmukaista maksuvalmiutta ottaen huomioon rahastojen varojen likvidaation edellyttämä aika, hinta ja arvo.<sup>11</sup> Rahastojen varojen likvidointiaikojen analysoinnissa tulee huomioida rahaston lunastusehdot.<sup>12</sup>

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan rahaston varat on jaettava varojen arvioidun likvidointiajan mukaan niin sanottuihin likviditeetti luokkiin, joiden perusteella voidaan arvioida, kuinka suuri osa rahaston varoista on likvidoitavissa rahaston lunastusehtojen mukaisesti. Stressitestiskenaarioissa tulee huomioida myös lunastusten ilmoitusaika. Poikkeuksellisen markkinatilanteen skenaarioissa on syytä huomioida, että silloin kiinteistöjen likvidointiaika on yleensä pidempi kuin normaalissa markkinatilanteessa. Rahaston varojen likvidointiaika on jaettava vähintään rahaston lunastuspolitiikan mukaisesti huomioiden lunastusfrekvenssin<sup>13</sup> ja lunastusten ilmoitusajan sekä normaalissa että poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.

Sääntelyn mukaan vaihtoehtorahaston sijoitusstrategian, maksuvalmiusprofiilin ja lunastuspolitiikan on oltava keskenään johdonmukaisia.<sup>14</sup> Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan epälikvideihin sijoituskohteisiin sijoittavien rahastojen on erityisen huolellisesti suunniteltava rahaston sijoitusstrategian ja sijoitusten allokaation yhteensopivaksi rahaston lunastuspolitiikan kanssa. Epälikvidit sijoituskohteet kuten kiinteistöt eivät välttämättä ole likvidoitavissa rahaston lunastusten ilmoitusajan ja lunastusten maksupäivän välisenä aikana. Yhtiön tulee myös arvioida vastaavatko nykyiset rahaston säännöt kaikilta osin vaatimusta, että rahaston sijoitusstrategian, maksuvalmiusprofiilin ja lunastuspolitiikan on oltava keskenään johdonmukaisia.

Tästä johtuen Finanssivalvonta katsoo, että kiinteistörahastoilla on perusteltua olla tietty osuus rahaston sijoituksista sijoitettuna varoihin, joiden likvidointiaika on lyhyempi kuin rahasto-osuuksien lunastusten ilmoitusaika. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan liian vähäinen likvidien varojen osuus rahaston kokonaisvaroista on ongelmallinen. Likvidien varojen osuus riippuu luonnollisesti rahaston varojen luonteesta, markkinatilanteesta ja mahdollisesti muista tekijöistä, mutta Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan alle kymmenen prosentin osuus rahaston kokonaisvaroista voi johtaa jo helposti ongelmiin. Likvidien varojen osuus tulee olla vastaavasti suurempi, jos markkinatilanne ja muut tekijät näin edellyttävät.

Rahaston hoitaja voi myös soveltuvin osin huomioida varojen likvidointikustannuksia rahaston maksuvalmiuden simuloimiseen tavanomaisissa ja stressatuissa olosuhteissa.

<sup>10</sup> ESMA-ohjeessa käytetään sanaa ”realisointiaika”

<sup>11</sup> AIFM-asetus artikla 47 (1)(a)

<sup>12</sup> ESMA-ohje kohta 46

<sup>13</sup> Lunastusfrekvenssillä tarkoitetaan rahaston sääntöjen mukaisia ajankohtia, jolloin yhtiö on velvollinen lunastamaan rahasto-osuuksia rahasto-osuudenomistajien vaatimuksesta.

<sup>14</sup> AIFML 8 luku 6 § 1 momentti

Sijoituspalvelut ja -tuotteet

12.9.2023  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

FIVA 2022/1817

Likvidointikustannukset riippuvat varojen tyypistä, likvidointiajasta ja kaupan/toimeksiannon koosta.<sup>15</sup> Finanssivalvonta kehottaa yhtiötä arvioimaan tulisiko likvidointikustannukset huomioida stressitesteissä.

### Markkinariskien huomioiminen stressitesteissä

Stressitestien on katettava markkinariskit ja niistä johtuvat vaikutukset.<sup>16</sup> Lisäksi stressitestien on otettava huomioon arvonmääritykseen liittyvät herkkyydet stressitilanteissa.<sup>17</sup>

Kiinteistörahastojen stressitestiskenaarioissa tulee huomioida sellaisia markkinariskejä, jotka voivat vaikuttaa rahaston maksuvalmiuteen. Markkinariskit voivat liittyä esimerkiksi kiinteistöjen arvojen laskuun, vuokrausasteen laskuun, korkeampiin hoito-, ylläpito- tai kunnostuskustannuksiin tai nouseviin korkokuluihin.

Finanssivalvonta katsoo, että kiinteistöjen arvojen mahdollinen lasku ja sen mahdollinen vaikutus rahaston likviditeettiin tulee huomioida stressitesteissä. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan kiinteistöjen arvojen laskun vaikutusta tulee arvioida myös muihin tekijöihin kuten rahaston velka-asteeseen. Lisäksi jos kiinteistöjen arvonmääritykseen etenkin poikkeuksellisessa markkinatilanteessa liittyy tekijöitä, joilla voi olla vaikutusta kuten rajoitukset luotettavan arvion saatavuuteen, kiinteistöjen likviditeettiin ja osuudenomistajien yhdenvertaiseen kohteluun, tulee nämä tekijät huomioida stressitesteissä. Esimerkkinä tällaisesta on tilanne, jossa luotettavaa arviota ei ole saatavilla tai se on rajoittunut.

### Rahaston lunastusten huomioiminen stressitesteissä

Säntelyn mukaan vaihtoehtorahastojen hoitajan on valvoessaan rahaston maksuvalmiusprofiilia otettava huomioon kunkin vaihtoehtorahaston sijoittajan pohjan profiili, mukaan lukien sijoittajien tyyppi, sijoitusten suhteellinen koko ja sijoituksiin sovellettavat lunastusehdot.<sup>18</sup> Maksuvalmiuden stressitesteillä on simuloitava epätyypillisiä lunastustoimeksiantoja, ottaen huomioon viimeaikaiset ja odotettavissa olevat tulevat merkinnät ja lunastukset.<sup>19</sup> Stressitestausta on mukautettava asianmukaisesti niin, että se ottaa huomioon kunkin rahaston osalta tehtyjä oletuksia sijoittajakäyttäytymisestä (brutto- ja nettolunastukset) ja varojen realisoinnista<sup>20</sup> ja siihen olisi kuuluttava sijoittajatyypin ja keskittyneisyyteen liittyviä riskitekijöitä rahaston luonteen, laajuuden ja monitahoisuuden mukaan<sup>21</sup>.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan yhtiön tulee arvioida eri sijoittajatyypin vaikutusta rahastosta tehtäviin lunastuksiin. Jos havaitaan, että sijoittajatyypillä on vaikutusta lunastuksiin, tulee tämä huomioida rahaston maksuvalmiuden stressitesteissä. Jos yhtiöllä on tiedossa, että tietty sijoittajatyypin on sijoittanut velalla rahastoon, tulee tämä huomioida rahaston lunastusskenaarioissa. Myös sijoittajakeskittyminen tulee huomioida stressitesteissä. Suurimman osuudenomistajan lunastaminen ei välttämättä riitä skenaarioksi stressitesteissä, jos yksittäisen omistuksen suuruus ei aiheuta rahaston maksuvalmiudelle erityistä riskiä.

<sup>15</sup> ESMA-ohje kohta 44

<sup>16</sup> AIFM-asetus artikla 47 (1)(a), 48 (2)(c)

<sup>17</sup> AIFM-asetus artikla 48 (2)(d)

<sup>18</sup> AIFM-asetus artikla 47 (1)(b)

<sup>19</sup> AIFM-asetus johdanto-osan 62 kappale, artikla 48 (2)(b)

<sup>20</sup> ESMA-ohje kohta 30

<sup>21</sup> ESMA-ohje kohta 50

Rahaston velkojen stressitestauksessa tulee huomioida riittävän suuria lunastuksia, jos stressiteissä huomioidaan vain yhden ajankohdan lunastukset. Finanssivalvonta pitää kuitenkin hyvänä käytäntönä huomioida lunastuksia useammalle peräkkäiselle lunastusajankohdalle, jolloin yhtiö saa paremman käsityksen likviditeetin kehityksestä tilanteessa, jossa rahastoon kohdistuu merkittäviä lunastuksia useamman lunastusajankohdan aikana. Useampaan kiinteistörahastoon on kohdistunut historiallisen suuria lunastuksia, joten nykyisen markkinatilanteen lunastustoimeksiantoja tulee jatkossa käyttää skenaarioina rahaston stressitesteissä muiden skenaarioiden lisäksi.

### Rahaston muiden velkojen huomioiminen stressitesteissä

Vaihtoehtorahastojen hoitajan on otettava kunkin rahaston maksuvalmiusprofiilia valvoessaan huomioon vastuut ja sitoumukset, joita vaihtoehtorahastolla voi olla suhteessa velvoitteisiinsa.<sup>22</sup> Rahaston hoitajan on otettava maksuvalmiuden stressitestaukseensa mukaan soveltuvin osin muun tyyppisiä velkoja tavanomaisissa ja stressatuissa olosuhteissa. Kaikista rahaston taseen velkapuolen asiaankuuluvista eristä, myös muista kuin lunastuksista, on tehtävä maksuvalmiuden stressitestaus.<sup>23</sup> Kiinteistörahastojen, joiden sijoitusstrategiaan kuuluu vieraan pääoman käyttö (vivutus), tulee simuloida stressitesteissään korkotason nousua ja sen vaikutusta rahaston maksuvelvoitteisiin.<sup>24</sup>

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan riskienhallinnan tulee arvioida tulevien tapahtumien ja/tai investointien, mukaan lukien sitoutumiset uudiskohteisiin ja rakennushankkeisiin sekä niihin liittyvien odottamattomien tapahtumien vaikutus rahaston maksuvalmiuteen, ja sisällyttää kyseiset sitoumukset stressitesteihin. Stressitestauksessa ei välttämättä riitä korkoherkkyyden simulointi, vaan yhtiöiden tulee ottaa huomioon myös (kokonais)velka-aste ja muut velka-asteeseen vaikuttavat tekijät.

### Rahaston varojen ja velkojen yhdistäminen stressitesteissä

Sääntelyn mukaan rahaston varojen ja velkojen stressitestauksen jälkeen rahaston varoista ja veloista on tehtävä varat ja velat yhdistävä stressitesti, jotta voidaan määrittää yleinen vaikutus rahaston maksuvalmiuteen.<sup>25</sup> Jos rahaston varojen likvidointiaikaa ja/tai kustannuksia ei arvioida, käytäntö tulee perustella ja dokumentoida.<sup>26</sup>

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan

- yhtiön tulee arvioida, mitkä tekijät varojen ja velkojen osalta ovat rahaston maksuvalmiudelle merkityksellisiä
- vähintään lunastuksia, lunastusehtoja sekä rahaston varojen likvidointiaikaa tulisi tarkastella yhdessä, jotta saadaan kokonaiskäsitys siitä, onko rahaston maksuvalmiuden osalta tarpeen ryhtyä toimiin.

---

<sup>22</sup> AIFM-asetus artikla 47 (1)(b)

<sup>23</sup> ESMA-ohje kohta 57

<sup>24</sup> ESMA-ohje kohta 59

<sup>25</sup> ESMA-ohje kohta 67

<sup>26</sup> ESMA-ohje kohta 70

Sijoituspalvelut ja -tuotteet

12.9.2023  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

FIVA 2022/1817

## Käänteinen stressitestausta

ESMA-ohjeen mukaan stressitestausta voidaan soveltuvin osin käyttää myös käänteistä stressitestausta. Käänteistä stressitestausta voidaan käyttää arvioimaan, onko ryhdyttävä toimiin sen varmistamiseksi, että rahasto on riittävän likvidi, vai ovatko kyseiset olosuhteet riittävän poikkeuksellisia, jotta sovellettavien sääntöjen mukaisesti voidaan määrätä lunastustoimeksiantojen keskeyttämisestä.<sup>27</sup> Käänteistä stressitestausta käyttävien rahastojen hoitajien on simuloitava likvidoitavia varoja sillä perusteella, miten rahastonhoitaja likvidoidisi varat poikkeuksellisen markkinastressin aikana.

Käänteisessä stressitestausta on otettava huomioon jäljellä olevien sekä lunastavien osuudenomistajien kohtelu, transaktiokustannusten asema, sekä se, hyväksyttäisiinkö pakkomyyntiintotoja.<sup>28</sup> Käänteistä stressitestausta voidaan käyttää myös simuloimaan niiden varojen tasoa, jotka voidaan likvidoida ennen sen lunastuskäytännössä ja kansallisissa säännöissä sallittujen ”erityisjärjestelyjen<sup>29</sup>” toteuttamista.<sup>30</sup>

Finanssivalvonta kehottaa yhtiöitä arvioimaan käänteisen stressitestausta hyödyllisyyttä hoitamiensa rahastojen stressitestausta.

## Stressitestien tulokset, niiden seuranta ja mahdolliset jatkotoimet

Sääntelyn mukaan yhtiön tulee tarkastella stressitestien tuloksia, asettaa raja-arvot stressitesteille ja valvoa stressitestien rajojen noudattamista. Yhtiön tulee myös määrittää tarvittavat toimet, jos stressitestien tulokset sitä edellyttävät tai stressitestien rajat rikotaan.<sup>31</sup>

Finanssivalvonnan pitää erityisen tärkeänä, että stressitestien tulosten perusteella yhtiö:

- arvioi stressitestiskenaarioiden, indikaattorien ja riskirajojen ajantasaisuutta ja asianmukaisuutta suhteessa markkinatilanteeseen ja markkinaodotuksiin nähden
- päivittää tarpeen mukaan stressitestien skenaariot, indikaattorit ja riskirajat
- arvioi tuloksia ja niiden vakavuutta
- eskaloi tulokset tarpeen mukaan yhtiön johdolle ja/tai hallitukselle
- arvioi tarvetta suorittaa stressitestejä useammin etenkin poikkeuksellisessa markkinatilanteessa

## Sisäinen ohjeistus koskien stressitestejä

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien on sääntelyn mukaan dokumentoitava maksuvalmiudenhoitopolitiikkansa ja -menettelynsä, sisältäen maksuvalmiuden stressitestausta käytännön, sekä tarkasteltava niitä uudelleen vähintään kerran vuodessa ja päivitettävä ne mahdollisten muutosten tai uusien järjestelyjen tapauksessa.<sup>32</sup>

Finanssivalvonnan mukaan maksuvalmiuden stressitestausta käytäntöön on kuuluttava ainakin ESMA-ohjeen kohdan 24 alakohtien a-l mukaiset tiedot.

<sup>27</sup> ESMA-ohje kohta 35

<sup>28</sup> ESMA-ohje kohta 33

<sup>29</sup> AIFM-asetusjohdanto-osan 59 kappale

<sup>30</sup> ESMA-ohje kohta 36

<sup>31</sup> AIFM-asetus artikla 48 (1), (3), ESMA-ohje kohta 24 d-f, 28

<sup>32</sup> AIFM-asetus artikla 47 (2), ESMA-ohje kohta 24