

Innehåll

1	Centrala observationer	1
2	Bakgrunden till temabedömningen	2
2.1	Bakgrundsinformation om temabedömningen.....	2
2.2	Bakgrundsinformation om specialplaceringsfonder som investerar i fastigheter	3
2.2.1	Bakgrund om utvecklingen av fastighetsfondsmarknaden.....	3
2.2.2	Bakgrund om fonder som deltog i temabedömningen	5
3	Riktlinjer och förfaranden för värdering.....	6
3.1	Innehållet av riktlinjer och förfaranden för värdering	6
3.2	Regelbunden översyn av värderingens riktlinjer och förfaranden.....	8
4	Värdering	9
4.1	Värderingsintervallen	9
4.2	Ansvarsområden och roller i anknytning till värderingen	10
4.3	Anlitande av fastighetsvärderare och värdering av en fastighet	11
4.4	Värderingens konsekvens och värderingsmetoderna	12
5	Likviditetshandling och stresstester.....	15
5.1	Likviditetshandling	15
5.2	Antaganden och scenarier i stresstester	17
6	Vidareåtgärder	18

1 Centrala observationer

De viktigaste observationerna i temabedömningen är:

Saker att utveckla i värderingsprocessens dokumentering:

- Allmänt taget varierade nivån på dokumenteringen mycket.
- Bara några få bolag hade dokumenterat värderingsprocessen på en sådan detaljerad nivå som regleringen förutsätter.
- Sex fonder saknade helt separata värderingsriktlinjer per fond.
- Alla bolag hade inte sett över värderingsriktlinjerna på det sätt som regleringen förutsätter.

Bolagen ska ha klarare verksamhetsmodeller för värderingen:

- För en del var ansvarsfördelningen mellan fastighetsvärderaren och bolaget oklar.
- Beträffande alla bolag kunde man inte försäkra sig om att portföljförvaltarens oberoende helt bevaras i samband med värderingen.
- Beträffande flera bolag kunde man inte försäkra sig om att värderingsmetoderna tillämpas på ett konsekvent sätt.
- Bara tre bolag hade jämfört de värden som fastighetsvärderaren angett med sina egna beräkningar eller validerade den information som fastighetsvärderaren använde.

Flera fastighetsfonder har brister i stresstester:

- Över alla fonder hade inte genomförts sådana stresstester som regleringen förutsätter: alla bolag har inte genomfört numeriska stresstester eller analyserat marknadsriskerna på en tillräcklig nivå.
- Finansinspektionen anser att man i stresstesterna ska simulera flera olika antaganden samtidigt: till exempel marknadens nedgång och exceptionellt stora inlösningar samtidigt.

Fondernas nuvarande goda praxis:

- Alla bolag använder en utomstående fastighetsvärderare eller en validerad värderingsmodell.
- Flera bolag analyserar de värden som fastighetsvärderaren angett genom att jämföra dem med tidigare värden och verkliga transaktionspriser.
- Fondernas stadgar gör det möjligt att använda flera likviditetshandlingsmetoder, om marknadssituationen så kräver.

2 Bakgrunden till temabedömningen

2.1 Bakgrundsinformation om temabedömningen

I maj 2019 samlade Finansinspektionen in information beträffande inhemska specialplaceringsfonder som gör investeringar i fastigheter (nedan fastighetsfonder) om följande ämnesområden:

- dokumentering och uppdatering av riktlinjerna och förfarandet för värderingen
- ansvarsområden, rollerna och metoderna för fastigheternas värdering
- likviditetshandlingen och stresstesterna

Huvudvikten i temabedömningens frågor och utredning låg i värderingsfrågor. I temabedömningarna bedömdes därtill fastighetsfondernas likviditetshandling och verksamhetsmodeller när det gäller stresstester. Beträffande dem utreddes likviditetshandlingsverktygen, deras användning och dokumenteringen av stresstesternas antaganden och resultat.

Specialplaceringsfonder är s.k. öppna fonder (open ended), vilket betyder att bolaget ska emittera fondandelar och lösa in dem vid de tidpunkter som fastställs i fastighetsfondens stadgar.

Den centrala reglering¹ som gäller specialplaceringsfonder som investerar i fastigheter baserar sig på lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och delvis även på lagen om fastighetsfonder. I regleringen definieras värderingsprocessen och dokumenteringen i anslutning till den samt dess uppdatering detaljerat. Dessutom definieras även skötseln av likviditeten av alternativa investeringsfonder samt likviditetshandlingen och stresstesterna i anslutning till den i detalj i regleringen. I lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIFML) konstateras att en specialplaceringsfond som investerar sina tillgångar i fastigheter ska i tillämpliga delar iaktta vad som i lagen om fastighetsfonder föreskrivs om investering av tillgångarna, kredittagning, värdering av egendom samt om fastighetsvärderare och fastighetsvärdering.²

¹ AIFML (lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder 162/2014), AIFM-förordningen (kommissionens delegerade förordning nr. 231/2013, given den 19 december 2012) och lagen om fastighetsfonder 1173/1997.

Regleringen om specialplaceringsfonder flyttades från lagen om placeringsfonder till lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder 1.3.2019.

² Enligt 18 § i lagen om fastighetsfonder ska en fastighetsfond i sin balansräkning värdera förvaltningsfastigheterna till verkligt värde samt låta en opartisk och utomstående, av Centralhandelskammaren godkänd värderare (fastighetsvärderare) värdera fastigheter och andra fastighetsvärdepapper i sin ägo än sådana som är föremål för offentlig eller multilateral handel och offentliggöra den värderingen.

Syftet med regleringen gällande värdering är att säkerställa att värdet på fondens tillgångar har fastställts konsekvent och ändamålsenligt.³ Det att värderingen har ordnats så att den är oberoende av portföljförvaltningen är centralt för att man ska kunna trygga dessa målsättningar och undvika intressekonflikter. Syftet med regleringen om likviditetshanteringen är att säkerställa att inlösningarna kan skötas vid de tidpunkter som på förhand lovats investerarna.

Dessutom har förvaringsinstitut och revisorer sina egna skyldigheter när det gäller en fonds värdering. Det är förvaringsinstitutets uppgift att försäkra sig om att fondens värde beräknas enligt lagen och andra regler. Revisorn ska minst årligen granska att fondandelens värde har beräknats på ett korrekt sätt och kontrollera värdet på kalenderårets sista värderingsdag, enligt vilket placeringsfondens värden har beräknats.

Förfrågingen skickades till 13 förvaltare av alternativa investeringsfonder (nedan bolag) gällande 21 finska specialplaceringsfonder som investerar i fastigheter. Alla bolag lämnade in sina svar.

2.2 Bakgrundsinformation om specialplaceringsfonder som investerar i fastigheter

2.2.1 Bakgrund om utvecklingen av fastighetsfondsmarknaden

Balansräkningen⁴ av finska öppna fastighetsfonder har vuxit från 0,4 miljarder till 7,4 miljarder euro under de senaste fem åren. I dessa siffror ingår fonder av fonder som gör investeringar i fastighetsfonder. Under samma period har hela fondmarknaden i Finland vuxit från 78 miljarder till 132 miljarder euro beräknat med balansvärdet. I siffrorna ingår alla fonder som är registrerade i Finland. Tillväxten av öppna fastighetsfonder har därmed varit flerdubbel jämfört med hela fondmarknadens tillväxt.

Finska hushåll är den viktigaste investerargruppen i fastighetsfonder. Finska hushålls investeringar utgjorde närmare 65 % av de tillgångar som har investerats i finska fastighetsfonder i augusti 2019. Öppna fastighetsfonders andel av hela den finska fondmarknaden är cirka 6 %.

³ AIFML, 9 kap. 1 §

⁴ Balansräkningen mäter värdet på fondens tillgångar och skulder vid en särskild tidpunkt.

Diagram 1. I Finland registrerade placeringsfonder - Fastighetsfondernas utveckling

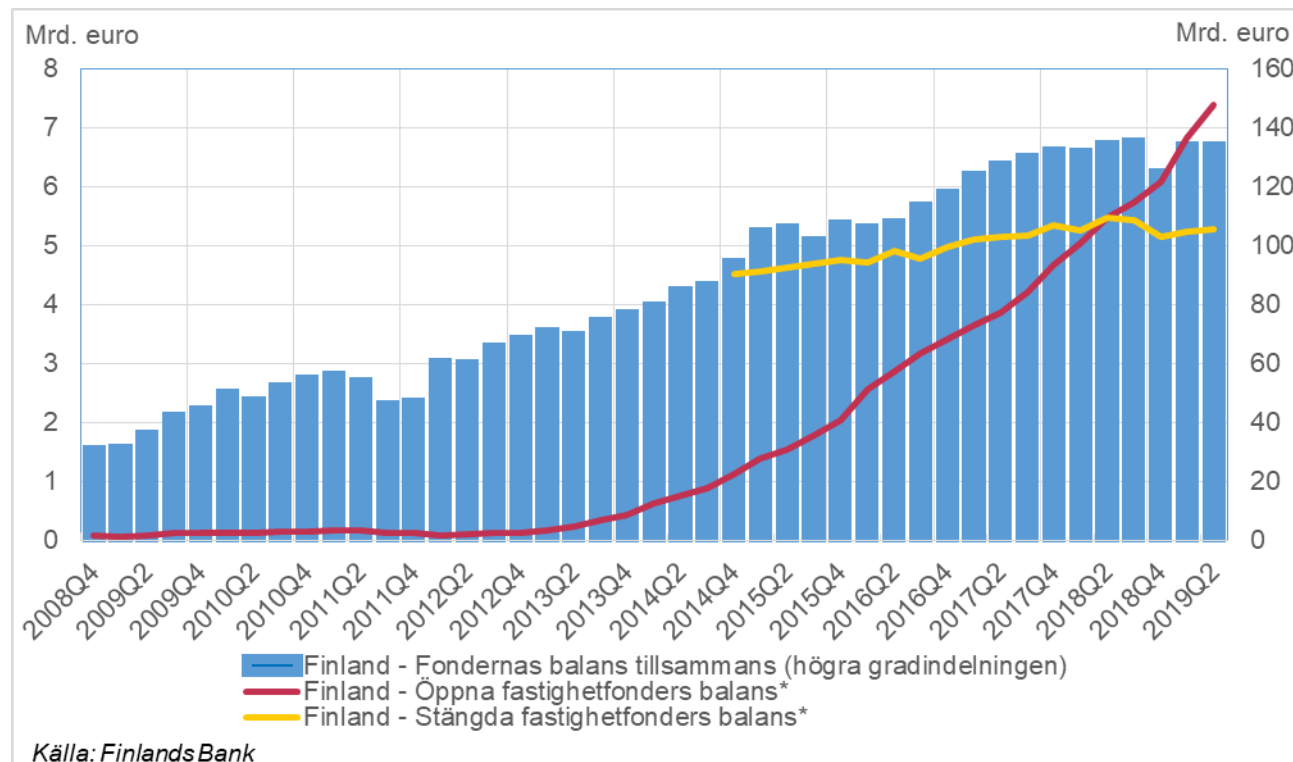


Bild 1. Utvecklingen av den finska fondmarknaden och fastighetsfonder Q4/2008-Q2/2019. Skalan gällande fastighetsfonder finns till vänster. *I Finlands Banks klassificering ingår fonder av fonder som gör investeringar i fastighetsfonder i fastighetsfonderna.

Det bör beaktas att även utländska fonder kan investera i fastigheter i Finland, inte bara inhemska institutioner och hushåll.

Finska alternativa investeringsfonder förvaltade tillgångar⁵ på 26 miljarder euro 31.12.2018. Av detta hade 38 %, dvs. 10 miljarder euro, investerats i fastighetsfonder. Öppna fastighetsfonders andel av de tillgångar som hade investerats i fastighetsfonder var 65 %, dvs. 6,5 miljarder euro. Fonder som investerar i andra fastighetsfonder är med i fondandelsstrategin.

⁵ Fondens förvaldade tillgångar (AUM) betyder totalvärdet på de tillgångar som fonden förvaltar.

Diagram 2. Finska AIF-fonders förvaltade tillgångar enligt strategi

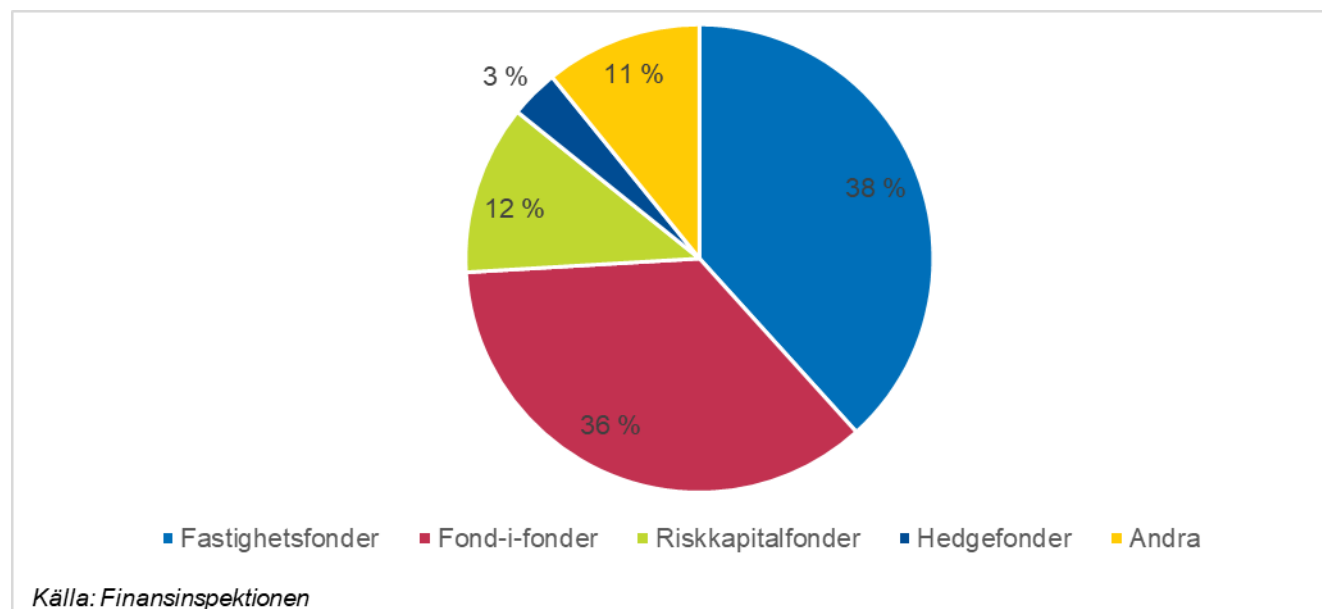


Bild 2. Tillgångar som förvaltas av alternativa fonder enligt fondstrategi. Bilden omfattar även slutna fastighetsfonder. Uppgifterna baserar sig på fondernas AIFMD-rapportering till Finansinspektionen.

2.2.2 Bakgrund om fonder som deltog i temabedömningen

Ur svaren på temabedömningen framgick det att det finns stora skillnader i fastighetsfondernas storlek. Beräknat med fondens totala tillgångar (GAV)⁶ var den minsta fondens storlek 5 miljoner euro och den största fondens storlek 1,3 miljarder euro 31.12.2018.

Av de fonder som deltog i temabedömningen har den äldsta fonden grundats 2012 innan AIFML trädde i kraft och den nyaste fonden våren 2018.

Majoriteten av fastighetsfonderna är öppna för teckningar fyra gånger per år och för inlösningar antingen fyra eller två gånger per år. Det vanligaste minsta investeringsbeloppet är 5 000 euro (sju fonder). Fastighetsfondernas investeringsobjekt varierar enligt fondens investeringspolicy. Flera bolag berättade att de investerar fondens tillgångar i några fastighetstyper av olika slag. Å andra sidan investerar vissa bolag fastighetsfondernas tillgångar enbart i till exempel skog eller vårdfastigheter. Elva fonders tillgångar investeras i affärsfastigheter och nio fonders i bostäder. Tre fonders tillgångar investeras i skog.

⁶ Fondens totala tillgångar (GAV) innehåller det främmande kapital som fonden använder.

Diagram 3. Fastighetfonders investeringar i olika fastighetstyper

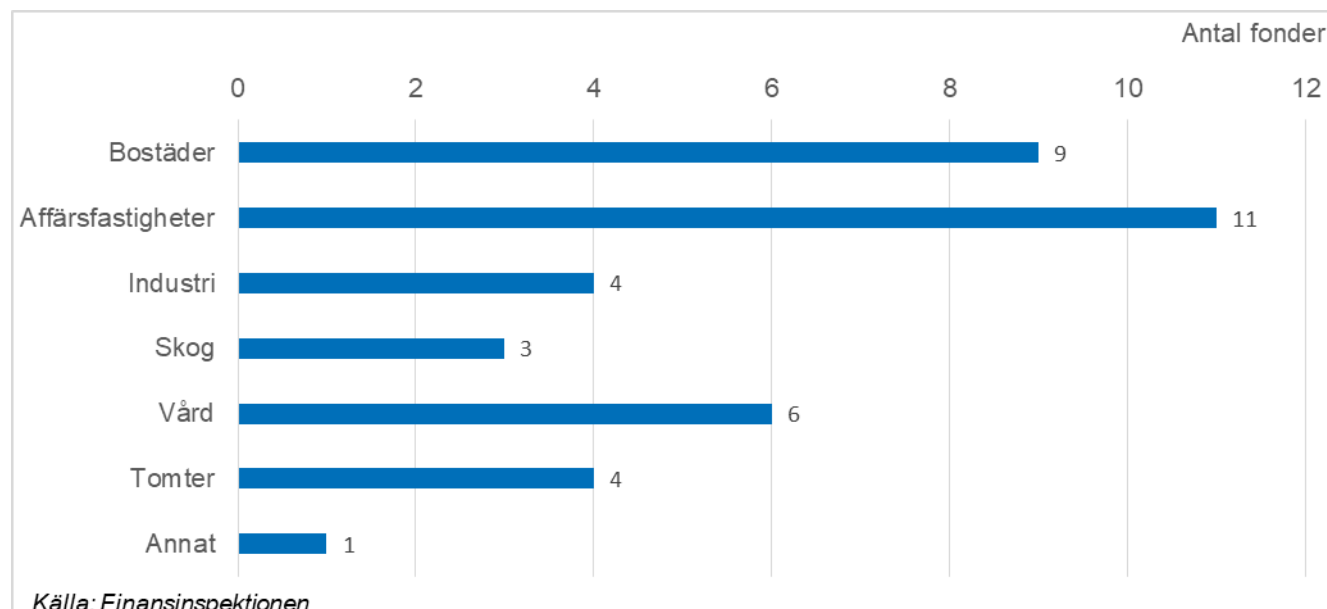


Bild 3. Fastighetsinvesteringsobjekt av de fonder som deltog i temabedömningen. Flera bolag berättade att de investerar fondens tillgångar i några fastighetstyper av olika slag. Å andra sidan investerar vissa bolag fastighetsfondernas tillgångar enbart i till exempel skog eller vårdfastigheter.

3 Riktlinjer och förfaranden för värdering

3.1 Innehållet av riktlinjer och förfaranden för värdering

De centrala krav som regleringen ställer

Alla alternativa fonder (nedan "fonden") ska ha skriftliga riktlinjer och förfaranden (nedan "riktlinjer för värderingen"), som förvaltaren av den alternativa fonden tar i bruk och verkställer.

AIFM-förordningen beskriver rätt detaljerat vad en fonds riktlinjer för värderingen borde behandla. Riktlinjerna och förfarandena för värderingen ska täcka alla väsentliga aspekter på värderingsprocessen och värderingsförfarandena samt kontroller med avseende på den relevanta fonden.⁷

Värderingens riktlinjer och förfaranden ska minst omfatta följande⁸ :

- kompetens och oberoende när det gäller den personal som gör tillgångsvärderingen
- fondens särskilda investeringsstrategier och de tillgångar som fonden kan investera i
- kontrollerna av urvalet av indata, källor och metoder för värderingen
- eskaleringskanaler för att lösa skiljaktiga tillgångsvärden
- bedömningen av eventuella justeringar av positionernas storlek och likviditet eller i förekommande fall förändrade marknadsförhållanden

⁷ AIFM-förordningen, artikel 67.1

⁸ AIFM-förordningen, artikel 67.2

- f) lämplig tidpunkt för att avsluta räkenskaperna när det gäller värdering
- g) lämplig frekvens för värdering av tillgångarna.

Utöver det som nämnts ovan ska värderingsriktlinjerna även:

- specificera värderingsmetoder som ska tillämpas på varje typ av tillgång som fonden kan investera i⁹
- ange indata, modeller och urvalskriterier för prissättningen¹⁰
- fastställa skyldigheter, roller och ansvar för alla parter som deltar i värderingsprocessen.¹¹

Därtill ska det framgå av värderingsriktlinjerna om det är en utomstående part eller förvaltaren av den alternativa investeringsfonden som ansvarar för värderingen.¹² Detta har beskrivits mer detaljerat i kapitel 3.2 Ansvarsområden och roller i anknytning till värderingen.

Finansinspektionens observationer

Finansinspektionen bad bolagen bifoga till förfrågningsen varje enskild fonds värderingsriktlinjer. Sex fonder hade inga separata värderingsriktlinjer. Gällande dessa fonder har bolaget lämnat in antingen enbart fondens stadgar eller objektiva värderingsprinciper. Två bolag hade inte en fondspecifik behandling av fonderna i värderingsriktlinjerna. En del av värderingsriktlinjerna har daterats våren 2019, och det framgår inte av dokumentet om de hade utarbetats med tanke på temabedömningens förfrågan.

Finansinspektionen upptäckte att alla värderingsriktlinjer inte innehöll de uppgifter som regleringen förutsätter på ett tillräckligt omfattande sätt. Endast några fonder hade dokumenterat värderingsprocessen på en mycket bra nivå.

I värderingsriktlinjerna fattas det information i synnerhet om punkterna *c) kontrollerna av urvalet av indata, källor och metoder för värderingen, d) eskaleringskanaler för att lösa skiljaktiga tillgångsvärden, e) bedömningen av eventuella justeringar av positionernas storlek och likviditet eller i förekommande fall förändrade marknadsförhållanden och f) lämplig tidpunkt för att avsluta räkenskaperna när det gäller värdering*. Dessutom har under hälften av bolagen beskrivit metoden för värdering av fondens tillgångar.

Finansinspektionen bad också bolagen lämna in objektiva värderingsprinciper¹³ och berätta om dessa är tillgängliga för investerarna till exempel på bolagets webbsajt. Fyral bolag håller dem tillgängliga för investerare.

Finansinspektionens bedömning

Regleringen förutsätter att bolaget ska upprätta för varje fond lämpliga värderingsriktlinjer och -förfaranden. Värderingsriktlinjerna ska innehålla minst minimikraven enligt AIFM-förordningen och uppgifter om

⁹ AIFM-förordningen, artikel 67.1.2 "...AIF-förvaltaren ska säkerställa att skäliga, lämpliga och öppna värderingsmetoder tillämpas på de förvaltade AIF-fonderna. Värderingsriktlinjerna ska ange och förfarandena tillämpa de värderingsmetoder som ska tillämpas på varje typ av tillgång som AIF-fonden kan investera i enligt gällande nationell lagstiftning, AIF-fondens regler och bolagsordning."

¹⁰ AIFM-förordningen, artikel 67.1.3 "Om så är möjligt och tillämpligt, ska priser hämtas från oberoende källor. Vid valet av metoder ska en bedömning av tillgängliga relevanta metoder göras, med beaktande av deras känslighet för variabeländringar och hur särskilda strategier fastställer portföljtillgångarnas relativa värde."

¹¹ AIFM-förordningen, artikel 67.2.1 "...skyldigheter, roller och ansvar för alla parter som deltar i värderingsprocessen, inbegripet AIF-förvaltarens verkställande ledning. Förfarandena ska överensstämja med den organisatoriska struktur som fastställs i värderingsriktlinjerna."

¹² AIFM-förordningen, artikel 67.3-4

¹³ Objektiva värderingsprinciper ger anvisningar om hur värdet på ett enskilt investeringsobjekt fastställs objektivt när objektet inte har ett marknadsvärde och kan inte heller direkt värderas enligt de grunder som har definierats i fondens stadgar. Finansinspektionens föreskrifter och anvisningar 3/2011 stycke 10.1.2

fondens värderingsmetoder, värderingens konsekvens, prissättningen samt om rollerna och ansvaren för de personer som deltar i värderingen.

Finansinspektionen anser att värderingsprocessen inte har beskrivits i fondens stadgar eller objektiva värderingsprinciper på ett så detaljerat sätt som regleringen förutsätter. Därför förutsätter Finansinspektionen att fonderna ska ha separata värderingsriktlinjer, vars innehåll motsvarar regleringens krav. Finansinspektionen anser att ifall bolaget har gemensamma värderingsriktlinjer för fonderna bör det framgå klart vilka skillnader fonderna har gällande värderingen och värderingsprocessen.

Finansinspektionen anser att man under punkten *a) kompetens och oberoende när det gäller den personal som gör tillgångsvärderingen* ska behandla kompetensen och oberoendet av den person/de personer i bolaget som ansvarar för värderingen. Kapitel 3 beskriver kraven på den person som ansvarar för värderingen.

Under punkten *d) eskaleringskanaler för att lösa skiljaktiga tillgångsvärden* ska man i värderingsriktlinjerna beskriva de förfaringsätt som bolaget följer om det finns skillnader i tillgångsvärden. När det gäller öppna fastighetsfonder kan det till exempel vara fråga om en situation där bolaget har en annan åsikt om värdet på en fastighet som fonden äger än fastighetsvärderaren. Då ska bolaget ha beskrivit hur det går till väga i en dylik situation (eskaleringskanal).

Under punkten *e) bedömningen av eventuella justeringar av positionernas storlek och likviditet eller i förekommande fall förändrade marknadsförhållanden* ska man i värderingsriktlinjerna beskriva hur värderingen av fondens tillgångar genomförs, om inget pålitligt värde är tillgängligt och om det dessutom finns skäl att överväga en justering av värdet med anledning av ovannämnda förändringar (positionernas storlek, likviditet, marknadsförhållanden). När det gäller öppna fastighetsfonder kan detta betyda en situation där det inte är möjligt att av en fastighetsvärderare få en pålitlig värdering av en fastighet som ägs av fonden.

Finansinspektionen rekommenderar därtill att objektiva värderingsprinciper ska finnas tillgängliga för investerarna till exempel via bolagets webbsajt.

3.2 Regelbunden översyn av värderingens riktlinjer och förfaranden

De centrala krav som regleringen ställer

Enligt regleringen ska bolaget minst en gång per år se över fondens riktlinjer för värderingen. Dessutom ska värderingsriktlinjerna uppdateras innan fonden tar i bruk en ny investeringsstrategi eller en ny tillgångstyp.

I värderingens riktlinjer ska det anges hur en ändring av värderingens riktlinjer får göras och under vilka omständigheter detta är lämpligt.¹⁴

¹⁴ AIFM-förordningen, artikel 70

Finansinspektionens observationer

Enligt Finansinspektionens observationer har majoriteten av fondernas värderingsriktlinjer setts över minst en gång per år.

Tre fonders dokument om värdering hade setts över 2017 eller tidigare, vilket betyder att de inte hade setts över så ofta som regleringen förutsätter. Tre fonders värderingsriktlinjer har inte alls setts över, två av dessa hade etablerats 2018.

Alla respondenter meddelade att styrelsen har godkänt dokumentet om fondens värdering. Å andra sidan framgick det också av svaren att styrelsen inte alltid hade godkänt det senaste dokumentet om värderingen. Beträffande tre fonder angavs det som orsak att det inte har gjorts ändringar i värderingsriktlinjerna och beträffande tre fonder att styrelsen kommer att godkänna dem på sitt följande möte.

Majoriteten av bolagen har inte beskrivit i värderingens riktlinjer hur en ändring av riktlinjerna får göras och under vilka omständigheter detta är lämpligt.

Finansinspektionens bedömning

Finansinspektionen påminner att värderingsriktlinjerna ska enligt regleringen överses minst en gång per år och innan det kommer tillägg till fondens investeringsstrategi eller tillgångstyper. Dessutom ska styrelsen godkänna de nya värderingsriktlinjerna och detta ska dokumenteras på lämpligt sätt så att datumet för det reviderade dokumentet framgår av handlingen.

Finansinspektionen anser att bolagen borde i förväg fastställa i vilka omständigheter det är åtminstone ändamålsenligt att göra ändringar i fondens värderingsriktlinjer och beskriva dem kortfattat.

4 Värdering

I temabedömningen kartlades även hur ofta fastighetsfondernas värde beräknas och hur ofta fondens tillgångar värderas. Dessutom ombads bolagen i sina svar beskriva kort beslutsprocessen och det ansvar som ansluter sig till fastighetsvärderingen och användningen av värdet i fondens värdeberäkning. Bolagen tillfrågades vad portföljförvaltarens roll i värderingen är och om bolaget anlitar en fastighetsvärderare eller en egen modell vid värderingen av fondens tillgångar.

4.1 Värderingsintervallen

De centrala krav som regleringen ställer

Enligt regleringen ska öppna alternativa investeringsfonder värderas med sådana intervaller som är lämpliga med tanke på fondens tillgångar och emissions- och inlösningsintervaller.¹⁵

¹⁵ AIFML, 9 kap. 4 § 2 mom.; AIFML 16a kap. 6 § 3 mom.

Finansinspektionens observationer

På basis av svaren beräknar majoriteten av bolagen värdet fyra gånger per år. Frekvensen korrelerar med det årliga antalet emissioner.

Enligt Finansinspektionens observationer har fondens värde i fråga om tio fonder någon gång beräknats oftare än vad som anges i fondens stadgar. I de flesta fallen var orsaken en extra emission. Största delen anlitar en fastighetsvärderare alltid då fonden är öppen för teckningar.

Finansinspektionens bedömning

Regleringen förutsätter att fondens värde ska fastställas varje gång en fond är öppen för teckningar och inlösningar.

Enligt Finansinspektionen ska bolaget skaffa av en fastighetsvärderare en bedömning av fastighetens värde på ett konsekvent sätt med beaktande av hur ofta fonden är öppen. Mera information om anlitaandet av fastighetsvärderare finns under punkt 4.3.

4.2 Ansvarsområden och roller i anknytning till värderingen

De centrala krav som regleringen ställer

Fondens värdering ska utföras opartiskt, med vederbörlig skicklighet och med aktsamhet och omsorg.¹⁶ Bolaget är ansvarigt för en korrekt värdering av fondens tillgångar, beräkningen av fondens nettotillgångsvärde och för redovisningen av detta värde.¹⁷

Bolaget ska även se till att värderingsfunktionen handhas av antingen

- a) en extern värderare eller
- b) förvaltaren av den alternativa investeringsfonden¹⁸

Enligt regleringen ska en extern värderare vara oberoende av fonden, bolaget och andra personer som har nära knytningar med fonden eller bolaget. Delegering av värderingen påverkar inte bolagets ansvar gentemot fonden och dess investerare.¹⁹ Enligt regleringen ska bolaget visa att den externa värderaren registrerats i ett lagstadgat, obligatoriskt yrkesregister eller omfattas av lagar, andra författningar eller yrkesetiska regler. Bolaget ska dessutom visa att den externa värderaren kan lämna tillräckliga yrkesmässiga garantier för att effektivt kunna utföra den relevanta värderingsfunktionen enligt lagen.²⁰

När bolaget tar hand om värderingen, förutsätts det att värderingsuppgifterna är oberoende av portföljförvaltningen.²¹

¹⁶ AIFML, 9 kap. 1 §

¹⁷ AIFML, 9 kap. 7 § 2 mom.

¹⁸ AIFML, 9 kap. 2 §

¹⁹ AIFML, 9 kap. 7 § 2 mom.

²⁰ AIFML, 10 kap. 5 § 1-2 mom.

²¹ AIFML, 9 kap. 2 § 1 mom.

Enligt regleringen ska bolaget i sina värderingsriktlinjer beskriva skyddet av värderingens funktionella oberoende.²²

Finansinspektionens observationer

Finansinspektionen bad bolagen beskriva vem som bestämmer vilket värde som används som fastighetens verkliga värde vid fondens värdering. Svaren visar att en del hade ett team eller en person som är oberoende av portföljförvaltningen och som bestämmer om fastigheternas värdering vid fondens värdeberäkning. Några svarade att en fastighetsvärderare ansvarar för fastigheternas värdering.

Ingen av deltagarna i temabedömningen har anlitat en extern värderare som avses i regleringen. Med extern värderare avses vanligen i denna punkt inte en fastighetsvärderare, eftersom en fastighetsvärderare bara ger en bedömning av värdet på fondens tillgångar och ansvarar därmed inte för värderingen.

Av sex bolags svar framgick det att portföljförvaltarens roll är att lämna primärdata och kontrollera att värderingen stämmer. Beträffande alla bolag kunde Finansinspektionen inte försäkra sig om att portföljförvaltarens oberoende helt bevaras i samband med värderingen.

Finansinspektionens bedömning

Enligt Finansinspektionen innebär anlitandet av en utomstående fastighetsvärderare inte att värderingen delegeras. Finansinspektionen anser att bolaget är ansvarigt för värderingen av fondens tillgångar, vilket innebär att bolaget inte kan överföra ansvaret i fråga till en fastighetsvärderare. Fastighetsvärderare är inte ansvariga för värderingen och de ska inte heller bestämma vilket värde bolagen använder som fastigheternas värde i samband med beräkningen av fondens värde.

Finansinspektionen anser att det är speciellt viktigt att fondens portföljförvaltare på inget sätt får ingripa i eller påverka värderingen av fondens tillgångar. Portföljförvaltaren kan genomföra vissa uppgifter, till exempel lämna primärdata, men portföljförvaltarens oberoende ska bevaras under hela värderingsprocessen.

4.3 Anlitande av fastighetsvärderare och värdering av en fastighet

De centrala krav som regleringen ställer

Enligt lagen om fastighetsfonder ska en fastighetsfond låta en opartisk och utomstående, av Centralhandelskammaren godkänd värderare värdera fastigheter som inte är i eget bruk. Bolaget kan besluta att inte anlita en fastighetsvärderare, men den ska då motivera sitt förfarande i verksamhetsberättelsen eller bokslutsnoterna.²³

Finansinspektionen övervakar inte fastighetsvärderarnas verksamhet utan deras tillsynsinstans är Centralhandelskammarens fastighetvärderingsnämnd.

²² AIFM-förordningen, artikel 67 stycke 4

²³ Lag om fastighetsfonder, 4 kap. 18 §

Finansinspektionens observationer

Enligt Finansinspektionens observationer anlitar 20 fonder en fastighetsvärderare. Bara en fond använder en egen värderingsmodell vid värderingen av fondens tillgångar. Denna modell har validerats av en utomstående person som är oberoende av värderingen.

Finansinspektionens bedömning

Finansinspektionen har ingenting att anmärka om de lösningar som är i bruk.

4.4 Värderingens konsekvens och värderingsmetoderna

De centrala krav som regleringen ställer

Bolaget ska säkerställa att värderingens riktlinjer och förfaranden samt de valda värderingsmetoderna tillämpas på ett konsekvent sätt.²⁴

Regleringen tar inte ställning till vilka metoder fastighetsfonder ska tillämpa vid värderingen av fastigheter som fonden äger. Enligt lagen om fastighetsfonder ska en fastighetsfond värdera förvaltningsfastigheterna till verkligt värde.

Finansinspektionens observationer

Enligt Finansinspektionens observationer hade några bolag i sina värderingsriktlinjer nämnt den konsekventa tillämpningen av värderingsmetoder.

På basis av svaren kan det konstateras att den vanligaste metoden är avkastningsvärdemetoden²⁵, vilket mycket långt beror på att denna metod vanligen används för affärs-, industri- och vårdfastigheter samt affärslokaler, tomter och skog. Tio fonder använder avkastningsvärdemetoden och åtta bägge metoderna. Vid värderingen av bostäder används oftast handelsvärdemetoden²⁶. Av de fonder som deltog i temabedömningen investerar bara två enbart i bostäder.

²⁴ AIFM-förordningen, artikel 69

²⁵ Avkastningsvärdemetoden indikerar värdet genom att omvandla kommande kassaflöden till ett enda aktuellt värde. I den här metoden värderas värdet på en tillgångspost på basis av den avkastning och de kassaflöden eller kostnadsbesparingar som tillgångsposten tillbringar. (Fastighetsvärderingsföreningen i Finland rf, Internationella värderingsstandarder 2017)

²⁶ Handelsvärdemetoden indikerar värdet genom att jämföra en tillgångspost med identiska eller jämförbara (likadana) tillgångsposter vars prisuppgifter är tillgängliga. (Fastighetsvärderingsföreningen i Finland rf, Internationella värderingsstandarder 2017)

Diagram 4. Tillämpade värderingsmetoder

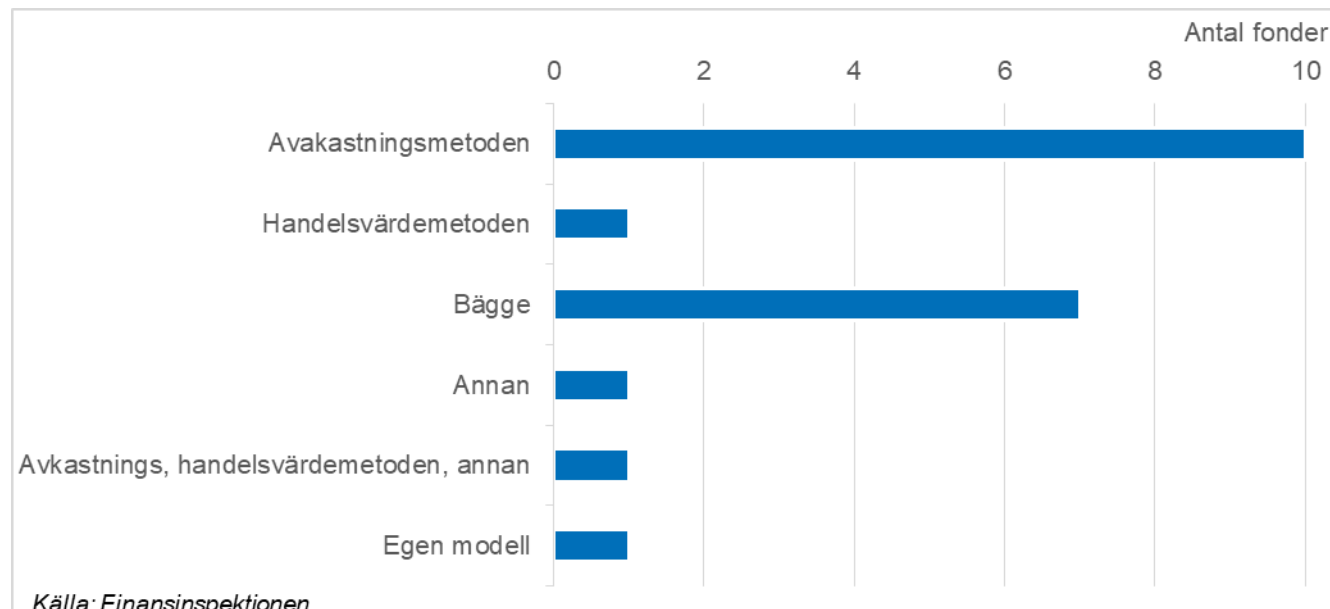


Bild 4. Värderingsmetoder som fastighetsvärderaren använder vid värderingen av fastigheter. *Punkten "annan metod" ansluter sig till värderingen av skog och den summavärdesmetod som då används.*

Finansinspektionen observerade även att bolagen beträffande 19 fonder angav att fastighetsvärderaren tillämpar IVS-standarder (International Standards for the Valuation of Real Estate for Investment Purpose).

Finansinspektionen observerade att majoriteten av bolagen gör en egen analys av fastighetsvärderarnas värden. Beträffande 17 fonder berättade bolagen att de jämför fastighetsvärderarens värden över tiden och beträffande 10 fonder att de jämför transaktionspriserna på redan sålda objekt med det senaste värde som fastighetsvärderaren angett. Å andra sidan svarade bolagen att de jämför värden i värderingshandlingen med sina egna kassaflödeskalkyler bara i fråga om tre fonder.

Diagram 5. Bolagens analys av fastighetsvärderarnas värderingar

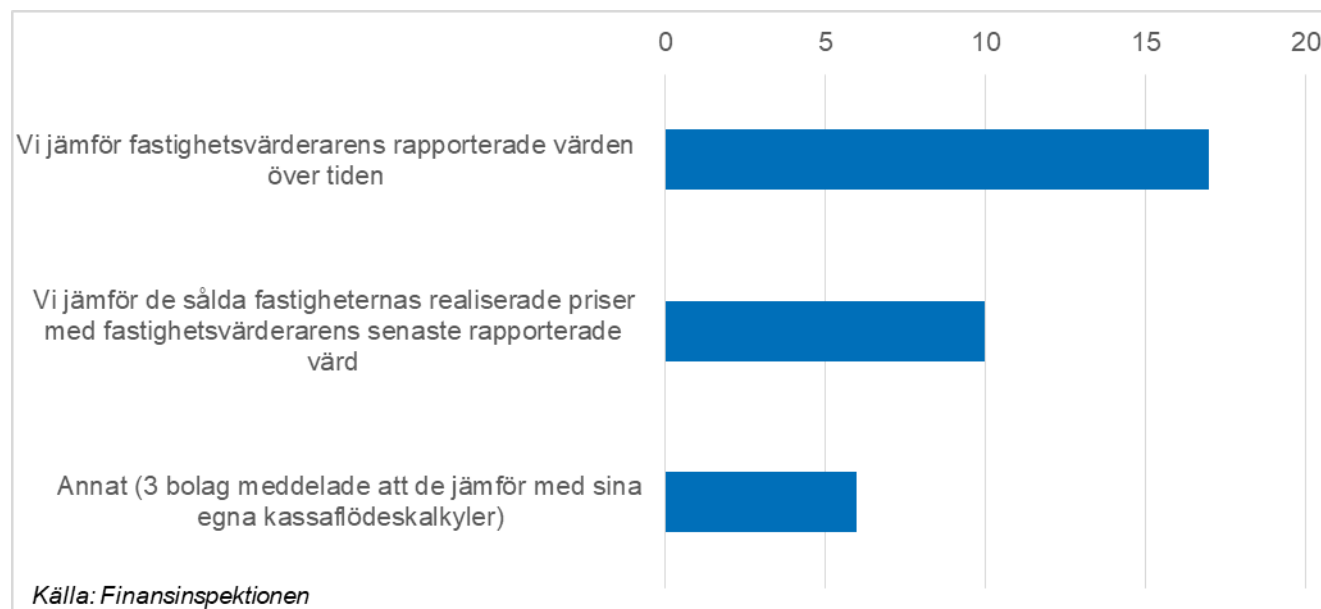


Bild 5. Bolagets egen analys av värden som fastighetsvärderaren angett.

Värderingsriktlinjerna ska beskriva de primärdata som används vid värderingen av fondens tillgångar. I temabedömningen ombads bolagen även berätta vilka primärdata en fastighets värdering baserar sig på. Enligt svaren är de informationskällor som oftast används av fastighetsvärderare de uppgifter som beställaren lämnat samt granskningen av objektet. De övriga uppgifterna ansluter sig ofta till någon annan offentlig informationskälla, till exempel genomförda transaktioner, kommunernas informationstjänst och lantmättningsverkets uppgifter samt värderarens egna marknadsdata.

Diagram 6. Fastighetsförmedlarens informtionskälla för värderingens källmaterial

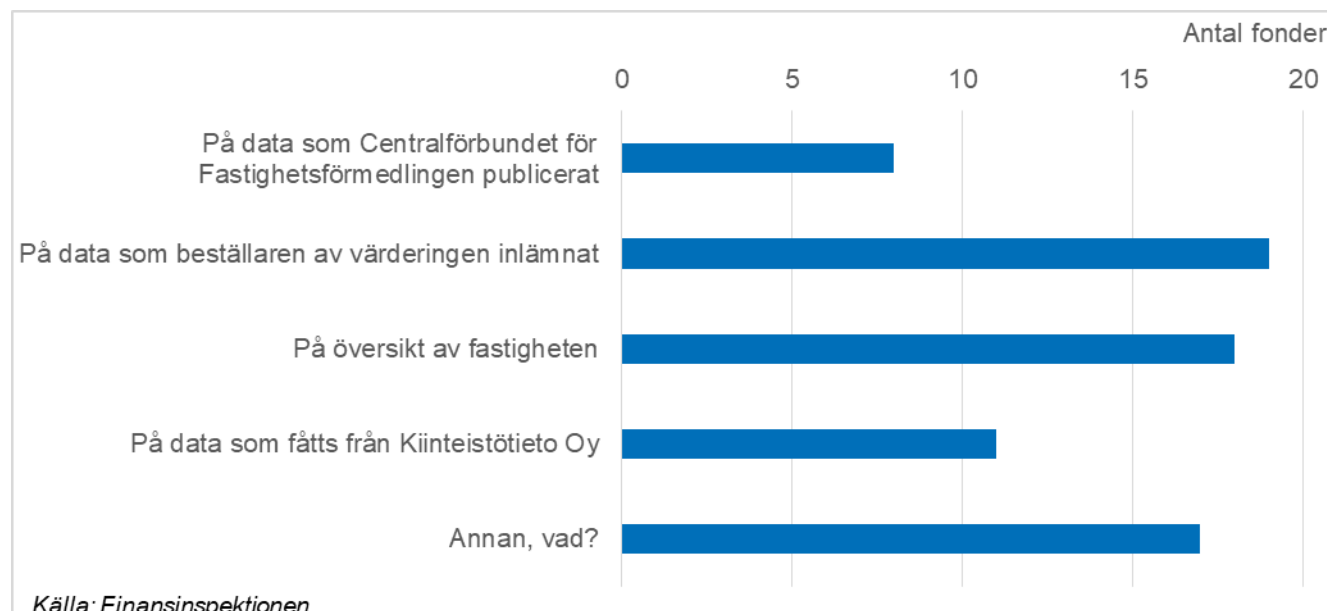


Bild 6. Primärdata som fastighetsvärderaren använder vid värderingen av fondens tillgångar.

Finansinspektionens bedömning

Bolaget ska försäkra sig om att fondernas värdering genomförs på ett konsekvent sätt. Finansinspektionen vill påpeka att även om bolaget måste skaffa en värdering av en fastighetsvärderare, ska det se till att värderingsmetoderna tillämpas på ett konsekvent sätt. Genomförandet av värderingen på ett konsekvent sätt betyder att man vid värderingen på längre sikt ska använda samma metod eller förfaringssätt för tillgångar av samma typ. Det är bolaget som ansvarar för valet eller godkännandet av metoderna. Bolaget ska även på lämpligt sätt dokumentera på vilket sätt bolaget ser till att värderingen genomförs på ett konsekvent sätt.

Finansinspektionen anser att fastighetsvärderarens värderingar ska analyseras till exempel genom att jämföra dem med egna kalkyler. Några bolag meddelade att de redan gör så. Bolagen ska dessutom dokumentera analyserna på ett lämpligt sätt.

5 Likviditetshandling och stresstester

5.1 Likviditetshandling

De centrala krav som regleringen ställer

Bolaget ska använda sig av ett lämpligt system för likviditetshandling för att trygga fondens likviditet. Fondens investeringsstrategi, likviditetsprofil och inlösenpolicy ska vara konsekventa sinsemellan.²⁷

²⁷ AIFML, 8 kap. 6 § 1 mom.

Finansinspektionens observationer

Fastighetsfondsmarknaden har utvecklats positivt, dvs. nettoteckningarna har varit positiva och priserna på fastigheter och hyresnivån har stigit sedan 2014. Största delen av fonderna har grundats därefter. Detta har lett till att bolagen inte har erfarenhet om användningen av olika likviditetshanteringsmetoder när det gäller fastighetsfonder. Med ett undantag har man kunnat betala inlösningarna från fondens kassa.

Enligt Finansinspektionens observationer har bolagen flera olika likviditetshanteringsmetoder i bruk. De populäraste metoderna är ett graderat inlösningsarvode (som används av alla fonder), och inlösningarna kan skjutas upp om tillgångarna skaffas genom att sälja fondens tillgångar. Därtill kan inlösningarna i sista hand även avbrytas.

Bara ett bolag meddelade att det har varit tvunget att realisera fondernas tillgångar för att kunna betala inlösningar. Alla svarade att fonden inte har behövt ta lån för att säkerställa fondens likviditet i samband med inlösningar. Man har inte behövt avbryta inlösningar från en enda fond.

Diagram 7. Likviditetshanteringsmetoder

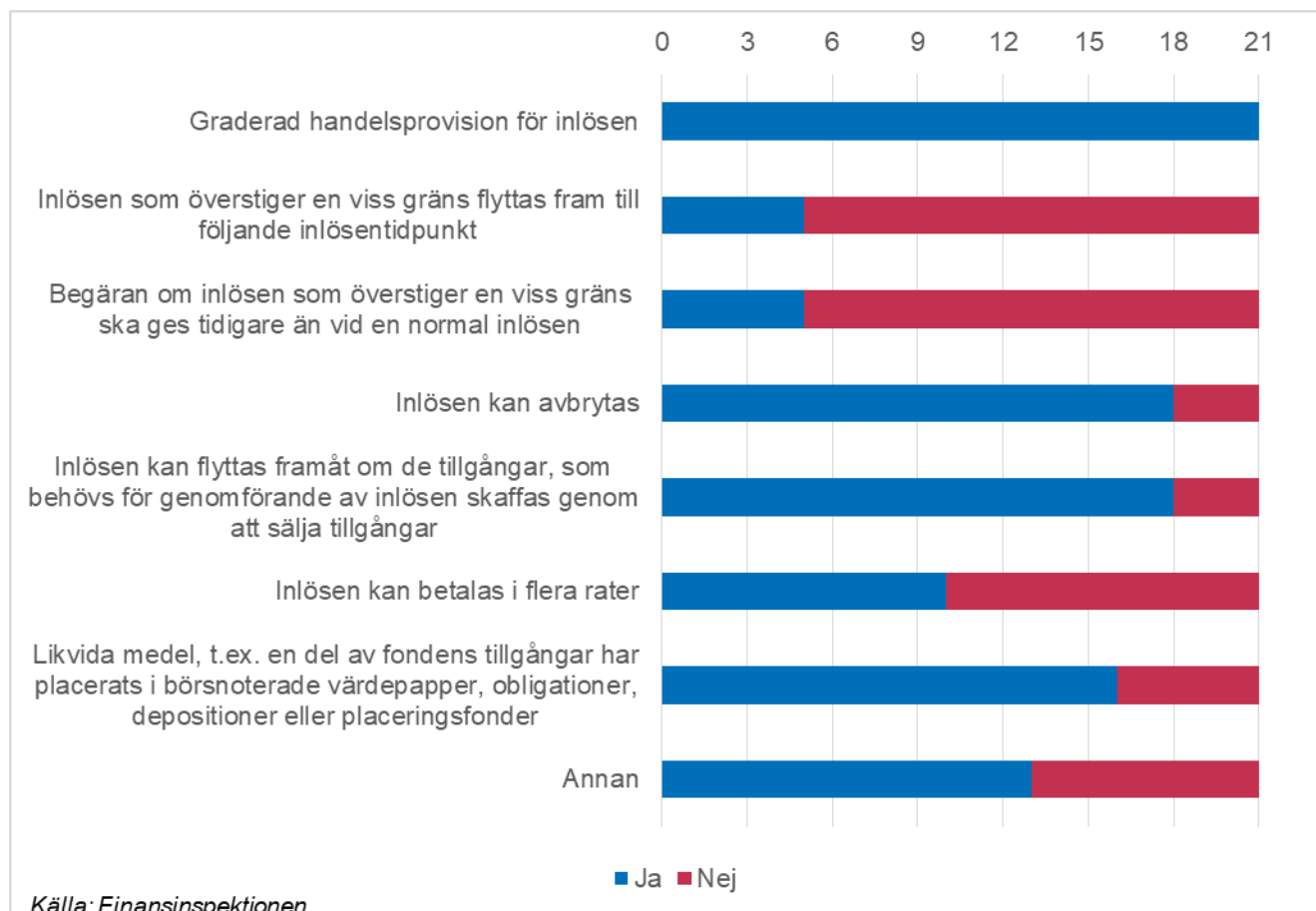


Bild 7. De likviditetshanteringsmetoder som bolagen angett.

Finansinspektionens bedömning

Finansinspektionen anser att likviditetshandlingsmetoder bara ska användas i situationer där fondens exceptionella likviditetssituation så kräver. Detta innebär att utbetalningen av fondens inlösningar i en normal marknadssituation inte ska basera sig på likviditetshandlingsverktyg. Bolagen ska planera fondens likviditetshandling och användningen av verktyg i mer utmanande marknadssituationer, i vilka de behövs. De ska också användas konsekvent för att trygga andelsägarnas jämlikhet.

5.2 Antaganden och scenarier i stresstester

De centrala krav som regleringen ställer

Bolaget ska i syfte att säkerställa likviditeten regelbundet genomföra stresstester som gör det möjligt att bedöma likviditetsrisker.²⁸ Stresstester ska genomföras vid normala och exceptionella likviditetsförhållanden för varje fond som förvaltas.²⁹

Stresstesterna ska:

- a) utföras på grundval av tillförlitlig och aktuell kvantitativ information eller, om så inte är lämpligt, kvalitativ information,
- b) om så är lämpligt, simulera en likviditetsbrist för AIF-fondens tillgångar och otypiska inlösenkrav,
- c) täcka in marknadsrisker och eventuella följder av sådana risker,
- d) beakta värderingskänslighet i kritiska situationer,
- e) utföras med en frekvens som är lämplig för fondens art, med beaktande av fondens investeringsstrategi, likviditetsprofil, typ av investerare och inlösenpolitik, men minst en gång om året.³⁰

Bolaget ska agera i investerarnas bästa intresse med avseende på resultatet av eventuella stresstester.³¹

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) har den 2 augusti 2019 gett ut separata riktlinjer om fondernas likviditetsstresstester, som ska iaktas senast från den 30 september 2020.³²

Finansinspektionens observationer

Bolagen ombads skicka antagandena i stresstesterna och deras resultat per 31.12.2017 och 31.12.2018. Enligt Finansinspektionens observationer har sådana stresstester som regeringen förutsätter inte genomförts om alla fonder.³³ Antaganden och nivån på de stresstester som bolagen lämnade in varierade kraftigt mellan fonderna. Endast några bolag har simulerat två antaganden samtidigt, t.ex. fastigheternas priser sjunker med 20 % och samtidigt riktas det stora inlösningar på bolaget. Ett bolag saknade helt lämpliga numeriska stresstester. Några bolag hade analyserat fondens kassaflöde genom att

²⁸ AIFML, 6 § 2 mom.

²⁹ AIFM-förordningen, artikel 48.2

³⁰ AIFM-förordningen, artikel 48.2

³¹ AIFM-förordningen, artikel 48.3

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

³³ Finansinspektionen har gällande stresstesten koncentrerat sig på de centralaste kraven.

anta att fondens ekonomiska situation fortsätter att vara den samma som under de föregående kvartalen. Detta innebär att olika scenarier eller försvagningen av marknadsförhållanden inte alls hade beaktats.

Majoriteten svarar att de genomför stresstester oftare än en gång om året.

Finansinspektionens bedömning

Finansinspektionen förutsätter att varje fond ska ha sådana numeriska stresstester som regleringen förutsätter. Enligt regleringen ska stresstesten simulera en likviditetsbrist för AIF-fondens tillgångar och otypiska inlösenkrav. Historien har visat att vissa krissituationer innebär att flera stressituationer förverkligas samtidigt, till exempel tillgångarnas värde sjunker betydligt och samtidigt reagerar flera investerare genom att lösa in fondandelar. Därför anser Finansinspektionen att man i stresstesterna ska simulera flera olika antaganden samtidigt: till exempel marknadens nedgång och exceptionellt stora inlösningar samtidigt. Därtill ska stresstesten täcka de marknadsriskerna som gäller fastighetsfonder och beakta värderingskänslighet i kritiska situationer. I fortsättningen ska i synnerhet sådana fonder som investerar i icke-likvida objekt, till exempel fastigheter, beakta fondens särdrag och marknadssituationen när de bestämmer hur ofta stresstester ska genomföras.

Med anledning av ovannämnda krav som regleringen ställer förutsätter Finansinspektionen att detta i praktiken innebär att olika numeriska stresstester ska genomföras för fonderna. Enligt Finansinspektionen innehåller en kassaflödesanalys i ett normalt läge inte sådana stresstester, dvs. analyser av olika scenarier, som regleringen kräver.

Därtill uppmanar Finansinspektionen bolagen att i god tid i förväg gå genom Esmas ovannämnda riktlinjer om likviditeten och stresstester så att de kan tas i bruk när de blir tillämpliga.

6 Vidareåtgärder

Finansinspektionen förutsätter att Finansinspektionens observation och bedömningar beaktas och att bolagens verksamhetssätt uppdateras så att de motsvarar lagens krav.