

2.6.2025  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

## **Finanssivalvonta muistuttaa avoimien kiinteistörahastojen hoitajia rahastojen varojen arvostuksen vaatimuksista**

Kiinteistömarkkinoiden nykyinen tilanne heijastuu myös kiinteistörahastoihin. Avoimien kiinteistörahastojen hoitajien tulee kiinnittää erityistä huomiota paitsi likviditeetin hallintaan, myös sijoituskohteena olevien kiinteistöjen arvostukseen (arvonmäärittäykseen).

Varojen arvostuksen merkitys korostuu avoimissa kiinteistörahastoissa. Jos varojen arvoa ei ole määritetty asianmukaisesti, osuudenomistajien tasapuolinen kohtelu ei toteudu. Jos varat on arvostettu liian korkealle, osuuksiaan lunastavat sijoittajat saavat liian suuren lunastushinnan rahastoon jäävien ja rahasto-osuuksia merkitsevien sijoittajien kustannuksella, ja päinvastoin.

Alla Finanssivalvonta muistuttaa avoimien kiinteistörahastojen hoitajia rahastojen varojen arvostusta koskevista sääntelyn vaatimuksista ja esittää omia tulkintojaan tiettyjen sääntelyn kohtien soveltamisesta.

Vaihtoehtorahaston varojen arvostamisesta säädetään vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (162/2014, AIFML) 9 luvussa. Arvostuksen järjestämisestä ja menettelyistä säädetään tarkemmin Komission delegoidun AIFM-asetuksen ((EU) 231/2013) 7 jaksossa (67 – 74 artiklat).

Avoimia kiinteistörahastoja koskee myös kiinteistörahastolaki (1173/1997). Kiinteistörahastolain 4 luvun 18 §:n mukaan rahaston sijoituskohteena olevista kiinteistöistä on hankittava ulkopuolisen kiinteistöarvioitsijan arvio.

### **Vastuu arvostuksesta ja arvostuksen ulkoistaminen**

Avoimien kiinteistörahastojen omistamien kiinteistöjen arvostus perustuu kiinteistöarvioitsijoiden arviokirjoihin. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että rahaston varojen arvostus olisi AIFML 10 luvun 5 mukaisesti ulkoistettu ulkopuoliselle arvonmäärittäjälle. Suomessa on markkinakäytäntönä, että arvostusta ei ole ulkoistettu kiinteistöarvioitsijoille, jolloin kiinteistöarvioitsijoiden arviokirjojen hinta-arviot ovat hintalähteitä, joille vaihtoehtorahaston hoitajan tulee tehdä omia sääntelyn edellyttämiä tarkistuksia hinnoittelun oikeellisuuden varmistamiseksi. Vaihtoehtorahaston hoitaja on aina vastuussa lopullisesta varojen arvostuksesta.

### **Arvostuksen johdonmukaisuus**

AIFML 9 luvun 1 §:n ja Komission delegoidun AIFM-asetuksen 69 artiklan 1 kohdan mukaan rahaston varojen arvostuksessa tulee noudattaa johdonmukaista menetelmää ja arvonmäärittämispolitiikkaa tulee soveltaa johdonmukaisesti. Johdonmukaisuuden edellytyksenä on, että vaihtoehtorahaston hoitajalla on rahastoa koskeva arvostuspolitiikka sekä tarkemmat ohjeet ja prosessit, joiden mukaan rahastojen varat arvostetaan. Ennakkoon määritellyistä menettelyistä ei lähtökohtaisesti tule poiketa. Jos menettelyistä on tarpeen

2.6.2025  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

poiketa esimerkiksi poikkeuksellisen markkinatilanteen takia, tulee poikkeamisen edellytykset ja poikkeustilanteessa sovellettavat menettelyt kuvata arvostuspolitiikassa.

AIFML 9 luvun 3 §:n mukaan arvostuksessa on käytettävä yleisesti hyväksyttyä menetelmää, joka perustuu lainsäädäntöön, itsesääntelyyn tai muihin yleisesti hyväksyttyihin sääntöihin. Sääntely ei suoraan määrää, mitä arvostusmenetelmää kussakin kiinteistörahastotyyppissä tulee käyttää, eikä Finanssivalvonta ole antanut aiheesta tarkempia ohjeistuksia. Arvostusmenetelmät, joita kiinteistöarvioitsijat tyypillisesti käyttävät, ovat kauppavomenetelmä, tuottoarvomenetelmä ja hankintameno- tai kustannusmenetelmä. Arvostuksessa tulee käyttää menetelmää, jolla voidaan laskea kiinteistölle arvostushetken käypä arvo.

Rahaston varojen arvostuksessa tulee johdonmukaisesti käyttää samaa arvostusmenetelmää pidemmällä aikavälillä. Mikäli arvostusmenetelmää voidaan vaihtaa, tulee edellytykset vaihtamiselle olla kuvattu arvostuspolitiikassa. Arvostuspolitiikassa tulee niin ikään kuvata, jos saman menetelmän sisällä voidaan käyttää erilaisia menettelyjä (esimerkiksi hinnoitellaanko asuntorahaston omistamat kiinteistökohteet yksittäisinä asuntoina vai kokonaisina kerrostaloina), ja mitkä ovat edellytykset eri menettelyjen käytölle.

### **Arvostuksen riippumattomuus**

AIFML 9 luvun 2 §:n mukaan arvostustoiminnon tulee olla toiminnallisesti sekä muutoin riippumaton salkunhoidosta. Komission delegoidun AIFM-asetuksen 67 artikla 4 kohdan mukaan riippumattomuuden varmistavat suojatoimet on kuvattava arvostuspolitiikassa. Riippumattomuuden lähtökohtana on se, että rahaston salkunhoitaja (tai muu salkunhoidossa työskentelevä henkilö, jonka työnkuvaan kuuluu sijoituspäätösten tekeminen tai niiden esittäminen) ei saa vaikuttaa rahaston varojen arvostukseen.

Salkunhoidon rooli arvostusprosessissa voi olla hyvin rajallinen. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan salkunhoitaja voi lähtökohtaisesti toimittaa kiinteistöarvioitsijalle arvostuksessa käytettävät kiinteistöjen lähtötiedot, jos varmistetaan, että salkunhoito ei voi epäasiallisesti vaikuttaa niiden oikeellisuuteen. Salkunhoito voi myös tarkistaa, että lähtötiedot on oikein huomioitu hinta-arvioissa. Salkunhoito voi myös tehdä omaan käyttöönsä kiinteistöjen arvostuslaskelmia, mutta näiden laskelmien ei tule olla rahaston varojen arvostuksen perustana. Salkunhoitaja ei saa vaikuttaa kiinteistöarvioitsijan tekemiin arvioihin, vaan kiinteistöarvioitsijan tulee tehdä arvio itsenäisesti. Salkunhoitaja ei saa muutenkaan osallistua varsinaiseen rahaston varojen arvostukseen.

Komission delegoidun AIFM-asetuksen 67 artiklan 2 kohdan mukaan arvonnäätyspolitiikassa on vahvistettava kaikkien arvonnäätysprosessiin osallistuvien osapuolten velvoitteet, tehtävät ja vastualueet. Mikäli salkunhoidolla on rooli arvostusprosessissa esimerkiksi lähtötietojen toimittajana tai niiden oikeellisuuden tarkistajana, tulee tämä kuvata. Mikäli salkunhoidolle sallittuja toimia ei ole riittävän tarkasti määritetty, arvostuksen riippumattomuus voi vaarantua.

Riippumattomuuden arvioinnissa tulee tarkastella arvostuksen järjestämistä ja siihen osallistuvien henkilöiden tehtäviä kokonaisuutena. Arvostuksen riippumattomuusvaatimus ei

2.6.2025  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

rajoitu pelkästään salkunhoitoon, vaan AIFML 7 luvun 6 §:n mukaan vaihtoehtorahastojen hoitajan tulee toimintaansa järjestäessään riittävällä tavalla erottaa toisistaan sellaiset tehtävät ja vastuut, joiden voidaan katsoa olevan tämän pykälän tarkoituksessa keskenään yhteensopimattomia tai jotka voivat aiheuttaa järjestelmällisiä eturistiriitoja. Eturistiriita voi syntyä esimerkiksi silloin, jos arvostusta suorittavien henkilöiden palkitseminen riippuu rahaston tuotosta tai arvosta.

AIFML 8 luvun 2 §:n mukaan vaihtoehtorahastojen hoitajan on toimintaansa nähden riittävin järjestelyin toiminnallisesti ja hierarkkisesti erotettava riskienhallintatoiminnot muista toiminnoista. Lähtökohtaisesti vaatimus riskienhallinnan erillisyydestä tarkoittaa myös erillisyyttä arvostustoiminnoista, eikä riskienhallinnan tule osallistua rahastojen varojen säännölliseen arvostukseen. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan riskienhallinta voi kuitenkin osallistua rahaston varojen arvostukseen poikkeuksellisessa markkinatilanteessa esimerkiksi osana arvostuskomiteaa sekä esimerkiksi tarkastaa arvostusprosessin luotettavuutta.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan arvostuksen riippumattomuus varmistetaan yleensä parhaiten siten, että arvostuksesta vastaa erillinen salkunhoidosta ja riskienhallinnasta riippumaton arvostustoiminto, jolla on riittävät resurssit ja riittävä asiantuntemus kiinteistöjen arvostuksesta.

### **Osana arvostusta tehtävät tarkistukset**

Komission delegoidun AIFM-asetuksen johdantokappaleessa 79 todetaan, että joihinkin varoihin, erityisesti monitahoisiin ja maksuvalmiudeltaan heikkoihin rahoitusvälineisiin, liittyy suurempi epäasianmukaisen arvonmäärityksen riski, ja että tällaisten tilanteiden varalta vaihtoehtorahaston hoitajan olisi tehtävä riittävästi tarkastuksia varmistaakseen, että vaihtoehtorahaston varojen arvo on määritetty riittävän objektiivisesti.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan kiinteistöihin liittyy lähtökohtaisesti aina edellä mainitussa johdantokappaleessa kuvattu ja komission delegoidun AIFM-asetuksen 71 artiklan 2 kohdan mukainen epäasianmukaisen arvonmäärityksen riski. Tästä syystä vaihtoehtorahaston hoitajan, joka hoitaa kiinteistöihin varansa sijoittavaa vaihtoehtorahastoa, tulee määrittää arvonmäärityspolitiikoissa ja -menettelyissä varojen yksittäisten arvojen uudelleentarkastelussa noudatettava prosessi komission delegoidun AIFM-asetuksen 71 artiklan 2 kohdan mukaisesti. Kiinteistöihin varansa sijoittavien vaihtoehtorahastojen varojen arvostus perustuu useimmiten yhdeltä kiinteistöarvioitsijalta saatuihin arviokirjoihin, jolloin kyseessä on AIFM-asetuksen 71 artiklan 2 kohdan a) mukainen tilanne, jossa arvostus perustuu vain yhdeltä vastapuolelta saatuihin hintoihin.

Uudelleentarkasteluprosessin tulee komission delegoidun AIFM-asetuksen 71 artiklan 3 kohdan mukaisesti sisältää yksittäisten arvojen kohtuullisuutta koskevat riittävät ja asianmukaiset tarkistukset. Tarkistusten tulee sisältää vähintään alakohtien a) – i) mukaiset seikat.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan avoimen kiinteistörahaston hoitajan tulee suorittaa kiinteistöarvioitsijoiden hinta-arvioille komission delegoidun AIFM-asetuksen 71

2.6.2025  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

artiklan 3 kohdan mukaisia tarkistuksia. Tarkistukset tulee lähtökohtaisesti suorittaa yhtä usein kuin vaihtoehtorahaston varojen, eli kiinteistöjen, arvo määritetään. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan hinta-arvioille tehtyjen tarkistusten tulee sisältää ainakin seuraavia seikkoja, jotta ne täyttävät kyseisen sääntelyn kohdan vaatimukset:

- Hinta-arvioiden suurten muutosten tarkastelu verrattuna edelliseen arvostusajan kohtaan siten, että suurille muutoksille on asetettu raja-arvo (prosentuaalinen ja/tai euromääräinen), jonka ylittyminen edellyttää muutosten syyn tarkempaa selvittämistä ja myös sen tarkastelu, jos hinta-arvioissa ei ole ollut muutoksia pidemmällä aikavälillä. Tällä katetaan seuraavat komission delegoidun AIFM-asetuksen 71 artiklan 3 kohdan mukaiset tarkistukset:
  - a) arvojen tarkistaminen vertaamalla niitä vastapuolilta saatuihin hintoihin ja arvoihin eri pidemmällä aikavälillä (*englanniksi verifying values by a comparison amongst counterparty sourced pricings and over time*);
  - b) poikkeusten tutkiminen ja dokumentointi (*an examination and documentation of exemptions*);
  - f) epätavallisilta vaikuttavien tai kyseisen omaisuususerätyypin arvonmäärittämiselle asetetusta vertailuarvosta eroavien poikkeamien osoittaminen ja tutkiminen (*highlighting and researching any differences that appear unusual or vary by valuation benchmark established for the type of asset*);
  - g) vanhentuneiden hintojen ja implisiittisten muuttujien testaaminen (*testing for stale prices and implied parameters*).
- Hinta-arvioiden oikeellisuuden arviointi vertaamalla niitä toteutuneisiin kauppoihin. Tällä katetaan seuraava komission delegoidun AIFM-asetuksen 71 artiklan 3 kohdan mukainen tarkistus:
  - b) arvojen validointi vertaamalla toteutuneita hintoja viimeaikaisiin kirjanpitoarvoihin (*validating values by comparison of realised prices with recent carrying values*).
- Hinta-arvioiden oikeellisuuden validointi siten, että hinta-arvioita verrataan vaihtoehtoiseen hintalähteeseen, kuten esimerkiksi tilastoihin vastaavien kiinteistökohteiden kauppahinnoista. Validointi voidaan toteuttaa pistokoemaisesti, kuitenkin edellyttäen, että validointi kattaa tarkoituksenmukaisen osuuden rahaston omistamista kiinteistöistä. Tällä katetaan seuraava komission delegoidun AIFM-asetuksen 71 artiklan 3 kohdan mukainen tarkistus:
  - h) vertaaminen mahdollisten asiaan liittyvien varojen tai niiden suojausten hintoihin (*a comparison with the prices of any related assets or their hedges*).

Validointi voidaan myös toteuttaa siten, että määritetään (pistokoemaisesti) rahaston varoille arvo omaa arvostusmallia käyttäen, ja verrataan saatua arvoa kiinteistöarvioitsijan hinta-arvioon.

Validoinnissa tulee ottaa huomioon kiinteistöjen tyyppi ja kiinteistöarvioitsijan käyttämä arvostusmenetelmä. Esimerkiksi asuntoihin varansa sijoittavan kiinteistörahaston arvostuksessa, jossa hinta-arviot muodostetaan kauppa-

2.6.2025  
SP/FIVA-EI RAJOITETTU  
Julkinen

arvomenetelmällä, voi olla tarkoituksenmukaista verrata yksittäisten asuntojen hinta-arvioita ominaisuuksiltaan vastaavien asuntojen toteutuneisiin kauppahintoihin, kun taas toimitiloihin varansa sijoittavan kiinteistörahaston arvostuksessa, jossa hinta-arviot muodostetaan tuottoarvomenetelmällä, voi olla tarkoituksenmukaista arvioida tuottovaatimuksen oikeellisuutta.

AIFM-asetuksen 71 artiklan 1 kohta edellyttää, että edellä kuvatut tarkistukset dokumentoidaan. Mikäli tarkistuksissa tehdään havaintoja poikkeavista hinnoista, tulee poikkeusten syyt selvittää ja niin ikään dokumentoida komission delegoidun AIFM-asetuksen 71 artiklan 3 kohdan b alakohdan (b) poikkeusten tutkiminen ja dokumentointi (*an examination and documentation of exemptions*)) mukaisesti.

Jos kiinteistöjen arvostus perustuu kiinteistöarvioitsijoiden hinta-arvioihin, tulee vaihtoehtorahaston hoitajan arvioida säännöllisesti kiinteistöarvioitsijan toimintaa ja hinta-arvioiden laatua komission delegoidun AIFM-asetuksen 71 artiklan 3 kohdan c alakohdan (c) arvonmäärittämisessä käytetyn tietolähteen maineen, johdonmukaisuuden ja laadun tarkastelu (*considering the reputation, consistency and quality of the valuation source*)) mukaisesti.

Finanssivalvonta korostaa, että tarkistukset tulee sisällyttää osaksi arvostuspolitiikkaa ja prosesseja AIFM-asetuksen 71 artiklan 2 kohdan mukaisesti. Mikäli säännöllisesti tehtävistä tarkistuksista ei ole olemassa selkeää dokumentoitua prosessia, arvostuksen johdonmukaisuus voi vaarantua.

Tarkistukset ovat olennainen osa avoimien kiinteistörahastojen varojen arvostusta. Salkunhoito ei lähtökohtaisesti saa osallistua tarkistusten suorittamiseen. Vaihtoehtorahaston hoitajalla tulee olla riittävät henkilöresurssit ja osaaminen, jotta se voi suorittaa tarkistukset riippumattomasti ja tehokkaasti.