

Hallituksen esitys Eduskunnalle kiinteistörahastolaiksi

ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi kiinteistörahastolaki. Lakia sovellettaisiin kiinteistörahastotoimintaan, jossa yleisö osallistuu yhteisiin kiinteistösijoituksiin merkittävällä, ostamalla tai muutoin hankkimalla julkisen osakeyhtiön osakkeita. Kiinteistörahastotoimintaa harjoittava osakeyhtiö sijoittaisi yleisöltä hankkimansa varat kiinteistöihin, kiinteistöarvopapereihin ja muihin arvopapereihin.

Esityksen keskeiset ehdotukset liittyvät kiinteistörahaston tiedonantovelvollisuuteen julkistaa kiinteistörahastoesite, osavuositulos ja tilinpäätös. Ehdotukset vastaavat arvopaperimarkkina- ja pörssiyrityksille asetettuja velvollisuuksia. Kiinteistörahaston on

haettava osakkeidensa ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Kiinteistörahaston on laadittava kiinteistösijoitustoiminnastaan säännöt, jotka rahoitustarkastuksen olisi hyväksyttävä. Kiinteistörahaston omaisuuden arvioisi riippumaton kiinteistöarvioitsija.

Esitys sisältää lisäksi ehdotukset säännöksiksi kiinteistörahaston perustamisesta, toiminnasta, osakepääomasta, liiketoiminnan alasta, riskien hajauttamisesta, luotonotosta, omaisuuden arvostamis- ja arviointiperusteista sekä rahoitustarkastuksen valvontavelvollisuudesta. Laintasoisia säännöksiä ehdotetaan täydennettäväksi asianomaisen ministeriön antamin tarpeellisin määräyksin.

SISÄLLYSLUETTELO

	Sivu
ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ	1
YLEISPERUSTELUT	3
1. Johdanto	3
1.1. Suomen kiinteistömarkkinat	3
1.2. Arvopaperistaminen	3
1.3. Kiinteistöjen arvopaperistamisen muodot	4
1.4. Kiinteistöjen arvopaperistamisen edut	5
1.5. Kiinteistöjen arvopaperistamisen riskit	6
2. Nykytila	8
2.1. Lainsäädäntö	8
2.1.1. Sijoitusrahastolaki	8
2.1.2. Sijoitusyhtiölakia koskeva hallituksen esitys	9
2.1.3. Osakeyhtiölaki	9
2.2. Kansainvälinen kehitys ja ulkomainen lainsäädäntö	10
2.2.1. Yleistä	10
2.2.2. Kiinteistöluottopohjaiset arvopaperit	10
2.2.3. Kiinteistösijoitusyhtiöt	13
2.2.4. Kiinteistösijoitusrahastot	16
2.2.5. Muita kiinteistöjen yhteisomistusmuotoja	19
2.2.6. Kiinteistöfutuurit	20
2.3. Nykytilan arviointi	20
2.3.1. Suomen lainsäädäntö ja muutostarve	21
2.3.2. Sijoitusrahastojen toiminta	21
2.3.3. Kiinteistösijoitusyhtiöiden toiminta	22
3. Esityksen tavoitteet ja keskeiset ehdotukset	23
3.1. Esityksen tavoitteet	23
3.2. Keskeiset ehdotukset	23
4. Esityksen vaikutukset	24
4.1. Taloudelliset vaikutukset	24
4.1.1. Vaikutukset elinkeinoelämään	24
4.1.2. Kansantaloudelliset vaikutukset	24
4.2. Muut vaikutukset	24
5. Asian valmistelu	24
5.1. Valmisteluvaiheet ja -aineisto	24
5.2. Lausunnot	25
6. Muita esitykseen vaikuttavia seikkoja	25
YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT	25
1. Lakiehdotuksen perustelut	25
2. Voimaantulo	43
3. Säättämisyjärjestys	43
LAKIEHDOTUS	44
Kiinteistörahastolaki	44

YLEISPERUSTELUT

1. Johdanto

1.1. Suomen kiinteistömarkkinat

Kiinteistösijoittamista on perinteisesti pidetty erityisen vakaana sijoitusmuotona, koska kiinteistöihin tehtävät sijoitukset ovat olleet pitkäaikaisia ja tuotot varmoja. Kiinteistösijoittaminen suojaasi myös inflaatiolta.

Kiinteistövarallisuus on viime vuosina käynyt läpi murroskauden kaikkialla maailmassa. Kiinteistöjen hintojen ylikuumenemisestä seurannut syvä lama on tuonut aiemmin vakaina pidetyille kiinteistösijoitusmarkkinoille uusia epävarmuustekijöitä. Kysynnän kasvu johti yritysten ja kotitalouksien voimakkaaseen velkaantumiseen, asuntojen ja kiinteistöjen hintojen rajuun nousuun ja investointitoimintaan, joka perustui liian optimistisiin tulo-odotuksiin. Nämä ovat aiheuttaneet vakavia vahinkoja kiinteistömarkkinoille. Kiinteistöarvojen romahdettua kiinteistömarkkinat ovat joutuneet kriisiin, koska vieraan pääoman takaisinmaksut ovat vaikeutuneet.

Rahoitusmarkkinoiden tärkein tehtävä on ohjata pääomia ylijäämäisiltä yksiköiltä alijäämäisille yksiköille mahdollisimman tehokkaasti, edullisesti ja luotettavasti. Kiinteistövarallisuuteen kohdistuvat sijoitukset muodostavat suuren osan Suomen kansantalouden kokonaisinvestoinneista. Näiden sijoitusten onnistuminen ja kiinteistövarallisuuden tuottojen kilpailukyky ovat merkittäviä tekijöitä taloutemme menestymisen kannalta. Eräät nykyisistä kiinteistöjen omistajista ovat joutuneet kiinteistövarallisuuden omistajiksi tahtomattaan. Kiinteistösijoitukset kilpailevat ylimääräisistä pääomista sijoitusmarkkinoilla lukuisien muiden sijoitusmuotojen kanssa. Sijoittajat ovat tuottotietoisempia kuin aiemmin.

Kiinteistöt ovat yksikkökooltaan suuria, jakamattomia, heterogeenisiä ja aluesidonnaisia. Kiinteistömassan hallinnointi vaatii ammattitaitoa ja kokemusta. Kiinteistöjä arvopaperistamalla voidaan kiinteistöjen ongelmallisia ominaisuuksia muokata markkinoita tyydyttävällä tavalla.

Henki-, eläke- ja vahinkovakuutusyhtiöiden lisäksi likvideistä kiinteistösijoituksista saattavat olla kiinnostuneita myös muut suursijoittajat. Ulkomaisia kiinteistösijoittajia

on vaikea saada Suomeen ilman kiinteistömarkkinoiden arvopaperistamista. Lisäksi Suomen kiinteistömarkkinoille on ominaista omistuksen voimakas keskittyminen ja markkinaosapuolten vähäinen määrä, mikä vähentää markkinoiden tehokkuutta ja potentiaalisten sijoittajien luottamusta niihin.

1.2. Arvopaperistaminen

Rahoitusmarkkinat ovat viimeisten 10—15 vuoden aikana muuttuneet huomattavasti markkinoiden kansainvälistymisen, julkisen vallan harjoittaman sääntelyn liberalisoinnin, tietotekniikan kehityksen sekä kansantaloudellisen toimintaympäristön muutosten vuoksi. Rahoitusliiketoimien määrän kasvu on ollut ripeää samalla kun sijoituskohteiden valikoima on laajentunut ja niiden hinnoittelumekanismit ovat tehostuneet. Keskeinen ilmiö rahoitusmarkkinoilla on arvopaperistaminen (*securitisation*).

Arvopaperistamisella on yleensä tarkoitus muuntaa epälikvidi ja riskipitoinen omaisuus likvidimpään ja riskittömämpään muotoon. Sijoittajien luottamukseen saavuttamiseksi on erityistä huomiota kiinnitettävä arvopaperistettavaksi aiotun varallisuuden ominaisuuksiin ja oikeaan arvostamiseen sekä siihen, että se tuottaa varmaa ja riittävää kassavirtaa. Arvopaperistaminen onnistuu parhaiten, mikäli arvopaperistettava omaisuus on samanlaatuista, sen tuotto- ja riskitasot ovat ennustettavissa ja jos saatavilla on luotettavaa ja pitkäaikaista informaatiota omaisuuden arvosta ja sen tuottokehityksestä sekä arvopaperistamista toteuttavasta yrityksestä ja sen johdosta.

Arvopaperistamisessa varallisuus myydään tätä tarkoitusta varten perustetulle erityisyhtiölle. Erityisyhtiö (*special purpose vehicle*) laskee liikkeeseen kaupan rahoittamiseksi arvopapereita, joiden oikeudet rajoittuvat arvopaperistettuun varallisuuteen ja joiden hinta heijastaa varallisuuden arvoa. Arvopaperistettavan varallisuuden erityisyhtiö ostaa ehdoilla, jotka velvoittavat varallisuuden myyjän huolehtimaan sen hallinnoinnista ja välittämään sijoittajille sen tuotot. Koska arvopaperistaminen aiheuttaa kustannuksia, tulee siirrettävän varallisuuden olla varsin suuri. Erityisyhtiön liikkeeseen laskemien

arvopaperien turvallisuus taataan erilaisin takaus- ja vakuusjärjestelyin, joiden tarkoituksena on vähentää lopullisten sijoittajien luotto- ja likviditeettiriskejä. Kansainvälisillä markkinoilla on erityisyhtiöiden usein hankittava ulkopuolisen luokituslaitoksen riskiluokitus yhtiön liikkeeseen laskemille arvopapereille.

Erityisyhtiön varallisuuden, rahavirran ja vakuuksien säilytystä ja hallinnointia varten on perustettava erityinen palveluyhtiö (*special purpose company*), joka usein on luottolaitos tai muu rahoituslaitos. Palveluyhtiölle kuuluvat tehtävät ja vaatimukset määritellään yleensä erityisyhtiön toimintaa sääntelevässä laissa. Palveluyhtiö saa erityisyhtiöltä korkauksen palveluksistaan.

Arvopaperistamiseen kuuluu myös erityisyhtiön arvopaperien liikkeeseenlaskun toimeenpaneva arvopaperinvälittäjä, joka voi toimia myös arvopapereiden markkinatakaajana ja sitoutua kaikissa tilanteissa antamaan arvopapereille sekä osto- että myyntitarjouksen. Tämä menettely vähentää sijoittajien likviditeettiriskejä.

Kiinteistöjen arvopaperistamisesta on kansainvälisillä markkinoilla useiden vuosien kokemukset. Menestyneimmät arvopaperistamisjärjestelyt ovat olleet pitkäjänteisiä ja keskittyneet vakaan kassavirran tuottamiseen, strategian huolelliseen valmisteluun, perusteelliseen markkina-analyysiin sekä luotettavaan sijoittajainformaatioon. Lisäksi oman pääoman osuus on ollut suuri, eivätkä myyntivoittojen osuudet kokonaistuotoista ole olleet merkittäviä.

Käytännössä eri maissa on arvopaperistettu pankkien ja muiden rahoituslaitosten asuntolaina-, autolaina- ja luottokorttisaatavia. Myös kiinteistövakuudellisten luottojen ja sekä yritysten myynti- ja leasing saatavien arvopaperistamiskehitys on ollut voimakasta.

Suomessa kiinteistöjen arvopaperistamista on mahdollista toteuttaa sijoitusyhtiön tai sijoitusrahaston avulla. Suomessa ei ole tarkoituksenmukaista kehittää monimutkaisia uusia arvopaperistamisjärjestelyjä, vaan noudattaa kansainvälisesti hyväksi havaittuja menetelmiä.

1.3. Kiinteistöjen arvopaperistamisen muodot

Yleisimmät kansainväliset kiinteistöjen arvopaperistamisen muodot ovat kiinteistöluottopohjaiset arvopaperit, kiinteistösijoi-

tusyhtiöt, kiinteistösijoitusrahastot, muut kiinteistöjen yhteisömuodot sekä kiinteistöfutuurit.

Kiinteistöluotoista muodostetut arvopaperit

Rahoituslaitokset voivat jälleenrahoittaa kiinteistösaataviaan laskemalla liikkeeseen luotoista muodostettuja joukkovelkakirjoja ja muita arvopapereita. Tällöin rahoituslaitos myy tietyn määrän tietynlaisia saatavia erityisyhtiölle, joka kaupan rahoittamiseksi laskee liikkeeseen arvopapereita. Arvopaperistamalla on mahdollista eliminoida ja hallita luottoihin ja saataviin liittyviä korkoriskejä sekä tarjota sijoittajille muita, vastaavan riskitason arvopapereita parempi korkotuotto. Rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta kysymyksessä on saatavien muuntaminen jälkimarkkinakelpoisiksi arvopapereiksi.

Kiinteistösijoitusyhtiöt

Kiinteistösijoitusyhtiö on kiinteäpääomaisen osakeyhtiö, jonka päätoimialana on omistaa ja hallita kiinteistöjä tai kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeita sekä käydä niillä kauppaa. Yhtiö voi harjoittaa myös arvopaperikauppaa tai rakennuttamista. Kiinteistösijoitustoimintaa harjoittavat kiinteistösijoitusyhtiöt hankkivat kiinteistöjä pitkän aikavälin sijoituksina ja vuokraavat niitä eteenpäin. Tällaisten yhtiöiden osakkeet arvostetaan jakamalla yhtiön nettovarallisuus osakkeiden lukumäärällä. Kiinteistökauppaa harjoittavat kiinteistösijoitusyhtiöt rakennuttavat ja ostavat kiinteistöjä myydäkseen niitä välittömästi eteenpäin. Tällaisten yhtiöiden osakkeet vastaavat muiden pörssi-yhtiöiden osakkeita.

Kiinteistösijoitusrahastot

Kiinteistösijoitusrahastot ovat kansainvälisillä pääomamarkkinoilla sekä vaihtuva- että kiinteäpääomaisia. Vaihtuvapääomainen kiinteistösijoitusrahasto sijoittaa varojaan pääasiassa kiinteistövarallisuuteen eikä sen varallisuuden arvoa ja sijoittajien lukumäärää ole rajoitettu. Vaihtuvapääomaisella kiinteistösijoitusrahastolla on velvollisuus lunastaa rahasto-osuutensa sijoittajan niin vaatiessa. Lunastusvelvollisuus on aiheuttanut rahastoille vakavia likviditeettiongelmia useissa eri maissa, etenkin pienillä ja epälikvideillä markkinoilla. Vaihtuvapääomaiselle

kiinteistösijoitusrahastolle on tavanomaista, että sen varallisuudesta erittäin suuri osuus on likvidinä omaisuutena. Toimiakseen vaihtuvapäomainen kiinteistösijoitusrahasto edellyttää erittäin suurta, riskiltään hajautettua varallisuutta sekä hajautuneen omistajapohjan, jolla ei ole tarpeita reagoida lyhyen aikavälin markkinahäiriöihin. Laskusuhdanteessa sijoittajat haluavat lunastuttaa osuudet, koska he katsovat niiden hinnan olevan todellista arvoa korkeampi. Vaihtuvapäomaisen kiinteistösijoitusrahaston toimintaedellytysten turvaaminen edellyttää luottamusta kiinteistöjen arviointia kohtaan.

Kiinteäpääomaisen kiinteistösijoitusrahaston avulla voidaan yhdistää vaihtuvapäomaisen kiinteistösijoitusrahaston ja kiinteistösijoitusyhtiön hyvät ominaisuudet ja välttyä monilta ongelmilta. Kiinteäpääomaiset kiinteistösijoitusrahastot ovat toimiva vaihtoehto kansainvälisillä kiinteistömarkkinoilla.

Kiinteäpääomaisilla kiinteistösijoitusrahastoilla ei ole rahasto-osuuksien lunastusvelvollisuutta, minkä vuoksi niillä ei ole vastaavia likviditeettiongelmia kuin vaihtuvapäomaisilla kiinteistösijoitusrahastoilla. Kiinteäpääomaisen kiinteistösijoitusrahaston toiminta-aika ja rahasto-osuuksien omistajien lukumäärä on yleensä rajoitettu.

Kiinteistöjen muita yhteisomistusmuotoja

Kansainvälisillä markkinoilla esiintyy suuri joukko erityyppisiä kiinteistösijoittamisen muotoja, joilla pyritään ohjaamaan pienempien pääomien sijoittamista kiinteistövarallisuuteen. Nämä sijoitusmuodot tarjoavat sijoittajille mahdollisuuden riskin hajauttamiseen ja ammattimaisen hallinnoinnin hyväksikäyttöön. Tunnusomainen piirre näille sijoituksille on julkisen kaupankäynnin puuttuminen, mikä heikentää sijoitusten likviditeettiä.

Yleensä kiinteistöjen yhteisomistusmuodot ovat erikoistuneet tietyille markkina-alueelle, jolloin johdon erityisosaamista ja markkinatuntemusta on voitu parhaiten hyödyntää. Parhaiten menestyneet yhteisomistusmuodot ovat vältäneet vieraaseen pääomaan tai kiinteistökehitysprojekteihin liittyviä liiallisia riskejä. Lisäksi yhteenliittymissä on usein säännelty riskin hajauttamisesta, sijoituskohteista, vieraan pääoman osuudesta sekä varallisuuden arviointiperusteista.

Kiinteistöfutuurit

Kiinteistöfutuurit ovat indeksifutuuureja, jotka pohjautuvat kiinteistöjen arvoja ja tuottoja määritteleviin indekseihin. Kiinteistöfutuuri-markkinoilla toimiva sijoittaja hankkii suojaamistarkoituksessa futuurimarkkinoilta vastakkaisen position kuin hänellä on varsinaisilla kiinteistömarkkinoilla. Futuurien avulla sijoittaja voi suojautua vuokrien nousulta, odotettua hitaammalta tai nopeammalta kiinteistöhintojen nousulta, kiinteistöluottojen korkomuutoksilta tai rakennus- ja kehitysprojekteihin liittyviltä hintariskeiltä.

Jotta kiinteistöfutuuri-markkinat toimisivat, tulee niillä toimia sekä sijoittajia, jotka haluavat suojautua riskeiltä että niitä, jotka haluavat ottaa riskiä. Futuurimarkkinoilla toimivan sijoittajan tarkoituksena on hyötyä kiinteistömarkkinoiden muutoksista ilman varsinaisia sijoituksia näille markkinoille. Futuurien avulla voidaan myös hajauttaa olemassaolevan kiinteistöomistuksen riskejä.

Kiinteistöt muodostavat suurimman yksittäisen varallisuudenlajin, jolla ei ole olemassa johdannaismarkkinoita. Kiinteistöfutuureiden kehittyminen kansainvälisillä pääomamarkkinoilla ei ole vielä toteutunut epäoimennistuneen ajoituksen, huonon hallinnoinnin ja kiinteistömarkkinoiden jäykkyyden takia.

1.4. Kiinteistöjen arvopaperistamisen edut

Kiinteistöjen arvopaperistamisella saavutettavat edut ovat likviditeetin parantuminen, riskitekijöiden vähentyminen, uusien sijoittajien saaminen kiinteistömarkkinoille sekä informaation tason ja kiinteistömarkkinoiden tehokkuuden kasvu.

Sijoittajan käsitys kiinteistösijoituksen likviditeetistä on ratkaisevassa asemassa hänen tehdessään sijoituspäätöstään. Likvidisyys merkitsee mahdollisuutta ostaa tai myydä sijoituskohteita kohtuullisen ajan kuluessa ilman, että yksittäinen kauppa vaikuttaa markkinoiden hintatasoon. Likvidisyys on suhteellinen käsite, koska kiinteistöt ovat epälikvidejä suhteessa muihin sijoitusmuotoihin.

Kiinteistöjä arvopaperistamalla voidaan kiinteistösijoittamisen likvidisyyteen vaikuttaa siten, että yksikkökoot pienentyvät, markkinaosapuolia on enemmän, transaktiot ovat nopeampia ja transaktiokustannukset ovat alhaisempia. Mahdolliset markkinatakaajat varmistavat likvidisyyden, jolloin sijoitukset on mahdollista tehdä lyhyemmällä

aikavälillä. Likvidisyys lisää sijoittajien reagoimismahdollisuuksia ja vähentää varallisuuden kohdentamisongelmia. Erilaiset johdannais sopimukset luovat uusia mahdollisuuksia sijoitusten sääntelyyn ja riskienhallintaan. Johdannaismarkkinoiden kehittyminen edellyttää riittävien arvopaperimarkkinoiden ohella kuitenkin myös aktiivista kaupankäyntiä ja sijoittajien osaamista.

Likvideistä ja julkisen kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista ja niiden kaupoista julkistetaan säännöllistä tuotto- ja riski-informaatiota, joita ei suorista kiinteistösijoituksista ole mahdollista tuottaa. Suorien kiinteistösijoitusten tuottoluvut perustuvat vain hinta-arvioihin. Tiedonantovelvollisuuden korostaminen lisää sijoittajansuojaa.

Arvopaperistamisen muita etuja ovat kirjanpidolliset ja pääoman hankkimiseen liittyvät edut. Arvopaperistamisessa kiinteistövarallisuus siirtyy pois taseesta, varallisuuteen kohdistuvat velvoitteet poistuvat, oman pääoman tarve vähenee ja taloudelliset tunnusluvut paranevat. Liikkeeseen laskettavat arvopaperit saattavat saada paremman riskiluokituksen kuin kiinteistöjen arvopaperistajalla on. Arvopaperistaminen antaa vaihtoehtoisen rahoitusmahdollisuuden, jolloin riippuvuus yksittäisistä rahoituslähteistä vähenee, riski pienenee ja rahoituskustannukset alenevat pitkällä aikavälillä. Siirrettäessä kiinteistövarallisuutta pois taseesta arvopaperistamisen kautta siirretään samalla omaisuuteen liittyvää riskiä sijoittajille.

Sijoittajan etuina ovat uuden sijoituskohteen tulo markkinoille ja paremmat mahdollisuudet pienillä sijoituspääomilla päästä välillisesti osalliseksi varallisuudesta, joka muutoin saattaisi olla sijoittajan ulottumattomissa varallisuuden suuren koon, jakamattomuuden tai ammattitaitoa vaativan hallinnon takia. Omaisuuden osittaminen antaa sijoittajalle mahdollisuuden hajauttaa sijoitukseen kohdistuvaa riskiä. Likvidisyyden merkitys sijoittajille on kasvanut toimintaympäristön nopeiden muutosten seurauksena. Sijoittajien tarve sijoituspäätösten huolelliseen ajoitukseen on korostunut, koska markkinoille pääsyn ja markkinoilta poistumisen vaihtamattomuus on entistä tärkeämpää. Yksittäisten kauppojen vaikutukset hintatasoon epälikvideillä kiinteistömarkkinoilla saattavat olla merkittäviä.

Arvopaperimarkkinoiden hintainformaatio on täsmällistä ja tehokkailta markkinoilla se heijastaa välittömästi sitä informaatiota, joka

vaikuttaa tietyn arvopaperin arvoon. Suorien kiinteistösijoitusten hinnat puolestaan reagoivat huomattavasti hitaammin muuttuviin olosuhteisiin. Kiinteistötuottoindeksejä on olemassa kansainvälisesti kehittyneimmillä markkinoilla. Ne perustuvat kiinteistöjen hinta-arvioihin, joiden ongelma on, että ne usein aliarvioivat hintojen muutoksia, vääristävät kiinteistöjen todellista tuottokehitystä ja sopeutuvat markkinaolosuhteiden muutoksiin todellisia kauppahintoja hitaammin. Kiinteistömarkkinoiden todellista hintatasoa on vaikea määrittellä. Kiinteistöarvopapereiden hintakehityksen on todettu ennakoivan kiinteistömarkkinoiden kehitystä. Kiinteistöomaisuuden riskienhallinta olisi tämän vuoksi helpompaa erityisesti laskusuhdanteessa. Arvopapereiden hinnat voivat olla sekä kiinteistöjen arvioitujen hintojen ylä- että alapuolella. Mitä selkeämmin kiinteistösijoitustoiminta on erikoistunut, sitä paremman tuottomittarin arvopaperit tarjoavat kiinteistömarkkinoiden kehityksestä.

Suoja inflaatiota vastaan on monelle sijoittajalle tärkeä tekijä kiinteistösijoittamisessa. Inflaatio suoja ei ole mahdollista saada suorilla osakesijoituksilla tai korkosijoituksilla. Kiinteistösijoitusten kyky suojata inflaatiolta riippuu voimakkaasti markkinoiden yleisestä tilanteesta.

Suorassa kiinteistösijoituksessa sijoittaja voi päättää kiinteistön ylläpidosta, rahoituksesta ja vuokrasopimuksen ehtoista. Kiinteistövarallisuuden aktiivinen ja erityisosaamista edellyttävä hallinnointi sitoo työpänsä ja aiheuttaa merkittäviä kustannuksia. Kiinteistöarvopapereita ostava sijoittaja välttyy kiinteistövarallisuuden hallinnoinnista.

1.5. Kiinteistöjen arvopaperistamisen riskit

Arvopaperistamiseen liittyy riskejä, joiden eliminointi on tärkeää tehokkaiden markkinoiden luomiseksi ja sijoittajien luottamuksen saavuttamiseksi. Arvopaperistaminen on aikaa vievä ja kallis toimenpide riskiluokitukseen, takausjärjestelyineen ja hallinnointikuluineen. Tämän vuoksi arvopaperistettavan varallisuuden tulee olla riittävän suuri ja tuottava, jotta sen tuotoista kyettäisiin kattamaan sekä sijoittajien tuottovaatimukset että varallisuuden hallinnointikulut. Arvopaperistamisessa saattavat myös kiinteistöihin liittyvät perusriskit sijoittajalle hämärtyä ja niiden tiedostaminen vaikeutua.

Erityisyhtiölle arvopaperistamisesta aiheutuvia riskejä taas ovat muun muassa rahoitus-, korko-, valuuttakurssi- ja imagoriskit. Rahoitusriskillä tarkoitetaan, että yritys ei pysty hankkimaan tarvitsemiaan varoja velvoitteidensa suorittamiseksi. Rahoitusriski voi syntyä esimerkiksi yllättävistä kassavirtojen muutoksista. Arvopaperistamisen yhteydessä rahoitusriski voi konkretisoitua, mikäli arvopapereita liikkeeseen laskettaessa markkinatilanne äkillisesti muuttuu ja osakkeiden tai velkakirjojen myynti vaikeutuu. Korkoriskillä tarkoitetaan korkomuutosten aiheuttamaa epävarmuutta yrityksen netto-tuotossa. Korkoriski liittyy sekä kiinteä- että vaihtuvakorkoiseen vieraaseen pääomaan. Korkoriski riippuu siitä, kuinka tase reagoi korkomuutoksiin. Valuuttakurssiriski tulee kysymykseen silloin, kun erillisyhtiö käyttää toimintansa rahoittamiseen valuuttaluottoa, hankkii arvopaperistettavan varallisuuden ostoon pääomaa ulkomailta tai ostaa kiinteistöjä ulkomailta. Kurssimuutokset voivat aiheutua muun muassa yleisen talouskehityksen sekä valuutan ulkoisen arvon muutoksista. Imagoriski on arvopaperistamisen yhteydessä epävarmuus siitä, miten sijoittajat suhtautuvat liikkeeseenlaskijan arvopapereihin. Kielteinen ennakoasenne yritystä kohtaan voi vähentää arvopapereiden kysyntää olennaisesti, samoin kuin huonomaineisten tai -tuottoisten kiinteistöjen sisällyttäminen arvopaperistettavaan varallisuuteen.

Kiinteistösjoiittamiseen liittyvät riskit ovat seuraava kiinteistöjen erityispiirteistä, kuten vuokra-, toimiala- sekä suunnitteluriskeistä. Oikeudelliset, verotukselliset ja lainsäädännölliset riskit sekä kustannus-, informaatio-, rahoitus- ja likviditeettiriskit ovat myös kiinteistösjoiittamisessa tavanomaisia.

Vuokrariski syntyy, jos vuokralainen ei maksa sovittua vuokraa vuokranantajalle tai vuokranantaja ei saa vuokrattua tilojaan taikka jos vuokralainen ei täytä muita sopimukseen liittyviä velvoitteitaan tai aiheuttaa toimitilalle sen arvoa alentavaa vahinkoa. Toimialariski liittyy sijoitusten suureen yksikkökokoon ja käyttötarkoitukseen. Toimialariskiä aiheuttavat tavallisesti kiinteistöjen aluesidonaisuus, maan sisäiset alueelliset kehityserot, jotka aiheuttavat huomattavia eroja kiinteistöjen menestyksessä, sekä erot eri maiden välillä. Yhteiskunnalliset päätökset saattavat aiheuttaa suunnitteluriskiä kiinteistösjoiittamisessa, kuten epävarmuutta kaavoitus-, liikenne- ja aluepoliittisissa ky-

symyksissä. Kiinteistösjoiittamiseen liittyvät oikeudelliset ongelmat aiheutuvat kiinteistön sijaintimaan lainsäädännön soveltamisesta kiinteistöihin. Lainsäädännöllisillä riskeillä taas tarkoitetaan lainsäädännön muutosten vaikutuksia sijoituksen tuottoihin. Sijoittajan päättäessä sijoituskohteestaan on sijoituksen verokohtelu merkittävässä asemassa. Verokohtelun muutos saattaa koskea joko kaikkia sijoitusmuotoja tietyillä markkinoilla tai yksinomaan kiinteistösjoiittamista. Kiinteistöjen ylläpito-, korjaus- sekä kehittämiskustannusten ennakoimaton nousu aiheuttaa kiinteistösjoiittamiselle kustannusriskejä. Kustannusriskit saattavat aiheutua esimerkiksi arkkitehtuurisuuntauksen muutoksista tai uuden teknologian vaatimuksista. Informaatio-riskillä tarkoitetaan sitä, että toisella markkinaosapuolella on käytettävissään parempaa tietoa kiinteistöalasta tai ainakin paremmat edellytykset sen hyväksikäyttämiseen. Kiinteistömarkkinat ovat tunnettuja informaatiotiehoittomuudestaan. Sijoittajan rahoitusriski liittyy rahoituksen saatavuuteen ja hintaan. Likviditeettiriski puolestaan liittyy sijoittajan maksuvalmiuteen. Kiinteistösjoiitusten pitkä elinkaari, suuri yksikkökoko sekä rahaksimuutettavuuden vaikeus vaikuttavat rahoitus- ja likviditeettiriskien suuruuteen.

Kiinteistösjoiittamiseen liittyy taloudellisia, poliittisia, hallinnollisia, sosiaalisia sekä luonnonvoimiin, ympäristöön ja hankkeen toteuttamiseen liittyviä riskejä. Riskit voidaan vielä jaotella maa- ja kaupunkikohtaisiin, alueellisiin sekä yksittäistä kiinteistöä koskeviin riskeihin.

Kiinteistövarallisuutta arvopaperistavan yrityksen rahoitus-, korko- sekä sijoitus-kysynnän riskit liittyvät arvopaperistamisen rahoitukseen ja sen onnistumiseen. Riskit riippuvat siitä, rahoitetaanko erityisyhtiön perustaminen omalla vai vieraalla pääomalla sekä siitä, toteutetaanko arvopaperistaminen yksin vai yhteistyössä muiden osapuolten kanssa. Jos arvopaperistaminen toteutetaan yhteistyössä, riskit ja tuotot pienenevät, sillä ne jaetaan yleensä kaikkien osapuolten kesken omistusosuuksien tai pääomapanosten suhteessa. Jos erityisyhtiön toimintaa rahoitetaan vieraan pääoman ehtoisesti, riskit riippuvat vieraan pääoman osuudesta, kiinteistöjen arvonkehityksestä sekä koko liiketoiminnan menestymisestä. Jos käytetään paljon vierasta pääomaa ja tase muodostuu suuresta kiinteistövarallisuudesta, korkoriski on suuri.

Jos erityisyhtiötä rahoitetaan oman pääoman ehtoisesti, saa kiinteistövarallisuutta arvopaperistava yritys vastikkeeksi kiinteistösijoitusrahaston rahasto-osuuksia tai kiinteistösijoitusyhtiön osakkeita, joten riskin toteutuminen riippuu yhtiön tuloksesta. Mitä suurempaa oman pääoman osuutta käytetään, sitä pienempiä korko- ja rahoitusriski erityisyhtiölle ovat. Tällöin riskit siirtyvät kuitenkin omaa pääomaa sijoittaneille.

Kiinteistövarallisuutta arvopaperistettaessa on myös otettava huomioon riski siitä, miten arvopaperistaminen vaikuttaa yrityksen toimintaan ja tunnuslukuihin. Sijoittajakysynnän varmistamiseksi saattaa olla houkutus siirtää arvopaperistettavaksi erityisyhtiölle parasta varallisuutta. Tämän vuoksi on otettava huomioon, miten arvopaperistettavan varallisuuden eriyttäminen vaikuttaa jäljellejäävään varallisuusmassaan.

Kiinteistöjen arvopaperistamisen yhteydessä sijoittajia kohtaavat korkoriski, arvopapereiden likviditeettiriski sekä informaatoririski.

Korkoriski saattaa toteutua esimerkiksi silloin, kun korot nousevat ja korkosijoituksesta olisi saatavissa parempi tuotto kuin liikkeeseen lasketuista arvopapereista. Korkojen noustessa osakkeiden hinnat yleensä laskevat, jolloin pitkäaikaisten arvopapereiden hintojen lasku on voimakkaampaa kuin lyhytaikaisten arvopapereiden. Korkoriski voi muuttua myös pääomariskiksi arvopapereiden hintojen laskiessa. Likviditeetti-ongelmat liittyvät taas siihen, pystyykö sijoittaja aina halutessaan myymään ostamansa arvopaperit.

Informaatoririski on sijoittajan epävarmuutta siitä, kertooko varallisuuttaan arvopaperistava yritys sijoittajalle kaiken olennaisen tiedon, joka vaikuttaa sijoituksen kannattavuuteen.

2. Nykytila

2.1. Lainsäädäntö

2.1.1. Sijoitusrahastolaki

Sijoitusrahastolaki (480/1987) tuli voimaan syyskuun alusta 1987. Lakiin on tehty Euroopan talousalueesta tehdyn sopimuksen (*ETA-sopimus*) edellyttämät muutokset vuoden 1994 alusta voimaan tulleella lailla (748/1993). Lisäksi tilintarkastuslain (936/1994) säätämisen yhteydessä sijoitusrahastolakiin tehtiin eräitä muutoksia vuoden

1995 alusta voimaan tulleella lailla (943/1994). Sijoitusrahastolain tavoitteena on ollut kehittää Suomen arvopaperi- ja sijoitusmarkkinoita sekä parantaa arvopaperisijoittajien oikeusasemaa. Suomalaisen sijoitusrahastojen kansainvälisen kilpailukyvyn parantamiseksi ja ylläpitämiseksi sijoitusrahastolakia muutettiin elokuun alusta 1996 voimaan tulleella lailla (583/1996). Uudistettu sijoitusrahastolaki turvaa aikaisempaa paremmin rahastosijoittamisen tehokkaan toiminnan sekä vahvistaa sijoittajan asemaa.

Sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan varojen hankkimista yleisöltä ja sijoittamista edelleen pääasiallisesti arvopapereihin. Sijoitusrahastolla tarkoitetaan rahastoa, jonka omistavat siihen varojaan sijoittaneet henkilöt ja yhteisöt. Sijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö, vaan eräänlainen yhteisösuhte. Rahastoyhtiö, joka hallinnoi sijoitusrahastoa, on osakeyhtiö ja toimii rahaston puolesta ja sen nimissä.

Sijoitusrahastolain 2 §:n mukaan toimintaa, jolla yleisölle tarjotaan mahdollisuus osallistua yhteisiin arvopaperisijoituksiin, saadaan harjoittaa vain sijoitusrahastotoimintana tai siten, että osallistuminen sijoittamiseen tapahtuu sijoitustoimintaa harjoittavan osakeyhtiön osakkeita merkitsemällä. Säännöksen tarkoituksena on estää toiminnan harjoittamista esimerkiksi avoimena yhtiönä tai kommandiittiyhtiönä, jossa henkilökohtainen vastuu saattaa aiheuttaa sijoittajille kohtuuttomia riskejä.

Rahastoyhtiön osakepääoman on oltava vähintään miljoona markkaa, joka on kokonaan rahassa maksettava ennen kuin yhtiö aloittaa sijoitusrahastotoiminnan. Laissa on rahastoyhtiön pääomavaatimus rajattu siten, että rahastoyhtiön osakepääoman saavutettua kymmenen miljoonan markan rajan osakepääomaa ei enää välttämättä ole korotettava. Sijoitusrahaston alkupääoman on oltava vähintään kymmenen miljoonaa markkaa ja sijoitusrahastolla on oltava ainakin 50 osuudenomistajaa. Sijoitusrahaston alkupääoman määrä sekä rahasto-osuudenomistajien vähimmäismäärä on saavutettava kuuden kuukauden kuluessa sijoitusrahaston toiminnan aloittamisesta. Sijoitusrahastolain tarkoituksena ei ole edistää sellaista sijoittamista, joka näyttäisi täyttävän yhteissijoitustoiminnalta edellytettävät vaatimukset, mutta joka käytännössä johtaisi siihen, että sijoitusrahastotoimintaan voisi osallistua ainoastaan

rajattu henkilöiden, yhteisöjen tai säätiöiden piiri.

Sijoitusrahaston velvollisuutena on laskea liikkeeseen rahasto-osuuksia, sekä lunastaa ne takaisin aina vaadittaessa. Sijoitusrahastolla oltava riittävät käteisvarat, minkä lisäksi sen on tarvittaessa myytävä arvopapereitaan velvollisuksiensa täyttämiseksi. Lunastus tapahtuu lunastuspäivän arvoon. Sijoitusrahaston varojen sijoittamisessa keskeisenä periaatteena on sijoitustoiminnan riskien hajauttaminen. Laissa on säädetty edellytykset, joiden vallitessa riskin katsotaan olevan riittävästi hajautettu. Suomalaiset sijoitusrahastot ovat arvopaperirahastoja. Sijoitusrahaston varoja voidaan sijoittaa sekä kotimaisiin että ulkomaisiin arvopapereihin.

Tehokkaan omaisuudenhoidon edistämiseksi rahastoyhtiöllä on myös oikeus sijoittaa sijoitusrahaston varoja johdannaissopimuksiin. Sijoittaminen johdannaissopimuksiin saattaa olla rahastoyhtiölle tarpeellista, jos se haluaa suojata sijoitusrahaston varoja valuuttojen kurssivaihteluilta sekä korkorisikiltä.

2.1.2. Sijoitusyhtiölakia koskeva hallituksen esitys

Eduskunnalle annettiin vuonna 1977 hallituksen esitys, joka koski sijoitusyhtiölain säätämistä. Esitystä ei kuitenkaan hyväksytty ja hanke raukesi.

Esityksen keskeisenä tarkoituksena oli luoda puitteet järjestetylle arvopaperisäästämiselle ja parantaa piensäästäjien sijoitusmahdollisuuksia ja oikeusturvaa sekä yritysten rahoitusrakennetta ja erityisesti vahvistaa yritysten omaa pääomaa osakerahoituksen kautta. Sijoitusyhtiöt olisivat olleet julkisen valvonnan alaisia ja ne olisivat hankkineet yleisöltä varoja, jotka yhtiö olisi sijoittanut edelleen. Sijoituskohteita olisivat olleet muun muassa osakkeet, obligaatiot ja muut arvopaperit, joiden tuotto ja mahdollinen arvonnousu olisivat tulleet sijoittajien hyväksi. Säästäjästä olisi tullut samalla sijoitusyhtiön osakas osakkeenomistajille kuuluvine oikeuksineen.

Sijoitusyhtiöllä olisi ollut kaksiosainen osakepääoma: kiinteä eli varsinainen osakepääoma sekä vaihtuva osakepääoma. Varojen hankkiminen olisi tapahtunut vaihtuvasta osakepääomasta annetuilla haltijaosakkeilla. Sijoitusyhtiö olisi ollut velvollinen lunastamaan yleisöltä takaisin liikkeeseen laskemi-

aan haltijaosakkeita. Säästäjät olisivat saaneet tuoton sijoittamilleen varoille joko sijoitusyhtiön jakamana osinkona tai osakkeiden arvonnousuna. Sijoitustoimintaa koskevalla säännöksillä pyrittiin vähentämään arvopaperisäästämiseen liittyviä riskejä ja haittoja. Sijoitusyhtiö ei olisi saanut sijoittaa kuin määrätyn osuuden tai määrän omasta pääomastaan kuhunkin sijoituskohteeseen. Erityistä huomiota olisi kiinnitetty sijoitusyhtiön vakavaraisuuteen ja maksuvalmiuteen.

Haltijaosakkeiden omistajien edustus sijoitusyhtiön kaikissa hallintoelimissä olisi pyritty turvaamaan. Sijoitusyhtiö olisi ollut velvollinen julkistamaan yhtiön sijoitustoimintaa koskevia tietoja. Sijoitusyhtiöt ehdotettiin asetettaviksi pankkitarkastusviraston valvonnan alaisiksi.

2.1.3. Osakeyhtiölaki

Voimassa oleva osakeyhtiölaki (734/1978) tuli voimaan vuoden 1980 alusta. Osakeyhtiölaki koskee myös tiettyjä erityislainsäädännön piiriin kuuluvia osakeyhtiöitä, jollei kyseisessä laissa ole toisin säädetty.

Pohjoismaiden kansalaisten osallistumista yhtiön perustamiseen ja hallintoon helpotettiin 1980-luvun puolivälissä (701/1985) ja tilinpäätöksen toimittamisvelvollisuutta muutettiin vuonna 1988 (501/1988). Arvo-osuusjärjestelmää koskevien lakien säätämisen yhteydessä osakeyhtiölakiin lisättiin uusi 3 a luku (832/1991). ETA-sopimuksen voimaantulon yhteydessä muutettiin osakeyhtiön perustajien, hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenten, toimitusjohtajan ja tilintarkastajien kansalaisuus- ja asuinpaikkavaatimuksia (92/1993).

Muita osakeyhtiöihin ja niiden toimintaan vaikuttavia muutoksia on ollut ulkomaalaisten sekä eräiden yhteisöjen oikeudesta omistaa ja hallita kiinteää omaisuutta ja osakkeita annetun lain kumoaminen (1612/1992), jolloin osakeyhtiöiden yhtiöjärjestyksiin sisältyvät ulkomaalaislausekkeet tulivat mitättömiksi. Samalla poistui osakeyhtiöiden osakkeiden jako sidottuihin ja vapaisiin osakkeisiin. Toinen merkittävä, nimenomaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakeyhtiöiden osakkeisiin liittyvä muutos oli arvopaperimarkkinalain (495/1989) säätäminen. Arvopaperimarkkinalaista aiheutuu suuri määrä lähinnä tiedonantovelvollisuuksia

julkisen kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita liikkeeseen laskeneille osakeyhtiöille. Lisäksi osakkeenomistajilla on tietyissä tilanteissa osakkeiden lunastusvelvollisuus. Viimeisin osakeyhtiölain muutos (145/1997) sisältää Euroopan yhteisöjen yhtiöoikeudellisten direktiivien vaatimat muutosehdotukset osakeyhtiölakiin ja siihen liittyvään lainsäädäntöön. Lisäksi laki sisältää lukuisia kansallisista tarpeista johtuvia muutoksia.

Laissa on jaettu osakeyhtiöt yksityisiin ja julkisiin osakeyhtiöihin. Yksityisen osakeyhtiön vähimmäisosakepääoma on 50 000 markkaa ja julkisen osakeyhtiön 500 000 markkaa. Vain julkisen osakeyhtiön osake tai muu arvopaperi voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi julkisilla arvopaperimarkkinoilla. Yksityisiin osakeyhtiöihin ei sovelleta niitä säännöksiä, joiden tarkoituksena on turvata sijoittajien tiedonsaanti. Yksityisessä osakeyhtiössä päätös voidaan eräissä tilanteissa tehdä lievempiä määränemistösäännöksiä noudattaen kuin julkisessa osakeyhtiössä.

Uudistettu osakeyhtiölaki sisältää myös kolme uutta rahoitusvälinettä, jotka ovat optio-oikeus, etuosake sekä pääomalaina. Optio-oikeudella tarkoitetaan itsenäistä oikeutta myöhemmin merkitä yhtiön osakkeita. Aiemmin tällainen optio-oikeus ei ole ollut muodollisesti itsenäinen rahoitusväline, vaan sen on aina tullut liittyä lainaan. Etuosake puolestaan tuottaa äänioikeuden vain tietyissä laissa ja yhtiöjärjestyksessä mainituissa asioissa. Pääomalainalla, joka pitkälti vastaa oikeuskäytännössä tunnettua vakautettua lainaa, yhtiö voi hankkia omaan pääomaan vakavaraisuuslaskennan kannalta rinnastettavaa pääomaa, johon ei kuitenkaan liity päätösvaltaa yhtiössä.

2.2. Kansainvälinen kehitys ja ulkomainen lainsäädäntö

2.2.1. Yleistä

Arvopaperistamisen syntyyn ja sen toteuttamismahdollisuuksiin ovat vaikuttaneet oikeusjärjestelmien ja rahoitusmarkkinoiden erityispiirteet. Tärkein näistä on anglosaksisen common law -oikeusjärjestelmän ja mannereurooppalaisen oikeusjärjestelmän välinen ero. Anglosaksisen oikeusjärjestelmän trusti-käsite on tehnyt arvopaperistamisen mahdolliseksi ilman erityislainsäädäntöä ja nopeuttanut markkinoiden syntyä.

Arvopaperistaminen käynnistyi Yhdysvalloissa 1970-luvun alussa, jolloin se kohdistui ensisijaisesti kiinnitysvakuudellisiin asuntolainoihin. 1980-luvun puolivälin jälkeen arvopaperistamisen kohteeksi tulivat myös pankkien ja rahoitusyhtiöiden luottokortti- ja leasingasaatavat sekä yritysten myynti- ja vientisaatavat. Markkinoiden kehitys on Yhdysvalloissa ollut varsin ripeää, sillä asuntoluottokannasta on arvopaperistettu runsaat 40 prosenttia. Arvopaperistamisessa syntyneet rahoitusvälineet myydään sijoittajille pääosin vakioituina, rakenteiltaan usein pitkälle kehitettyinä joukkovelkakirjoina. Erityisesti myyntisaatavien arvopaperistamista rahoitetaan myös lyhytaikaisilla yritystodistuksilla.

Manner-Euroopassa arvopaperistamisen toteuttaminen on vaatinut erityislainsäädännön laatimista. Belgiassa, Espanjassa ja Ranskassa on luotu lainsäädäntöä, jotta arvopaperistamista varten perustettavat erityisyhtiöt voisivat toimia näissä maissa. Lainsäädännön puute tai epäselvyydet on vältetty perustamalla erityisyhtiö ulkomaille. Eurooppa ei ole samanlainen yhtenäinen markkina- ja valuutta-alue kuin Yhdysvallat, jossa alueellisia arvopaperistamisen kysyntävaihteluja voidaan tehokkaasti tasata. Tämä sekä kirjanpidon ja verotuksen erilaisuus eri valtioiden välillä ovat myös hidastaneet arvopaperistamisen kasvua Euroopassa.

Valtio voi osallistua arvopaperistamiseen joko omistamalla arvopaperistamista harjoittavan yhtiön, antamalla sille epäsuoraa tukea tai luomalla tarpeellisen lainsäädännön arvopaperistamista harjoittavan erityisyhtiön perustamiselle. Euroopassa arvopaperistetuissa asuntoluotoissa ei ole käytetty valtion luomaa takausjärjestelmää siten kuin Yhdysvalloissa. Sekä Yhdysvalloissa että Kanadassa valtio on jo pitkään tarjonnut luottovakuutuksia asuntoluotoille. Euroopassa arvopaperistamiseen liittyvät lisävakuusjärjestelyt on usein hoidettu vakuutusyhtiön myöntämällä luottovakuutuksella. Pohjois-Amerikan ja Euroopan lisäksi arvopaperistamista on toteutettu Australiassa ja Uudessa-Seelannissa.

2.2.2. Kiinteistöluottopohjaiset arvopaperit

Yhdysvallat

Yhdysvalloissa useat organisaatiot ovat mukana asuntolainojen arvopaperistamisessa. Näistä tärkeimpiä ovat Federal National Mortgage Association (*Fannie Mae*), Go-

vernment National Mortgage Association (*Ginnie Mae*) sekä Federal Home Loan Mortgage Corporation (*Freddie Mac*). Ne ostavat asuntolainoja niiden alkuperäisiltä lainanantajilta ja rahoittavat toimintaansa laskemalla liikkeeseen joukkovelkakirjalainoja. Yhteisöt on perustettu edistämään ja hallinnoimaan kiinteistöluottojen jälkimarkkinoiden kehitystä ja niillä on lukuisia toimintamuotoja omien arvopapereiden liikkeeseenlaskusta erilaisiin takaus- ja vakuusjärjestelyihin.

Fannie Mae perustettiin jo vuonna 1938 edistämään valtion vakuuttamien asuntoluottojen jälkimarkkinoiden kehitystä. Se oli alunperin valtion laitos (*government agency*), mutta muutettiin osakeyhtiöksi vuonna 1968. *Fannie Mae* osti alun perin liittovaltion asuntohallituksen (*The Federal Housing Administration*) takaamia lainoja, mutta nykyisin se ostaa myös muita, esimerkiksi vakuutuslaitosten takaamia asuntolainoja. *Fannie Mae*lla on edelleen valtiota rahoittava ("*Government-Sponsored Enterprise*") asema, joka rahoitusmarkkinoilla tulkitaan epäsuoraksi valtion takaukseksi. Varsinaisten kiinnitysjoukkovelkakirjojen (*mortgage-backed securities*) liikkeeseenlaskun *Fannie Mae* aloitti vasta 1980-luvun alussa.

Ginnie Mae perustettiin vuonna 1968 Yhdysvaltojen asunto- ja yhdyskuntakehitysmministeriön (*Department of Housing and Urban Development*) aloitteesta. Yhtiön tarkoituksena on tarjota asuntolainoja alempien tulo- luokkien kotitalouksille. *Ginnie Mae* on rahoittanut erityisesti liittovaltion asuntohallituksen ja Rintamamiesjärjestön (*The Veterans Association*) takaamia asuntolainoja. *Ginnie Mae* liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjalainojen vakuutena ovat mainittujen takausten lisäksi kiinteistökiinnitykset. *Ginnie Mae* on Yhdysvaltojen suurin arvopaperistettujen asuntoluottojen rahoittaja. *Ginnie Mae* laskee joukkovelkakirjalainoja liikkeeseen myös kansainvälisillä pääomamarkkinoilla. Näiden lainojen luottotapioriski on vähäinen ja tuotot ovat varsin lähellä vastaavan laina-ajan liittovaltion obligatioiden tuottoja.

Freddie Mac perustettiin vuonna 1970 edistämään perinteisten asuntoluottojen jälkimarkkinoita. Sen tarkoituksena on ylläpitää luottolaitosten luotonantokykyä sekä laajen-

taa arvopaperistettujen luottojen valikoimaa *Fannie Mae* ja *Ginnie Mae* toimialueiden ulkopuolella. *Freddie Mac* ostaa asuntolainoja paikallispankeilta ja muilta lainanantajilta.

Julkisen vallan suora tai välillinen osallistuminen loi erinomaiset puitteet arvopaperistetulle asuntorahoitukselle. Toimintaedellytyksiä paransi se, että Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinat ovat laajat ja hajautuneet. Rahoitusvälineiden vakiointi paransi markkinoiden maksuvalmiutta. Markkinoilla on *Ginnie Mae*, *Fannie Mae* ja *Freddie Mac*in ohella runsaasti muita asuntorahoitusta tarjoavia yhteisöjä. Kilpailun tehostuminen on johtanut siihen, että asuntorahoituksen hinta on laskenut verrattuna perinteisellä tavalla pankkien tai rahoitusyhtiöiden kautta välitettyyn rahoitukseen.

Arvopaperistamista harjoittavien yhteisöjen liikkeeseen laskemat velkakirjat olivat 1980-luvulle asti arvopapereita, jotka antavat sijoittajille omistusoikeuden jakamattomaan osuuteen tietyistä lainakokonaisuudesta. Alkuperäinen lainansaaja suorittaa koron- ja lyhennystenmaksun tähän lainakokonaisuuteen (*pool*), josta ne välitetään edelleen suoraan sijoittajille. Tällaisissa lainoissa liikkeeseenlaskija hankkii joukon ominaisuuksiltaan mahdollisimman yhdenmukaisia asuntolainoja ja rahoittaa liiketoimen laskemalla liikkeeseen kiinteäkorkoisen joukkovelkakirjalainan.

Yhdysvalloissa lainanottajalla on perinteisesti ollut mahdollisuus maksaa lainansa takaisin ennen eräpäivää. Tämä mahdollisuus lisää sijoittajien epävarmuutta tulevista kassavirroista ja aiheuttaa jälleensijoitusriskin, jos laina maksetaan ennen aikaisesta takaisinmaksun mahdollisuus lisäsi yhtäältä sijoittajien tuottovaatimuksia ja piti toisaalta joitakin sijoittajia markkinoiden ulkopuolella. Ratkaisuksi kehitettiin 1980-luvun alkupuolella *CMO-obligaatiot* (*Collateralised Mortgage Obligations*). *CMO* koostuu useasta osasta (*tranches*), joiden etuoikeus asuntoluotoista kertyviin kassavirtoihin poikkeaa toisistaan. Osien tuotot riippuvat tästä etuoikeusasemasta, jolloin riskien kohdentuminen muuttuu ja sijoittajat voivat ennakoida paremmin saataviensa kassavirran. Jälleensijoitusriskin alentuminen on tuonut markkinoille uusia sijoittajia. *CMO* on tällä hetkellä tärkein väline arvopaperistettaessa yhdysvaltalaisia asuntolainoja.

Viime vuosina on laskettu runsaasti liik-

keeseen myös vaihtuvakorkoisia joukkovelkakirjalainoja, joilla vaihtuvakorkoisia asuntolainoja on rahoitettu. Näin on pyritty vähentämään ennenaikaisen takaisinmaksun todennäköisyyttä. Asuntolainoja takaavat yhteisöt eivät takaa näitä lainoja, ja niiden luottokelpoisuusarvioita on pyritty parantamaan muun muassa vakuutuslaitosten tai pankkien myöntämällä lisävakuuksilla tai muilla järjestelyillä.

Iso-Britannia

Euroopassa ryhdyttiin arvopaperistamaan saatavia ensimmäiseksi Iso-Britanniassa helmikuussa 1987, jonka jälkeen liiketoimia on tehty jo lähes sata. Valtaosa toimenpiteistä on ollut rahoitusyhtiöiden (*special finance companies*) saatavien myyntejä, mutta myös pankit ovat arvopaperistaneet saataviaan. Arvopaperistettujen asuntolainojen määrä verrattuna asuntorahoituksen kokonaisuuteen on suhteellisen pieni, koska keskeisinä asuntorahoittajina toimivat asuntoluottolaitokset (*Building Societies*) eivät ole arvopaperistaneet saataviaan.

Viranomaiset ovat ohjeistaneet arvopaperistamista. Julkinen valta ei kuitenkaan ole ryhtynyt tukemaan arvopaperistamista esimerkiksi antamalla takauksia arvopaperistetuille asuntolainoille. Englannin keskuspankki antoi lainojen myyntiä ja arvopaperistamista koskevat määräyksensä (*Notice on Loan Transfers and Securitisation*) vuonna 1989. Käytännössä määräysten sisältö oli alustavasti määritelty jo ennen ensimmäisiä liiketoimia. Määräyksissä määritellään, miten arvopaperistamista kohdellaan vakavaraisuusnäkökulmasta, sekä luetellaan edellytykset, joiden täytyttyä pankin ei tarvitse lukea siirrettyjä saatavia tase-eräkseen eikä myöskään taseen ulkopuoliseksi vastuusitoumuksiksi. Luottokortti- ja kulutusluottojen arvopaperistamista säädellessään kuluttajaluottolaisissa (*Consumer Credit Act*). Yli 15 000 Iso-Britannian punnan määräiset lainat eivät kuulu lain piiriin.

Keskuspankin määräysten mukaan arvopaperistettuja saatavia ei luettaisi pankin taseeseen tai taseen ulkopuolisiin vastuusitoumuksiin, jos pankilla ei ole oikeudellisia, moraalisia tai taloudellisia sitoumuksia erityisyhtiölle. Määräysten lähtökohtana on, että saatavia siirrettäessä velkojan oikeudet ja velvollisuudet siirtyvät myyjältä ostajalle, arvopaperistamisen osapuolille

syntyvät riskit ja vastuut ovat selvät ja että keskuspankin pankkivalvonta kohdistuu arvopaperistamisen osapuolille syntyviin riskeihin. Keskuspankki hyväksyi vuoden 1992 lopulla tietyillä ehdoilla kiinnitysjoukkovelkakirjojen vakavaraisuuskäsittelyn asuntoluottojen mukaiseksi.

Kirjanpidon kannalta keskeiset ohjeet ovat *Exposure Draft (ED) 49* ja sen edeltäjä *ED 42*, joissa määritellään, milloin arvopaperistettuja saatavia ei kirjata taseeseen. Saatavien siirtoa pidetään kirjanpidollisesti myyntinä (*true sale*) vain, jos siirto ei ole ristiriidassa alkuperäisen lainasopimuksen kanssa, alkuperäisellä lainantantajalla ei ole velvollisuutta ostaa saatavia takaisin, luottotappioriski siirtyy kokonaan erityisyhtiölle, alkuperäiselle lainantantajalle ei aiheudu tappioita, lainan ehtoja järjestellään uudestaan ja jos erityisyhtiön toiminnan päättyessä alkuperäinen lainan myyjä ei saa mahdollista voittoa.

Ranska

Ensimmäinen arvopaperistaminen tehtiin Ranskassa vuonna 1989. Tämän jälkeen niitä on ollut yli 30, yhteisarvoltaan noin 50 miljardia Ranskan frangia. Vuonna 1988 tuli voimaan erityislaki (ransk. *Loi n 88—1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création de fonds communs de créances*), joka mahdollisti erityisten rahastojen (ransk. *Fonds Commun de Créances*) perustamisen luottosaatavien siirtämiseksi sekä erityisyhtiöiden perustamisen rahastojen hallinnointia varten. Lainvalmistelussa pyrittiin ottamaan huomioon ranskalaisen pankkien heikko vakavaraisuus, mikä vuoksi arvopaperistamiseen liittyvä kirjanpito- ja vakavaraisuussääntely on lievempää kuin esimerkiksi Iso-Britanniassa.

Lain mukaan rahasto voi hankkia saman tyyppisiä saatavia muilta rahoituslaitoksilta paitsi vakuutuslaitoksilta. Rahasto on myös liiketoimikohtainen, eli se voi hankkia saatavia ja laskea liikkeeseen arvopapereita vain kerran. Rahasto ei ole oikeushenkilö, vaan sitä hallinnoi yhtiö, jota viranomaiset valvovat. Rahaston ostamien saatavien laina-ajan on oltava vähintään kaksi vuotta. Tämän vuoksi esimerkiksi luottokorttilainoja ei ole Ranskassa arvopaperistettu. Rahasto ei saa lainata tai pantata saataviaan, eikä myöskään myydä saataviaan, paitsi jos niiden määrä on

laskenut alle 10 prosenttiin alkuperäisestä.

Rahastoja koskevat rajoitukset ovat hidastaneet jonkin verran arvopaperistamisen kehitystä ja aiheuttaneet sen, että joitakin liiketoimia on suoritettu muualla kuin Ranskassa. Tähän mennessä tehdyt liiketoimet ovat perustuneet joko yhden lainan arvopaperistamiseen, muutaman suuren lainan arvopaperistamiseen tai useiden pienempien lainojen arvopaperistamiseen.

Espanja

Espanjan rahoitusmarkkinat kasvoivat 1980-luvulla nopeasti samalla kun niiden sääntelyä liberalisoitiin. Aiempi sääntely esti arvopaperistamisen. Keskeinen este asuntolainojen arvopaperistamiselle oli laki, joka esti esimerkiksi kiinnitysvakuudellisten lainojen myynnin institutionaaliselle sijoittajille, kuten vakuutusyhtiöille ja eläkerahastoille. Vakuutusyhtiöiden sijoituksissa arvopaperistetut lainat eivät kuuluneet katemääräysten piiriin. Vakuutusyhtiöt voivat nykyisin sijoittaa arvopaperistettuihin lainoihin, jotka ovat riittävän luottokelpoisia. Liberalisoinnin yhteydessä luotiin arvopaperistamisen mahdollistavaa lainsäädäntöä. Espanjan lainsäädännöstä puuttuu trustikäsité.

Ensimmäinen arvopaperistaminen tehtiin vuonna 1990, jolloin usean pankin myöntämiä autoluottoja kerättiin yhteen. Tuolloin ei vielä voitu perustaa erityisyhtiötä arvopaperistamistarkoituksessa. Liiketointa hallinnoi sen järjestänyt Citibank Espana ja se myytiin sijoittajille erillislainana (*Private Placement*). Autolainoja myyneet pankit pyrkivät arvopaperistamisella välttämään rajoitukset, joita luotonannon kasvulle oli aiemmin asetettu.

Kesällä 1992 hyväksytty laki mahdollisti erityisyhtiöiden perustamisen Espanjaan, mikä paransi arvopaperistamisen edellytyksiä merkittävästi. Erityisyhtiö on viranomaisvalvonnassa ja se voi hallinnoida rahastoa (esp. *fondos de titulization hipotecaria*), joka omistaa saatavat. Rahasto ei ole oikeushenkilö. Päinvastoin kuin Ranskassa, rahastoon saadaan siirtää sen elinaikana myös uusia saatavia (*poolisubstituuio*). Pankit voivat Espanjassa ottaa itselleen arvopaperistamiseen liittyviä korko-, luottotappio- ja valuuttariskejä.

Ruotsi

Ruotsissa asuntorahoitusta on perinteisesti

välitetty kiinnitysluottolaitosten kautta. Tyypillisten asuntolainojen lyhennysohjelmat lasketaan esimerkiksi 20 tai 50 vuoden laina-ajan mukaan, mutta laina myönnetään viideksi vuodeksi kerrallaan. Laina uusitaan seuraaviksi viideksi vuodeksi, jollei asiakkaalla ole ollut merkittäviä maksuhäiriöitä. Lainan uusimisen yhteydessä lainan korko tarkistetaan.

Kiinnitysluottolaitokset ovat Ruotsissa rahoittaneet toimintansa laskemalla liikkeeseen obligaatioita, joita on enimmäkseen myyty vakuutusyhtiöille ja eläkerahastoille, jotka 1980-luvun puoliväliin asti olivat velvollisia ostamaan kiinnitysluottolaitosten obligaatioita tietyn määrän vuosittain. Vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen sääntelyn liberalisointi mahdollisti niiden sijoituspolitiikan suuntaamisen myös muihin kohteisiin ja pakotti kiinnitysluottolaitokset hankkimaan obligatioilleen uusia sijoittajia. Kun ulkomaiset pääomanliikkeet oli vapautettu, taseessa olevien asuntolainojen arvopaperistaminen ja niiden myyminen oli mahdollista myös ulkomaisille sijoittajille.

Ruotsiin perustettavaa erityisyhtiötä kohdellaan rahoitustoimintaa harjoittavana yhteisönä. Tällöin sitä koskisivat muun muassa vakavaraisuusmääräykset ja arvopaperistamisen vakavaraisuuteen liittyvät hyödyt jäisivät saamatta. Ruotsin lainsäädäntö ei tunne trustikäsitetä.

2.2.3. Kiinteistö-sijoitusyhtiöt

Yhdysvallat

Sijoittajien mielenkiinto kohdistuu kiinteistö-sijoitusyhtiöiden lisäksi erilaisiin osakuussopimuksiin (*partnership*), rahastoihin sekä trusteihin. Trusti on yhteisomistusmuoto, jossa sijoittajien omistama trusti hallinnoi tiettyä kiinteistöä. Trustin toimintaa sääntelee trustisopimus, jossa on määritelty trustin johtamistapa, sijoitusosuuksien hinnan määrittymisperusteet sekä kohteet, joihin trustin varoja voidaan sijoittaa.

Kiinteistö-sijoitusyhtiö tai -trusti (*Real Estate Investment Trust, REIT*) on verolainsäädännön (*Internal Revenue Code*) luoma järjestelmä. REIT jakaa osakkailleen lähes kaikki toiminnastaan kertyneet tuotot eikä maksa veroja, vaan sen maksamia korkoja, osinkoja, mahdollisia pääomavoittoja ja osuuksien myyntivoittoja verotetaan osakkaiden tulona. REIT:n mahdollisia tappioita ei

jaeta omistajien kesken.

REIT:lla tulee olla vähintään sata osuudenomistajaa vähintään 355 päivän ajan verovuodesta. Lisäksi REIT:n osuuksista yli 50 prosenttia ei saa olla viiden tai harvemman osuudenomistajan hallussa verovuoden kuuden viimeisen kuukauden aikana. REIT:n varallisuudesta on vähintään 75 prosenttia oltava sijoitettuna kiinteistöihin, valtion velkakirjoihin tai käteiseen rahaan. Minkään yksittäisen liikkeeseenlaskijan arvopaperit eivät saa ylittää 50 prosenttia REIT:n varallisuudesta eikä REIT:lla pääsääntöisesti saa olla yli 10 prosentin ääni- tai omistusosuutta missään yhteisössä.

Vähintään 95 prosenttia REIT:n tuloista tulee muodostua osingoista, koroista, vuokrista tai omaisuuden myyntivoitosta. Lisäksi 75 prosenttia REIT:n tuloista on tultava vuokrista, kiinnityspohjaisten saatavien korkotuotoista tai tällaisen varallisuuden myyntivoitoista sekä sijoituksista muihin vastaviin kiinteistösijoitusyhtiöihin. REIT:n on lisäksi saatava vähintään 30 prosenttia tuloistaan alle 6 kuukautta omistettujen arvopapereiden tai alle 4 vuotta omistettujen kiinteistöjen myyntivoitoista. REIT:n on jaettava vähintään 95 prosenttia liiketoimintansa tuotoista osakkaalleen.

REIT tarjoaa sijoittajalle rajoitetun vastuun, keskitetyn johdon ja osakkeiden vapaan luovutettavuuden sekä mahdollisuuden riskien hajauttamiseen. REIT:sta saatava tuotto on yleensä muita pörssi-osakkeita varmempaa. Sijoituksen tuottoon vaikuttavat kiinteistösijoitukselle tyypilliset johdon vaikutuspiiriin ulkopuoliset tekijät, kuten vuokralaisten vuokranmaksukyky, vuokratilojen kysyntä sekä mahdollinen vuokrasäännösty.

REIT:n osakkeenomistajilla on vastaavat oikeudet ja riskit kuin muidenkin yhtiöiden osakkailla. Osakkaiden valitsema johtokunta vastaa REIT:n liiketoiminnasta. Enemmistön johtokunnan jäsenistä tulee olla Yhdysvaltojen arvopaperi- ja pörssikomission (*The United States Securities and Exchange Commission*) ohjeiden mukaan riippumattomia yhtiön aktiivisesta liiketoiminnasta. Liiketoimintaa hoitavat johtokunnan palkkaamat henkilöt, jotka voivat olla suoraan REIT:n palveluksessa tai ulkopuolisia neuvonantajia.

REIT:it harjoittavat pääsääntöisesti sijoittamista kiinteistöluottoihin (*mortgage trust*) tai suoraan kiinteistöihin (*equity trust*). Kiinteistöluottoihin sijoittavat REIT:it saavat pää-

asiallisesti tuottonsa korkotuottoina, kun taas suoraan kiinteistöihin sijoittavat REIT:it saavat tuottonsa vuokratuloina.

Ensimmäiset kiinteistösijoitusyhtiöt olivat suoraa kiinteistöomistusta harjoittavia yhtiöitä, mutta vuosikymmenen lopulla pankkien asuntoluototukseen käyttämät varat kävivät vähäisiksi, mikä mahdollisti kiinteistöluottoihin sijoittavien kiinteistöyhtiöiden syntymisen. 1980-luvun aikana REIT:t vakiinnuttivat asemansa Yhdysvaltojen sijoitusmarkkinoilla.

Vuonna 1990 Yhdysvaltojen markkinoilla oli 57 kiinteistösijoitusyhtiötä, joiden osake oli julkisen kaupankäynnin kohteena ja vuoden 1993 loppuun mennessä määrä oli kasvanut jo 127 yhtiöön. Samaan aikaan näiden yhtiöiden keskimääräinen markkina-arvo kasvoi 98 miljoonasta dollarista 200 miljoonaa dollariin. Vuoden 1994 lopussa yhtiöiden yhteenlasketun markkina-arvon laskettiin olevan noin 40 miljardia dollaria. Kiinteistösijoitusyhtiöt ovat olleet sellaisten sijoittajien suosiossa, jotka arvostavat vakaata tuottoa ja välttävät suuria riskejä. Pitkällä aikavälillä yhtiöiden osuukien kurssikehitys ja menestys heijastaa taustalla olevan kiinteistövarallisuuden arvon kehitystä.

Kiinteistösijoitusyhtiöiden menestykselle on olennaista osuuden oikea alkuperäinen hinnoittelu ja osakkaalle jaettavien tuottojen kilpailukyky. Sijoittajien on vaikea arvioida yhtiöiden varallisuuden todellista arvoa ja sijoituksen oikeaa hintaa kiinteistömarkkinoiden puutteellisen informaation takia. Varsinaisen kiinteistövarallisuuden arvon lisäksi sijoittajia kiinnostavat tiedot sijoitusten tuottaman kassavirran varmuudesta, hankittavan kiinteistövarallisuuden kunnosta ja ominaisuuksista sekä sijoitusyhtiöiden johdon aiemmasta menestyksestä vastaavissa projekteissa.

Iso-Britannia

Iso-Britanniassa kiinteistösijoitusyhtiöt ovat kärsineet 1980-luvun noususuhdannetta seuranneesta lamasta. Yhtiöiden ongelmat ovat liittyneet kiinteistövarallisuuden arvon jyrkkään laskuun, korkeaan velkaantumistaseseen sekä sijoittajien yleiseen epäluottamukseen. Kiinteistösijoitusyhtiöistä menestyksekkäimmät ovat tehneet pitkän aikavälin sijoituksia ja kiinnittäneet enemmän huomiota kiinteistöistä saataviin säännöllisiin tuottoihin kuin mahdollisiin arvon-

nousuihin. Parhaiten menestyneet yhtiöt ovat yleensä olleet tiettyyn käyttötarkoitukseen ja rajatulle maantieteelliselle alueelle erikoistuneita yhtiöitä. Kiinteistösijoitusyhtiöiden kiinteistövarallisuuden markkina-arvo oli vuonna 1994 noin 25 miljardia Iso-Britannian puntaa, mikä vastaa noin puolta Suomen toimitilakannan varallisuusarvosta.

Kiinteistösijoitusyhtiöitä (*Property Company*) ei pidetä varsinaisina välillisen kiinteistösijoittamisen muotoina, vaan pörssi-yhtiöiden yhtenä toimialana. Pääomamarkkinoita hallitsee kuusi suurinta yhtiötä, joiden osakkeiden markkina-arvot ovat yhteensä yli puolet koko toimialan markkina-arvosta. Kiinteistösijoitusyhtiöt jaetaan tavoitteiltaan ja toimintatavoiltaan kiinteistösijoittajiin, kiinteistönkehittäjiin sekä kiinteistökauppaa käyviin yhtiöihin.

Kiinteistösijoittajat tekevät pitkän aikavälin sijoituksia ja hankkivat tuottonsa vakaan kassavirran ja pääoma-arvon nousun avulla. Kiinteistönkehittäjien mielenkiinto kohdistuu saneerausprojekteista suuriin rakennushankkeisiin. Kiinteistökauppaa käyvät yhtiöt ostavat kiinteistöjä myydäkseen ne.

Kiinteistösijoitusyhtiöiden riskin hajauttamista tai vieraan pääoman käyttöä ei rajoiteta ja niiden velkaantumisasheet vaihtelevat 20—120 prosentin välillä.

Siitä huolimatta, että kiinteistösijoitusyhtiöitä koskee sama tiedonantovelvollisuus kuin muitakin pörssi-yhtiöitä, ne tuottivat vähiten ja huonointa tietoa arvopaperipörssissä 1980-luvulla. Kiinteistösijoitusyhtiöiden on arvioitava kiinteistönsä kerran vuodessa, minkä lisäksi arviot on teetettävä kolmen vuoden välein ulkopuolisella ja riippumattomalla arvioijalla.

Iso-Britanniassa kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeiden hinnat ovat pysytelleet enimmäkseen 20—40 prosenttia yhtiöiden nettovarallisuuden arvon alapuolella. Syitä tähän ovat muun muassa kaksinkertainen verotus, puutteellinen informaatio, toimintaan liittyvät suuret riskit, toiminnan spekulatiiviset piirteet sekä arviointiin liittyvät ongelmat. Parhaiten menestyneiden yhtiöiden osakkeiden hinnat ovat pysyneet kuitenkin nettovarallisuuden arvon yläpuolella.

Pääasiallisia syitä kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeiden ostamiseen ovat olleet tuotto-odotukset, hajauttamisedut sekä mahdollisuus osallistua kiinteistönkehitystoimintaan.

Kokonaisuutena kiinteistösijoitusyhtiöiden menestys Iso-Britanniassa on ollut erittäin

heikkoa viimeisten 20 vuoden aikana. Kiinteistösijoitusyhtiöiden menestys on ollut sidoksissa kiinteistömarkkinoiden kehitykseen. Osakkeiden hinnat ovat reagoineet muutoksiin nopeammin ja jyrkemmin kuin suorat kiinteistösijoitukset. Parhaiten ovat menestyneet yhtiöt, jotka ovat pystyneet hyödyntämään omaa markkinatietoutta toiminnassaan sekä keskittyneet sijoitustoiminnassaan pitkän aikavälin sijoituksiin turvatakseen vuokratuoton ja pääoman kasvun, kun taas heikoimmin menestyneiden yhtiöiden painopiste on kiinteistöjen kehittämisessä ja lyhyen aikavälin kiinteistösijoituksissa.

Parhaiten menestyneillä kiinteistösijoitusyhtiöillä on tärkeimpinä kriteereinä nettovarallisuuden arvo, osingonjako, tulos suhteessa pörssin yleis- tai markkinaindeksiin sekä tulos suhteessa yhtiön sisäisiin suunnitelmiin ja budjettiin. Menestyneet yhtiöt ovat myös päätöksenteossaan systemaattisempia ja käyttävät muita tiukempia taloudellisia kriteerejä. Parhaille yhtiöille on tärkeää kilpailla arvopaperimarkkinoilla imagollaan ja aktiivisella kiinteistöhallinnolla, jolla ymmärretään erityisesti vuokralaisten tarpeista huolehtimista (*tenant care*) ja säännöllisiä tarkastuksia (*inspections*). Menestyneet yhtiöt pitivät tärkeänä vuokralaistutkimuksia sekä vuokralaisten ja yhtiöiden välistä vuorovaikutusta.

Belgia

Vuonna 1995 Belgiassa hyväksyttiin asetus, joka mahdollisti kiinteistöihin sijoittavien yhteissijoitusyritysten (ranskaksi *Société d'investissement à Capital Fixe Immobilière, SICAFI*) toiminnan. *SICAFI* on kiinteäpääomainen sijoitusyhtiö, jonka osakkeiden tulee olla julkisen kaupankäynnin kohteena, jonka toiminnan täytyy olla rajoittunut kiinteistösijoitustoimintaan ja jonka omaisuuden on oltava riskiltään hajautettu siten, että yhden kiinteistön osuus kokonaisvarallisuudesta ei ylitä 20 prosenttia. Yhtiön vieraan pääoman osuus ei saa ylittää 33 prosenttia yhtiön kokonaisvarallisuudesta.

Yhtiön on vuosittain saatava kiinteistövarallisuudestaan riippumattoman arvioijan lausunto. Kiinteistöt ovat yhtiön tasessa markkinahintaisina eikä poistoja kirjata. Yhtiö ei myöskään maksa veroja, jos se jakaa vähintään 80 prosenttia voitostaan sijoittajille osinkona. Yhtiöiden toiminnan lähtökohdiana on kassavirran tuottaminen sijoittajille.

Ensimmäinen SICAFI listautui pörssiin vuoden 1996 alussa. Toinen, suurempi ja merkittävämpi pörssiin listautuminen tapahtui huhtikuussa 1996, kun Belgian suurin kiinteistösijoitusyhtiö sai *SICAFI*-statuksen. Yhtiöt ovat kiinnostuneita pitkän aikavälin sijoituksista hyviin kiinteistöihin, joihin on saatavissa hyviä vuokralaisia. Riskipitoiset kehityshankkeet eivät sovellu lainkaan yhtiöiden sijoitustoimintaan.

Ruotsi

Ruotsissa kiinteistösijoitusyhtiöistä suurin osa on syntynyt rakennusliikkeiden yhteyteen, mutta myös eri alojen suuryritykset ja sijoittajat ovat toimineet sijoitusyhtiöiden taustalla. Kiinteistösijoitusyhtiöt ovat Ruotsissa kiinteistöhallintoyhtiöitä ja rakennusliiketaustaisia kiinteistöyhtiöitä.

Monet kiinteistösijoitusyhtiöt pyrkivät kasvattamaan yhtiön substanssia sekä kiinteistövarallisuuden arvonnousumahdollisuuksia. Jalostamiseen liittyy kuitenkin huomattavia riskejä, sillä tulevia suhdanteita on vaikea ennustaa ja substanssin kasvattamiseen on pyritty myös lisäämällä vieraan pääoman osuutta.

Tukholman pörssilistalla oli syksyllä 1995 23 kiinteistösijoitusyhtiötä, joista 16 oli kiinteistöhallinnointiyhtiöitä (ruotsiksi *förvaltningsbolag*) ja seitsemän kiinteistöjalostusyhtiöitä (ruotsiksi *rörelsedrivande fastighetsbolag*). Hallintoyhtiöiden kiinteistövarallisuuden markkina-arvot vaihtelivat 50 miljoonasta Ruotsin kruunusta 13,4 miljardiin kruunuun ja jalostusyhtiöiden noin 1,3 miljardista kruunusta 5,7 miljardiin kruunuun. Kaikkien kiinteistösijoitusyhtiöiden kiinteistövarallisuuden yhteenlaskettu markkina-arvo oli hieman alle 65 miljardia kruunua ja pinta-ala 6 miljoonaa neliometriä. Kiinteistösijoitusyhtiöiden vuokrausasteet vaihtelivat 88—100 prosentin välillä.

Kiinteistösijoitusyhtiöiden kiinteistövarallisuuden perusteellinen arviointi suoritetaan vuosittain. Tarkempi arviointi tehdään tarvittaessa uusista kohteista sekä yksittäisten kohteiden perusteellista analyysia varten. Arvonmäärityksen suorittaa erityinen yritys Ruotsin kiinteistöarviointiyhdistyksen ohjeiden mukaisesti. Puolueeton arviointi hankitaan yhdeltä tai kahdelta eri arvioijalta. Kiinteistöjen markkina-arvot esitetään useimmiten vuosikatsauksen yhteydessä. Kiinteistösijoitusyhtiöiden toimintaa analysoitaessa

kiinteistömarkkinoiden tulevaisuudennäkymiä ennakoitiin ja markkina-analyyysien tekeminen on tullut yhä tärkeämmäksi.

2.2.4. Kiinteistösijoitusrahastot

Iso-Britannia

Iso-Britannian rahoituspalvelulaki (*Financial Services Act*) sääntelee yleiset puitteet kiinteistösijoitusrahastojen toiminnasta, mutta rahastojen sijoitustoiminnasta annetaan alemmanasteisia määräyksiä. Sääntely on delegoitu yhteissijoitustoimintaa valvovalle kauppa- ja teollisuusministeriölle (*Department of Trade and Industry*), joka puolestaan on siirtänyt suurimman osan toimivaltaaan arvopaperi- ja sijoitusneuvostolle (*Securities and Investment Board, SIB*).

Iso-Britanniassa kiinteistösijoitusrahastot toimivat osuustrustina (*unit trust*). Osuustrusti perustetaan rahastojohtajan (*manager*) ja omaisuudenhoitajan (*trustee*) välisellä trustisopimuksella (*trust deed*). Omaisuudenhoitajana on yleensä pankki tai vakuutusyhtiö. Osuustrusti rakentuu kaksoisomistusoikeuteen perustuvalla trustikäsitteellä, jossa omaisuudenhoitajaa pidetään rahaston omistajana, ja hän on vastuussa rahaston hallinnosta. Omaisuudenhoitajan tehtävänä on säilyttää rahaston varallisuutta osuudenomistajien lukuun, kun taas rahastojohtaja vastaa rahasto-osuuksien myynnistä ja lunastuksesta sekä rahaston sijoitustoiminnasta. Osuudenomistajien omistusoikeus perustuu rahaston varallisuuden muodostamiin etuuksiin (*beneficial ownership*), eikä heillä ole kolmanteen nähden muita velvollisuuksia kuin maksaa osuudesta sen hankintahinta. Varallisuuden hallinnoinnista vastaaville henkilöille on asetettu usein pätevyysvaatimuksia. Rahastoja voidaan perustaa joko toistaiseksi tai määräajan voimassaoleviksi. Rahaston tyypillinen elinikä on noin 6—10 vuotta.

Kaikki rahastot eivät ole auktorisoituja. Auktorisoimattomat rahastot voivat myydä osuuksiaan vain institutionaalisille sijoittajille. Ammattimaisille sijoittajille suunnattuina ne voivat toimia melko väljien säännösten puitteissa.

Auktorisoidut rahastot voivat markkinoida osuuksiaan kaikille sijoittajille, minkä vuoksi niiden toimintaa on rajoitettu monessa suhteessa. Kiinteistösijoitusrahastoilta edellytetään 5 miljoonan Iso-Britannian punnan vä-

himmäiskokoa. Rahastojen on lisäksi sijoitettava kiinteistövarallisuuteen vähintään 20 prosenttia ja enintään 80 prosenttia rahaston varallisuudesta. Vierasta pääomaa rahastot voivat käyttää korkeintaan 10 prosenttia.

Yksittäinen sijoituskohde ei saa muodostaa yli 15 prosenttia kokonaisvarallisuudesta eikä yksittäisen vuokralaisen kassavirta saa ylittää 20 prosenttia kokonaiskassavirrasta. Myöskään rakentamattomaan, tuottamattomaan tai kunnostamisen ja kehittämisen kohteena oleviin kiinteistöihin ei saa sijoittaa kuin 25 prosenttia rahaston arvosta. Rahastojen varoja ei saa yleensä rajoituksetta sijoittaa myöskään ulkomailla sijaitseviin kiinteistöihin. Rahastot eivät saa myöskään sijoittaa kiinnitettyyn varallisuuteen enempää kuin 15 prosenttia rahaston arvosta. Lisäksi kiinteistöihin, joiden vuokraoikeus (*leasehold interest*) on vähemmän kuin 60 vuotta, saadaan sijoittaa enintään 10 prosenttia rahaston arvosta. Määräysten mukaan on rahastojen kiinteistövarallisuus arvioitava vuosittain ja arviot on päivitettävä kuukausittain. Kiinteistöarvioijan tulee olla henkilö, jolla on tarpeeksi tietoa ja kokemusta kiinteistöarvioinnista, sekä riippumaton rahastosta, rahastojohtajasta ja omaisuudenhoitajasta.

Rahastot lunastavat itse osuutensa sijoittajilta. Sijoittajat voivat myös käydä osuuksilla kauppaa keskenään. Kiinteistörahaston rahastojohtajalla on oikeus keskeyttää rahastosuuksien liikkeeseenlasku ja takaisinosto enintään 28 vuorokauden ajaksi, mikäli hän on sopinut siitä omaisuudenhoitajan kanssa tai omaisuudenhoitaja sitä vaatii. Keskeytyksen edellytyksenä on, että se on osuudenomistajien edun mukaista.

Rahastojen yhteenlaskettu markkina-arvo on noin 4,2 miljardia puntia.

Hollanti

Hollantilaiset kiinteistösijoitusrahastot toimivat suomalaisen sijoitusrahastolainsäädäntöön verrattavan, sijoitusyhteisöjen toimintaa säätelevän lainsäädännön puitteissa. Sijoitusyhteisöllä tarkoitetaan yhteisöä, joka kerää yleisöltä varoja yksinomaan sijoitustoimintaa varten tarkoituksenaan tarjota sijoittajille mahdollisuus päästä osalliseksi sijoitustoiminnan tuotoista. Sijoitusyhteisöt toimivat Hollannin keskuspankin valvonnassa, joka myös myöntää yhteisölle toimiluvan.

Pääosa hollantilaisista kiinteistösijoitusra-

hastoista on ollut aiemmin vaihtuvapääomaisia rahastoja, joilla on ollut velvollisuus vaa-dittaessa lunastaa osuutensa sijoittajilta varallisuuden arvioituihin hintoihin pohjautuvaan hintaan. 1990-luvun alussa rahastot joutuivat keskeyttämään lunastukset, ajautuivat vaikeuksiin ja joutuivat jättämään osuuk-sien hinnanmuodostuksen markkinoiden tehtäväksi. Kriisiin johtaneen kehityksen syynä oli, etteivät kiinteistöjen hinta-arviot sopi-neet markkinatilanteen muutoksiin riittävän nopeasti, jolloin sijoittajat halusivat lunastaa osuutensa hintaan, jonka he katsoivat olevan niiden todellista arvoa korkeampi. Osuuksien hinnat romahtivat.

Hollantilaisilla kiinteistösijoitusrahastoilla ei ole muodollisia vaatimuksia riskin hajauttamiseen. Lainsäädäntö edellyttää vain, että varat on sijoitettava riskiä hajauttavalla tavalla. Viranomaiset arvioivat riskin hajauttamisen riittävyttä myöntäessään rahastoille toimiluvan. Luvan myöntämisen lisäksi vi-ranomaisvalvonta keskittyy lähinnä toimin-nan riittävien puitteiden säilymisen ja tar-peellisen sijoittajainformaation julkistamisen valvontaan.

Kiinteistösijoitusrahaston vieraan pääoman enimmäismäärä on 60 prosenttia kokonais-varallisuudesta. Vuoden 1994 lopussa oli rahastoissa velkaa noin 25 prosenttia. Rahastojen tulee jakaa kaikki voittonsa sijoittajille. Toiminnallisesta voitosta saadaan kuitenkin vähentää kuluiksi katsottavat varaukset kiinteistöjen ylläpitoa varten. Kiinteistöjen arvonnousua ei myöskään tulkita jaettavaksi voitoksi, vaan se voidaan kirjata rahaston taseeseen samoin kuin mahdolliset myyntivoitot.

Kiinteistösijoitusrahastot ovat osakeyhtiöitä. Tällöin rahasto omistaa kiinteistöt ja sijoittajat ovat rahaston osakkeenomistajia. Järjestelmä muistuttaa tässäkin suhteessa Yhdysvaltojen ja Belgian lainsäädäntöä.

Hollantilaisille rahastoille on tyypillistä kansainvälisen sijoitustoiminnan suuri osuus. Suurimpien rahastojen omistus on keskittynyt institutionaalisten sijoittajien käsiin. Osa, etenkin kansainväliset rahastot, on alun perin perustettukin institutionaalisten sijoittajien aloitteesta, jotta kansainvälinen sijoitustoiminta mahdollistuisi ilman varallisuuden hallinnointivelvoitteita. Koska näistä sijoittajista suurin osa on eläkevarojen sijoittajia, jotka pitävät osakkeita pitkän tähtäimen sijoituksina, eivät osakkeiden kaupankäyntivoi-lymyt ole olleet kovin suuria.

Luxemburg

Luxemburgissa sijoitusrahastot voivat toimia rahastomuodossa (ranskaksi *fonds commun de placement*), jolloin sitä hallinnoiva erityisyhtiö toimii sen lukuun tai yhtiömuodossa (ranskaksi *Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilière, SICAFI*). Luxemburgissa yhteissijoituslaki sääntelee yleiset puitteet kiinteistörahastojen toimintaan, mutta sijoituspolitiikasta on annettu myös alemman asteisia määräyksiä. Kaikki rahastot toimivat rahoitusmarkkinoita valvovan viranomaisen (ranskaksi *Institut Monétaire Luxembourgeois, I.M.L.*) auktorisoimina. Rahastojen tulee toimittaa valvontaviranomaiselle kuukausittain tiedot taloudellisesta asemasta, henkilömuutoksista johdossa sekä muista toimintaan vaikuttavista muutoksista.

Rahaston johtoon tulee nimittää vähintään kolme johtajaa. Kaikkien rahastojen on valittava valvontaviranomaisen hyväksymä talletuspankki säilytysyhteisöksi hoitamaan ja valvomaan rahaston varallisuutta, rahaliikennettä, osuuksien liikkeeseenlaskua ja lunastusta sekä rahaston sääntöjen ja lain noudattamista.

Rahasto ei saa sijoittaa yli 20 prosenttia varallisuudestaan yhteen kiinteistöön tai toisiinsa liittyvistä kiinteistöistä muodostuvaan ryhmään. Rahaston johtoon kuuluvien henkilöiden tulee olla ammatillisesti päteviä. Riippumattomien arvioijien tulee määrittää rahaston kiinteistövarallisuuden ja osuuksien arvo vähintään kerran vuodessa. Riippumattomat arviot on myös hankittava aina, kun muutokset taloudellisessa tilanteessa tai kiinteistöjen kunnossa olennaisesti vaikuttavat varallisuuden arvoon, sekä aina kiinteistöjen ostojen ja myyntien yhteydessä. Vuosi- ja puolivuotiskertomuksissa tulee kiinteistötyypeittäin ilmoittaa rahaston omistamien kiinteistöjen ostohinta, vakuusarvo ja markkina-arvo. Antiesitteessä tulee selkeästi ilmoittaa rahaston sijoitustoiminnan ja siihen sijoittamiseen sisältyvän riskin luonne. Kiinteistörahastolla ei saa olla velkaa yli 50 prosenttia varallisuudestaan.

Lunastuksen keskeytyksen kesto on jätetty rahastosäännöissä päätettäväksi. Lunastusvelvollisuutta koskevat rajoitukset on selkeästi mainittava rahastositteessä.

Saksa

Saksassa avoimet kiinteistörahastot tulivat

markkinoille jo 1950-luvulla. Vuoden 1994 lopussa avoimia kiinteistörahastoja oli 14 kappaletta ja niitä hallinnoivat 11 rahastoyhtiötä olivat pääasiassa pankkien, vakuutusyhtiöiden ja säästökassojen (saksaksi *Baussparkassen*) tytäryhtiöitä. Kiinteistörahastoihin tehdyt nettosijoitukset olivat vuonna 1993 yli 14,5 miljardia Saksan markkaa. Vuonna 1994 kiinteistörahastojen nettosijoitukset laskivat noin 7,6 miljardiin Saksan markkaan, kun kaikkien sijoitusrahastojen nettosijoitukset olivat yhteensä noin 62,5 miljardia Saksan markkaa.

Vaihtuvapääomaisia rahastoja sääntelee sijoitusrahastolaki (saksaksi *Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften*). Saksalaisen kiinteistörajatustoiminnasta vastaa erityinen rahastoyhtiö, joka sijoittaa rahaston varat omissa nimissään rahasto-osuuksien omistajien lukuun. Yhtiö laskee liikkeeseen rahasto-osuustodistuksia. Kiinteistörajatustoiminnasta toimivat pankkitoimintaa valvovan viranomaisen (saks. *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen*) valvonnassa ja niitä koskevat kaikki pankkitoimintaa koskevat säädökset.

Sijoituskohteiden valinnassa kiinteistörahastot ovat arvostaneet erityisesti kiinteistöjen hyvää sijaintia, maantieteellistä hajautusta, erilaista ikärakennetta sekä vaihtelevaa vuokralaisrakennetta. Kiinteistörajatustoimintaa tehdessä on huomiota kiinnitetty kohteen myytävyyteen ja vuokrattavuuteen. Erikoiskäyttöön tarkoitetuissa rakennuksissa, kuten hotelleissa, tavarataloissa ja tehtaissa, myytävyyttä ja vuokrattavuutta ovat rajoitetummat. Siksi rakennuksilta edellytetään muunneltavuutta. Tilaratkaisun, käyttötarkoituksen sekä koko talotekniikan muutosten pitäisi olla toteutettavissa helposti ja kohtuullisin kustannuksin.

Rahaston varallisuus on rahastoyhtiön omistuksessa. Kiinteistörahaston varoja voidaan sijoittaa toimitila- ja asuinkiinteistöihin, kehityshankkeisiin aiottuihin ja soveltuviin kiinteistöihin sekä kiinteistöjä koskeviin rakennusoikeuksiin ja kiinteistöjen osaomistuksiin. Kehityshankkeiden alaisena olevia tai sellaiseksi aiottuja kiinteistöjä saa olla korkeintaan 20 prosenttia rahaston varallisuudesta. Riskin hajauttamiseksi rahaston varallisuuden tulee koostua vähintään kymmenestä kiinteöstä, joista yhden kiinteistön arvo ei saa hankintahetkellä ylittää 15 prosenttia rahaston arvosta. Yhtiö voi käyttää lyhytaikaista vierasta pääomaa rahas-

ton likviditeetin varmistamiseksi korkeintaan 10 prosenttia varallisuuden arvosta.

Kiinnityspohjaista luottoa rahasto saa ottaa korkeintaan 50 prosenttia varallisuutensa arvosta. Rahastoyhtiön on sijoitettava vähintään 5 prosenttia varoista säilytysyhteisöön maturiteetiltaan enintään yhden vuoden mitaksiin pankkitalletuksiin (saksaksi *Guthaben*) tai arvopapereihin, jotka on sidottu Saksan keskuspankin *Lombard* -korkoon. Se osa rahaston varallisuudesta, joka ylittää 5 prosentin likviditeettivaatimuksen, voidaan sijoittaa saksalaisiin pörssiosakkeisiin ja kiinteäkorkoisiin arvopapereihin. Likvidissä muodossa oleva varallisuus ei saa kuitenkaan ylittää 49 prosenttia rahaston arvosta, joten kiinteistösjoiutusten pitää kattaa vähintään 51 prosenttia rahaston arvosta.

Rahastoyhtiön on valittava talletuspankki hoitamaan rahaliikennettä sekä valvomaan rahaston sääntöjen ja lakien noudattamista. Sen on myös yhteistyössä yhtiön kanssa määriteltävä määrätyin väliajoin rahaston varallisuuden ja rahasto-osuuksien arvo.

Saksassa rahastoyhtiöllä on oikeus kieltäytyä rahasto-osuuksien lunastamisesta rahastosäännöissä määrittelyksi ajaksi, jos pankkitalletukset ja arvopapereista saadut varat eivät riitä lunastushinnan maksamiseen tai eivät ole heti käytettävissä. Jos rahaston varat eivät riitä rahasto-osuuksien lunastamiseen, on rahaston kiinteistöomaisuutta myytävä. Rahastoyhtiöllä on oikeus kieltäytyä lunastamasta yhdeksi vuodeksi rahasto-osuuksia sijoittajan lunastusvaatimuksesta. Jos rahastolla ei ole kiinteistövarallisuuden myynnin jälkeen tarpeeksi varoja, voi rahastoyhtiö ottaa luottoa lunastushintojen maksamiseen ja käyttää vakuutena rahastossa olevaa varallisuutta.

Kiinteistövarallisuuden arvon määrittämistä varten rahastotoimintaa harjoittavan yhtiön on nimittettävä vähintään kolmijäseninen asiantuntijaelin (saksaksi *Sachverständigenausschuss*). Asiantuntijoiden on oltava rahastosta riippumattomia, luotettavia ja ammatillisesti päteviä harjoittamaan kiinteistöjen arviointitoimintaa. Asiantuntijaelin arvioi kaikki rahastolle hankittavat ja siitä myytävät kiinteistöt. Asiantuntijoiden on myös vähintään kerran vuodessa arvioitava kaikkien rahaston varallisuuteen kuuluvien kiinteistöjen arvo.

Vuoden 1994 loppuun mennessä olivat Saksan 14 vaihtuvapääomaista kiinteistörahastoa keränneet sijoittajilta yhteensä noin

50 miljardia Saksan markkaa. Saksalaisille kiinteistörahastoille on viime vuosina ollut tyypillistä likvidien varojen suuri osuus kokonaisvarallisuudesta.

Saksalaiset kiinteäpääomaiset kiinteistösjoiutusrahastot eivät toimi sijoitusrahastoja koskevan lainsäädännön sääteleminä, vaan ne ovat useimmiten yhden kiinteistön omistuksen jakamista varten perustettuja *partnership* -yhteenliittymiä. Kiinteäpääomaisia rahastoja toimii erityisesti entisen Itä-Saksan alueella, missä niihin sijoittaneiden asemaa on tuettu erityisin verohelpotuksin. Osuudet ovat usein ylihinnoiteltuja eikä niillä ole toimivia jälkimarkkinoita. Yleisimmin sijoittajat pitävät osuudet rahaston lopettamiseen saakka, jolloin kiinteistö myydään ja varat jaetaan osakkaiden kesken.

2.2.5. Muita kiinteistöjen yhteisömuotoja

Yhdysvallat

Kiinteistöyhteenliittymä (*Real Estate Syndications*) muodostuu joukosta sijoittajia, jotka yhdistävät pääomansa ja kiinteistöalan asiantuntemuksensa erilaisten kiinteistösuunnitelmien läpiviemiseksi. Yhteenliittymä voi toimia erilaisissa juridisissa muodoissa, joista yleisimpiä ovat kommandiittiyhtiö (*limited partnership*), avoin yhtiö (*general partnership*), yhteisömuoto (*joint ownership*) sekä yhteisyritys (*joint venture*). Kiinteistöyhteenliittymä voidaan muodostaa kiinteistön hankkimista, kehittämistä, hallinnointia tai markkinointia varten.

Kiinteistöyhteenliittymän yleisin muoto on kommandiittiyhtiö, joka yhdistää suoran kiinteistösjoiutuksen ja yritystoimintaan sijoittamisen edut. Kussakin yhtiön kiinteistöyhteenliittymässä on ainakin yksi vastuunalainen yhtiömies (*general partner*), joka johtaa kommandiittiyhtiön toimintaa ja jolla on rajoittamaton vastuu sen sitoumuksista. Äänettömän yhtiömiehen (*limited partner*) riski rajoittuu vain hänen sijoittamaansa pääomaan. Henkilöyhtiöt (*partnership*) poikkeavat erilaisista yhtiömuodoista myös siten, että niiden voitot ja tappiot ovat jaettavissa osakkaiden kesken. Sijoitus kommandiittiyhtiöön tuottaa sijoittajalle etuja riskin hajautuksen, asiantuntevan kiinteistöshankinnan ja ammattimaisen johdon muodossa.

Kommandiittiyhtiötä käytetään Yhdysval-

loissa yleisimmin silloin, kun kyseessä on vain yksi tai muutamia kiinteistöprojekteja. Yhtiöosuuksia on mahdollista markkinoida myös ennalta määrittämättömiin kiinteistö-hankkeisiin (*blind pool*). Kommandiittiyhtiöiden joustavat toimintamahdollisuudet ovat Yhdysvalloissa johtaneet useisiin väärinkäytöksiin, minkä seurauksena niitä koskevia säännöksiä on tiukennettu.

Henkilöyhtiöiden omistus perustuu osakaiden kesken tehtyyn sopimukseen, joka määrittelee osakkaiden omistussuudet, mahdolliset lisäsijoitusvelvollisuudet sekä toiminnasta aiheutuvien voittojen ja tappioiden jakaantumisen. Yhtiömuodon osuuksien heikkoutena on niiden huono likviditeetti.

Belgia

Belgiassa ositetusta kiinteistöomistuksesta annetaan joukkovelkakirjatyyppinen arvopaperi (*Real Estate Certificate*), jonka tuotto on sidoksissa kiinteistön vuokratuottoon ja arvonnousuun. Kiinteistön omistava erityisyhtiö voi vähentää sijoittajille maksamansa korot saamistaan vuokratuotoista. Kiinteistötodistuksia käytetään useimmiten yhden kiinteistön tai kiinteistöryhmän arvopaperistamiseen.

Belgian kiinteistötodistukset tuotiin markkinoille jo 1960-luvulla, mutta niiden suosio on kasvanut vasta viime vuosina. Menestystä on auttanut pitkien korkojen lasku, mikä on tehnyt usein indeksisidonnaisiin vuokrasopimuksiin perustuvista kiinteistötodistuksista tuotoltaan kilpailukykyisen sijoitusmuodon.

2.2.6. Kiinteistöfutuurit

Iso-Britannia

Iso-Britannian kehittyneillä pääomamarkkinoilla kiinteistöt muodostavat suurimman yksittäisen varallisuuslajin, jolla ei ole olemassa johdannaismarkkinoita. Johdannaismarkkinat mahdollistaisivat likvidin tavan hallita kiinteistökauppoihin aina liittyvää hintariskiä. Lähinnä suurten institutionaalisten sijoittajien aloitteesta on Iso-Britanniassa virinnyt tarve uusien kiinteistösijoitusvälineiden kehittämiseen. Iso-Britanniassa futuurisopimusten päätyypit ovat kiinteistöfutuuri (*commercial property futures contract*), vuokrafutuuri (*commercial rent futures contract*), asuinkiinteistöfutuuri (*residential pro-*

erty futures contract) sekä korkofutuuri (*mortgage interest rate contract*).

Yhdysvallat

Yhdysvalloissa arvopaperistamista harjoittavien yhteisöjen liikkeeseen laskemien velkakirjojen (*mortgage-backed securities*) suuri määrä ja lupaavat tulevaisuuden näkymät saivat Chicagon optiopörssin (*Chicago Board of Trade*) aloittamaan kaupankäynnin näihin arvopapereihin liittyvillä futuurisopimuksilla ja optiosopimuksilla keväällä 1989. Uudet sopimukset eivät kuitenkaan koskaan saavuttaneet sijoittajien suosiota. Kaupankäynti lopetettiin keväällä 1992.

Futuurisopimusten tarkoituksena oli mahdollistaa arvopapereihin sijoittaneiden tai sijoitusta harkitsevien suojautuminen korkotason muutoksia vastaan. Korkotason heilahdellut aiheuttavat muutoksia arvopapereiden hinnoissa ja saattavat johtaa tappioihin tai ennakoitua huonompiin tuottoihin. Kiinteäkorkoisia luottoja myöntäneiden kiinnitysluottolaitosten oli mahdollista käyttää sopimuksia myös vaihtoehtona luotoistaan muodostettujen arvopapereiden myynnille.

Chicagon optiopörssi toi vuonna 1992 markkinoille kiinteistövakuutuksiin liittyvän optiosopimuksen, joka perustuu luonnonkatastrofien todennäköisyyttä mittaavaan indeksiin. Sen avulla rakentajien on mahdollista lisätä rakennus- ja kehityshankkeiden vakuutusturvaa ja kompensoida mahdollisista vahingoista aiheutuvat lisäkustannukset.

2.3. Nykytilan arviointi

2.3.1. Suomen lainsäädäntö ja muutostarve

Viime vuosina kiinteistöt ovat nivoutuneet entistä tiiviimmin osaksi suomalaisia pääomamarkkinoita. Toistaiseksi sijoittajilta on kuitenkin puuttunut kilpailukykyinen keino tehdä pieniä sijoituksia kiinteistöihin ja hajauttaa riskiä. Luotettavien ja vertailukelpoisten tietojen saaminen kiinteistösijoituksesta on ollut myös aktiivisille sijoittajille ongelmallista. Mikäli kiinteistöjen kilpailukykyä sijoitusmarkkinoilla halutaan kohentaa, on kiinteistövarallisuuden ongelmallisiin ominaisuuksiin kyettävä vaikuttamaan.

Kansainvälinen ja kansallinen kilpailu arvopaperimarkkinoilla on kiristynyt. Mark-

kinoilla on entistä laajempi joukko erilaisia osapuolia, joiden tarpeisiin kehitetään jatkuvasti uusia sijoitustuotteita. Lisääntynyt kansainvälinen yhteistyö ja erityisesti Länsi-Euroopan taloudellinen yhdentyminen ovat johdaneet arvopaperimarkkinoita sääntelevien normien yhdenmukaistamiseen eri maissa. Markkinahäiriöt ja kurssinotkahdukset ovat lisänneet markkinoiden osapuolten tietoisuutta riskeistä. Tämä puolestaan on kasvattanut vaatimuksia, joita osapuolet asettavat markkinoiden toiminnan luotettavuudelle ja tehokkuudelle.

Keskeinen tavoite rahoitusmarkkinoiden kehittämisessä on huolehtia siitä, että rahoituksen välitys tapahtuu tehokkaasti, edullisesti ja turvallisesti. Rahoitusjärjestelmän riskien hallintaa kehittämällä ja rahoitusmarkkinoita monipuolistamalla vähennetään mahdollisuutta siihen, että pankkikriisin kaltaiset järjestelmäkriisit toistuvat tulevaisuudessa. Tästä syystä on kiinnitettävä erityistä huomiota rahoitusmarkkinoiden kehittämiseen kansainvälisten suuntausten mukaisesti ja rahoituksen välitykseen liittyvien riskien hallintaan. Suomen kansallisten ja kansainvälisten etujen kannalta on tärkeää, että rahoitusmarkkinoiden toiminta on vakaata, luotettavaa ja tehokasta.

Suomessa ei ole kiinteistösjoiittamisen muotoa, joka olisi säännelty, riskiltään hajautettu ja sijoittajien luottamuksen mukainen. Ehdotettavan lainsäädännön päätehtävänä on määrittää tällaisen yhteisön perustaminen ja toimintamahdollisuudet, tiedonantovelvollisuus, vieraan pääoman käyttö, vähimmäispääoman tarve, sijoitustoiminta, kiinteistöjen arvostaminen, veroseuraamukset, raportointivelvollisuus, arvopapereiden julkinen kaupankäynti sekä johdon kokemus- ja ammattitaitokriteerit. Riittävän yksinkertaisella ja selkeällä tavalla toimiva kiinteistösjoiittamisen muoto kiinnostaa esimerkiksi institutionaalisia sijoittajia. Myös tietyille markkina-alueelle erikoistuminen on tärkeää, koska tällöin yhteisön johdon erityisosaaminen ja markkinatuntemus pystytään parhaiten hyödyntämään. Kiinteistöjä arvopaperistettaessa on kuitenkin otettava huomioon suomalaisten kiinteistö- ja rahoitusmarkkinoiden koko ja kehitysaste. Sijoitusrahastolain mukainen rahasto-osuuksien lunastusvelvollisuus aiheuttaisi todennäköisesti ongelmia Suomen kiinteistömarkkinoilla, kuten muuallakin maailmassa. Luonnollisin Suomessa laissa säädettävä toi-

mintamalli olisikin osakeyhtiömuotoinen kiinteistösjoiitusyhtiö.

2.3.2. Sijoitusrahastojen toiminta

Sijoitusrahastolain 38 a §:n nojalla rahastoyhtiö voi valtioneuvoston luvalla perustaa sijoitusrahaston, jonka säännöt poikkeavat sijoitusrahastolain tarkoittamasta sijoitustoiminnasta. Tällainen sijoitusrahasto sijoittaa varansa sijoitusrahastolain mukaisesti pääasiassa arvopapereihin. Osa rahaston varoista voidaan kuitenkin sijoittaa esimerkiksi kiinteistöihin ja asunto-osakeyhtiön osakkeisiin. Valtioneuvosto ei ollut saanut huhtikuuhun 1997 mennessä yhtään sellaisen rahaston sääntöjen vahvistamista koskevaa lupahakemusta, jonka varoja olisi sijoitettu kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin.

Vaihtuvapääomaisten kiinteistösjoiitusrahastojen ei odoteta olevan toimintakykyisiä Suomen ohuilla ja epälikvideillä kiinteistömarkkinoilla, koska ne ovat myös kansainvälisesti aiheuttaneet ylitsepääsemättömiä ongelmia poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa.

Osuuksien hinnanmäärittämisen kiinteistöjen hinta-arvioiden perusteella on todettu aiheuttavan epäluuloja sijoittajissa. Ongelma on mahdollista välttää kehittämällä Suomeen yhteisöjä, joiden osuuksien hinnanmuodostus tapahtuu markkinoilla osuuksien kysynnän ja tarjonnan mukaan. Sijoittajat muodostavat mielipiteet varallisuuden arvosta rahaston tuottaman informaation perusteella.

Sijoitusrahastoon kuuluville arvopapereille määrätään arvo niiden markkina-arvon mukaan. Kiinteistömarkkinoiden luonteesta johtuu, ettei kiinteistöillä ole todellista markkinahintaa, vaan kiinteistön arvo perustuu aina asiantuntijoiden tekemään arvioon. Vastaava ongelma koskee sijoitusrahaston varoja, jotka koostuvat muista kuin julkisen kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista.

Likviditeetin turvaamiseksi, rahaston jatkuvan olemassaolon varmistamiseksi sekä kilpailuväaristymien ehkäisemiseksi saattaa olla tarkoituksenmukaista joustaa sijoitusrahastolain lunastusvelvollisuuden vaatimuksesta. Lunastukset voivat tapahtua esimerkiksi erityisten säännöissä määrättyjen väliaikojen kuluttua. Rahaston velvollisuudesta laskea jatkuvasti liikkeeseen uusia osuuksia ei sitä vastoin voida luopua.

2.3.3. Kiinteistösijoitusyhtiöiden toiminta

Osakeyhtiömuotoisia kiinteistösijoitusyhtiöitä perustettiin Suomeen noususuhdanteen aikana 1980 luvun lopulla. Ensimmäinen kiinteistösijoitusyhtiö aloitti toimintansa vuonna 1985. Varsinainen kiinteistösijoitusyhtiöiden joukko aloitti toimintansa loka-kuussa 1987, jolloin yhtiöt saivat pörssikursien laskun jälkeen tilaisuuden markkinoida osakkeitaan vakaina sijoituskohteina. Alkuvaiheen innostuksen jälkeen on sijoittajien kiinnostus kiinteistösijoitusyhtiöitä kohtaan kuitenkin vähentynyt. Kiinteistösijoitusyhtiöiden osakkeiden vaihto Helsingin Arvopaperipörssissä oli syksyllä 1995 lähes olematonta.

Kiinteistösijoitusyhtiöiden toimintamalli omaksuttiin Ruotsista, jossa yhtiöitä tuli markkinoille ensi vaiheessa useita kymmeniä. Noin 20 yhtiötä ilmoitti tavoitteeseen osakeidensa saattamisen julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Yhtiöt erosivat toisistaan koon, omistajien ja sijoitustoiminnan perusteella. Osa kiinteistösijoitusyhtiöistä keskittyi valmiin kiinteistökannan omistamiseen ja osa kiinteistöjalostamiseen. Muutamat yhtiöt tavoittelivat kiinteistöomaisuuden nopeaa osto- ja myyntitoimintaa. Hieman myöhemmin seurannut pörssiromahdus ja syvä lama saivat kuitenkin aikaan sen, että kiinteistösijoitusyhtiöt menestyivät huonosti. Yhtiöt menettivät sijoittajien luottamuksen ja velkaantuivat.

Kiinteistösijoitusyhtiön etuna on, että sen ominaisuudet ovat toimivia ja selkeitä. Osakeyhtiömuoto antaa sijoitusrahastoa suuremman toimintavapauden. Osakeyhtiölain mukainen tiedonantovelvollisuus takaa toiminnan läpinäkyvyyden. Kiinteistösijoitusyhtiön osakkeiden hinnanmääritys tapahtuu markkinoilla sen mukaan, kuinka sijoittajat arvostavat yhtiön omaisuutta ja toimintaa. Osakkeiden arvot lyhyellä aikavälillä liikkuvat osakemarkkinoiden kehityksen mukaisesti, mutta pitemmällä aikavälillä osakkeet heijastavat kiinteistömarkkinoiden kehitystä.

Kiinteistösijoitusyhtiöt, joiden osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena, ovat arvopaperimarkkinalain mukaisen tiedonantovelvollisuuden edellyttämällä tavalla Rahoitustarkastuksen valvonnan kohteena kuten muutkin pörssiyhtiöt. Muutoin yhtiön toimintaa sääntelee osakeyhtiölaki sekä yhtiöjärjestys. Sijoittajien luottamuksen saavuttamiseksi yhtiö voi asettaa toiminnalleen

määräyksiä ja rajoituksia yhtiöjärjestyksen puitteissa. Yhtiön saattaa olla tarpeellista julkistaa myös toimintasuunnitelmia, jotka sisältävät informaatiota muun muassa yhtiön mahdollisista sijoituskohteista, riskin hajauttamisesta, vieraan pääoman käytöstä, osakkeenomistajien valvonta- ja tiedonsaantimahdollisuuksista, osingonjaosta, yhtiön johdosta sekä yhtiöjärjestyksen muutosten hyväksymisestä.

Nykyiset olemassa olevat kiinteistösijoitusyhtiöt on ollut mahdollista perustaa ilman viranomaisen myöntämää erityistä toimilupaa. Kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoitustoiminnasta, likviditeettihallinnosta, kiinteistöomaisuuden arvonmäärityksestä, luotonotosta ja varallisuuden kiinnityksestä ei ole lainsäädännössä sijoitusrahastojen toiminnan kaltaisia erityismääräyksiä. Osakeyhtiömuotoisen kiinteistösijoitusyhtiön ongelmaksi Suomessa on muodostunut huono maine, velkaantuneisuus sekä yritysten nettovarallisuuden pysyminen osakkeiden arvoja alemmalla tasolla.

Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n pörssilistalla on nykyisin neljän kiinteistösijoitusyhtiön osakkeet julkisen kaupankäynnin kohteena. Kaikki yhtiöt on perustettu 1980-luvun lopulla. Suurimman kiinteistösijoitusyhtiön, jonka osake ei ole julkisen kaupankäynnin kohteena, omaisuuden arvo on noin 1,7 miljardia markkaa, kun taas yhtiöiden omistamien kiinteistöjen markkina-arvot vaihtelevat 208 miljoonasta markasta 550 miljoonaan markkaan. Erillisten kiinteistökohteiden määrät vaihtelevat kymmenestä kohteesta 150 kohteeseen. Kiinteistösijoitusyhtiöt ovat hajauttaneet sijoituksensa erilaisiin kiinteistötyyppeihin. Teollisuus-, toimitila- ja varastotilat muodostavat noin 60 prosenttia kiinteistökannasta, kun taas asuntojen osuus on melko alhainen. Eräät kiinteistösijoitusyhtiöt ovat sijoittaneet omaisuuttaan myös arvopapereihin.

Suomalaisille kiinteistösijoitusyhtiöille on ollut tavanomaista määritellä sijoitustoiminnan kautta tavoitteensa ja toimintaperiaatteensa. Yhtiöt ovat tällä tavoin lisänneet tiedonantovelvollisuutta ja asiakkaiden luottamusta. Suomalaiset sijoitusyhtiöt ovatkin noudattaneet sijoitustoiminnassaan periaatetta, ettei ulkomaalaisia sijoituskohteita hankita, ja pitäytyneet kotimaisessa kiinteistökannassa. Riskin hajauttamista harjoittavat yhtiöt ovat hankkineet sijoituskohteita koko Suomen alueelta. Pääsääntöisesti kiinteistöjen hankinta on perustunut kassavirtalaskel-

miin ja kohteelle asetettuihin tuottovaatimuksiin. Kiinteistöhallintopalvelut on ostettu yleensä ulkopuolisilta yrityksiltä, mutta kiinteistöhallinnon koordinointi ja valvonta ovat säilyneet kiinteistösijoitusyhtiöillä. Tilojen kunnan valvonta on tapahtunut huoltoyhtiöiden välityksellä.

Kiinteistöomaisuuden arvon kiinteistösijoitusyhtiöt määrittävät keskimäärin kerran vuodessa sekä lisäksi kohdetta ostettaessa tai myytäessä. Pääsääntöisesti yhtiöt käyttävät ulkopuolisia arvioitsijoita, mutta eräät yhtiöt saattavat suorittaa arvioinnin myös itse. Kiinteistösijoitusyhtiöt eivät ole sopineet keskenään siitä, miten kohteiden arviointi tulisi suorittaa. Kiinteistösijoitusyhtiön osakkeen hinnan määrittäminen tulisi kuitenkin perustua sekä vuokratuottoihin että substanssiin eikä esimerkiksi vain arvonnousuun.

Osakeyhtiölain perusteella yhtiöiden on julkaistava vuosikertomukset, osavuositiedotukset sekä arvopaperimarkkinallain nojalla päässitiedotteet. Muita tiedonantoja yhtiöt antavat vaihtelevasti.

Kiinteistösijoitusyhtiön toimintaa on mahdollista kehittää Suomessa, koska toimintaan vaadittava lainsäädäntö on olemassa ja toimintamalli on sijoittajille tuttu. Suuri ongelma on se, että yhtiöt tulivat pääomamarkkinoille aikaan, jolloin pörssikurssien kehityksen huippu oli ohitettu ja markkinat olivat ylikuumentuneet. Kiinteistösijoitusyhtiöt hankkivat sijoituskohteensa selvästi yli niiden käyvän arvon. Kiinteistöalaa huonosti tuntevat sijoittajat eivät myöskään ole pystyneet selvittämään sijoitusriskejä yhtiöiden tarjoamasta informaatiosta.

Kiinteistösijoitusyhtiöt ovat käyttäneet toimintansa rahoittamiseen runsaasti vierasta pääomaa, jonka kustannukset nousivat 1980- ja 1990-lukujen vaihteessa korkotason noustessa ja Suomen markan ulkoisen arvon heikentyessä. Samaan aikaan sijoituskohteiden vuokratuotot laskivat vuokratilojen kysynnän heikennyttyä. Monien kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoitustoiminta on keskittynyt riskipitoiseen kiinteistöjalostustoimintaan.

3. Esityksen tavoitteet ja keskeiset ehdotukset

3.1. Esityksen tavoitteet

Esityksen tavoitteena on luoda selkeä toimintamuoto suomalaisten kiinteistöjen arvopaperistamiseksi ottaen huomioon suoma-

laisten kiinteistö- ja rahoitusmarkkinoiden koko sekä kehitysaste. Ehdotuksen keskeisenä tavoitteena on lisätä sijoittajien luottamusta kiinteistömarkkinoihin.

Uusien kiinteistösijoittamiseen erikoistuneiden yhteisöjen, jotka voisivat käyttää kiinteistörahasto-nimikettä, kautta yhteisöjen toiminta eroaa selkeästi olemassa olevista kiinteistösijoitusyhtiöistä. Kiinteistöjen arvopaperistaminen tuo Suomen sijoitusmarkkinoille sijoitusmuodon, joka on olemassa jo kansainvälisillä markkinoilla. Perustamalla kiinteistösijoittamiseen erikoistuneita yhteisöjä, jotka laskevat liikkeeseen yleisölle suunnattuja, julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita, voidaan kiinteistösijoittamiseen liittyvien ongelmien ratkaisua helpottaa.

3.2. Keskeiset ehdotukset

Esityksen keskeiset ehdotukset liittyvät kiinteistörahaston tiedonantovelvollisuutta sekä riskin hajauttamista koskevien vaatimusten painottamiseen. Kiinteistörahaston velvollisuus hajuttaa sijoituksista syntyvää riskiä lisää sijoittajien luottamusta. Sijoittajansuojan varmistamiseksi myös kiinteistörahaston vieraan pääoman käyttömahdollisuutta ehdotetaan rajoitettavaksi. Lisäksi kiinteistörahaston yhtiömuoto, kiinteäpääomainen osakeyhtiö, on ratkaisuna sijoittajille tuttu vaihtoehto.

Esityksessä ehdotetaan yhdenmukaisten kiinteistöjen arviointimenetelmien ja arviointitapojen käyttöönottamista. Esityksellä pyritään vakiinnuttamaan kiinteistöarvioitsijoiden pätevyysedellytykset. Ehdotuksella lisätään kiinteistömarkkinoiden tarvitseman tiedon määrää ja laatua.

Ehdotettavassa laissa kiinteistörahasto veloitetaan hakemaan osakkeensa julkisen kaupankäynnin kohteeksi vuoden kuluessa toiminnan aloittamisesta. Ehdotus lisää kiinteistömarkkinoiden avoimuutta sekä osakkeiden oikeaa hinnanmuodostusta arvopaperimarkkinallainsäädännön edellyttämällä tavalla.

Esityksessä ei ehdoteta annettavaksi yksityiskohtaista norminantoa, vaan esityksellä luodaan ainoastaan markkinoita ohjaavat toimintapuitteet. Ehdotettava laki ei tästä syystä ole liian yksityiskohtainen, jolloin se saattaisi estää kiinteistörahastojen erikoistumisen ja erilaistumisen. Tämä tarkoittaa, että markkinoilla toimivien osapuolten on esi-

merkiksi itse laadittava kiinteistösijoitustoiminnan säännöt, joissa yksittäiset ja konkreettiset tilanteet on ratkaistu. Samasta syystä myös lainsäädäntövaltaa on delegoitu asianomaiselle ministeriölle. Näin turvataan lain joustava sopeutuminen erilaisiin tilanteisiin ja tarpeisiin sekä annetaan viranomaisille mahdollisuus reagoida markkinoiden muuttuviin tilanteisiin ja muuttaa tarvittaessa lain ohjausvaikutusta.

4. Esityksen vaikutukset

4.1. Taloudelliset vaikutukset

4.1.1. Vaikutukset elinkeinoelämään

Ehdotetun lain yleisiä taloudellisia vaikutuksia on vaikea arvioida, mutta niiden oletetaan olevan kokonaisuudessaan positiivisia. Välitön tarve kiinteistömarkkinoita koskevan lainsäädännön kehittämiseksi on syntynyt Suomen toimitilamarkkinoilla, mutta kiinteistösijoittaminen tuo uusia mahdollisuuksia myös vuokra-asuntomarkkinoille. Suomen toimitilakannan arvo tontteineen on noin 450 miljardia markkaa. Arvo on lähes kaksinkertainen verrattuna Helsingin Arvopaperipörsissä kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden markkina-arvoon. Kiinteistömarkkinoiden piristymisen myötä ehdotettavalla lailla olisi myönteisiä vaikutuksia Suomen elinkeinoelämään. Vuoden 1996 aikana Suomen toimitila- ja kiinteistömarkkinat kehittyivät myönteisesti. Suurimmat kiinteistöjen omistajat voivat muuttaa epälikvidin kiinteistövarallisuuden kiinteistörahastojen avulla likvidimpään muotoon ja laajentaa siten omistajapohjaa. Myös mahdolliset uudet sijoittajat ulkomailta toisivat maamme valuuttaa sekä muuttaisivat maamme kiinteistöjen homogeenista omistajakuntaa. Lisäksi piensijoittajilla ja kotitalouksilla olisi paremmat mahdollisuudet sijoittaa kiinteistövarallisuuteen ilman kiinteistöön liittyviä hallinnointikustannuksia sekä suuria pääomia.

4.1.2. Kansantaloudelliset vaikutukset

Koko vuokra-asuntokanta oli vuonna 1995 noin 664 000. Näistä vuokra-asunnoista hiukan yli puolet on vapaarahoitteisia vuokra-asuntoja ja loput valtion lainoittamia arava-vuokra-asuntoja. Vapaarahoitteisista vuokra-asunnoista yksityiset ihmiset ja kuolinpesät

omistavat noin 61 prosenttia. Vuokrasääntelyn purkaminen alkoi vuonna 1991 ja laajentui vuonna 1995 koko maahan ja koko vapaarahoitteeseen vuokra-asuntokantaan. Sääntelyn purku on lisännyt vuokra-asuntojen kiinnostuvuutta sijoituskohteena. Vuokra-asuntojen ylläpidon ja hallinnoinnin vaatimat resurssit rajoittavat kuitenkin yksityisten ihmisten omistusten kasvua. Arava-asuntoja on vapautumassa käyttö- ja luovutusrajoituksista runsaasti lähivuosina. Hallitusohjelman asuntopoliittisessa osuudessa on todettu, että hallitus edistää vuokra-asuntomarkkinoiden vakautta ja selvittää keinoja, joilla turvataan rajoituksista vapautuvien arava-vuokra-asuntojen säilyminen vuokra- tai asumiskäytössä. Kiinteistörahasto-omistaja voi olla ratkaisu ainakin osalle vapautuvista arava-vuokralokannasta.

4.2. Muut vaikutukset

Esitys luo kiinteistöalalle uusia tehtäviä. Kiinteistörahastot tarvitsevat asiantuntevaa henkilöstöä, jotta kiinteistövarallisuutta pystytään hallinnoimaan ja hoitamaan. Esityksessä korostuu myös pätevien kiinteistöarviointisijoiden tarve, joita todennäköisesti tullaan tarvitsemaan nykyistä enemmän.

Esityksellä ei ole ympäristövaikutuksia.

Esityksellä ei ole vaikutusta eri kansalaisryhmien asemaan.

5. Asian valmistelu

5.1. Valmisteluvaiheet ja -aineisto

Valmisteluaineistona ovat olleet, erityisesti kansainvälisen selvityksen osalta, Kiinteistötalouden Instituutin julkaisemat teokset Kiinteistöjen arvopaperistaminen (Hanna Kaleva-Ari Lahti-Asko Miettinen, Sitra 142, 1995) sekä Kiinteistöjen arvopaperistaminen Suomessa (Hanna Kaleva-Olli Olkkonen, Sitra 152, 1996). Muuna aineistona on käytetty muiden viranomaisten sekä kiinteistömarkkinoiden osapuolten asiantuntemusta kiinteistöalasta ja arvopaperistamisesta. Esitys on valmisteltu valtiovarainministeriössä virkatyönä. Valmisteluvaiheessa on ministeriössä pidetty kiinteistömarkkinoiden osapuolille sekä viranomaistahoille molemmille kaksi erillistä kuulemistilaisuutta.

5.2. Lausunnot

Ehdotuksesta on saatu kauppa- ja teollisuusministeriön, sosiaali- ja terveystieteiden, ympäristöministeriön, keskusrikospoliisin, KHT-Yhdistys ry:n, kilpailuviraston, kirjanpitolautakunnan, kuluttaja-asiamiehen, kuluttajaviraston, Suomen Pankin, rahoitustarkastuksen, tietosuojavaltuutetun toimiston, Castrum Oy:n, Citycon Oy:n, Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n, Julius Tallberg -kiinteistöt Oy:n, Keskuskauppakamarin, Kiinteistöalouden Instituutin, Kuntien Eläkevakuutuksen, Merita Kiinteistöt Oy:n, Omaisuudenhoito-yhtiö Arsenal Oy:n, SOM Oy:n, Suomen Arvopaperikeskus Oy:n, Suomen Kuluttajaliitto ry:n, Suomen Kuntaliitto

ry:n, Suomen Pankkiyhdistys ry:n, Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry:n, Suomen toimittaja- ja rakennuttajaliitto ry:n, Suomen Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto ry:n, Teollisuus- ja työnantajain keskusliitto ry:n sekä Valtion kiinteistölaitoksen lausunnot. Lausuntoja tuli yhteensä 30 kappaletta. Lausunnoissa ehdotukseen suhtauduttiin pääsääntöisesti myönteisesti, mutta eräitä yksityiskohtia arvosteltiin.

6. Muita esitykseen vaikuttavia seikkoja

Esitys ei ole riippuvainen muista esityksistä eikä kansainvälisistä sopimuksista ja velvoitteista.

YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT

1. Lakiehdotuksen perustelut

1 luku. Yleisiä säännöksiä

1 §. *Soveltamisala.* Pykälässä ehdotetaan, että lakia sovelletaan yleisölle tarkoitettuja yhteisiä kiinteistösijoituksia koskevaan toimintaan. Koska lailla pyritään luomaan yleisölle suunnattu ja riskinjaon periaatteella toimiva ja laajaa tiedonantovelvollisuutta noudattava yhteisen kiinteistösijoittamisen erityinen muoto, kiinteistörahasto, on tarpeen säätää tällaisesta toiminnasta erillisessä laisaa.

Kiinteistösijoitukset kilpailevat sijoitusmarkkinoilla pääomista muiden sijoitusmuotojen kanssa. Perustamalla yksinomaan kiinteistösijoittamiseen erikoistuneita yhteisöjä helpotetaan kiinteistösijoittamiselle tyypillisten, suureen yksikkökokoon, jakamattomuuteen ja kiinteistönhallintaan liittyvien ongelmien ratkaisua. Samalla kehitetään Suomen pääomamarkkinoita. Uuden ja erityisen kiinteistösijoitusmuodon tarkoituksena on mahdollisimman riskittömän kiinteistöistä saavan tuoton jakaminen osakkaille.

Pykälän 1 momentin mukaan yhteisiin kiinteistösijoituksiin saadaan hankkia yleisöltä varoja. Lain tarkoituksena on rajata kiinteistörahastot harjoittamaan toimintaa, jossa riskit ovat mahdollisimman vähäisiä ja tuotot tasaisia.

Osakeyhtiö, jonka yksinomaisena tai pääasiallisena liiketoimintana ja tarkoituksena on kiinteistörahastotoiminta, voi toimia kiinteistörahastona ja kerätä yleisöltä varoja yhteisiin kiinteistösijoituksiin. Yleisöllä tarkoitetaan epämääräisen henkilöpiiriin lisäksi sinänsä rajoitettua henkilöpiiriä, jos siihen lukeutuvien henkilöiden määrä on huomattava tai kuuluminen henkilöpiiriin on sattumanvaraista. Yleisön käsitettä on rajattu erityisesti arvopaperimarkkinalain 2 luvun mukaisia velvollisuuksia säänneltäessä. Säännöksen tarkoituksena on, että kiinteistörahastoon sijoittavat luonnolliset henkilöt, yhteisöt ja säätiöt.

Lain soveltamisalan ulkopuolelle jäävät kaikki sivutoimialanaan kiinteistörahastotoimintaa tai siihen läheisesti liittyvää toimintaa harjoittavat yhteisöt. Lain soveltamisalan rajaamisella vältetään ongelmasta, joka seuraisi kaiken kiinteistösijoitustoiminnan kattavasta laista. Laaja soveltamisala tuottaisi ongelmia nykyisille rakennusliikkeille, koska ne usein omistavat ja vuokraavat huomattavia määriä kiinteistöjä.

Soveltamisalaltaan laaja laki jättäisi täyttämättä pitkään tiedostetun tarpeen tuoda kiinteistömarkkinoille uudentyyppinen, pitkäjänteisen kiinteistösijoittamisen mahdollistava, sijoittajien kannalta erityinen sijoitusmuoto. Kaikille kiinteistömarkkinoilla toimiville yhtiöille ei olisi tarkoituksenmukaista eikä

mahdollista asettaa erityisiä sijoitustoimintaa tai vieraan pääoman käyttöä koskevia vaatimuksia ja rajoituksia. Soveltamisalaltaan rajatun lainsäädännön avulla luodaan kiinteistörahas- to toiminnalle selkeät toimintapuitteet, jotka erottavat ne esimerkiksi nykyisistä kiinteistösijoitusyhtiöistä.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan rajoitettavaksi lain soveltamisalan ulkopuolelle myös asunto-osakeyhtiöt tai muut sen kaltaiset yhteisöt tai asetuksella tarkemmin määrittävää toimintaa harjoittavat yhteisöt. Sen sijaan kiinteistörahas- to voisi omistaa asunto-osakeyhtiön tai muun tämän kaltaisen yhteisön osakkeita. Koska kiinteistömarkkinoi- den lainsäädäntö on vähäistä ja kehittymätöntä, on tarkoituksenmukaista ja joustavuuden vuoksi tarpeen, että lain soveltamisala voidaan myöhemmin asetuksella täsmentää.

Lain soveltamisalan ulkopuolelle ehdotetaan rajoitettavaksi myös sijoitusrahastolain 38 a §:n mukainen toiminta, jonka mukaan niin kutsuttu erikoisrahasto voi valtioneuvoston luvalla sijoittaa varoistaan enintään 49 prosenttia kiinteistöihin, mikäli sijoitusrahaston säännöt sen sallisivat. Koska lailla pyritään profiloimaan kiinteistörahas- tot selkeästi kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin sijoittaviksi osakeyhtiöiksi, edellytetään ehdotetussa laissa sijoitusrahastolain 38 a §:stä poiketen, että kiinteistörahaston on sijoitettava varoistaan vähintään 70 prosenttia kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin.

Laki ehdotetaan soveltamisalaltaan ka- peaksi ja vapaachoiseksi erityissijoitusmu- doksi, jonka soveltamisalan piiriin liittymi- nen on yhtiön ja sen osakkeenomistajien päätettävissä ja valittavissa. Tämän on oltava mahdollista siitä syystä, että ehdotettavan lain tiedonantovelvollisuus sekä muut vel- voitteet esitetään huomattavaksi tiukemmiksi ja ankarammiksi kuin arvopaperimark- kinalain nojalla syntyvät veloitteet. Lain soveltamisalan ulkopuolelle ehdotetaan rajoitettavaksi näin lain voimaantulon jälkeen perustettavat osakeyhtiöt, joissa yleisölle tarjotaan mahdollisuus osallistua yhteisiin kiinteistösijoituksiin ja joissa yleisö osallistu- tu sijoittamiseen julkisen osakeyhtiön osak- keita merkitsemällä, ostamalla tai muutoin hankkimalla, ja jotka noudattavat arvopape- rimarkkinalain 2 luvun 3 §:n mukaista tiedonantovelvollisuutta.

Ehdotetun lain soveltamisalan ulkopuolelle jäävät pykälän 3 momentin mukaan olemas- sa olevat osakeyhtiömuotoiset kiinteistösijoi-

tusyhtiöt, joiden osakkeet ovat arvopaperi- pörssissä julkisen kaupankäynnin kohteena. Laki ei velvoita näitä yhtiöitä siirtymään lain piiriin, mutta ne voivat halutessaan sen teh- dä. Kiinteistösijoitusyhtiöillä ja niiden osak- keenomistajilla tulee viime kädessä olla mahdollisuus itse päättää ja valita yhtiön liiketoimintatapa. Nykyiset kiinteistösijoi- tusyhtiöt harjoittavat muun muassa ehdotet- tua kiinteistörahas- to toimintaa riskialttiimpaa sijoitustoimintaa, kuten laajamittaisia kiin- teistökehitys- ja rakennusprojekteja, jotka taas kiinteistörahas- tolla olisivat rajattuja ja jopa siltä kiellettyjä. Soveltamisalarajaus on tarpeen myös kilpailun edistämisen kannalta, jotta yleisöllä on mahdollisuus osallistua muidenkin kuin kiinteistörahas- tojen tekemisiin yhteisiin kiinteistösijoituksiin. Tällaiseen muuhun yleisölle suunnattuun varainhankin- taan sovelletaan arvopaperimarkkinalakia. Samasta syystä ei ole aihetta säännellä am- mattimaisten sijoittajien osallistumista kiin- teistösijoitustoimintaan, koska tällainen erityissääntely voisi merkitä kilpailun vääris- tymistä. Kaikille kiinteistömarkkinoilla toi- miville yhtiöille ei olisi tarkoituksenmukaista eikä mahdollista asettaa erityisiä sijoitustoimintaa tai vieraan pääoman käyttöä koskevia vaatimuksia ja rajoituksia. Soveltamisalaltaan rajatun lainsäädännön avulla luodaan kiinteistörahas- to toiminnalle selkeät toimintapuitteet, jotka erottavat ne kiinteis- tösijoitusyhtiöistä.

Ehdotetulla lailla kiinnitetään huomiota erityisesti kiinteistörahas- ton toiminnan avoi- muuteen sekä tiedonantovelvollisuuteen. La- ki ei kuitenkaan estäisi myös muita kiinteis- tölalla toimivia yhtiöitä julkaisemasta ehdo- tettavan lain vaatimukset täyttävää informaatiota, jolloin tällainen arvopaperimark- kinalain vaatimukset ylittävä sijoittajainfor- maatio olisi lähinnä kilpailutekijä eri kiin- teistösijoitustoimintaa harjoittavien yhtiöiden välillä.

2 §. *Kiinteistörahasto.* Pykälän mukaan ehdotettavassa laissa säänneltyä kiinteistöra- has- to toimintaa on harjoitettava osakeyhtiö- muodossa, jolloin yleisön osallistuminen tällaiseen toimintaan tapahtuu kyseisen osa- keyhtiön osakkeita merkitsemällä tai muu- toin hankkimalla. Säännöksen tarkoituksena on estää kiinteistörahastotoiminnan harjoitta- minen muun tyyppisenä toimintana, kuten esimerkiksi avoimena yhtiönä tai komman- diittiyhtiönä, joissa henkilökohtainen vastuu saattaa aiheuttaa sijoittajille kohtuuttomia

riskejä. Osakeyhtiömuoto on kiinteistörahastolle tarkoituksenmukainen yhteisömuoto yhtiön toiminnan luonteeseen nähden.

Rahoitusmarkkinoiden jatkuvan kehityksen vuoksi ei ole tarkoituksenmukaista yksityiskohtaisesti säännellä jatkuvasti syntyviä uusia rahoitusvälineitä. Säännökset eivät saa tarpeettomasti vaikeuttaa yritysten pääoma-huoltoa, vaan yritysten ja rahoituksen antajien on voitava mahdollisimman pitkälle sopia rahoitusta koskevista ehdoista voimassa olevan lainsäädännön pohjalta. Kuitenkin molempien osapuolten oikeuksien ja velvollisuuksien turvaaminen on tärkeää. Osakeyhtiömuoto on sijoittajille tuttu ja toimiva liiketoiminnan harjoittamisen muoto.

Osakeyhtiölain muutos (145/1997) tarjoaa myös monipuoliset ja modernit välineet muun muassa osakeyhtiön varainhankintaan ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden huomioon ottamiseen. Osakeyhtiölakiin sisältyvät myös joustavat yhtiörakenteen muutoksen mahdollistavat säännökset. Kiinteäpääomaisena osakeyhtiö on myös yhtiön likviditeetin hoidon kannalta turvallinen ratkaisu. Osakkeiden likviditeetti taas perustuu ehdotettavan lain mukaan julkiseen hinnanmääritykseen. Sijoittajien näkökulmasta osakeyhtiömuodon heikkoutena perinteiseen sijoitusrahastoon on, ettei hinnanmuodostus välttämättä aina suoraan korreloi yhtiön varallisuuden muutoksen kanssa.

Osakeyhtiömuotoiseen kiinteistörahastoon sijoittaminen on vaihtoehto suorille kiinteistösijoituksille ja tarjoaa sijoittajille mahdollisuuden hankkia kiinteistösijoittamiseen erikoistuneiden osakeyhtiöiden osakkeita. Osakeyhtiö on kansainvälisesti tunnetun kiinteäpääomaisen eli *closed-end* -rahaston suomalainen oikeudellinen muoto. Kiinteäpääomainen kiinteistörahasto on osoittautunut toimivaksi vaihtoehdoksi kansainvälisillä kiinteistömarkkinoilla ja se on lisännyt sijoittajien luottamusta selkeillä toimintasuunnitelmillä ja ennakoitavilla kassavirroilla, joihin lainsäädäntö on tuonut lisävarmuutta.

Mikäli kiinteistörahasto olisi oikeudellisesti muodoltaan nykyisten sijoitusrahastojen kaltainen vaihtuvapääomainen, avoin eli *open-end* -rahasto ja velvollinen osuudenomistajan pyynnöstä lunastamaan sijoittajan rahasto-osuudet, kiinteistörahastotoiminta saattaisi olla sijoittajansuojan kannalta ongelmallista. Ongelmat syntyisivät tällaisen avoimen kiinteistörahaston rahasto-osuuden arvonlaskennassa, koska kiinteistöt ovat

luonteeltaan epälikvidejä sijoituskohteita, eikä niillä ole kunakin hetkenä oikeaa markkinahintaa vastaavasti kuin julkisen kaupan käynnin kohteena olevalla arvopaperilla. Sijoittajien asema olisi tällöin täysin riippuvainen kiinteistöjen arvostamiskäytännön luotavuudesta. Kansainväliset esimerkit ovat osoittaneet, että kiinteistömarkkinoiden häiriötilanteessa sijoittajat ovat ryhtyneet muutamaan avoimen kiinteistörahaston osuuksi rahaksi sillä seurauksella, että kiinteistörahastot ovat ajautuneet maksuvaikeuksiin. Näin ollen osakeyhtiö on suljetulle kiinteistörahastolle luonnollisin muoto, koska osakeyhtiö on yhtiömuodoltaan tunnettu ja kiinteistörahastoon sovellettaisiin osakeyhtiölakia taustalakina.

Ehdotettavassa laissa tarkoitettun kiinteistörahaston on sijoitettava yleisöltä saamansa varat pääasiallisesti kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin. Kiinteistösijoituksiksi katsotaan sekä suorat kiinteistösijoitukset että sijoitukset kiinteistöarvopapereihin. Kiinteistörahaston on sijoitettava lain 15 §:n 3 momentin mukaan kiinteistöihin tai kiinteistöarvopapereihin vähintään 70 prosenttia koko varallisuudestaan, jotta liiketoiminnan voidaan katsoa olevan lain soveltamisalan mukaista kiinteistörahastotoimintaa. Kiinteistörahaston päätoimialan on käytävä ilmi myös yhtiöjärjestyksestä. Muihin kuin kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin sijoittaa enintään 30 prosenttia varallisuudestaan. Muut sijoituskohteet on lueteltu sekä rajattu lain 15 §:n 2 momentissa.

3 §. *Muut määritelmät.* Pykälässä säädetään lain keskeisistä määritelmistä. Pykälän 1 kohdassa määritellään kiinteistö sekä kiinteistöön rinnastettava muu kiinteä omaisuus, kiinteistöön kohdistuvat vuokra- tai käyttöoikeudet sekä kiinteistön ainesosat.

Kiinteistöt voidaan käyttötarkoituksen mukaan jakaa esimerkiksi maa- ja metsätalouskiinteistöihin, teollisuus- ja toimitilakiinteistöihin sekä asuinkiinteistöihin ja rakentamistarkoitukseen hankittuun niin sanottuun raaka-maan.

Kiinteistöllä tarkoitetaan itsenäistä maanomistusyksikköä, eli tilaa ja tonttia sekä muita maa- ja vesialueiden yksiköitä, jotka voidaan merkitä kiinteistörekisteriin. Kiinteistöksi rinnastetaan myös muu kiinteä omaisuus, kuten määräosa, määräala tai kiinteistöjen yhteisen alueen luovutus.

Kiinteistöön rinnastetaan myös sellainen

vuokra- tai käyttöoikeus, jonka haltija on maakaaren 14 luvun 2 §:n mukaan velvollinen hakemaan oikeutensa kirjaamista. Maakaaren mukaan maanvuokraoikeuden ja muun toisen maahan kohdistuvan määräaikaisen käyttöoikeuden haltija on velvollinen hakemaan oikeutensa kirjaamista, jos oikeus saadaan siirtää kolmannelle kiinteistön omistajaa kuulematta ja jos alueella on tai sille saadaan sopimuksen mukaan rakentaa oikeudenhaltijalle kuuluvia rakennuksia ja laitteita. Ehdotettavassa laissa käsiteltäisiin siten yhdenmukaisesti kaikkea sellaista omaisuutta ja oikeutta, jonka omistaja tai haltija on velvollinen kirjaamaan oikeutensa.

Kiinteistöön rinnastettaisiin lisäksi kiinteistön käyttöä pysyvästi palveleva rakennus tai rakennelma. Tarkoituksena on rinnastaa toisiinsa kiinteistön omistaminen ja siihen taloudellisesti verrattavan rakennuksen omistaminen maapohjasta erikseen. Vain kiinteistön käyttöä pysyvästi palveleva rakennus tai rakennelma katsotaan kiinteistöksi ja sen osaksi. Rakennuksen ja rakennelman ei katsota palvelevan kiinteistön käyttöä pykälässä tarkoitettulla tavalla pysyvästi, jos se on tarkoitettu siirrettäväksi tai purettavaksi.

Uuden maakaaren 15 luvussa säädetään kiinteistön, sen määräalan ja määräosan sekä eräiden vuokraoikeuksien ja käyttöoikeuksien kiinnittämisestä ja käyttämisestä luoton vakuutena. Maakaarensa säädetään, mihin kohteisiin kiinnitykseen perustuva panttioikeus voidaan perustaa. Kiinteistön lisäksi voidaan kiinnittää kiinteistön määräosa eli murtoluvulla osoitettu osa kiinteistöstä. Kiinteän omaisuuden tapaan vakuutena voidaan käyttää maanvuokraoikeutta tai muuta toisen maahan kohdistuvaa käyttöoikeutta alueella olevine rakennuksineen. Tämä niin sanottu laitoskiinnitys voidaan vahvistaa vain sellaisiin käyttöoikeuksiin, jotka ovat vapaasti siirrettävissä ja joiden perusteella oikeudenhaltija saa rakentaa alueelle rakennuksia tai kiinteitä laitteita. Muut kiinteistöön kohdistuvat käyttöoikeudet ja erityiset oikeudet voivat kuulua yritysikiinnityksen piiriin.

Maakaaren mukaan kiinnitys voidaan vahvistaa myös kiinteistön määräalaan eli kiinteistöstä luovutettuun rajoiltaan määrättyyn alueeseen. Ennen maakaaren voimaantuloa ei määräaloja voitu lainkaan käyttää vakuutena, mutta uuden maakaaren tultua voimaan tämäkin on mahdollista. Ottaen huomioon, että maakaupoista noin kolmasosa on kiinteistön määräalojen kauppvoja, maakaaren

uudistus laajensi merkittävästi vakuudeksi kelpavaa omaisuutta. Vaikka määräala on vain välivaihe ennen sen muodostamista kiinteistöksi, lohkomistoimitukset voivat käytännössä viivästyä jopa useita vuosia. Määräalan kiinnittäminen on tarpeellista myös siksi, että aikaisemman kiinnitysasetuksen mukainen maksamattoman kauppahinnan panttioikeus, joka koski myös määräalojen kauppvoja, on poistettu. Pykälän 1 kohdassa mainitut kohteet katsotaan ehdotettavan lain mukaisiksi kiinteistöiksi, joihin voidaan vahvistaa maakaaren mukainen kiinnitys.

Pykälän 2 kohdassa määritellään kiinteistöarvopaperin käsite, joka on arvopaperimarkkinallain arvopaperikäsitteen määritelmässä jätetty lain soveltamisalan ulkopuolelle. Ehdotuksen mukaan kiinteistöarvopaperin käsitettä sovelletaan sellaiseen osakkeeseen tai arvopaperiin, joka yksin tai yhdessä muiden arvopapereiden kanssa oikeuttaa hallitsemaan vuokra- tai omistusoikeuden nojalla määrättyä huoneistoa, kiinteistöä taikka kiinteistön osaa. Huoneistolla tarkoitetaan asunto-osakeyhtiölain 1 §:n mukaista huoneistoa. Kiinteistöarvopaperit ovat kiinteistösidonaisia arvopapereita, jotka kiinteistörahaston varallisuudessa katsotaan kuuluvaksi kiinteistöomaisuuteen. Kiinteistörahaston varoista on vähintään 70 prosenttia oltava sijoitettuna Suomessa sijaitseviin kiinteistöihin tai Suomessa sijaitsevia kiinteistöjä koskeviin kiinteistöarvopapereihin.

Pykälän 3 kohdassa määritellään arvopaperin käsite viittaamalla arvopaperimarkkinallain 1 luvun 2 §:ään. Arvopaperilla tarkoitetaan todistusta, joka on annettu osuudesta yhteisön omaan pääomaan tai joukkovelkakirjalainaan tai siihen rinnastuvasta velallisen sitoumuksesta taikka tällaiseen osuuteen tai sitoumukseen kohdistuvasta tai perustuvasta oikeudesta. Arvopaperi on osakekirja tai muusta vaihdantaominaisuksiltaan osakkeeseen rinnastuvasta yhteisön omaan pääomaan kohdistuvasta osuudesta annettu todistus. Tällaisia osuuksia yhteisön omaan pääomaan voivat olla osuudet osuuskunnan, mukaan lukien osuuskannin, osuuspääomaan tai sen muuhun omaan pääomaan kuuluvaan erityiseen erään taikka taloudellisen yhdistyksen peruspääomaan sekä vakuutusyhtiölaissa (1062/1979) ja vakuutusyhdistyslaissa (1250/1987) tarkoitettut takuuosuudet. Omaan pääomaan kohdistuvat arvopaperit on siis määritelty laajasti, koska soveltamisalaan

on tarkoitus sisällyttää myös vaihdannan kohteeksi tulevat todistukset. Osuuskuntalain ja pankkilainsäädännön tarkoittamat sijoitustodistukset ja kantarahastotodistukset kuuluvat arvopaperin käsitteen piiriin. Joukkovelkakirjalainan osuudesta annettu todistus on arvopaperi, kuten myös sellaiset arvopaperit, jotka ovat sellaisista velallisen sitoumuksista annettuja todistuksia, joita on laskettu liikkeeseen huomattava määrä samansisältöisinä. Tällaisia ovat muun muassa pankkien liikkeeseen laskemat sijoitustodistukset sekä yritys- ja kuntatodistukset, joiden liikkeeseenlaskusta yleensä pankki tai sijoituspalveluyritys huolehtii yrityksen tai kunnan lukuun. Myös valtion liikkeeseen laskemat valtion velkasitoumukset kuuluvat arvopaperin käsitteen piiriin. Velkasitoumuksista annettuihin todistuksiin rinnastuvat myös korko- ja tuotto-oikeuksista annettavat todistukset. Arvopaperi voidaan antaa myös edellä tarkoitettujen oikeuksien yhdistelmästä. Siten arvopapereita ovat myös optio- ja vaihtovelkakirjat ja muut sellaiset yhdistelmäarvopaperit. Arvopapereita ovat myös sijoitusrahasto-osuudet. Sijoitusrahastolain mukaan rahasto-osuuksien luovuttaminen ja siten myös niiden jälkimarkkinoiden syntyminen on mahdollista. Arvopaperit ovat yleiseen liikkeeseen laskettuja, jos niiden vaihdantaan voivat osallistua henkilöt, jotka eivät ole ennalta määritellyn joukon jäseniä. Toisaalta yleiseen liikkeeseen saatettu arvopaperi voi olla vaihdannan kohteena, vaikka sillä ei käytäisikään arvopaperimarkkinallain mukaista julkista kauppaa.

Pykälän 4 kohdassa määritellään johdannaisoppimuksen käsite pääasiassa kaupankäynnistä vakioiduilla ja termiineillä annetun lain mukaisesti. Optiolla tarkoitetaan sopimusta, jossa toinen osapuoli (*optionsaaja*) saa toiselta osapuolelta (*optionasettaja*) oikeuden vastiketta eli *preemiota* vastaan sovittua lunastushinnasta ostaa tai myydä tietyn määrän arvopapereita tai hyödykkeitä tai muuta varallisuutta (*kohde-etuus*). Optio on *osto-optio* tai *myyntioptio* riippuen siitä, oikeuttaako se kohde-etuuden ostamiseen tai myymiseen. Option olemukseen kuuluu, että se velvoittaa ainoastaan optionasettajan. Optionsaajalle optio antaa oikeuden, muttei velvollisuutta. Option kohde-etuutena voivat olla arvopaperit, hyödykkeet ja muu varallisuus. Option kohteena kysymykseen tulevia hyödykkeitä ovat lähinnä raaka-aineet ja muut kauppalaadultaan vakioidut tavarat.

Option kohde-etuutena oleva muu varallisuus tarkoittaa valuuttoja, maksuvälineitä ja sellaisia joukkolainoja ja pääomasitoumuksia, joista ei ole annettu arvopaperinluontoista todistusta. Option kohteena voi kohde-etuuden sijasta olla kohde-etuuden hintakehitystä mittaava tunnusluku. Tunnusluku voidaan perustaa laskennalliseen erään kohde-etuutta, esimerkiksi 25 eniten vaihdetun pörssiosakkeen markkina-arvon murto-osaan, tai se voi olla tällaisen laskennallisen kohde-etuuserän hinnanmuutoksia kuvaavan asteikon kantaluku. Tämänkaltaisissa *indeksioptioissa* annetaan option kohteena olevalle tunnusluvulle tai siihen perustuvan mittasteikon portaille tietty raha-arvo, jonka mukaan option arvo ja optioon perustuvat suoritukset lasketaan. *Termiinillä* johdannaisoppimuksena tarkoitetaan kauppasopimusta, jossa sovitaan hinnasta sekä määräpäivästä, jolloin suoritusta tai suorituksen korvaavaa hyvitystä on viimeistään vaadittava tai jolloin suoritus käy ilman erityistä vaatimusta tehtäväksi. Viimeksi mainitussa tapauksessa on kysymys niin kutsutusta automaattisesta käteishyvityksestä tai lunastuksesta. *Indeksitermiinillä* tarkoitetaan taas termiinisopimusta vastaavan kohde-etuuden hinnan kehityksen nojalla laskettavaa suoritukseen moleminpuolisesti oikeuttavaa sopimusta. Indeksitermiinejä ovat muun muassa futuurit sekä *forward* -tyyppiset sopimukset.

Pykälässä mainitulla *johdannaisoppimuksen vakioimisella* tarkoitetaan sitä, että optioiden ja termiinien ehdot on lukuun ottamatta niiden markkinahintaa määritelyt optioyhteisön säännöissä. Vakioinnin ulkopuolelle jäävä osa option ehdoista on preemio ja termiinissä kohde-etuuden hinta (*termiinihint*) tai sitä vastaava tunnusluku.

Toiminta vakioiduilla johdannaisoppimuksilla perustuu kolmikantaiseen sopimusjärjestelmään, jossa optioyhteisö on jokaisen option ja termiin toisena osapuolena. Kaupan päättäminen ei siten johdannaismarkkinoilla itsestään perusta sopimussuhdetta, vaan sopimus syntyy vasta kaupan tultua selvitettyksi, jolloin kaupan perusteella syntyvät vastakkaiset sopimussuhteet optioyhteisön ja kaupan osapuolten välille. Näin ollen *optiokauppa* on se tapahtuma, jossa optioyhteisön kaupankäyntijärjestelmässä vahvistetaan tiettyjen osapuolten välillä option tai termiin hinta ja määrä. Optiokaupalla tarkoitetaan preemiota tai termiinihintaa tai sitä vastaavaa tunnuslukua koskevien tar-

jousten yhtymistä siten, että osapuolten on optioyhteisön sääntöjen mukaan solmittava tarjousten mukaisesta preemiosta, hinnasta tai tunnusluvusta vastavuoroiset sopimukset optioyhteisön kanssa.

Pykälän 5 kohdassa määritellään kiinteistöjalostustoiminnan käsite. Kiinteistöjalostustoiminta on sellaista varojen aktiivista sijoittamista kiinteistöön, jonka tarkoituksena on tehokkaalla toiminnalla parantaa kiinteistön arvoa. Arvonnousu saavutetaan parantamalla kiinteistöstä saatavaa nettovuokratuottoa ja pienentämällä jälleenvuokrausriskiä vaikuttamalla kiinteistön taloudelliseen käyttökelpoisuuteen ja ympäristöön. Kiinteistöjalostustoiminta rajataan 1 §:ssä ehdotettavan lain soveltamisalan ulkopuolelle.

Kiinteistöjalostustoiminnan tuotot tulevat pääasiallisesti vasta saneeraus-, kaavoitus- tai rakennustoimenpiteiden tai jopa kiinteistöjen osto- ja myyntitoiminnan seurauksena ja se on joskus uudisrakentamiseen verrattavaa toimintaa. Laissa määritellyn kiinteistörahaston päätarkoituksena on sijoittaa kohteisiin, joissa on vakaa kassavirta. Tästä syystä rakentamistoimintaan verrattava ja jalostustoimenpiteiden seurauksena pääasiallisesti kohteiden arvonnousuun perustuva toiminta ehdotetaan kiellettäväksi kiinteistörahastolta kokonaisuudessaan. Kiinteistön elinkaareen normaalisti kuuluvia muutos- ja parannustoimenpiteitä ei katsota tässä tarkoitukseksi kiinteistöjalostustoiminnaksi. Kiinteistöjalostustoimintaa harjoittavat kiinteistösijoitusyhtiöt voivat vapaasti harjoittaa edelleen toimintaa, jossa riskit ovat kiinteistörahastotoimintaa suuremmat.

Kiinteistöjalostustoimintaa harjoittaville yhtiöille on tunnusomaista ainakin teoriassa tavoiteltava kiinteistöjen nopea osto- ja myyntikierto. Kiinteistöjalostustoimintaa harjoittava yhtiö saattaa hankkia omistukseensa kaavoittamattomia ja rakentamattomia maaluoteita, jolloin yhtiön sijoitustoiminta perustuu sijoituskohteiden jalostamiseen ja edelleenmyymiseen tai edelleenvuokraamiseen tai molempiin sekä tätä kautta kiinteistöille tulevaan arvonnousuun. Kiinteistöjalostustoiminnan mukaisia saneeraus- ja rakentamistoimenpiteitä ovat kaikki, jotka eivät sisälly kiinteistön käyttö- ja ylläpitokustannuksiin tai jotka eivät liity kiinteistön rakentamiseen kiinteistörahaston omaan käyttöön.

4 §. *Muun lainsäädännön soveltaminen.* Pykälässä säädetään muun lainsäädännön kuin ehdotettavan lain soveltamisesta. Koska

kiinteistörahasto on oikeudelliselta muodoltaan osakeyhtiö, sovelletaan siihen osakeyhtiölakia ja arvopaperimarkkinalakia, jollei muuta ole säädetty ehdotettavassa laissa. Lisäksi kiinteistörahastoon sovelletaan kirjanpitolakia ja tilintarkastuslakia, muun muassa siirrettäessä apportiomaisuutta kiinteistörahastoon.

5 §. *Toiminimi.* Pykälän tarkoituksena on varmistaa, että kiinteistörahaston toiminnan luonne on yleisölle selvä. Ehdotuksen mukaan kiinteistörahaston toiminimessä tulee olla sana kiinteistörahasto joko sellaisenaan tai yhdysosana. Väärinkäytön estämiseksi ehdotetaan, että nimitystä kiinteistörahasto on oikeutettu ja velvoitettu käyttämään toiminimessään vain tässä laissa tarkoitettu kiinteistörahasto.

Rahastonimikkeellä ei kansainvälisesti tarkoiteta sitä, että rahasto olisi aina vaihtuvapääomainen ja lunastaisi sijoittajilta heidän osuutensa vaadittaessa, vaan säänneltyä ja turvallisempaa sijoitusmuotoa, joka voi olla joko kiinteä- tai vaihtuvapääomainen. Kiinteistörahastonimikkeestä sijoittaja tunnistaisi yhtiön ja tietäisi sen olevan velvollinen harjoittamaan rajoitetumpaa ja säännellympää sijoitustoimintaa kuin esimerkiksi kiinteistösijoitusyhtiöt ja kiinteistöjalostustoimintaa harjoittavat yhtiöt. Rahastonimike olisi lähes yhtäläinen sijoittajansuojaa osoittava termi kuin sijoitusrahastonimike sijoitusrahastolaissa, vaikkakin sijoitusrahastolain sääntely on tiukempaa.

Kiinteistörahastonimike ei ole aiemmin ollut yleisessä käytössä. Kiinteistörahastojen markkinoinnissa on kuitenkin huolehdittava siitä, että kiinteistörahastoja ei rinnasteta edes epäsuorasti rahoitustarkastuksen valvonnassa oleviin sijoitusrahastoihin, joihin liittyy parempi turva mm. osuuden lunastamisesta.

Ennen ehdotettavan lain voimaantuloa Suomessa on toiminnassa osakeyhtiömuotoisia kiinteistösijoitusyhtiöitä, minkä vuoksi on tärkeää erottaa jo olemassa olevat kiinteistösijoitusyhtiöt sekä myöhemmin mahdollisesti perustettavaksi tulevat kiinteistösijoitusyhtiöt ehdotettavan lain nojalla perustettavaksi tulevista kiinteistörahastoista.

Nimikkeenä kiinteistörahasto soveltuu sellaisille yhteisöille, jotka keskittyvät pitkäjänteiseen kiinteistösijoitustoimintaan. Näin olen nimikkeellä erotetaan kiinteistösijoitusyhtiöt, jotka voivat harjoittaa vapaasti myös muuta kiinteistösijoittamiseen liittyvää

ja sitä tukevaa toimintaa yhtiöjärjestyksensä sekä osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain asettamissa puitteissa. Ehdotettu laki soveltuisi vain kiinteistörahastoihin ja muut kiinteistöalalla toimivat osakeyhtiöt voisivat jatkaa tai aloittaa toimintansa ensintulaislaisin periaattein.

6 §. *Valvonta.* Pykälässä ehdotetaan, että rahoitustarkastuksella on velvollisuus valvoa lain 13, 14 ja 19—23 §:n, niiden nojalla annettujen säännösten, määräysten ja ohjeiden noudattamista sekä 14 §:n nojalla hyväksytyjen sääntöjen noudattamista. Käytännössä rahoitustarkastuksen valvonta tarkoittaa, että se hyväksyy kiinteistörahaston kiinteistösijoitustoiminnan säännöt sekä kiinteistörahastoesitteen. Koska kiinteistörahastolle ehdotetaan velvollisuutta hakea osakkeittensa ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi, niiden valvonta ei poikkeaisi merkittävästi muiden pörssiyhtiöiden valvonasta.

Rahoitustarkastuksen valvontatehtävät ehdotetaan rajoitettavaksi näin muodollisiin tehtäviin, kuten valtiovarainministeriön antamien päätösten nojalla laadittavien sääntöjen ja esitteiden hyväksymiseen sekä julkistettavan informaation määrän ja laadun kontrollointiin. Kiinteistörahastojen toiminnan tarkoituksenmukaisuuteen ei valvontaviranomaisen ole syytä puuttua.

2 luku. **Kiinteistörahaston perustaminen ja toiminta**

7 §. *Liiketoiminta.* Pykälä sisältää sijoitusrahastolain (480/1987) 34 §:n kaltaisen yleissäännöksen siitä, miten kiinteistörahastotoimintaa tulee osakkeenomistajien kannalta yleisesti harjoittaa. Säännös korostaa kiinteistörahastoon sijoitettujen varojen huolellisen ja asiantuntevan hoidon tärkeyttä. Toiminnan tulee tapahtua ottaen huomioon erityisesti osakkeenomistajien yhteiset edut riskinjakoperiaatetta noudattaen. Kiinteistörahaston toiminnan on oltava riittävän vakaata ja sen toiminnasta aiheutuvaa riskiä on kyettävä hajauttamaan sekä alueellisesti että toimialakohtaisesti.

8 §. *Muu sallittu toiminta.* Pykälässä ehdotetaan, että kiinteistörahasto ei saa harjoittaa muuta toimintaa kuin kiinteistörahastotoimintaa. Säännöksen tarkoituksena on suojata osakkeenomistajia varmistamalla, että kiinteistörahasto keskittyy päätehtäväänsä ja ettei eturistiriitoja synny. Pääsäännöstä poike-

ten pykälässä kuitenkin ehdotetaan, että lakiin otetaan nimenomainen maininta siitä, että asianomainen ministeriö voisi myöntää kiinteistörahastolle luvan harjoittaa kiinteistörahastotoimintaa olennaisesti liittyvää toimintaa. Tällaisena toimintana voidaan pitää esimerkiksi isännöinti- ja kiinteistöhuoltotoimintaa sekä rakentamistoimintaa. Kiinteistörahastotoimintaa olennaisesti liittyvä toiminta arvostellaan lupahakemuksen yhteydessä. Mitään yleistä lupaa kaikkeen kiinteistörahastotoimintaa olennaisesti liittyvää toimintaa ei voida myöntää, vaan asianomainen ministeriö harkitsee, mikä toiminta kussakin yksittäistapauksessa liittyy olennaisesti kiinteistörahastotoimintaa. Lupa voidaan myöntää, mikäli kiinteistörahaston yhtiöjärjestys ja sen kiinteistösijoitustoiminnan säännöt kattavat lupahakemuksessa kulloinkin mainitun toiminnan.

9 §. *Osakepääoma.* Koska vasta käytäntö tulee osoittamaan, kuinka suuria pääomia hyvin toimiva kiinteistörahasto tarvitsee, ei vaadittavaa osakepääomaa tule asettaa tarpeettoman korkealle. Osakepääomavaatimusta ei ole syytä korottaa myöskään siksi, että se olisi omiaan luomaan kiinteistörahastotoiminnan kehittymistä vaikeuttavia ja siten tarpeettomia alalle pääsyn esteitä. Käytännössä kiinteistörahastot tulevat todennäköisesti olemaan osakepääomiltaan melko suuria, jotta hallintokulut sekä muut asiantuntevasta organisaatiosta aiheutuvat kulut kyettäin kattamaan ja silti tuottamaan sijoittajille jättävää voittoa. Tällöin käytännössä kiinteistörahaston osakepääoma olisi useita satoja miljoonia markkoja. Vaatimuksen asettaminen näin korkealle ei ole kuitenkaan tarkoituksenmukaista, sillä se asettaisi markkinoilletulon kynnyksen tarpeettoman korkeaksi. Suhteellisesti alhaiseksi määritelty osakepääoman määrä jättää mahdollisuuden pienempien ja erikoistuneiden, pienellä pääomalla toimivien kiinteistörahastojen luomiseen, eikä tällaisesta mahdollisuudesta ole haittaa suuremmalla volyymilla toimivien kiinteistörahastojen uskottavuudelle yleisön keskuudessa. Tästä syystä ehdotetaan, että kiinteistörahaston osakepääoman on oltava vähintään 20 miljoonaa markkaa. Osakepääoma on kokonaan rahassa tai apporttina maksettava ennen kuin kiinteistörahasto ilmoitetaan rekisteröitäväksi ja se voi aloittaa toimintansa.

Pykälän 1 momentissa ehdotetaan, että vain täysin maksettu osakepääoma voidaan

rekisteröidä. Osakepääoman vähimmäismäärä on saavutettava 2 momentin mukaisesti kahdeksantoista kuukauden kuluessa kiinteistörahaston perustamisesta. Säännöksen tarkoituksena on varmistaa, että osakepääoma tulee kiinteistörahaston käyttöön. Säännös turvaa erityisesti velkojen asemaa antamalla näille paremmat mahdollisuudet arvioida kiinteistörahaston taloudellista asemaa. Samalla säännöksellä turvataan myös osakekeuhomistajien asemaa.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan poikkeusmenettelyä tietyissä tilanteissa. Pykälän 1 momentti, jota on sovellettava pääsääntönä, saattaa joissakin tilanteissa osoittautua joustamattomaksi. Näin voi olla esimerkiksi silloin, jos kiinteistörahastolla on riittävä osakekeuhomistajien määrä, mutta vaadittava osakepääoma on kahdeksantoista kuukauden määräajan päätyttyä edelleen saavuttamatta. Koska 1 momentin tarkoituksena on estää niin sanottujen pöytälaatikkokiinteistörahastojen syntyminen ja olemassaolo, ehdotettavasta osakepääomasta ei kuitenkaan usein tulisi voida myöntää poikkeusta. Lainkohta edellyttää kuitenkin joustavuutta, joka voidaan toteuttaa antamalla asianomaiselle ministeriölle oikeus lieventää 1 momentin vaatimusta myöntämällä kiinteistörahastolle hakemuksesta lyhyt jatkoaika tilanteissa, joissa saavutetun osakepääoman määrän voidaan katsoa olevan riittävän lähellä 1 momentin vaatimusta. Poikkeuslupaa myönnettäessä on huomiota kiinnitettävä siihen, miten todennäköisenä voidaan pitää sitä, että lainmukainen tai kiinteistö-sijoitustoiminnan säännöissä määrätty vähimmäispääoman määrä saadaan kerätyksi jatkoajan kuluessa.

Pykälän 3 momentissa ehdotetaan, että osakepääoma on maksettava kiinteistörahaston Suomessa olevalle pankkitilille.

Pykälän 4 momentissa ehdotetaan 1 ja 3 momentin pääsäännöstä poiketen, että kiinteistörahaston perustamiskirjaan sekä yhtiöjärjestykseen voidaan ottaa määräys siitä, että osake voidaan merkitä oikeuksin ja velvollisuuksin panna rahastoon muuta omaisuutta kuin rahaa. Apporttina tai muutoin merkinnän yhteydessä kiinteistörahastoon pantavan omaisuuden on oltava 15 §:n 2 momentin mukaista omaisuutta. Vaatimus apportiomaisuuden laadusta takaa sen, että kiinteistörahasto keskittyy yksinomaisena tai pääasiallisena liiketoimintanaan 1 §:ssä tarkoitettuun ja 15 §:ssä tarkemmin yksilöityyn kiinteistörahastotoimintaan. Lain 17 §:n 3

momentissa oleva nimenomainen säännös apportiomaisuuden arvioinnista takaa, että myös apportiomaisuuden arvostus tapahtuu mahdollisimman luotettavasti ja puolueettomasti. Apportiomaisuudella on oltava arvoa kiinteistörahaston kannalta, eikä apportiomaisuudeksi hyväksytyä sitoumusta työn tai palvelun suorittamisesta.

Uudet osakeyhtiölain säännökset, kuten ulkopuolisen asiantuntijan vakuutus apportin arvosta, varmistavat, että apportin arvo vastaa osakkeista maksettavaa määrää. Määräykset osakkeiden maksamisesta rahana eivät välttämättä turvaa osakepääomaa, koska rahana maksettu osakepääoma voidaan välittömästi sijoittaa omaisuuden hankkimiseen yhtiölle tai yhtiön velan maksamiseen. Näin ollen vaatimukset rahana maksamisesta voivat vaikuttaa myös päinvastaisesti, koska omaisuuden hankkimiseen rahana saadulla osakepääomalla ei ole tarvinnut soveltaa apportiin liittyviä erityisiä turvaavia säännöksiä. Osakeyhtiölaissa on uusi säännös niin kutsutusta jälkiapportista, joka tehokkaasti eliminoi mainitun ongelman. Vaatimus pääoman maksusta rahana ei sinänsä myöskään turvaa yhtiön maksuvalmiutta.

Kiinteistörahastoa perustettaessa sekä kiinteistörahaston muuttaessa oikeudellista muotoaan sovelletaan kahden vuoden ajan erityisiä jälkiapporttisäännöksiä, joiden tarkoituksena on estää apporttia koskevien säännösten kiertäminen. Kiinteistörahastoa perustettaessa osakepääomaa ei uuden osakeyhtiölain muutoksen mukaan saa käyttää ennen hallituksen valintaa.

10 §. *Perustaminen.* Pykälässä ehdotetaan, että kiinteistörahastolla tulee perustettaessa aina olla vähintään viisi eri osakekeuhomistajaa. Ehdotuksella on tarkoitus välttää sellaisten tilanteiden syntyminen, joissa kiinteistörahasto näyttäisi täyttävän edellytettävät vaatimukset, mutta perustamisen tosiasiallisena tarkoituksena olisi muu kuin yhteissijoittaminen kiinteistöihin sekä kiinteistöarvopapereihin. Tämä saattaisi käytännössä johtaa siihen, että kiinteistörahastotoimintaan voisi osallistua ainoastaan rajattu henkilöiden, yhteisöjen tai säätiöiden piiri. Tästä syystä samaan konserniin kuuluvia yhteisöjä ja säätiöitä pidetään osakekeuhomistajien lukumäärää laskettaessa yhtenä kokonaisuutena. Määräysvallan ehdotetaan määräytyvän kirjanpitolain 22 b §:n mukaisesti. Asianomainen ministeriö voi kuitenkin hakemuksesta ja erityisestä syystä myöntää poikkeuksen

osakkeenomistajien vähimmäismäärää koskevasta vaatimuksesta. Lupa voidaan myöntää esimerkiksi sellaiselle kiinteistörahastolle, jonka kiinteistösijoitustoiminnan sääntöjen voidaan kohtuullisesti ja järkevästi arvioiden katsoa täyttävän kiinteistörahastotoiminnan edellytykset.

11 §. *Kaupankäynti kiinteistörahaston osakkeilla.* Pykälän 1 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahaston on haettava osakkeensa julkisen kaupankäynnin kohteeksi vuoden kuluessa kiinteistörahastotoiminnan aloittamisesta, jollei asianomainen ministeriö myönnä poikkeusta. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan kiinteistörahaston osakkeen arvo määräytyy arvopaperimarkkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan eikä ainoastaan harvojen tapahtuvan ja kulloiseenkin markkinatilanteeseen sidotun epävarman arvioinnin tuloksena. Näin helpotetaan kiinteistörahastojen valvontaa sekä tällaisten osakkeiden arvonmäärittämisongelmaa. Sijoittajan kannalta on keskeistä myös se, että hän voi tarvittaessa vaivatta myydä osakeomistuksensa markkinoiden määräämään hintaan. Kiinteistörahastojen osakkeiden julkisen kaupankäynti on tärkeää myös siksi, että kiinteistörahaston osakkeille ei välttämättä osakeantivaiheessa synny riittävästi kysyntää, mikäli sijoittajilla ei ole varmuutta siitä, että osake haetaan myöhemmin julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahaston on ennen kuin sen osakkeet ovat arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettujen julkisen kaupankäynnin kohteena, julkistettava vähintään neljännesvuosittain osakkeiden arvo sekä osakkeiden lukumäärä markkinoille. Tieto osakkeen arvosta voidaan julkistaa esimerkiksi sanomalehdessä tai muussa sellaisessa kiinteistörahaston sopivaksi katsomassa paikassa, johon yleisöllä on vapaa pääsy. Julkistamispaikka on mainittava kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä. Kun kiinteistörahaston osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena, ei kiinteistörahaston tarvitse erikseen ilmoittaa osakkeen arvoa. Kiinteistörahaston on viipymättä oikaistava osakkeen arvon julkistamisessa tapahtunut virhe, jollei se ole vähäinen. Tarkoituksena on pyrkiä välttämään virheellisyksiä kiinteistörahaston osakkeiden markkinoinnissa, mitä voidaan pitää sekä kiinteistörahaston että sijoittajien edun mukaisena. Tämä ei kuitenkaan edellytä epäolennaisten ja vähäisten virheiden oi-

kaisemista.

12 §. *Yhtiöjärjestys.* Pykälän 1 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahaston yhtiöjärjestyksen muutokselle ei tarvitse hakea vahvistusta muulta viranomaiselta kuin patentti- ja rekisterihallitukselta, vaan kiinteistörahaston on viipymättä tehtävä ilmoitus rekisteröimistä varten kaupparekisterilain 14 §:n 3 momentissa säädettyä, rahastoyhtiötä koskevaa menettelyä noudattaen.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahaston on toimitettava rekisteröity yhtiöjärjestys ja sen muutos välittömästi asianomaiselle ministeriölle ja rahoitustarkastukselle. Tällöin viranomaiset saavat tiedon kiinteistörahaston toimialasta sekä toiminnan aloittamisesta.

13 §. *Kiinteistösijoitustoiminnan säännöt.* Pykälässä ehdotetaan, että kiinteistörahastolla on yhtiöjärjestyksen lisäksi oltava kiinteistösijoitustoimintaa koskevat säännöt. Ehdotus vastaa lähinnä sijoitusrahastolain 17 §:ää. Kiinteistörahaston luonteeseen soveltuu korostettu tiedonantovelvollisuus. Kiinteistörahaston tiedonantovelvollisuuden sisällön ja sen erityispiirteiden määrittelyssä on otettava huomioon myös muun lainsäädännön ja sen perusteella annettujen määräysten, kuten kirjanpitolain, osakeyhtiölain, arvopaperimarkkinalain, ja markkinapaikkojen yhtiöille jo asettamien tiedonantovelvollisuutta koskevien seikkojen noudattaminen. Tiedonantovelvollisuuden on pysyttävä hallittavana kokonaisuutena ja sen on oltava tasapainossa myös muiden toimialojen tiedonantovelvollisuutta koskevan sääntelyn kanssa. Esityksessä ehdotetaan, että kiinteistörahastolla on velvollisuus pitää kiinteistösijoitustoiminnan säännöt ajan tasalla. Sijoittajansuojan kannalta on tärkeintä, että kiinteistösijoitustoiminnan säännöistä käyvät ilmi kiinteistörahaston sijoitustoiminnan periaatteet, jolloin sijoittajan arvioitavaksi jää se, kannattaako hänen osallistua yhteiseen kiinteistösijoitustoimintaan. Sijoittajansuojan kannalta on tärkeää myös se, että kiinteistörahastolla on velvollisuus julkistaa säännöllisesti omaisuutensa ja sen jakautuminen eri sijoituskohteisiin.

Ehdotettavassa laissa korostetaan, että kiinteistörahastojen omassa intressissä on oltava toiminnan avoimuus. Avoin tiedottaminen ja laaja tiedonantovelvollisuus tulevat olemaan kiinteistörahastoille menestystekijöitä. Tiedonantovelvollisuus ei kuitenkaan saa olla tarpeettoman yksityiskohtaista, koska tällöin

kiinteistörahastot joutuisivat kertomaan liikesalaisuuksiksi tai niiksi verrattaviksi luokiteltavia tietoja. Tämä johtaisi siihen, että kiinteistörahastojen uskottavuus sopimus-kumppanina ja niiden liiketoimien harjoittamismahdollisuudet kärsisivät. Lisäksi liian yksityiskohtainen tiedonantovelvollisuus saattaa johtaa tilinpäätösten ja osavuositarkastusten liialliseen paisumiseen ja sijoittajan kannalta näennäisinformaation kasvuun.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan, että kiinteistösijoitustoiminnan säännöistä ei määrättäisi yksityiskohtaisesti laissa, vaan määräysvalta siirrettäisiin asianomaiselle ministeriölle sen päätöksellä ratkaistavaksi. Ministeriön päätöksellä pystytään ottamaan huomioon paremmin kiinteistöalaa liittyvät erityispiirteet sekä ratkaisemaan yksityiskoh- tia. Ministeriön päätöksellä olisi määrättävä kiinteistörahaston velvollisuudesta hajauttaa sijoitustoiminnastaan aiheutuvat riskit. Jotta kiinteistörahaston varat sijoitettaisiin mahd- ollisimman likvidisti ja turvallisesti, päätöksessä olisi määrättävä, kuinka varat on sijoitettava. Kiinteistörahaston sijoitustoimin- nan tulee tapahtua osakkeenomistajien edut huomioon ottaen. Ministeriön päätöksen sisällön tarkoituksena on korostaa kiinteistöra- hastoon sijoitettavien varojen huolellisen ja asiantuntevan hoidon tärkeyttä. Kiinteis- tösijoituksen likvidisyys määritellään mahd- ollisuudeksi ostaa tai myydä sijoituskohte joko kokonaisena tai osittaisena kohtuullisen ajan kuluessa ilman, että yksittäinen sijoitus- toimi vaikuttaa markkinoiden hintatasoon. Kiinteistösijoitustoiminnan säännöistä on käytävä ilmi muun muassa kiinteistörahaston nimi, sijoitustoimintaa koskevat määräykset ja rajoitukset, osakkeen arvon määräytymi- sen perusteet ja laskemistapa, kiinteistöra- haston osakepääoma, yhtiökokouksen aika ja paikka, hallituksen valitsemisen perusteet ja neuvoa-antavien tahojen korvauserusteet. Kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä on myös ilmoitettava voitonjaon perusteet, sääntöjen muuttamismenettelyn perusteet, osakepääoman määrä, vieraan pääoman käyttämisestä koskevat periaatteet sekä perus- tajien lukumäärä. Kiinteistösijoitustoiminnan säännöistä on lisäksi käytävä ilmi kiinteistö- rahaston käyttämien johdannaissopimusten sekä arvopapereiden lainaus- ja takaisinostopimusten laatu ja määrä. Rahoitustarkas- tus ei anna määräyksiä kiinteistörahaston johdannaissopimuksia sekä arvopapereiden

lainaus- ja takaisinostosopimuksia koskevista seikoista. Säännöissä tulee ottaa huomioon osakkeenomistajien etu. Kiinteistösijoitustoim-innan säännöillä on tarkoitus täydentää lakia ja helpottaa sen tulkittamista.

14 §. *Sääntöjen vahvistaminen.* Pykälän 1 momentissa ehdotetaan, että kiinteistösi- joitustoiminnan säännöt ja niiden muutokset on annettava rahoitustarkastuksen hyväksyttäväksi. Rahoitustarkastuksen on pääsääntöi- sesti hyväksyttävä kiinteistösijoitustoiminnan säännöt, jos niitä ei ole pidettävä kiinteistö- rahaston osakkeenomistajien edun vastaisina eikä muutoinkaan ole pätevää syytä jättää niitä hyväksymättä. Säännöt voidaan jättää hyväksymättä esimerkiksi silloin, jos rahoitustarkastus osoittaa jonkin kohdan olevan osakkeenomistajien edun vastainen. Tällöin kiinteistörahaston on osoitettava, ettei rahoitustarkastuksen osoittama seikka pidä paik- kaansa. Ehdotus vastaa sijoitusrahastolain 18 §:ää.

Pykälän 2 momentin mukaan rahoitustar- kastuksella on oikeus sääntöjä hyväksyes- sään asettaa rajoituksia ja ehtoja, jotka kos- kevat lain 15 §:n 3 momentin, 16 §:n 2 ja 4 momentin sekä 17 §:n 4 momentin tarkoitta- mia erityisiä syitä, jotka sellaisenaan tulisi hyväksyä.

Pykälän 3 momentissa ehdotetaan, että kiinteistösijoitustoiminnan sääntöjen muutos tulee voimaan kuukauden kuluttua hyväksy- misestä, jollei rahoitustarkastus toisin mää- rää.

Pykälän 4 momentissa ehdotetaan sääd- täväksi, että kiinteistörahasto ei saa aloittaa osakkeidensa markkinointia yleisölle ennen kuin kiinteistösijoitustoiminnan säännöt on hyväksytty. Kiinteistörahasto ei siis saa aloittaa toimintaansa ennen kuin rahoitustar- kastus on hyväksynyt kiinteistösijoitustoim-innan säännöt.

Pykälän 5 momentissa ehdotetaan sääd- täväksi, että kiinteistörahaston on ilmoitetta- va toimintansa aloittamisen ajankohdasta rahoitustarkastukselle. Kiinteistörahaston toiminnan alkamisajankohtana pidetään sitä hetkeä, jolloin kiinteistörahaston osakkeita ryhdytään markkinoimaan yleisölle. Sään- nöksellä on tarkoitus vahvistaa rahoitustar- kastuksen valvontamahdollisuuksia.

3 luku. **Kiinteistörahaston sijoitustoiminta**

15 §. *Varojen sijoittaminen.* Pykälän 1

momentissa ehdotetaan säädettäväksi kiinteistörahaston velvollisuudesta hajauttaa kiinteistörahastotoiminnasta sekä mahdollisesta muusta liiketoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan kiinteistörahaston varoja. Sen sijaan laissa ei aseteta kiinteistörahastolle nimenomaista velvollisuutta sijoittaa varansa turvallisesti, koska kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä voidaan 13 §:n mukaan määrätä, millaiset tuottotavoitteet kiinteistörahastolla on. Laissa ei siis kielletä kiinteistörahastoa ottamasta riskiä, mutta sijoituksista aiheutuvat riskit on kuitenkin hajautettava. Lisäksi kaikessa sijoitustoiminnassaan kiinteistörahaston on 7 §:n mukaan toimittava huolellisesti ja asiantuntevasti. Ehdotus vastaa osittain sijoitusrahastolain 36 §:ää.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan säädettäväksi, että kiinteistörahaston on sijoitettava varansa viivytyksettä kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä määrättyllä tavalla momentissa lueteltuihin sijoituskohteisiin. Viivytyks voi johtua aiheellisesti esimerkiksi siitä, että kiinteistörahasto haluaa turvata osakkeenomistajien etuja.

Kiinteistösijoitusten on katsottu yleisesti hajauttavan riskiä sijoituksissa, jotka koostuvat useista eri varallisuuslajeista, kuten esimerkiksi osakkeista, joukkovelkakirjalainoista ja kiinteistöistä. Sellaisia tekijöitä, joita yksiselitteisesti noudattamalla kyettäisiin alentamaan ja hajauttamaan kiinteistösijoitusten riskiä, ei ole pystytty osoittamaan. Ei ole esimerkiksi näyttöä siitä, että maantieteellinen hajauttaminen tai sijoittaminen eri tilatyypin kiinteistöihin alentaisivat sijoitusten riskiä, joten ne eivät sovellu riskin hajauttamisen kriteereiksi kiinteistörahastossa. Riskiä lisää ja hajauttaa sijoittaminen ulkomaisiin kiinteistöihin. Maakohtainen sijoittaminen hajauttaa riskiä paljon, koska Suomi on pieni kiinteistömarkkina-alue. Toisaalta muualle kuin Suomeen sijoittamalla myös lisätään kiinteistösijoitusten riskiä, koska maakohtainen riski kasvaa ja asiantuntemus muiden valtioiden kiinteistöistä on vähäisempää. Tästä syystä sijoittaminen muihin kuin kotimaisiin kiinteistöihin ei olisi sallittua kuin poikkeuksellisesti erityisestä syystä, josta olisi tiedotettava selkeästi kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä, kiinteistörahastoesitteessä, osavuosikatsauksessa sekä tilinpäätöksessä. Maakohtainen sijoitusrajoitus on perusteltavissa myös kiinteistöjen arvostamis- ja arviointimenetelmien liiallisella vaikeutumisella. Lisäksi uskottavan kiinteis-

törahastotoiminnan käynnistymisen kannalta on perusteltua, että kiinteistösijoitukset rajataan vain kotimaisiin kiinteistöihin.

Riskin hajauttamisen sääntely yksinomaan asettamalla alaraja sijoituskohteiden lukumäärälle on ongelmallista, koska yksittäiset kiinteistösijoitukset ovat riskiominaisuuksiltaan hyvin erilaisia. Esimerkiksi kiinteistöön, jossa on vain yksi vuokralainen, sisältyy aivan eri tyyppinen riski kuin satojen vuokralaisten kauppakeskukseen. Koska riskiä rajoittavat hajautusvaatimukset kuuluvat luonteenomaisesti rahastomaiseen sijoittamiseen, voi kohteiden lukumäärän ohella tai sijasta olla tarkoituksenmukaista säännellä myös vuokralaisten lukumäärän tai yksittäisten vuokralaisten tuottaman kassavirran osuutta. Riskin hajauttamisen sääntelyyn ja yksiselitteisiin rajoituksiin liittyvien ongelmien vuoksi on tarpeen täsmentää sääntelyä asianomaisen ministeriön antamalla päätöksillä.

Pykälän 2 momentin 1 kohdassa ehdotetaan säädettäväksi kiinteistörahaston sijoittamisesta Suomessa sijaitseviin kiinteistöihin. Kiinteistöllä tarkoitetaan kiinteistönmuodostamislain 1 luvun 2 §:ssä määriteltyä rekisteriyksikköä. Maakaari sääntelee kiinteistön kauppaa ja muuta luovutusta koskevat tilanteet. Kiinteistörahastoa koskevat samat oikeudet ja velvollisuudet kuin kiinteistön omistajaa yleensäkin. Kiinteistö voi sijaita asema-, rakennus- tai rantakaava-alueella tai näiden alueiden ulkopuolella. Kaavoitetulla alueella oleva kiinteistö voi olla joko rakentamaton tai rakennettu. Lohkomalla muodostettu määräala on myös kiinteistö.

Kiinteistösijoittamisen toimintaympäristö on muuttumassa. Kiinteistöjen arvonnousuodotus on alhaisempi kuin kiinteistökohteesta saatava säännöllinen ja tasainen kassavirta. Sijoitukset kiinteistöihin vaativat kiinteistörahastolta monipuolista osaamista ja tietämystä. Kiinteistömarkkinoiden vaatimukset lähentyvät arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Kiinteistöihin sijoittaminen kiinteistörahaston kautta on kiinteistöjen arvopaperistamista, jolloin kiinteistöt sijoituskohteina palvelevat paremmin myös yleisöä.

Pykälän 2 momentin 2 kohdassa ehdotetaan, että kiinteistörahasto voi sijoittaa varojaan Suomessa sijaitsevien kiinteistöjen kiinteistöarvopapereihin. Kiinteistöarvopapereihin sijoittaminen rinnastetaan sijoittamiseksi suoraan kiinteistöihin, koska kiinteistöarvopaperit, kuten kiinteistö- ja asunto-osakeyh-

tiön osakkeet, ovat aina selkeästi kiinteistösidonniaisia. Sijoittaminen kiinteistöarvopapereihin palvelee parhaiten piensijoittajia, jotka ovat kiinnostuneita kiinteistösijoittamisesta, mutta joiden varat tai osaaminen eivät mahdollista suoria kiinteistösijoituksia. Kiinteistörahaston hajauttaessa varojaan sekä kiinteistöarvopapereihin että suoriin kiinteistösijoituksiin jakaantuvat riskit ja tuotot eri tavoin, sillä kiinteistöarvopaperit ovat luonteeltaan kiinteistö- ja arvopaperisijoitusten yhdistelmiä. Kiinteistö- ja arvopaperimarkkinoiden hinnanmuodostamismekanismi ovat erilaisia, mutta useissa tapauksissa ne ovat rakenteellisesti sidoksissa toisiinsa.

Pykälän 2 momentin 3 kohdassa ehdotetaan, että kiinteistörahasto voi sijoittaa varojaan kaikkiin arvopaperimarkkinain 1 luvun 3 §:ssä tarkoitetulla tavalla Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin arvopapereihin. Näitä arvopapereita ovat pörssi-arvopaperit sekä markkina-arvopaperit. Tarkoitus on, että arvopapereilla on säännelty, säännöllisesti toimiva, yleisölle avoin ja tunnustettu markkinapaikka, mikä vastaa arvopaperimarkkinalla omaksuttua julkisen kaupankäynnin käsitettä. Kiinteistörahastolla ei esimerkiksi ole estettä sijoittaa varojaan ja omistaa toisen kiinteistörahaston osakkeita.

Pykälän 2 momentin 4 kohdassa ehdotetaan, että kiinteistörahasto voi sijoittaa varojaan muussa valtiossa sijaitsevassa tai toimivassa, 3 kohdassa tarkoitettuun julkiseen kaupankäyntiin rinnastuvassa vaihdantajärjestelmässä kaupankäynnin kohteeksi otettuihin arvopapereihin aivan samaan tapaan kuin Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteeksi otettuihin arvopapereihin. Edellytyksenä kuitenkin on, että kiinteistörahaston on edellä kerrotusta menettelystä määrättävä kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä tapauskohtaisesti. Tämä on kiinteistörahaston kannalta perusteltua, vaikkakin säännöissä määrääminen saattaa sääntöjen hyväksymismenettelyn vuoksi joissakin tapauksissa olla hallinnollisesti hidasta. Kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä on osakkeenomistajien tiedottamiseksi lueteltava ja esiteltävä tällaiset ulkomaiset markkinapaikat.

Pykälän 2 momentin 5 kohdassa ehdotetaan, että kiinteistörahasto voi sijoittaa varojaan saataviin, joita ei ole pidettävä arvopapereina. Tällaisia koti- ja ulkomaisia velkasitoumuksia voivat olla esimerkiksi erilai-

set talletustodistukset ja avistaehtoiset rahatalletukset, jotka voidaan vaivatta muuttaa rahaksi ja joiden arvo voidaan täsmällisesti todeta milloin tahansa. Myöskään talletuspankin tai muun luottolaitoksen välittämä niin sanottu notariaattisijoitus ei ole arvopaperi, vaan tässä tarkoitettu saatava.

Pykälän 2 momentin 6 kohdassa ehdotetaan, että kiinteistörahasto voi sijoittaa varojaan käteisvaroihin tai helposti rahaksi muutettaviin varoihin, kuten Suomen valtion, Suomen Pankin, suomalaisen luottolaitoksen tai ulkomaisen luotto- ja rahoituslaitoksen toiminnasta Suomessa annetussa laissa (1608/1993) tarkoitettun luotto- ja rahoituslaitoksen liikkeeseen laskemiin lyhytaikaisiin vieraan pääoman ehtoihin arvopapereihin.

Pykälän 2 momentin 7 kohdassa ehdotetaan, että kiinteistörahasto voi sijoittaa varojaan arvopapereihin, jotka liittyvät lain 8 §:ssä mainittuun toimintaan, jos asianomainen ministeriö myöntää siihen luvan. Tällaisia ovat muun muassa isännöinti-yhtiön ja kiinteistöhuolto-yhtiön osakkeet, jotka kiinteistörahasto omistaa.

Pykälän 2 momentin 8 kohdassa ehdotetaan, että kiinteistörahasto voi edistääkseen tehokasta omaisuudenhoitoa sijoittaa varojaan myös johdannaissopimuksiin. Ehdotuksen mukaan kiinteistörahaston varoja voidaan sijoitusrahastojen varojen tavoin sijoittaa kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetussa laissa (772/1988) tarkoitettuihin vakioituihin johdannaissopimuksiin rahoitustarkastuksen määräämin ehdoin. Rahoitustarkastus ei kuitenkaan valvo kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä määrättyjen ehtojen toteutumista eikä sijoitustoiminnan lainmukaisuutta. Rahoitustarkastuksella ei kuitenkaan ole velvollisuutta antaa määräyksiä kiinteistörahaston sijoituksista johdannaissopimuksiin sijoitusrahastolain 36 a §:n mukaisesti. Kiinteistörahasto voi sijoittaa varojaan johdannaissopimuksiin, jotka koskevat 15 §:n 2 momentin 4 kohdassa tarkoitettuja arvopapereita tai tällaisiin arvopapereihin kohdistuvia indeksejä tai joiden tarkoituksena on suojata kiinteistörahaston varoja valuuttojen kurssivaihtelun ja korkoriskin varalta muilla kuin vakioiduilla valuutta- ja korkojohdannaissopimuksilla. Kiinteistörahaston sijoituksia johdannaissopimuksiin voidaan tehdä sijoitustoimintaan ja valuuttakurssien vaihteluihin sisältyvien riskien torjumiseksi, minkä lisäksi johdannaissopimuksilla voidaan pyrkiä edistämään tehokas-

ta omaisuudenhoitoa. Tehokkaana omaisuudenhoitona ei kuitenkaan pidetä sitä, että riskin hajauttamisen periaatteesta voidaan luopua.

Pykälän 2 momentin 9 kohdassa ehdotetaan, että kiinteistörahaston tekemiä arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimuksia koskee soveltuvin osin, mitä sijoitusrahastolain 36 b §:ssä säädetään, jollei kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä toisin määrätä. Rahoitustarkastuksella ei kuitenkaan ole velvollisuutta antaa määräyksiä kiinteistörahaston tekemistä sijoituksista arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimuksiin sijoitusrahastolain 36 b §:n mukaisesti. Lisäksi kiinteistörahasto ei voi toimia arvopapereiden lainaussopimuksessa lainanottajana. Lainanotto on ehdotettavan 17 §:n vastaista, koska kiinteistörahaston varoja ei voida asettaa vakuudeksi muutoin kuin mainitun lainkohdan erikseen mainitsemisissa tapauksissa. Kyseisessä lainkohdassa ei mainita lainaussopimuksia sellaisiksi oikeustoimiksi, joiden vakuudeksi kiinteistörahaston varoja voitaisiin pantata.

Myös niin kutsuttu arvopapereiden ylimmynti on kiellettyä kiinteistörahastolta. Ylimyynnissä myyjä tekee kaupan arvopapereista, joita hän ei kaupantekohetkellä omista ja joihin hänellä ei ole muutoinkaan määräysvaltaa.

Pykälän 3 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahasto voi erityisestä kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä mainitusta syystä poiketa edellä 2 momentissa tarkoitettuista sijoitusrajoituksista. Poikkeus on mahdollinen enintään vain yhden tilikauden kerrallaan. Poikkeuksen on oltava objektiivisesti arvioiden tilapäinen ja melko epäolennainen tai muussa tapauksessa poikkeamasta on tehtävä muutos kiinteistösijoitustoiminnan sääntöihin. Poikkeuksen ja sen perusteiden on käytävä kiinteistösijoitustoiminnan säännöistä niin selkeästi ilmi, ettei sijoittaja voi saada asiasta virheellistä kuvaa ja sijoittajan on mahdollista arvioida sijoituskohteista syntyvät riskit poikkeuksesta huolimatta. Ehdotuksella pyritään siihen, että 2 momentissa säädetetyt rajoitukset eivät aiheuttaisi kiinteistörahastolle menetyksiä ja toiminnan riittävä joustavuus säilytettäisiin. Tarpeellisena poikkeuksena voidaan pitää esimerkiksi tilannetta, joka on korjattava ensisijaisesti osakkeenomistajien edut huomioon ottavalla tavalla. Kiinteistörahaston on ilmoitettava poikkeuksesta ja sen perusteluista kiinteistösijoitustoi-

minnan sääntöjen lisäksi kiinteistörahastoiesitteessä, osavuositarkastuksessaan ja tilinpäätöksessä. Mikäli tällainen poikkeama on sijoittajan kannalta objektiivisesti arvioiden olennainen, kiinteistörahastolla on myös velvollisuus julkistaa tällainen seikka arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n perusteella, jos kiinteistörahasto on pörssi-yhtiö tai jos sen osake on muun julkisen kaupankäynnin kohteena. Kiinteistörahastolla on kuitenkin aina oltava sijoitettuna 70 prosenttia varoistaan Suomessa sijaitseviin kiinteistöihin ja Suomessa sijaitsevia kiinteistöjä koskeviin kiinteistöarvopapereihin, jotta se harjoittaa lainsoveltamisalan mukaista kiinteistörahastotoimintaa. Koska sijoittaminen arvopapereihin ja muihin edellä 2 momentissa lueteltuihin sijoituskohteisiin on rajoitettu 30 prosenttiin kiinteistörahaston varallisuudesta, kiinteistörahaston liiketoiminnasta vastaavat voivat keskittyä kiinteistörahaston päätoimialan erityisosaamiseen. Muihin kuin kotimaisiin kiinteistöihin kiinteistörahaston olisi mahdollista sijoittaa kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä mainitulla erityisellä syyllä ja poikkeamalla enintään 30 prosenttia kiinteistörahaston varoista. Kiinteistörahaston varoihin ei tällöin katsota kuuluvan kiinteistöjen hallinnointiin ja ylläpitokustannuksiin sitoutuneita varoja, kuten lainan lyhennyksiä ja korkoja, henkilöstön palkkoja, tavanomaisia kunnossapito- ja saneeraus-kustannuksia sekä vesi- ja energialaskun tyyppisiä kustannuksia, vaan ainoastaan kiinteistörahaston varsinaisen sijoitusvarallisuuden sitoutuminen kiinteistöihin.

Ehdotettavassa laissa ei ole tarkoitus yksittäistä riskiä hajauttamalla sulkea pois mahdollisuutta arvopaperistaa esimerkiksi pelkästään yksi suuri kiinteistö. Tällainen mahdollisuus on kuitenkin selkeästi määriteltävä kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä ja riskin hajauttaminen on toteutettava muulla sijoittajan kannalta turvallisella tavalla, esimerkiksi hajauttamalla vuokralaisriskiä. Kiinteistörahaston riippuvuutta yhdestä vuokralaistahosta on rajoitettava kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä, josta rajoituksen tulee selkeästi olla havaittavissa.

Pykälän 4 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahastolla on oltava toiminnan edellyttämät maksuvalmiuden takaavat käteisvarat. Käteisvaroihin rinnastetaan lyhytaikaiset voimassaoloajaltaan enintään kolmen kuukauden mittaiset talletukset, jotka ovat vaihtavaa muutettavissa rahaksi. Käteisvarojen

enimmäismäärää ei laissa tarkemmin yksilöidä.

4 luku. **Kiinteistörahaston omaisuuden arvostaminen ja arviointi**

16 §. *Luotonotto.* Pykälän 1 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahastolla on oikeus ottaa pitkäaikaista luottoa kiinteistörahastotoimintaa varten. Tällaisen luoton kokonaismäärä ei kuitenkaan saa ylittää yhtä kolmasosaa koko kiinteistörahaston varoista eli kiinteistörahaston omistuksessa olevan omaisuuden kokonaisarvosta. Pitkäaikaista luottoa kiinteistörahasto tarvitsee kiinteistöliiketoiminnan luonteen vuoksi. Kiinteistöt vaativat jatkuvaa huoltoa ja ylläpitoa, joista syntyviä menoja kiinteistörahaston on vaikea muutoin kattaa. Kuitenkin, jos kiinteistörahasto hankkii esimerkiksi kiinteistöyhtiön tai asunto-osakeyhtiön osakkeita tai muita arvopapereita, joita ei ole kokonaan maksettu, katsotaan näiden arvopapereiden velkaosuudet kiinteistörahaston pitkäaikaiseksi luotoksi. Pitkä- ja lyhytaikaisella luotolla tarkoitetaan kirjanpitolain (655/1973) sekä kirjanpitoasetuksen (1575/1992) mukaisia käsitteitä. Pitkäaikainen ja lyhytaikainen luotto eivät saa yhteensä ylittää 60 prosenttia kiinteistörahaston varoista. Kiinteistörahasto saattaa tarvita lyhytaikaista luottoa esimerkiksi tilapäisen likviditetin turvaamiseksi. Vieraan pääoman määrä ehdotetaan rajoitettavaksi melko alhaiseksi, koska 1990-luvun alussa toteutunut kiinteistöomaisuuden arvojen romahtaminen osoitti, että suurella velkapääomalla toimineet yhtiöt olivat epäterveellä pohjalla. Kiinteistörahaston sijoitustoiminnan tulee sen vakauden ja pitkäjänteisyyden turvaamiseksi perustua mahdollisimman vahvaan yhtiön omaan pääomaan. Vieraan pääoman käyttö on suurin ja merkittävin kiinteistörahastoon kohdistuvista yksittäisistä riskeistä. Lisäksi sijoittajansuojan kannalta keskeistä on, että sijoittajat ovat aina tietoisia kiinteistörahaston velkaantumisasasteesta. Voimakas velkaantuminen ei kuulu sijoittajansuojaa ja sijoittajille jaettavan säännöllisen tuoton turvaamista korostavien kiinteistörahastojen toimintaan. Kiinteistörahaston ensisijainen tavoite ei ole voimakkaan arvonnousun aikaansaaminen kiinteistöille velkaantumisesta seuraavan vipuvaikutuksen avulla, vaan riittävä vuokratuotto sijoitetulle pääomalle.

Kiinteistörahaston luotonottopolitiikasta on

oltava riittävät ja selkeät tiedot kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä, minkä lisäksi kiinteistörahasto on velvollinen tiedottamaan säännöllisesti velkaantumisasasteestaan, esimerkiksi osavuositarkastuksissa, tilinpäätöksessä sekä osakeantien yhteydessä laadittavassa kiinteistörahastoesitteessä. Mikäli kiinteistörahaston velkaantumisasasteesta tapahtuu sijoittajan kannalta ja objektiivisesti arvioiden olennainen ja äkillinen muutos, se on velvollinen tiedottamaan siitä myös arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n nojalla, jos se on pörssiyhtiö tai sen osake on muun julkisen kaupankäynnin kohteena.

Pykälän 1 momentissa rajoitetaan myös kiinteistörahaston mahdollisuuksia kiertää luotonottorajoitusta erilaisten suorien ja välillisten osake- tai osuusomistusten kautta. Kiellolla on tarkoitus estää kiinteistörahastoja piilovelkaantumasta eli hankkimasta tai omistamasta suoraan tai välillisesti erilaisten yhtiöiden ja yhteisöjen kautta omaisuutta, jota ei ole täysin maksettu. Arvopapereihin, joita ei ole kokonaan maksettu, sisältyvät velkaosuudet katsotaan kiinteistörahaston pitkäaikaiseksi luotoksi. Lisäksi kiinteistöjen maksamattomat kauppahinnat katsotaan tällaisiksi pitkäaikaisiksi luotoiksi. Ehdotus vastaa sijoitusrahastolain 39 §:ää.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahasto voi kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä mainitusta erityisestä syystä ottaa rahaluottoa lyhytaikaiseen tarkoitukseen kiinteistörahastotoimintaa varten. Eriytyisen syyn on kuitenkin oltava helposti ja selkeästi havaittavissa kiinteistösijoitustoiminnan säännöistä. Lyhytaikaisena tarkoituksena voidaan pitää esimerkiksi luotonottoa yksittäisen suuren kiinteistön tavanomaista suurempaan kunnossapitotoimenpiteeseen. Kiinteistörahaston on kuitenkin kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä perusteltava, miksei 1 momentissa säädetty pitkäaikainen luotto riitä, vaan lyhytaikainen luotto on tilanteessa perusteltu ja välttämätön. Kiinteistörahasto saa lisäksi hankkia ulkomaista valuuttaa niin sanottuna back-to-back -luottona luotonvälityksen avulla. Tällaisella vastakaislainalla tarkoitetaan ulkomaisessa valuutassa olevaa luottoa, jonka kiinteistörahasto saa ostaessaan ja omistaessaan ulkomaisia arvopapereita. Samanaikaisesti kiinteistörahaston varoista olisi talletettava vähintään lainattu määrä kiinteistörahaston kirjanpidon mukaista valuuttaa lainanantajan tai tämän nimeämän henkilön hallintaan. Kurssiriskin

välttämiseksi otettuihin lainoihin, vaikkakin ne vastaavat ominaisuuksiltaan vastakkaislainoja, ei kuitenkaan sovellettaisi 2 momentin säännöksiä.

Pykälän 3 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahas-to voi pantata varallisuuttaan lyhyt- ja pitkäaikaista luottoa varten ja että kiinteistörahas-to voi antaa kiinteistörahas-ton varallisuutta vakuudeksi vakioiduista että muista kuin vakioiduista johdannaissopimuksista sekä arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimuksista johtuvista vastuista.

Pykälän 4 momentissa ehdotetaan kiellettäväksi luoton myöntäminen kiinteistörahas-ton varoista sekä takauksen tai muun vakuuden antaminen kolmannen sitoumuksista kiinteistörahas-ton lukuun muusta kuin kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä mainitusta erityisestä syystä. Kiinteistörahas-ton takamat omat ja vieraat vastuut on selkeästi esitettävä kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä. Myös poikkeusmahdollisuuden käytöstä on selkeästi informoitava kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä.

Pykälän 5 momentissa ehdotetaan, että asianomainen ministeriö voi antaa tarkempia määräyksiä luotonotosta ja kiinteistörahas-ton varojen käyttämisestä luoton vakuutena.

17 §. *Omaisuu-den arvostaminen ja arviointi.* Pykälän 1 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahas-ton kiinteistörahas-toesit-teessä, osavuosikatsauksessa, tilinpäätöksessä ja kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä selvitettävä omaisuutensa arvostamis- ja arviointiperusteet.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan, että asianomainen ministeriö määrää päätöksellään omaisuuden arvostamis- ja arviointiperusteista. Kiinteistörahas-ton on liitettävä edellä mainitut tiedot 1 momentissa mainituihin asiakirjoihin. Ministeriön päätöksessä on edellytettävä yksilöityjä tietoja omaisuuden arvostamis- ja arviointimenettelystä, kiinteistörahas-ton taloudellisista avaintunsluvuista ja siitä, miten tunnusluvut laske-taan, tiedot arviointiin käytettävistä osapuolista sekä näille maksettavista palkkioista, kiinteistötyyppikohtaisista erittelytiedoista, kiinteistökohteiden käyttöasteista, tärkeim-mistä vuokrasopimuksista, merkittävimmistä kiinteistökaupoista ja vireillä olevista hank-keista sekä kaikki tiedot kiinteistörahas-ton veloista, panttauksista, kiinnityksistä ja takauksista. Olennaista tiedoissa on se, että sijoittajat voivat niiden avulla vertailla kiin-teistörahas-tojen tuloksia ja harkita, onko ky-

seinen kiinteistörahas-to kannattava sijoitus-kohte. Tietojen on oltava eri kiinteistörahas-tojen kesken vertailukelpoisia, sijoittajien ymmärrettävissä sekä kaikilta osin totuuden-mukaisia.

Pykälän 3 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahas-ton on arvioitava kiinteistöva-rallisuutensa vähintään kerran vuodessa 1 momentissa tarkoitetulla tavalla. Ehdotus noudattaa kansainvälistä kiinteistöarviointita-paa, jonka avulla saadaan muodostettua ver-tailukelpoista informaatiota. Lisäksi ehdote-taan, että arviointikirja on hankittava myös silloin, kun kiinteistörahas-ton taloudellisessa tilanteessa tapahtuu muutos tai kiinteistöjen kunnossa tapahtuvat muutokset vaikuttavat olennaisesti kiinteistörahaston varallisuuden arvoon. Taloudellisen tilanteen muutoksena voidaan pitää esimerkiksi korkotason huomattavaa muuttumista, yksittäisen tärkeän vuokrasopimuksen päättymistä tai kiinteistö-
jen voimakasta arvonmuutosta. Kiinteistö-rahas-ton häiriöttömän liiketoiminnan turvaami-
seksi on välttämätöntä pitää osa kiinteistö-rahas-ton varallisuudesta likvidissä muodossa, mutta toisaalta liian suuri osuus likvidiä va-rallisuutta saattaa vaarantaa sijoittajien tuot-tovaatimusten saavuttamista. Kiinteistörahas-ton omaisuuden arvon tulee pysyä suhteelli-sen vakaana, jotta se tuottaisi kohtuullista kassavirtaa ja inflaatio-suojaa. Kiinteistöva-rallisuuden arvon ylläpitäminen edellyttää kiinteistöjen jatkuvaa kunnossapitoa ja huol-tamista, jottei kiinteistö-kanta pääse rapistu-maan ja sen arvo laskemaan. Hyvin hoide-tulla kiinteistörahastolla tulee olemaan jatku-vasti varallisuutta sidottuna huolto-, korjaus- ja ylläpitokustannuksiin. Jos kohteesta huo-lehtiminen ja ylläpito laiminlyödään, on kiinteistörahastolla velvollisuus hankkia kiin-teistöstä uusi ja luotettava arviokirja. Myös kiinteistöjä ja muita kuin julkisen kaupan-käynnin kohteena olevia kiinteistöarvopape-reita ostettaessa ja myytäessä sekä apporttina vastaanottaessa tai merkinnän yhteydessä on kiinteistörahaston arvioitava kyseessä oleva kiinteistö ja kiinteistöarvopaperit, jotta voi-daan varmistua käyvästä markkinahinnasta. Kiinteistön ja muun kuin julkisen kaupan-käynnin kohteena olevan kiinteistöarvopape-rin arvon voidaan katsoa olevan ajantasalla noin kolmen kuukauden ajan edellisestä ar-viointihetkestä, mikäli kiinteistöjen arvoihin vaikuttavissa olosuhteissa ei ole tapahtunut olennaisia muutoksia. Kiinteistövarallisuuden arviointi kerran vuodessa ulkopuolisten arvi-

oitsijoiden toimesta on kansainvälisesti yleisimmin käytetty malli.

Pykälän 4 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahasto voi kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä mainitusta erityisestä syystä julkistaa 3 momentissa mainitun tiedon harvemmin kuin 3 momentissa on säädetty, jos menettelyä voidaan pitää tarkoituksenmukaisena eikä menettely oleennaisesti vaaranna kiinteistörahaston osakkeenomistajien etuja. Kiinteistörahaston on julkistettava tällainen poikkeus kiinteistörahastoesitteessä, osavuositarkastuksessa ja tilinpäätöksessä.

18 §. *Kiinteistöarvioitsija.* Pykälän 1 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahaston on kiinteistörahastoesitteessä, osavuositarkastuksessa, tilinpäätöksessä sekä kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä nimettävä ja julkistettava kiinteistörahaston käyttämät riippumattomat ja ulkopuoliset arvioitsijat. Riippumattomalta ja ulkopuoliselta arvioitsijalta edellytetään arvioinnin itsenäistä suorittamista. Arvioitsija ei esimerkiksi saa vastaanottaa toimeksiantoa tietoisena siitä, että hänellä tai hänen lähisukulaisellaan tai työntantajallaan tai sellaisella, jolla on määräävä asema arvioitsijan hallinnossa, on asiassa odotettavissa etua, joka saattaisi olla ristiriidassa toimeksiantajan edun kanssa.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan, että asianomainen ministeriö voi antaa tarkempia määräyksiä riippumattomien ja ulkopuolisten arvioitsijoiden kelpoisuusvaatimuksista. Yhdenmukaisen ja luotettavan kiinteistöarviointijärjestelmän luomiseksi on välttämätöntä, että edellytyksistä määrätään asianomaisen ministeriön päätöksellä. Asianomaisen ministeriön päätöksessä on määriteltävä hyvä ja asianmukainen kiinteistöarviointitapa. Päätöksessä on edellytettävä tiedot ainakin kiinteistöarvioitsijan kelpoisuutta koskevista vähimmäisvaatimuksista ja esteellisyyden perusteista, kiinteistöarviointitoimeksiannon toteuttamistavasta sekä arviointitoimeksiannosta annettavan arviointilausunnon vähimmäisvaatimuksista, salassapitovelvollisuudesta, palkkioperusteista, mahdollisesti kiinteistöarvioitsijan toimintaa valvovasta yhdistyksestä sekä poikkeuksista ja niiden perusteluista, jos arvioitsija ei täytä arvioitsijan vähimmäisvaatimuksia.

Säännöksellä riippumattomasta ja ulkopuolisesta arvioitsijasta on tarkoitus varmistaa se, että kiinteistöjen arvostus tapahtuu mahdollisimman oikeudenmukaisesti ja puolueettomasti ja että kiinteistöt arvioidaan sijoitta-

jien näkökulmasta mahdollisimman oikeahintaisiksi kiinteistörahaston taseessa. Kiinteistömarkkinoiden kehittymisen vuoksi on olennaisen tärkeää, että kiinteistöjen hinta-arviot ovat mahdollisimman totuudenmukaiset, jotta markkinat pystyvät osoittamaan sijoittajille kiinteistösijoittamisen todelliset tuotto- ja riskiominaisuudet.

Ehdotuksen tavoitteena on, että ulkopuoliset ja riippumattomat arvioitsijat noudattaisivat hyvää kiinteistöarviointitapaa. Tällainen arvioitsija toimii itsenäisesti ja riippumattomana toimeksiantajastaan noudattaen tehtävän suorittamiseen vaadittavaa ammattitaitoa. Sellainen arvioitsija, joka on toimeksiantajaan työsuhteessa tai toimeksiantajalla on määräävä asema arvioitsijan työntantajayhteisössä, ei ole oikeutettu arvioimaan tällaisen toimeksiantajan omaisuutta, koska tällöin ei toteudu lain tarkoittama objektiivisuusvaatimus. Riippumattomia ja ulkopuolisia arvioitsijoita käyttämällä pyritään luomaan yhtenäisen arviointikulttuuri sekä vahvistamaan sijoittajien luottamusta kiinteistömarkkinoihin.

Sijoittajansuojan kannalta keskeistä on kiinteistörahaston hankkima rahoitus yleisöltä tilanteessa, jossa sen osake ei ole vielä julkisen kaupankäynnin kohteena. Tällaisissa osakeanneissa sijoittajansuojan ja kiinteistörahastojen toiminnan uskottavuuden kannalta on tärkeää, että kiinteistörahastoon siirrettävä omaisuus on mahdollisimman luotettavasti ja puolueettomasti arvostettu. Sijoittajille annettavan informaation laatuun ja luotettavuuteen on kiinnitettävä erityisesti huomiota tällaisissa tilanteissa.

5 luku. **Kiinteistörahaston tiedonantovelvollisuus**

19 §. *Arvopaperimarkkinalain soveltaminen.* Pykälän mukaan kiinteistörahaston tiedonantovelvollisuuteen sovellettaisiin pääsääntöisesti arvopaperimarkkinalain 2 luvun säännöksiä. Kiinteistörahastoja koskevaa erityistä tiedonantovelvollisuutta ehdotetaan 19, 22 ja 23 §:ssä säänneltäväksi täydentämällä tarvittavilta osin muun muassa valtiovarainministeriön arvopaperimarkkinalain 2 luvun 5 ja 6 §:n nojalla säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta antamaa päätöstä (879/1995) sekä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 §:n nojalla listalleottoesitteestä annettavaa päätöstä. Jäljempänä ehdotettavan 23 §:n mukaan asianomainen ministeriö an-

taa päätökset erityisesti kiinteistörahastoa koskevista erityisistä piirteistä, jotka täydentävät arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuussäännöksiä.

20 §. *Velvollisuus laatia esite.* Pykälän 1 momentissa ehdotetaan säädettäväksi kiinteistörahaston ja sen, joka tarjoaa yleisölle kiinteistörahaston osakkeita tai muita arvopapereita tai hakee tällaisen arvopaperin ottamista arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetun julkisen kaupankäynnin kohteeksi, velvollisuudesta julkistaa kiinteistörahastosta erityinen kiinteistörahastoesite. Ehdotuksen mukaan kiinteistörahastoesite sisältää tietoa kiinteistörahaston taloudellisesta asemasta, sijoitustoiminnasta sekä kiinteistörahaston toiminnasta yleensä. Kiinteistörahastoesitteen julkistamisessa on noudatettava arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 §:n vaatimuksia, joita täydennetään kiinteistörahastotoimintaa koskevalla erityisillä tiedoilla. Kiinteistörahastoesitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot, jotta sijoittajat voivat luotettavasti arvioida kiinteistörahaston osakkeita, niiden arvoa sekä kiinteistörahaston toimintaan liittyvää riskiä. Säännös on yhdenmukainen arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 §:n 5 momentin kanssa. Kiinteistörahastoesite on tärkein kiinteistörahaston sijoitustoimintaa kuvaava asiakirja.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahaston on kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä ilmoitettava ja esiteltävä omistamansa kiinteistöt ja kiinteistöarvopaperit toimialoitain jaoteltuna. Näin ollen kiinteistörahaston on eriteltävä ja kerrottava kiinteistöomaisuutensa asunto-, varasto-, liike- ja toimitila- sekä teollisuustilakohteittain. Tästä velvollisuudesta voidaan poiketa vain, jos kyseinen kohde on ainoa laatuaan, koska tällöin tiedot yhdestä kohteesta kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä luokitelluilla tarkkuuksilla lähestyvät kiinteistörahaston liike- ja sopimussalaisuuden rajoja.

21 §. *Kiinteistörahastoesitteen julkistaminen.* Kiinteistömarkkinoiden toiminnan luotettavuuden ja sijoittajan suojan kannalta on välttämätöntä, että markkinoilla on saatavissa riittävä ja luotettava informaatio vaihdannan kohteista. Totuudenmukaisen ja ajankohtaisen tiedon saanti on edellytys järkiperäisille sijoituspäätöksille ja luotettavalle hinnanmuodostukselle. Siksi pykälän 1 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahastoesite on ennen julkistamista annettava rahoitustarkastuksen hyväksyttäväksi. Rahoitustarkastuksen käytettävissä oleva aika ehdotetaan rajoitettavaksi kymmeneen arkipäivään, jotta kiinteistörahaston taloudelliset ja muut edut eivät vaarantuisi. Rahoitustarkastuksen tehtävänä ei kuitenkaan ole tarkastaa esitettyjen tietojen todenperäisyyttä, vaan varmistua siitä, ettei esitteen vähimmäisisältöön kuuluvaa tietoa puutu tai esitetä harhaanjohtavassa muodossa. Rahoitustarkastus ei voi hyväksyä esitettä, jossa on yleisen edun tai rahoitustarkastuksella muutoin olevan tiedon valossa virheellisiä ja harhaanjohtavia seikkoja. Rahoitustarkastuksen on päätettävä, onko esitettä muutettava vai voidaanko se julkistaa muuttamattomana. Jollei esite vastaa ministeriön päätöksen vaatimuksia, rahoitustarkastus ei saa hyväksyä esitettä. Kiinteistörahastoesitettä ei saa julkistaa ennen kuin rahoitustarkastus on hyväksynyt sen. Rahoitustarkastuksen on ilmoitettava esitteen hyväksymistä koskevasta päätöksestään välittömästi asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle. Ehdotus vastaa arvopaperimarkkinalain 2 luvun 4 §:ää.

Pykälän 2 momentin mukaan myös esitteeseen liittyvä markkinointiaineisto on toimitettava rahoitustarkastukselle viimeistään kaksi vuorokautta sen jälkeen, kun esite on annettu hyväksyttäväksi. Velvollisuus parantaa rahoitustarkastuksen mahdollisuutta puutua arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n vastaiseen markkinointiin. Markkinointiaineistolla tarkoitetaan kaikkea kirjallisesti tai kuvallisesti esitettyä, yleisölle jaettavaksi tai nähtäväksi tarkoitettua aineistoa. Aineistossa on mainittava esitteen julkistamisesta. Rahoitustarkastus voi suostua markkinointiaineiston asettamiseen yleisön saataville ennen esitteen julkistamista, mutta aineistossa on tällöinkin mainittava, mistä yleisöllä on mahdollisuus aikanaan saada esite. Rahoitustarkastuksella on oikeus hakea markkinatuomioistuimelta arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n vastaisena pitämänsä markkinointiaineiston käytön kieltämistä arvopaperimarkkinalain 7 luvun 2 §:n perusteella esimerkiksi silloin, kun kiinteistörahasto ei noudata rahoitustarkastuksen antamia ohjeita esitteen sisällön muuttamiseksi. Myös kuluttaja-asiamiehen ja rahoitustarkastuksen keskinäistä yhteydenpitoa ja tietojenvaihtoa on tehostettu arvopaperimarkkinalain 7 luvun 1 §:n 5 momentin nojalla.

Pykälän 3 momentissa ehdotetaan, että kiinteistörahastoesitteessä on oltava olennai-

set ja riittävät tiedot, jotta sijoittajat voivat luotettavasti arvioida kiinteistörahaston osakkeita, muita arvopapereita ja niiden arvoa sekä kiinteistörahaston toimintaan liittyvää riskiä. Kiinteistörahastoesitteeseen on liitettävä kiinteistösijoitustoiminnan säännöt. Kiinteistörahastoesite on myös pidettävä ajan tasalla ja siinä on mainittava, mitä muutoksia kiinteistösijoitustoiminnan sääntöihin on tehty viimeisen kolmen vuoden aikana. Käytännössä kiinteistörahastoesitettä voidaan täydentää julkistamalla uusi esite tai entisen esitteen liite. Kiinteistörahaston on täydennettävä kiinteistörahastoesitettä myös ennen osavuositarkastuksen julkistamista ja sen jälkeen, jos kiinteistörahaston toiminnassa on tapahtunut olennaisia muutoksia.

22 §. *Tarkemmat määräykset.* Pykälän mukaan asianomainen ministeriö antaa tarkempia määräyksiä kiinteistörahaston tiedonantovelvollisuudesta noudattaen soveltuvin osin, mitä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3—6 §:ssä säädetään. Asianomainen ministeriö määrää päätöksissään muun muassa kiinteistörahaston tiedonantovelvollisuutta koskevista erityispiirteistä, kuten sijoitustoiminnan ja sijoitusmenetelmien perusteista, sijoitustoiminnan rajoituksista ja lainanottovaltuuksista, omaisuuden arvostamisperusteista sekä kiinteistörahaston tärkeimmistä ominaisuuksista, jollei näitä ole esitetty jo kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä.

23 §. *Poikkeusten myöntäminen.* Pykälässä ehdotetaan rahoitustarkastukselle oikeutta myöntää poikkeus 5 luvussa säädetyistä velvollisuuksista, mikäli sijoittajien asema ei poikkeuksesta vaarannu. Muista mahdollisista poikkeusperusteista asianomainen ministeriö määrää päätöksellään. Ehdotettu pykälä vastaa arvopaperimarkkinalain 2 luvun 11 §:ää.

6 luku. Erinäisiä säännöksiä

24 §. *Vahingonkorvausvelvollisuus.* Pykälän 1 momentissa velvoitetaan korvaamaan lain tai sen nojalla annettujen säännösten ja määräysten rikkomisesta aiheutettu vahinko.

Vahingonkorvauslaki ei koske sopimukseen perustuvaa vastuuta eikä lain 5 luvun 1 §:n nojalla sopimussuhteen ulkopuolella tule ilman erityisen painavia syitä korvattavaksi niin sanottu puhdas varallisuusvahinko eli henkilö- ja esinevahinkoon liittymätön taloudellinen vahinko, ellei sitä ole aiheutettu rangaistavaksi säädetyllä teolla tai julkista

valtaa käytettäessä.

Ehdotettu säännös merkitsee sitä, että sekä sopimussuhteessa että sen ulkopuolella vahingon aiheuttajan käyttäytymisen asianmukaisuutta voidaan arvioida tämän lain ja sen nojalla annettujen muiden säännösten nojalla. Säännöksessä ei määritellä vahingonkorvausvastuun vastuuperustetta, joka jää asianomaista oikeussuhdetta koskevien yleisten vahingonkorvausperiaatteiden mukaisesti ratkaistavaksi.

Vahingonkorvauslain säännöksistä on kuitenkin syytä ulottaa lain 2 ja 6 luvussa olevat säännökset korvausvastuun sovittelusta ja sen jakautumisesta usean korvausvelvollisen kesken koskemaan myös kiinteistörahastolain vastaisella teolla aiheutetun vahingon korvaamista. Tästä syystä korvausvastuun jakautumisen kahdelle tai useamman korvausvelvollisen kesken sekä korvausvastuun sovittelun osalta pykälän 2 momentissa viitataan vahingonkorvauslain (412/1974) 2 ja 6 lukuun.

25 §. *Kiinteistörahastorikos.* Pykälän 1 momentissa ehdotetaan säädettäväksi, että kiinteistörahastorikoksesta tuomitaan sakkoon tai vankeuteen enintään kuudeksi kuukaudeksi, jos kiinteistörahastotoimintaa harjoitetaan ehdotetun lain 1 §:n vastaisesti tai toiminimessä käytetään kiinteistörahaston nimeä 5 §:n vastaisesti.

Pykälän 2 momentissa ehdotetaan, että 1 momentin mukainen rangaistus seuraa myös silloin, jos kiinteistörahaston hallituksen jäsen, toimitusjohtaja tai toimihenkilö antavat tahallaan viranomaiselle kiinteistörahastoa taikka omistajaa koskevan väärän tai harhaanjohtavan tiedon.

26 §. *Kiinteistörahastorikkomus.* Pykälässä ehdotetaan säädettäväksi, että kiinteistörahastorikkomuksesta tuomitaan sakkoon, jos lain nojalla säädetyt kieltoja rikotaan, velvollisuuksia laiminlyödään sekä hankitaan tai luovutetaan kiinteistörahaston toimintaan kuuluvaa omaisuutta lain määräysten vastaisesti. Lisäksi ehdotetaan säädettäväksi, että kiinteistörahastorikkomuksesta tuomitaan, jos totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa sisällytetään kiinteistörahastoesitteeseen, osavuositarkastukseen tai tilinpäätöksen. Myös muun kaltainen lain määräysten ja sääntöjen rikkominen ehdotetaan rangaistavaksi kiinteistörahastorikkomuksena.

Ehdotetun pykälän rangaistussäännösten suhde arvopaperimarkkinalain 8 luvun rangaistussäännöksiin on toissijainen. Rikkomus

on ensisijaisesti rangaistava arvopaperimarkkinalain 8 luvun mukaan, paitsi jos arvopaperimarkkinalain 8 luvussa ei ole asiasta määräystä tai jos se koskee kiinteistörahaston erityispiirteistä johtuvaa seikkaa.

27 §. *Arvioitsijarikkomus.* Ehdotettavan pykälän mukaan arvioitsija, joka on saanut arviointitoimeksiannon ja rikkoo tahallaan tai törkeällä tuottamuksellaan lain 17 §:ssä määrättyjä arvostamis- ja arviointiperusteita, on tuomittava arvioitsijarikkomuksesta sakkoon. Pykälällä halutaan korostaa arvioitsijan ammattitaito- ja eettisyysvaatimuksia sekä arviointitoiminnan korostunutta tärkeyttä, merkitystä ja ennen kaikkea uskottavuutta. Väitetyssä rikkomustapauksessa arvioitsijan on kyettävä osoittamaan, että hän on toiminut annettujen sääntöjen ja määräysten mukaisesti noudattaen kohtuudella vaadittavaa tiedonanto- ja selonottovelvollisuutta.

2. Voimaantulo

Kiinteistörahaston perustajat ja viranomaiset voivat ryhtyä tämän lain mukaisiin ja tarvittaviin toimenpiteisiin jo ennen lain voimaantuloa.

Kiinteistörahaston ei tarvitse maksaa varainsiirtoverolain mukaista varainsiirtoveroa kiinteistön, kiinteistöarvopaperin ja arvopaperin luovutuksesta kiinteistörahastoon apportiomaisuutena osaketta vastaan, jos luovutus tapahtuu 12 kuukauden kuluessa lain voimaantulosta. Siirtymäsäännöksen tarkoituksena on kannustaa ehdotettavan lain

soveltamisalan mukaisten kiinteistörahastojen perustamista.

Esityksessä ehdotettu laki on tarkoitettu tulemaan voimaan vuoden 1998 alusta.

3. Säättämisjärjestys

Esityksessä ehdotetaan, että lakia täydennettäisiin alemmanasteisin säännöksin, lähinnä asianomaisen ministeriön päätöksillä. Rahoitusmarkkinalainsäädännössä on jo pitkään ollut käytäntönä antaa yleisesti sitovia ja tarkentavia oikeusnormeja, ennen kaikkea asianomaisen ministeriön päätöksin ja rahoitustarkastuksen määräyksin. Ehdotetussa laissa on useissa kohdissa viitattu arvopaperimarkkinalain 2 luvun säännöksiin, joilla pantu täytäntöön useita neuvoston direktiivejä. Lisäksi ehdotetun lain valtuussäännökset ovat soveltamisalaltaan rajattuja ja sisällöltään täsmällisiä. Valtuussäännösten käyttäminen on sidottu laissa säädettyihin asiallisiin edellytyksiin ja rajoituksiin. Näin ollen ehdotettavan lain valtuussäännöksissä ei suoranaisesti ole kysymys lainsäädäntövallan delegoinnista sellaisella tavalla, joka edellyttäisi perustuslain säättämisjärjestyksen. Asian luonteen vuoksi esityksestä on kuitenkin tarpeen pyytää perustuslakivaliokunnan lausunto.

Edellä esitetyn perusteella annetaan Eduskunnan hyväksyttäväksi seuraava lakiehdotus:

Kiinteistörahastolaki

Eduskunnan päätöksen mukaisesti säädetään:

1 luku

Yleisiä säännöksiä

1 §

Soveltamisala

Toimintaa, jossa yleisölle tarjotaan mahdollisuus osallistua yhteisiin kiinteistösijoituksiin, voidaan harjoittaa tämän lain mukaisesti siten, että yleisö osallistuu sijoittamiseen julkisen osakeyhtiön osakkeita merkittävällä, ostamalla tai muutoin hankkimalla, ja yhtiö sijoittaa yleisöltä hankkimansa varat edelleen pääasiallisesti kiinteistöihin sekä kiinteistöarvopapereihin muussa kuin rakentamisen tai kiinteistöjalostustoiminnan tarkoituksessa (*kiinteistörahastotoiminta*).

Tätä lakia ei sovelleta asunto-osakeyhtiölaissa (809/1991), asumisoikeusasunnoista annetussa laissa (650/1990), asumisoikeusyhdistyksistä annetussa laissa (1072/1994), sijoitusrahastolain (480/1987) 38 a §:ssä eikä arvopaperimarkkinalain (495/1989) 2 luvun 3 §:ssä tarkoitettuun toimintaan eikä asetuksella tarkemmin määrättävään toimintaan, joka tarkoitukseltaan olennaisesti poikkeaa kiinteistörahastotoiminnasta.

Tätä lakia ei sovelleta kiinteistörahastotoimintaa harjoittavaan osakeyhtiöön, jonka osake on otettu arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettun julkisen kaupankäynnin kohteeksi ennen tämän lain voimaantuloa.

2 §

Kiinteistörahasto

Tässä laissa tarkoitetaan kiinteistörahastola julkista osakeyhtiötä, joka yhtiöjärjestyksensä mukaan harjoittaa yksinomaista tai pääasiallisena liiketoimintanaan kiinteistörahastotoimintaa.

3 §

Muut määritelmät

Tässä laissa tarkoitetaan:

1) *kiinteistöllä* kiinteistönmuodostamislain (554/1995) 1 luvun 2 §:ssä määriteltyä rekisteriyksikköä, sen määräosaa ja määräalaa, kiinteistöjen yhteistä aluetta ja sen määräalaa, yhteisalueosuutta sekä vuokra- ja käyttöoikeutta, jonka haltija on maakaaren (540/1995) 14 luvun 2 §:n mukaan velvollinen hakemaan oikeutensa kirjaamista, sekä kiinteistön käyttöä pysyvästi palvelevaa rakennusta tai rakennelmaa;

2) *kiinteistöarvopaperilla* osaketta tai muuta arvopaperia, joka yksin tai yhdessä muiden arvopapereiden kanssa tuottaa oikeuden hallita kiinteistöä, kiinteistön osaa taikka asunto-osakeyhtiölain 1 §:ssä tarkoitettua huoneistoa;

3) *arvopaperilla* arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:n 1 momentissa määriteltyä todistusta;

4) *johdannaissopimuksella* kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annettua lain (772/1988) 1 luvun 2 §:ssä tarkoitettua vakioitua johdannaissopimusta sekä muuta johdannaissopimusta, jonka kohteena on arvopaperi, valuutta, korko, johdannaissopimus, kiinteistö, kiinteistöarvopaperi, muu varallisuus tai tällaisen kohde-etuuden hinnan kehitystä kuvaava tunnusluku; sekä

5) *kiinteistöjalostustoiminnalla* varojen sijoittamista kiinteistöihin, joista saadaan tuottoa pääasiallisesti vasta saneerauksen, kaavoituksen tai rakentamisen toteuttamisen jälkeen.

4 §

Muun lainsäädännön soveltaminen

Kiinteistörahastoon ja sen osakkeenomistajaan sovelletaan osakeyhtiölakia (734/1978), arvopaperimarkkinalakia, kirjanpitolakia

(655/1973) sekä tilintarkastuslakia (936/1994), jollei tässä laissa toisin säädetä.

5 §

Toiminimi

Kiinteistörahaston toiminimessä on oltava sana kiinteistörahasto joko sellaisenaan tai yhdysosana. Ainoastaan tämän lain vaatimukset täyttävällä kiinteistörahastolla on oikeus käyttää toiminimessään tai muutoin toimintaansa osoittamaan nimitystä kiinteistörahasto.

6 §

Valvonta

Rahoitustarkastus valvoo tämän lain 13, 14 ja 19—23 §:n, niiden nojalla annettujen säännösten, määräysten ja ohjeiden sekä 14 §:n nojalla hyväksytyjen sääntöjen noudattamista.

2 luku

Kiinteistörahaston perustaminen ja toiminta

7 §

Liiketoiminta

Kiinteistörahaston on harjoitettava kiinteistörahastotoimintaa huolellisesti ja asiantuntevasti omistajien yhteiseksi eduksi.

8 §

Muu sallittu toiminta

Kiinteistörahasto saa harjoittaa vain kiinteistörahastotoimintaa, jollei asianomainen ministeriö myönnä lupaa siihen olennaisesti liittyvän toiminnan harjoittamiseen. Hakemukseen on liitettävä kiinteistörahaston yhtiöjärjestys ja rahoitustarkastuksen 14 §:n mukaisesti hyväksymät kiinteistösijoitustoiminnan säännöt.

9 §

Osakepääoma

Kiinteistörahaston osakepääoman on oltava vähintään kaksikymmentä miljoonaa mark-

kaa, kokonaan maksettu sekä kiinteistörahaston hallinnassa ennen kuin kiinteistörahasto ilmoitetaan rekisteröitäväksi ja ennen kuin se aloittaa toimintansa.

Kiinteistörahaston on saavutettava edellä 1 momentissa tarkoitettu osakepääoman määrä 18 kuukauden kuluessa kiinteistörahaston perustamisesta, jollei asianomainen ministeriö erityisestä syystä myönnä tästä vaatimuksesta poikkeusta.

Kiinteistörahaston osakepääoma on maksettava rahassa kiinteistörahaston Suomessa olevalle, luottolaitostoiminnasta annetussa laissa (1607/1993) tarkoitetun talletuspankin tai talletusten vastaanottamiseen oikeutetun, ulkomaisen luotto- ja rahoituslaitoksen toiminnasta Suomessa annetussa laissa (1608/1993) tarkoitetun ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttorin tilille.

Sen estämättä, mitä edellä 3 momentissa on säädetty, kiinteistörahaston perustamis- kirjaan sekä yhtiöjärjestykseen voidaan antaa määräys siitä, että osake voidaan merkitä oikeuksin tai velvollisuuksin panna rahastoon osaketta vastaan muuta omaisuutta kuin rahaa (*apporttiomaisuus*). Tällaisessa määräyksessä voidaan yhdelle tai useammalle kiinteistörahaston perustajalle antaa oikeus tai velvollisuus maksaa merkityt osakkeet tai osa niistä apporttiomaisuudella. Apporttina tai muutoin osakkeiden merkinnän yhteydessä kiinteistörahastoon voidaan panna vain 15 §:n 2 momentissa tarkoitettua omaisuutta.

10 §

Perustaminen

Kiinteistörahastolla on perustettaessa oltava ainakin viisi osakkeenomistajaa, jollei asianomainen ministeriö erityisestä syystä myönnä tästä vaatimuksesta poikkeusta. Osakkeenomistajien lukumäärää laskettaessa yhtenä kokonaisuutena on pidettävä kirjanpitovelvollisia, joilla yksin tai yhdessä on kirjanpitolain 22 b §:ssä tarkoitettu määräysvalta toisessa kirjanpitovelvollisessa tai siihen verrattavassa ulkomaisessa yrityksessä.

11 §

Kaupankäynti kiinteistörahaston osakkeilla

Kiinteistörahaston on haettava osakkeittensa ottamista arvopaperimarkkina- laissa tarkoitetun julkisen kaupankäynnin kohteeksi yh-

den vuoden kuluessa kiinteistörahastotoiminnan aloittamisesta, jollei asianomainen ministeriö erityisestä syystä myönnä tästä vaa- timuksesta poikkeusta.

Ennen kuin kiinteistörahaston osakkeet otetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi, kiinteistörahaston on vähintään neljännes- vuosittain julkistettava osakkeiden arvo ja määrä. Kiinteistörahaston on viipymättä oi- kaistava osakkeen arvon julkistamisessa ta- pahtunut virhe, jollei se ole vähäinen.

12 §

Yhtiöjärjestys

Kiinteistörahaston yhtiöjärjestyksen muu- toksesta on viipymättä tehtävä osakeyh- tiölain 9 luvun 14 §:n 2 momentissa tarkoi- tettu ilmoitus rekisteröimistä varten siten kuin siitä kaupparekisterilaissa (129/1979) säädetään. Kiinteistörahaston yhtiöjärjestyk- sen muutokseen sovelletaan, mitä kauppare- kisterilain 14 §:n 3 momentissa säädetään rahastoyhtiön yhtiöjärjestyksen muutoksesta.

Kiinteistörahaston on ilmoitettava rekiste- röity yhtiöjärjestys ja sen muutos välittömäs- ti asianomaiselle ministeriölle ja rahoitustar- kastukselle.

13 §

Kiinteistösijoitustoiminnan säännöt

Kiinteistörahastolla on yhtiöjärjestyksen lisäksi oltava kiinteistösijoitustoiminnan säännöt, jotka turvaavat kiinteistörahaston luotettavan toiminnan. Kiinteistörahaston on pidettävä kiinteistösijoitustoiminnan säännöt ajan tasalla.

Asianomainen ministeriö antaa tarkempia määräyksiä kiinteistösijoitustoiminnan sään- töjen sisällöstä ja säännöistä poikkeamisen perusteista. Kiinteistösijoitustoiminnan sään- nöissä on mainittava ainakin kiinteistörahas- ton:

- 1) nimi;
- 2) sijoituspolitiikka ja sijoitusrajoitukset;
- 3) tilikausi;
- 4) voitonjaon perusteet;
- 5) osakkeen arvon laskemis- ja julkista- misperusteet;
- 6) yhtiökokouksen aika, paikka ja koolle- kutsumistapa;

7) hallituksen jäsenten valitsemistapa ja - perusteet;

8) kiinteistösijoitustoiminnan sääntöjen muuttamismenettely;

9) osakepääoman määrä;

10) vieraan pääoman käyttämisestä koskevat periaatteet;

11) noudattamat perusteet johdannaissopi- muksiin sijoittamiseen;

12) noudattamat perusteet arvopapereiden lainaus- tai takaisinostosopimusten tekemiseen;

13) purkautumis-, sulautumis- ja jakautu- misperusteet;

14) osakkeiden ja muiden arvopapereiden liittymisestä arvo-osuusjärjestelmään;

15) käyttämien arviointi- ja neuvontapal- velujen laajuus;

16) käyttämien johdannaissopimusten laatu ja määrä; sekä

17) kiinteistörahaston käyttämien arvopa- pereiden lainaus- ja takaisinostosopimusten laatu ja määrä.

14 §

Sääntöjen vahvistaminen

Kiinteistösijoitustoiminnan säännöt ja niiden muutokset on annettava rahoitustarkas- tuksen hyväksyttäväksi. Kiinteistösijoitustoi- minnan säännöt ja niiden muutokset on hy- väksyttävä, jos niitä ei ole pidettävä kiinteis- törahaston osakkeenomistajien edun vastaisi- na eikä muuten ole pätevää syytä niiden hy- väksymättä jättämiseen.

Rahoitustarkastuksella on oikeus kiinteis- tösijoitustoiminnan sääntöjä hyväksyessään asettaa 15 §:n 3 momentissa, 16 §:n 2 ja 4 momentissa sekä 17 §:n 4 momentissa tar- koitettuja erityisiä syitä koskevia rajoituksia ja ehtoja.

Kiinteistösijoitustoiminnan säännöt ja niiden muutokset tulevat voimaan kuukauden kuluttua siitä, kun rahoitustarkastus on hy- väksynyt ne, jollei rahoitustarkastus toisin määrää.

Kiinteistörahaston osakkeiden markkinoin- tia yleisölle ei saa aloittaa eikä kiinteistöra- hastoon saa ottaa varoja yleisöltä ennen kuin rahoitustarkastus on hyväksynyt kiinteis- tösijoitustoiminnan säännöt.

Kiinteistörahaston on ilmoitettava rahoitus- tarkastukselle, milloin se aloittaa toimintan- sa.

3 luku

Kiinteistörahaston sijoitustoiminta

15 §

Varojen sijoittaminen

Kiinteistörahaston on kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä määrättyllä tavalla hajautettava liiketoiminnan sekä 8 §:n mukaisen toiminnan harjoittamisesta aiheutuvat riskit sijoittaessaan kiinteistörahaston varoja.

Kiinteistörahaston varat on sijoitettava ilman aiheutonta viivytystä kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä tarkemmin määrättyä tavalla seuraaviin kohteisiin:

- 1) Suomessa sijaitseviin kiinteistöihin;
- 2) Suomessa sijaitsevia kiinteistöjä koskeviin kiinteistöarvopapereihin;
- 3) arvopapereihin, jotka ovat arvopaperimarkkinain 1 luvun 3 §:ssä tarkoitetun julkisen kaupankäynnin kohteena Suomessa;
- 4) arvopapereihin, jotka ovat kaupankäynnin kohteena muussa valtiossa sijaitsevassa tai toimivassa, edellä 3 kohdassa tarkoitettuun julkiseen kaupankäyntiin rinnastuvassa ja kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä mainitussa vaihdantajärjestelmässä;
- 5) saataviin, joita ei ole pidettävä arvopapereina;
- 6) käteisvaroihin tai käteisvaroihin rinnastettaviin, helposti rahaksi muutettaviin varoihin;
- 7) arvopapereihin, jotka liittyvät 8 §:ssä tarkoitettuun liiketoimintaan;
- 8) johdannaisopimuksiin, jolloin on noudatettava soveltuvin osin, mitä sijoitusrahastolain 36 a §:ssä säädetään; sekä
- 9) arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimuksiin, jolloin on noudatettava soveltuvin osin, mitä sijoitusrahastolain 36 b §:ssä säädetään.

Kiinteistörahasto voi kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä mainitusta erityisestä syystä poiketa edellä 2 momentissa säädettyistä vaatimuksista, kuitenkin enintään yhden tilikauden kerrallaan. Kiinteistörahaston on julkistettava tällainen poikkeus kiinteistörahastoesitteessä, osavuosikatsauksessa ja tilinpäätöksessä. Kiinteistörahaston on kuitenkin aina sijoitettava vähintään seitsemän kymmenesosaa varoistaan Suomessa sijaitseviin kiinteistöihin ja Suomessa sijaitsevia kiinteistöjä koskeviin kiinteistöarvopapereihin. Tätä vaatimusta laskettaessa kiinteistö-

rahaston varoihin ei lueta kiinteistöjen hallinnoinnista ja ylläpidosta aiheutuneita kuluja.

Kiinteistörahastolla on oltava kiinteistörahastotoiminnan maksuvalmiuden edellyttämät käteisvarat.

4 luku

Kiinteistörahaston omaisuuden arvostaminen ja arviointi

16 §

Luotonotto

Kiinteistörahasto saa ottaa pitkäaikaiseen tarkoitukseen luottoa määrän, joka vastaa enintään yhtä kolmasosaa kiinteistörahaston varoista. Luoton enimmäismäärään lasketaan mukaan kiinteistörahaston sijoitukset arvopapereihin, joita ei ole täysin maksettu sekä kiinteistörahaston omistamien kiinteistöarvopapereiden sisältämät velkaosuudet, joita ei ole täysin maksettu.

Kiinteistörahasto saa lisäksi kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä mainitusta erityisestä syystä ottaa lyhytaikaiseen tarkoitukseen luottoa määrän, joka vastaa enintään yhtä viidesosaa kiinteistörahaston varoista. Kiinteistörahastoon saadaan hankkia myös luotonvälityksen avulla ulkomaista valuuttaa, joka otetaan huomioon laskettaessa luoton enimmäismäärää.

Kiinteistörahaston varoja saadaan antaa vakuudeksi edellä 1 ja 2 momentissa tarkoitettua luotosta, 15 §:n 2 momentin 8 kohdassa tarkoitettua johdannaisopimuksesta johtuvasta vastuusta sekä 15 §:n 2 momentin 9 kohdassa tarkoitettua arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimuksesta.

Kiinteistörahasto ei saa myöntää luottoa eikä antaa takausta tai muuta vakuutta kolmannen sitoumuksista muusta kuin kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä mainitusta erityisestä syystä.

Asianomainen ministeriö antaa tarkempia määräyksiä luotonotosta ja kiinteistörahaston varojen käyttämisestä luoton vakuutena.

17 §

Omaisuuden arvostaminen ja arviointi

Kiinteistörahaston on kiinteistörahastoesit-

teessä, osavuositarkastuksessa, tilinpäätöksessä sekä kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä selvitettävä kiinteistöjen ja kiinteistöarvopapereiden arvostamis- ja arviointiperusteet.

Asianomainen ministeriö antaa tarkempia määräyksiä edellä 1 momentissa tarkoitettua arvostamis- ja arviointiperusteista. Ministeriön päätöksessä on edellytettävä tiedot ainakin:

- 1) kiinteistöjen ja kiinteistöarvopapereiden arvostamis- ja arviointimenettelystä;
- 2) kiinteistörahaston tunnusluvuista ja siitä, kuinka ne on laskettu;
- 3) kiinteistöjen arviointiin käytettävistä arviointisijoista ja heille maksettavista palkkiosta;
- 4) kiinteistöjen ja kiinteistöarvopapereiden kiinteistötyyppikohtaisista erittelytiedoista; kuten asunto-, varasto-, liike- ja toimistosekä tuotantotilakohteista;
- 5) kiinteistöjen käyttöasteista;
- 6) kiinteistöjen vuokrasopimusten rakenteesta;
- 7) kiinteistöillä ja kiinteistöarvopapereilla tehdyistä kaupoista;
- 8) kiinteistörahaston merkittävimmistä hankkeista; sekä
- 9) kiinteistörahaston veloista ja kiinnityksistä sekä yksittäisen kiinteistön kiinnityksistä ja panttauksista sekä takauksista.

Kiinteistörahaston omistamien kiinteistöjen ja muiden kuin julkisen kaupankäynnin kohteena olevien kiinteistöarvopapereiden arvot on arvioitava ja julkistettava vähintään keran vuodessa sekä aina, kun kiinteistörahaston taloudellisen tilanteen muutos tai muutokset kiinteistöjen kunnossa vaikuttavat olennaisesti kiinteistörahaston omistamien kiinteistöjen ja kiinteistöarvopapereiden arvoon. Lisäksi kiinteistörahaston on hankittava arviointi kiinteistöistä ja muusta kuin julkisen kaupankäynnin kohteena olevasta kiinteistöarvopaperista ostaessaan ja myydessään sitä sekä apporttina vastaanottaessa tai merkinnän yhteydessä kiinteistörahastoon tulevasta omaisuudesta.

Kiinteistörahasto voi kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä mainitusta erityisestä syystä julkistaa tiedot harvemmin kuin edellä 3 momentissa on säädetty, jos tällainen menettely ei olennaisesti vaaranna kiinteistörahaston osakkeenomistajien etua. Kiinteistörahaston on julkistettava tällainen poikkeus kiinteistörahastoesitteessä, osavuositarkastuksessa ja tilinpäätöksessä.

18 §

Kiinteistöarvioitsija

Kiinteistörahaston on hankittava omistamistaan kiinteistöistä ja muista kuin julkisen kaupankäynnin kohteena olevista kiinteistöarvopapereista riippumattoman ja ulkopuolisen arvioitsijan arvio. Kiinteistörahaston on kiinteistörahastoesitteessä, osavuositarkastuksessa, tilinpäätöksessä sekä kiinteistösijoitustoiminnan säännöissä nimettävä ja julkistettava kiinteistörahaston käyttämät riippumattomat ja ulkopuoliset arvioitsijat (*kiinteistöarvioitsija*).

Asianomainen ministeriö antaa tarkempia määräyksiä kiinteistöarvioitsijalle asetettavista kelpoisuusvaatimuksista. Ministeriön päätöksessä on edellytettävä tiedot ainakin kiinteistöarvioitsijan:

- 1) kelpoisuutta koskevista vähimmäisvaatimuksista;
- 2) esteellisuuden perusteista;
- 3) toimeksiannon toteuttamistavasta;
- 4) lausunnon vähimmäisvaatimuksista;
- 5) salassapitovelvollisuuden perusteista;
- 6) palkkioperusteista;
- 7) toimintaa valvovasta yhdistyksestä; sekä
- 8) kiinteistöarvioitsijan vähimmäisvaatimuksia koskevista poikkeuksista.

5 luku

Kiinteistörahaston tiedonantovelvollisuus

19 §

Arvopaperimarkkinalain soveltaminen

Kiinteistörahastoa ja sen osakkeenomistajaa koskee, mitä arvopaperimarkkinalain 2 luvussa säädetään, jollei jäljempänä tässä luvussa toisin säädetä.

20 §

Velvollisuus laatia esite

Se, joka tarjoaa yleisölle kiinteistörahaston osakkeita tai muita arvopapereita tai hakee tällaisen arvopaperin ottamista arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetun julkisen kaupankäynnin kohteeksi, on velvollinen julkistamaan arvopapereita koskevan esitteen (*kiinteistörahastoesite*) ennen tarjouksen voimaantuloa ja pitämään sen yleisön saatavilla

tarjouksen voimassaoloajan siten kuin arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 §:ssä säädetään. Tarjouksen tekijän ja liikkeeseenlaskijan ohella esitteen laatimisesta vastaa se, joka toimeksiannon nojalla huolehtii tarjouksesta tai liikkeeseenlaskusta.

Kiinteistörahastoesitteessä on esitettävä kiinteistörahaston omistamat kiinteistöt ja kiinteistöarvopaperit kiinteistötyyppikohtaisesti asunto-, varasto-, liike- ja toimisto- sekä tuotantotilakohteittain, paitsi jos kyseisen toimialan mukaisia kiinteistöjä on vain yksi.

21 §

Kiinteistörahastoesitteen julkistaminen

Kiinteistörahastoesitteen saa julkistaa vasta, kun rahoitustarkastus on hyväksynyt sen. Rahoitustarkastuksen on päätettävä kymmenen arkipäivän kuluessa siitä, kun kiinteistörahastoesite on annettu sen hyväksyttäväksi, voidaanko se julkistaa. Julkistaminen on sallittava, jollei kiinteistörahastoesite ole ilmeisen virheellinen tai puutteellinen. Jos kiinteistörahastoesitteessä tarkoitetuilla arvopapereilla käydään arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettulla tavalla julkisesti kauppaa, rahoitustarkastuksen on viivytyksettä ilmoitettava päätöksestään julkisen kaupankäynnin järjestäjälle.

Kiinteistörahastoesitteeseen liittyvä markkinointiaineisto on toimitettava rahoitustarkastukselle kahden vuorokauden kuluessa siitä, kun esite on annettu rahoitustarkastuksen hyväksyttäväksi. Markkinointiaineistossa on viitattava kiinteistörahastoesitteeseen ja mainittava paikka, josta kiinteistörahastoesitettä saa.

Kiinteistörahastoesitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot, jotta sijoittajat voivat luotettavasti arvioida kiinteistörahaston osakkeita, muita arvopapereita ja niiden arvoa sekä kiinteistörahaston toimintaan liittyvää riskiä. Kiinteistörahastoesitteeseen on liitettävä kiinteistösjoitustoiminnan säännöt sekä mainittava, mitä muutoksia niihin on tehty viimeksi kuluneen kolmen vuoden aikana.

22 §

Tarkemmat määräykset

Asianomainen ministeriö antaa tarkempia määräyksiä kiinteistörahaston tiedonantovel-

vollisuutta koskevista erityispiirteistä, kuten sijoitustoiminnan ja sijoitusmenetelmien perusteista, sijoitustoiminnan rajoituksista ja lainanottovaltuuksista, omaisuuden arvostamisperusteista sekä kiinteistörahaston tärkeimmistä ominaisuuksista noudattaen soveltuvin osin, mitä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3—6 §:ssä säädetään, jollei näitä ole esitetty kiinteistösjoitustoiminnan säännöissä.

23 §

Poikkeusten myöntäminen

Rahoitustarkastus voi hakemuksesta myöntää poikkeuksen tämän luvun mukaisista velvollisuuksista, jos se ei vaaranna sijoittajien asemaa. Asianomainen ministeriö antaa tarkempia määräyksiä muista poikkeusperusteista.

6 luku

Erinäisiä säännöksiä

24 §

Vahingonkorvausvelvollisuus

Joka tämän lain tai sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten vastaisella menettelyllä aiheuttaa vahinkoa, on velvollinen korvaamaan vahingon kärsineelle aiheuttamansa vahingon.

Vahingonkorvauksen sovittelusta sekä korvausvastuun jakautumisesta kahden tai useamman kanssa on voimassa, mitä vahingonkorvauslain (412/1974) 2 ja 6 luvuissa säädetään.

25 §

Kiinteistörahastorikos

Joka

1) 1 §:n vastaisesti harjoittaa kiinteistörahastotoimintaa; tai

2) 5 §:n vastaisesti käyttää toiminimessään tai muuten toimintaansa osoittamaan sanaa kiinteistörahasto,

on tuomittava, jollei siitä ole muualla laissa säädetty ankarampaa rangaistusta, kiinteistörahastorikoksesta sakkoon tai vankeuteen enintään kuudeksi kuukaudeksi.

Sama on laki, jos kiinteistörahaston hallituksen jäsen, toimitusjohtaja tai toimihenkilö antaa tahallaan viranomaiselle kiinteistörahastoa taikka omistajaa koskevan väärän tai harhaanjohtavan tiedon.

26 §

Kiinteistörahastorikkomus

Joka

1) rikkoo 14 §:n 4 momentissa taikka 16 §:ssä säädettyä kieltoa;

2) laiminlyö kiinteistörahastolle 5 §:ssä, 7—15 §:ssä sekä 21—22 §:ssä säädettyjä velvollisuuksia;

3) hankkii tai luovuttaa kiinteistöjä tai kiinteistöarvopapereita 17 §:n vastaisesti;

4) sisällyttää totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon 20 §:ssä tarkoitettuun kiinteistörahastoesitteeseen; tai

5) muuten kuin 1—4 kohdassa tai 25 §:ssä mainitulla tavalla rikkoo tätä lakia tai sen nojalla annettuja määräyksiä,

on tuomittava, jollei teko ole vähäinen tai siitä ole muualla laissa säädetty ankarampaa rangaistusta, kiinteistörahastorikkomuksesta sakkoon.

27 §

Arvioitsijarikkomus

Arvioitsija, joka tahallaan tai törkeästi tuottamuksesta rikkoo 17 §:ssä tarkoitettuja arvostamis- ja arviointiperusteita, on tuomittava, jollei teko ole vähäinen tai siitä ole muualla laissa säädetty ankarampaa rangaistusta, arvioitsijarikkomuksesta sakkoon.

1. Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 199 .

2. Tämän lain mukaisiin toimenpiteisiin voidaan ryhtyä jo ennen lain voimaantuloa.

3. Kiinteistön, kiinteistöarvopaperin tai arvopaperin luovutuksesta kiinteistörahastoon kiinteistörahaston liikkeeseenlaskemia uusia osakkeita vastaan ei ole suoritettava varainsiirtoverolaisissa (931/1996) tarkoitettua varainsiirtoveroa, jos luovutus tapahtuu 12 kuukauden kuluessa tämän lain voimaantulosta.

4. Tämän lain mukainen osavuosisikatsaus ja vuosikertomus on laadittava ensimmäisen kerran viimeistään tilikaudelta, joka alkaa 1 päivänä heinäkuuta 1998 tai sen jälkeen.

Helsingissä 15 päivänä toukokuuta 1997

**Tasavallan Presidentin estyneenä ollessa
Pääministeri**

PAAVO LIPPONEN

Ministeri *Arja Alho*