

**Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lag om fastighetsfonder**

**PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL**

I denna proposition föreslås att det stiftas en lag om fastighetsfonder. Lagen skall tillämpas på fastighetsfondsverksamhet som innebär att allmänheten deltar i gemensamma fastighetsplaceringar genom att teckna, köpa eller på annat sätt förvärva aktier i publika aktiebolag. Aktiebolagen bedriver fastighetsfondsverksamhet genom att placera medlen som de fått in från allmänheten i fastigheter, fastighetsvärdepapper och övriga värdepapper.

De centrala förslagen i propositionen gäller fastighetsfondernas informationsskyldighet, dvs. skyldigheten att offentliggöra fastighetsfondsprospekt, delårsrapporter och bokslut. Förslagen överensstämmer med de

skyldigheter som börsbolag har enligt värdepappersmarknadslagen. En fastighetsfond måste ansöka om att dess aktier skall upptas till offentlig handel. För sin placeringsverksamhet skall fastighetsfonden upprätta stadgar och få dem godkända av finansinspektionen. Fastighetsfondens tillgångar skall värderas av en opartisk fastighetsvärderare.

I propositionen föreslås också bestämmelser om hur en fastighetsfond bildas samt om dess firma, aktiekapital, verksamhetsområde, riskspridning och kredittagning samt om principerna för värdering av tillgångarna och om finansinspektionens tillsynsskyldighet. Dessa bestämmelser på lagnivå föreslås bli kompletterade med vederbörande ministeriums föreskrifter.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

	Sida
PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL .....	1
ALLMÄN MOTIVERING .....	3
1. Inledning .....	3
1.1. Den finländska fastighetsmarknaden .....	3
1.2. Värdepapperisering .....	3
1.3. Metoder för värdepapperisering av fastigheter .....	4
1.4. Fördelarna av värdepapperiseringen .....	5
1.5. Risker som är förenade med värdepapperisering av fastigheter .....	7
2. Nuläget .....	8
2.1. Lagstiftningen .....	8
2.1.1. Lagen om placeringsfonder .....	8
2.1.2. Regeringens proposition med förslag till lag om placeringsbolag .....	9
2.1.3. Lagen om aktiebolag .....	10
2.2. Den internationella utvecklingen och utländsk lagstiftning .....	10
2.2.1. Allmänt .....	10
2.2.2. Värdepapper baserade på fastighetskrediter .....	11
2.2.3. Fastighetsplaceringsbolag .....	14
2.2.4. Fastighetsplaceringsfonder .....	17
2.2.5. Övriga samägandeformer .....	20
2.2.6. Fastighetsfutures .....	20
2.3. Bedömning av nuläget .....	21
2.3.1. Den finländska lagstiftningen och behoven att ändra den .....	21
2.3.2. Placeringsfondernas verksamhet .....	22
2.3.3. Fastighetsplaceringsbolagens verksamhet .....	22
3. Propositionens syften och de centrala förslagen .....	23
3.1. Propositionens syften .....	23
3.2. De centrala förslagen .....	24
4. Propositionens verkningar .....	24
4.1. Ekonomiska verkningar .....	24
4.1.1. Verkningar på näringslivet .....	24
4.1.2. Verkningar på samhällsekonomin .....	24
4.2. Övriga verkningar .....	25
5. Ärendets beredning .....	25
5.1. Beredningsskeden och -material .....	25
5.2. Utlåtanden .....	25
6. Andra omständigheter som inverkat på propositionens innehåll .....	25
DETALJMOTIVERING .....	25
1. Motivering till lagförslaget .....	25
2. Ikraftträdande .....	43
3. Lagstiftningsordning .....	44
LAGFÖRSLAGEN .....	44
Lag om fastighetsfonder .....	44

## ALLMÄN MOTIVERING

### 1. Inledning

#### 1.1. Den finländska fastighetsmarknaden

Av tradition har fastighetsplaceringar ansetts vara en synnerligen trygg placeringsform, på grund av deras långsiktighet och säkra avkastning. Fastighetsplaceringar har också skyddat mot inflation.

Under de senaste åren har fastighetssektorn genomgått en global kris. Efter att fastighetspriserna skruvats upp till orealistiska höjder följde en djup depression, i vars kölvatten det dök upp nya osäkerhetsfaktorer på denna placeringsmarknad som tidigare betraktats som synnerligen stabil. Den ökande efterfrågan ledde till att företagets och hushållens skuldsättningsgrad ökade drastiskt, till kraftiga prisstegringar på bostäder och fastigheter samt till investeringar som byggde på överdrivet optimistiska räntekalkyler. Fastighetsmarknaden drabbades hårt av den krasch som följde. De fallande fastighetsvärdena utlöste en kris till följd av kredittagarnas återbetalningssvårigheter.

Finansmarknadens viktigaste funktion är att så effektivt, förmånligt och säkert som möjligt styra kapital från enheter som ger ekonomiskt överskott till enheter som har kapitalunderskott. En stor del av den finländska samhällsekonomins sammanlagda placeringar hänförs till fastigheter. För vår samhällsekonomi är det av största vikt att fastighetsplaceringarna faller väl ut och ger konkurrenskraftig avkastning. Det finns för närvarande en hel del fastighetsägare som har blivit ägare till sina fastigheter mer eller mindre mot sin vilja. På placeringsmarknaden konkurrerar fastigheterna med flera andra placeringsformer. Placerarna är nu mera avkastningsmedvetna än tidigare.

Fastigheter utgör stora, odelade enheter av en heterogen och områdesbunden karaktär. För förvaltning av en fastighetsmassa krävs det yrkesskicklighet och erfarenhet. Värdepapperisering av fastigheter är ett sätt att hantera fastighetsrelaterade problem på ett från marknadens synpunkt tillfredsställande sätt.

Utöver liv-, pensions- och skadeförsäkringsbolagen finns det också andra institutio-

nella placerare som eventuellt har intresse av likvida fastighetsplaceringar. Det är svårt att intressera utländska fastighetsplacerare för den finländska fastighetsmarknaden om denna inte är värdepapperiserad. Kännetecknande för vår fastighetsmarknad är dessutom dess kraftiga centralisering och fåtaliga aktörer, vilket inverkar negativt på marknadens effektivitet och på potentiella placerares förtroende för den.

#### 1.2. Värdepapperisering

Under de senaste 10—15 åren har finansmarknaden undergått genomgripande förändringar till följd av internationaliseringen och avregleringen samt till följd av den datatekniska utvecklingen och de förändringar som skett i den samhällsekonomiska verksamhetsmiljön. Antalet finansiella transaktioner har vuxit snabbt, samtidigt som utbudet av placeringsobjekt har blivit större och pris-sättningsmekanismerna effektivare. På finansmarknaden har värdepapperiseringen (på engelska *securitisation*) en central betydelse.

Syftet med värdepapperiseringen är i allmänhet att omvandla illikvida och riskexponerade tillgångar till en form som förbättrar likviditeten och minskar riskexponeringen. Med tanke på placerarnas förtroende är det viktigt att fasta särskilt avseende vid egenkaperna hos och värderingen av de tillgångar som skall värdepapperiseras samt vid att de ger ett säkert och tillräckligt kassaflöde. Värdepapperiseringen har de bästa förutsättningarna att lyckas ifall den avser kvalitetsmässigt likvärdiga tillgångar med prognosticerbara avkastnings- och risknivåer samt ifall det finns att få tillförlitlig information från en längre period om tillgångarnas värde och om hur deras avkastning utvecklats samt om det företag som genomför värdepapperiseringen och dess ledning.

Värdepapperiseringen innebär att tillgångarna säljs till ett för ändamålet bildat specialbolag. För att finansiera affären emitterar specialbolaget (*special purpose vehicle*) värdepapper i rättigheterna till de värdepapperiserade tillgångarna. Värdepapperens pris återspeglar tillgångarnas värde. Specialbolaget köper de värdepapperiserade tillgångarna

på villkor som förpliktar säljaren att förvalta tillgångarna och överstyra avkastningen till placerarna. Eftersom värdepapperiseringen medför kostnader måste de tillgångar som överförs vara relativt stora. De av specialbolaget emitterade värdepapperen förenas med garanti- och säkerhetsarrangemang som syftar till att minimera de slutliga placerarnas kredit- och likviditetsrisker. På den internationella marknaden måste de specialbolag som det här är fråga om ofta låta ett utomstående riskklassificeringsinstitut riskklassificera de emitterade värdepapperen.

För förvaringen och förvaltningen av sina tillgångar, sitt kassaflöde och sina säkerheter måste specialbolaget anlita ett särskilt servicebolag (*special purpose company*), ofta ett kreditinstitut eller något annat finansiellt institut. Servicebolagets uppgifter och de krav som ställs på det bestäms i allmänhet i en lag som reglerar dess verksamhet. Servicebolaget debiterar specialbolaget för sina tjänster.

Värdepapperiseringen förutsätter också att det finns en värdepappersförmedlare som sköter emissionen av specialbolagets värdepapper. Förmedlaren kan också fungera som marknadsgarant för värdepapperen och förbinda sig att i alla situationer lägga såväl köpsom säljbud på dem. Detta förfarande minskar placerarnas likviditetsrisk.

På den internationella marknaden har man många års erfarenheter av att värdepapperisera fastigheter. De framgångsrikaste arrangemangen inom branschen är långsiktiga och inriktade på att generera ett stabilt kassaflöde. De bygger ett omsorgsfullt strategiskt förarbete och på grundliga marknadsanalyser samt på tillförlitlig placerarinformation. Andelen eget kapital är stor, medan försäljningsvinsternas andel av totalavkastningen är mindre framträdande.

I praktiken har man i vissa länder värdepapperiserat bankers och andra finansiella instituts bostadslån, billån och kreditkortstillgodohavanden. Också krediter med fastighetssäkerhet samt företags försäljnings- och leasingtillgodohavanden har värdepapperiserats i stor utsträckning.

I Finland är det möjligt att värdepapperisera fastigheter genom placeringsbolag och placeringsfonder. Det är inte ändamålsenligt att i vårt land utveckla komplicerade nya system för värdepapperiseringen. Snarare bör vi hålla oss till internationellt vedertagna metoder.

### 1.3. Metoder för värdepapperisering av fastigheter

De internationellt sett vanligaste metoderna för värdepapperisering av fastigheter är att utgå från värdepapper som är baserade på fastighetskrediter, från fastighetsplaceringsbolag och fastighetsplaceringsfonder samt från andra samägandeformer och fastighetsfutures.

#### *Värdepapper baserade på fastighetskrediter*

Finansiella institut kan återfinansiera sina fastighetstillgodohavanden genom att emittera kreditbaserade masskuldebrev och andra värdepapper. Detta förfarande innebär att ett finansiellt institut säljer en bestämd mängd tillgodohavanden av en viss typ till ett specialbolag, som finansierar köpet genom att emittera värdepapper. Genom värdepapperiseringen är det möjligt att eliminera och hantera de med krediterna och tillgodohavandena sammanhängande ränteriskerna samt att erbjuda placerarna bättre ränteavkastning än för andra värdepapper på motsvarande risknivå. Från finansmarknadens synpunkt är det fråga om att omvandla fordringarna till eftermarknadsdugliga värdepapper.

#### *Fastighetsplaceringsbolag*

Ett fastighetsplaceringsbolag är ett aktiebolag med fast aktiekapital. Dess huvudsakliga verksamhet är att äga, förvalta och bedriva handel med fastigheter och aktier i fastighetsplaceringsbolag. Bolaget kan också bedriva värdepappershandel eller byggherreverksamhet. Bolag som bedriver fastighetsplaceringsverksamhet förvärvar fastigheter som långsiktiga placeringar och hyr ut dem. Aktierna i ett sådant bolag värderas genom att bolagets nettotillgångar divideras med antalet aktier. Bolag som bedriver fastighetshandel låter bygga och köper fastigheter för att omedelbart sälja dem vidare. Aktier i sådana bolag motsvarar fastigheter i andra börsbolag.

#### *Fastighetsplaceringsfonder*

På den internationella kapitalmarknaden finns det både fastighetsplaceringsfonder med rörligt och fastighetsplaceringsfonder med fast kapital. En fastighetsplaceringsfond

med rörligt kapital placerar sina medel huvudsakligen i fastighetstillgångar och det uppställs inga begränsningar för värdet av dess egendom eller för antalet placerare. En fastighetsplaceringsfond med rörligt kapital är skyldig att på anfordran lösa in sina fondandelar. Denna inlösningsskyldighet har i flera länder lett till allvarliga likviditetsproblem för fonderna, i synnerhet när det varit fråga om små marknader med begränsad likviditet. En fastighetsplaceringsfond med rörligt kapital har vanligen en stor del av sina tillgångar i form av likvid egendom. För att en fastighetsplaceringsfond med rörligt kapital skall kunna verka måste den ha synnerligen stora tillgångar med god riskspredning samt en bred ägarbas som inte har benägenhet att reagera på tillfälliga marknadsstörningar. Under en lågkonjunktur är det vanligt att placerarna vill få sina andelar inlösta, eftersom de anser att deras pris överstiger det faktiska värdet. En förutsättning för att verksamhetsförutsättningarna för en fastighetsplaceringsfond med rörligt kapital skall kunna tryggas är att det råder förtroende för fastighetsvärderingen.

En fastighetsplaceringsfond med fast kapital kombinerar de bästa egenskaperna hos en fastighetsplaceringsfond med rörligt kapital och ett fastighetsplaceringsbolag och eliminerar därmed många problem. Fastighetsplaceringsfonder med fast kapital är ett fungerande alternativ på den internationella fastighetsmarknaden.

Fastighetsplaceringsfonder med fast kapital har inte någon skyldighet att lösa in fondandelar, vilket innebär att de inte ställs inför samma likviditetsproblem som fastighetsplaceringsfonder med rörligt kapital. I allmänhet har det uppställts begränsningar för verksamhetstiden och antalet fondandelsägare när det gäller fastighetsplaceringsfonder med fast kapital.

#### *Andra former av samägande*

På den internationella marknaden förekommer det flera placeringsformer som kanalisera också mindre kapital till fastigheter. Dessa placeringsformer ger placerarna möjligheter till riskspredning och tillgång till professionell förvaltning. Kännetecknande för denna placeringstyp är avsaknaden av offentlig handel, vilket försämrar placeringarnas likviditet.

I allmänhet är samägandeformerna specia-

liserade på vissa marknadsområden, vilket ger de bästa möjligheterna att utnyttja ledningens specialkunnande och marknadskännedom. De framgångsrikaste samägandeformerna är de som undviker överstora riskexponeringar i förening med främmande kapital och fastighetsutvecklingsprojekt. Dessa sammanslutningar reglerar ofta riskspridningen, placeringsobjekten, andelen främmande kapital samt värderingsgrunderna för tillgångarna.

#### *Fastighetsfutures*

Fastighetsfutures är en typ av indexfutures. Indexen anger fastighetsvärden och -avkastningar. Placerarna på marknaden för fastighetsfutures förvärvar i säkringssyfte positioner som är motsatta i förhållande till deras positioner på den egentliga fastighetsmarknaden. Med hjälp av futures kan en placerare skydda sig mot hyresstegringar, mot oväntat långsamma eller snabba uppgångar i fastighetspriserna, mot förändringar i räntorna på fastighetskrediter samt mot prisrisker i samband med byggnads- och utvecklingsprojekt.

För att marknaden för fastighetsfutures skall fungera förutsätts den attrahera dels placerare som vill skydda sig mot ränterisker, dels placerare som är villiga att ta risker. En placerare på futurmarknaden vill dra nytta av förändringar på fastighetsmarknaden utan att göra några egentliga placeringar på denna. Futures kan också användas för att sprida de risker som är förenade med existerande fastighetsinnehav.

Den största enskilda förmögenhetstypen för vilken det inte finns någon derivatmarknad utgörs av fastigheter. På den internationella kapitalmarknaden har det inte ännu utvecklats något system för fastighetsfutures. Detta beror på den misslyckade tidsplaneringen och administreringen samt på fastighetsmarknadens bristande flexibilitet.

#### **1.4. Fördelarna av värdepapperiseringen**

Bland fördelarna av värdepapperiseringen av fastigheter kan nämnas förbättrad likviditet och eliminering av vissa riskfaktorer. Vidare blir fastighetsmarknaden attraktiv för nya placerare samtidigt som dess informationsnivå och effektivitet förbättras.

Placerarnas uppfattning om fastighetsplaceringarnas likviditet har en avgörande be-

tydelse för placeringsbesluten. Likviditeten är liktydig med möjligheten att köpa eller sälja placeringsobjekten inom en skäligen tid, utan att någon enskild transaktion påverkar marknadsprisnivå. Likviditeten är ett relativt begrepp, eftersom fastigheter är illikvida i förhållande till övriga placeringsformer.

Genom värdepapperisering av fastigheter är det möjligt att påverka placeringsystemets likviditet på så sätt att enheterna blir mindre samtidigt som marknadsparterna blir flera, transaktionerna snabbare och transaktionskostnaderna lägre. Eventuella marknadsgaranter säkrar likviditeten, vilket möjliggör kortare placeringar. Likviditeten ökar placerarnas möjligheter att reagera och minska eventuella problem med allokering av tillgångarna. Olika typer av derivatinstrument skapar nya möjligheter att reglera placeringar och de därmed sammanhängande riskerna. En förutsättning för derivatmarknadens utveckling är, vid sidan av en tillräckligt stor derivatmarknad, att kunniga placereare aktivt bedriver handel på marknaden.

Om likvida värdepapper och om värdepapper som är föremål för offentlig handel samt om transaktioner med sådana publiceras regelbundet avkastnings- och riskinformation. Sådan information kan inte sammanställas om direkta fastighetsplaceringar. Siffror för direkta fastighetsplaceringars avkastning baserar sig endast på priskalkyler. Den accentuerade informationsskyldigheten ökar placerarskyddet.

Bland övriga fördelar av värdepapperiseringen kan nämnas de som sammanhänger med bokföringen och kapitalanskaffningen. Värdepapperiseringen innebär att fastighetstillgångarna inte längre upptas i balansräkningen, att de med dem sammanhängande förpliktelserna bortfaller, att behovet av eget kapital minskar samt att bättre ekonomiska nyckeltal. De värdepapper som emitteras kan få en bättre riskklassificering än den som genomför värdepapperiseringen har. Värdepapperiseringen ger alternativa finansieringsmöjligheter, vilket innebär att beroendet av enskilda finansieringskällor avtar och riskerna minskar samt att finansieringskostnaderna sjunker på sikt. Då värdepapperiseringen innebär att fastighetstillgångarna inte längre upptas i balansräkningen kommer samtidigt den egendomsrelaterade risken att överföras på placerarna.

För placerarna är det fördelaktigt att marknaden tillförs en ny typ av placeringsobjekt

som ger dem bättre möjligheter att genom små placeringskapital indirekt bli delaktiga i förmögenhetsmassor som annars skulle vara utom räckhåll för dem, till följd av att de är förenade med höga räntor och odelade samt kräver professionell förvaltning. Genom att egendomen delas upp i mindre poster kan placerarna sprida sina placeringsrisker. Till följd av de snabba förändringarna i verksamhetsmiljön har likviditeten fått en större betydelse för placerarna. För placerarna är det av stor betydelse att noggrant kunna tidsplanera sina placeringsbehov. Det läggs följaktligen allt större vikt vid att det skall vara enkelt att gå in på marknaden respektive lämna den. Enskilda transaktioner kan i hög grad påverka prisnivån på en illikvid fastighetsmarknad.

Värdepappersmarknadens exakta prisinformation avspeglar omedelbart den information som på en effektiv marknad är relevant för vissa värdepappers värde. Priserna på direkta fastighetsplaceringar reagerar betydligt långsammare på förändrade omständigheter. På de mest utvecklade internationella marknaderna förekommer det fastighetsavkastningsindex. Dessa räknas på uppskattade fastighetspriser. Problemet med sådana kalkyler är att de ofta underskattar prisförändringar, ger en skev bild av den faktiska avkastningsutvecklingen och reagerar långsammare på marknadsförändringar än de faktiska priserna. Det är svårt att fastställa fastighetsmarknadens faktiska prisnivå. Prisutvecklingen på fastighetsvärdepapper har konstaterats ge en antydning om utvecklingen på fastighetsmarknaden. Detta underlättar riskhanteringen i samband med fastighetstillgångar, framförallt under en lågkonjunktur. Värdepapperspriserna kan ligga antingen högre eller lägre än de beräknade fastighetspriserna. Ju längre specialiserad fastighetsplaceringsverksamheten är, desto bättre avspeglar värdepapperens avkastningsutvecklingen på fastighetsmarknaden.

Mången placerare anser inflationskyddet vara en viktig faktor när det gäller fastighetsplaceringar. Direkta aktieplaceringar och ränteinstrument ger inte något inflationskydd. Fastighetsplaceringarnas inflationskyddande egenskaper är i hög grad beroende av den allmänna marknadssituationen.

En direkt fastighetsplacering innebär att placeraren kan besluta om underhållet och finansieringen samt om villkoren i eventuella hyresavtal. Eftersom aktiv fastighetsför-

valtning kräver specialkunskaper och arbetsinsatser orsakar den avsevärda kostnader. En placerare som köper fastighetsvärdepapper slipper förvaltningen av fastighetsbeståndet.

### 1.5. Risker som är förenade med värdepapperisering av fastigheter

Värdepapperiseringen sammanhänger med risker som det är viktigt att eliminera för att en effektiv marknad skall kunna skapas och placerarnas förtroende vinnas. Värdepapperiseringen är en tidskrävande transaktion som inklusive riskklassificering och garantiarrangemang medför en hel del förvaltningskostnader. Den egendom som värdepapperiseras måste därför vara så stor och räntabel att dess avkastning räcker både för att tillgodose placerarnas krav och för att täcka förvaltningskostnaderna. Vid värdepapperiseringen kan också de fastighetsrelaterade grundläggande placerarriskerna hamna i skymdan och informationen om dem försvåras.

För specialbolag medför värdepapperiseringen risker som bl.a. sammanhänger med finansieringen, ränte- och valutakursutvecklingen samt med företagsimagen. Finansieringsrisken innebär att ett företag inte lyckas skaffa medel för att fullgöra sina åtaganden. En finansieringsrisk kan uppkomma t.ex. genom att det sker överraskande förändringar i kassaflödena. I samband med värdepapperiseringen kan en finansieringsrisk konkretiseras, om det medan emissionen pågår sker en plötslig omsvängning i marknadsläget och det därmed blir svårt att sälja aktierna eller skuldebrev. Med ränterisk avses en av förändringar i ränteläget orsakad osäkerhet om ett företags nettoavkastning. Ränterisken kan gälla främmande kapital med fast eller rörlig ränta. Den är beroende av hur balansräkningen reagerar på ränteförändringar. Valutakursrisken aktualiseras i sådana fall då ett fristående bolag använder valutakredit för att finansiera sin verksamhet, skaffar utländskt kapital för att köpa tillgångar som skall värdepapperiseras eller köper utländska fastigheter. Kursväxlingar kan orsakas bl.a. av förändringar i den allmänna ekonomiska utvecklingen samt i valutans externa värde. Imagerisken innebär att det i samband med värdepapperiseringen är osäkert hur placerarna kommer att förhålla sig till emittentens värdepapper. Om attityderna till ett företag är negativa kan detta vara ägnat

att avsevärt minska efterfrågan på värdepapperen. Effekten blir densamma om det i den egendoms massa som skall värdepapperiseras ingår fastigheter som har dåligt rykte eller ger svag avkastning.

De risker som en fastighetsplacering sammanhänger med särdragen i fastighetsbeståndet, bl.a. hyres-, bransch- och planeringsriskerna. Fastighetsplaceringar är vanligen också förenade med rättsliga, skattemässiga och legislativa risker samt med kostnads-, informations-, finansierings- och likviditetsrisker.

Hyresrisken består i att en hyresgäst inte betalar avtalad hyra till hyresvärden eller i att hyresvärden inte lyckas hyra ut lokaliteterna. Den kan också bestå i att hyresgästen inte uppfyller andra avtalade förpliktelser eller i att han skadar hyresobjektet så att dess värde sjunker. Branschriskerna sammanhänger med att placeringarna avser stora enheter samt med placeringsobjektens användningsändamål. Branschriskerna är ofta en följd av fastighetsbeståndets områdesbundenhet, av de inom landet rådande regionala utvecklingskillnaderna som i hög grad påverkar fastigheternas avkastning samt av de skillnader som råder mellan olika länder. Samhälleliga beslut kan leda till att en fastighetsplacering utsätts för planeringsrisker, dvs. planerings-, trafik- och regionalpolitisk osäkerhet. Eventuella rättsliga problem i samband med fastighetsplaceringsverksamheten kan uppkomma till följd av att den lagstiftning som gäller i det land där fastigheterna är belägna skall tillämpas på dessa. Med legislativa risker avses de återverkningar som lagändringar har på placeringsavkastningar. En placerare fäster stort avseende vid beskattningsaspekterna när han beslutar om sina placeringsobjekt. En ändring av beskattningen kan antingen gälla samtliga placeringsformer på en viss marknad eller enbart fastighetsplaceringarna. En oförutsedd stegring av fastighetsbeståndets underhålls-, reparations- och utvecklingskostnader utsätter placeringsverksamheten för kostnadsrisker. Kostnadsrisker kan orsakas t.ex. av en omläggning av den arkitektoniska inriktningen eller av de krav som den moderna teknologin ställer. Med informationsrisken avses att någon av marknadsparterna har tillgång till bättre information om fastighetsbranschen än de andra eller åtminstone bättre förutsättningar att utnyttja den tillbudsstående informationen. Fastighetsmarknaden är känd för sin ineffektiva information. Placerarens fi-

nansieringsrisk sammanhänger med tillgången på finansiering och med finansieringens pris. Likviditetsrisken sammanhänger direkt med placerarnas betalningsförmåga. Det faktum att fastighetsplaceringar är relativt långsiktiga och avser stora enheter samt är svåra att omsätta i pengar har betydelse för finansierings- och likviditetsriskens storlek.

Fastighetsplaceringar är utsatta för ekonomiska, politiska, administrativa och sociala risker samt för risker som hänför sig till naturkrafter, miljön och genomförandet av vissa projekt. Riskerna kan ytterligare indelas i rurala och urbana risker samt i regionala risker och fastighetsrelaterade risker.

De risker som ett företag som värdepapperiserar fastighetsbestånd utsätter sig för när det gäller finansieringen, ränteutvecklingen och placeringsefterfrågan, sammanhänger med hur finansieringen av transaktionen utfaller. Riskerna beror på huruvida grundandet av ett specialbolag finansieras med eget eller främmande kapital samt huruvida företaget genomför värdepapperiseringen på egen hand eller i samarbete med andra parter. Om värdepapperiseringen genomförs i samarbete minskar riskerna och samtidigt avkastningen, eftersom dessa i allmänhet delas mellan samtliga parter i förhållande till dessas ägarandelar eller kapitalinsatser. Om ett specialbolags verksamhet finansieras med främmande kapital beror riskerna på andelen främmande kapital, utvecklingen av fastigheternas värde samt på hur framgångsrik affärsverksamheten är i sin helhet. Om andelen främmande kapital är stor och balansräkningen upptar ett stort fastighetsbestånd, är ränterisken betydande. Om ett specialbolag finansieras med eget kapital får det företag som värdepapperiserar fastighetsbeståndet vederlag i form av andelar i fastighetsplaceringsfonden eller aktier i fastighetsplaceringsbolaget. Riskexponeringen blir i så fall beroende av bolagets resultat. Ju större andelen eget kapital är, desto mindre är specialbolagets ränte- och finansieringsrisk. Riskerna övergår emellertid i detta fall på dem som investerat eget kapital.

Vid värdepapperiseringen av fastighetsbestånd är det skäl att också beakta risken för att värdepapperiseringen inverkar på företagets verksamhet och nyckeltal. Företaget kan för att säkerställa placerarefterfrågan vara frestat att till specialbolaget för värdepapperisering överföra sina bästa tillgångar. Därför måste det beaktas hur avskiljandet av de

tillgångar som skall värdepapperiseras påverkar den återstående förmögenhetsmassan.

Vid värdepapperisering av fastigheter utsätts placerarna eventuellt för ränterisker, värdepappersrelaterade likviditetsrisker samt informationsrisker.

Ränterisken kan falla ut t.ex. om räntorna stiger och ränteinstrument skulle ge bättre avkastning än de emitterade värdepapperen. När räntorna stiger sjunker vanligen aktiepriserna. Prissänkningen på långfristiga värdepapper blir då kraftigare än på kortfristiga värdepapper. Ränterisken kan också förändras till en kapitalrisk ifall värdepapperspriserna sjunker. Likviditetsproblemen är beroende av om placeraren alltid när han så önskar kan sälja värdepapperen.

Informationsrisken sammanhänger med placerarens osäkerhet om huruvida det värdepapperiserande företaget ger honom all den väsentliga information som har betydelse för placeringens lönsamhet.

## 2. Nuläget

### 2.1. Lagstiftningen

#### 2.1.1. Lagen om placeringsfonder

Lagen om placeringsfonder (480/1987) trädde i kraft den 1 september 1987. De ändringar i lagen som avtalet om Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (*EES-avtalet*) förutsatte trädde i kraft den 1 januari 1994 (748/1993). I samband med att revisionslagen (936/1994) stiftades gjordes dessutom vissa ändringar (943/1994) i lagen om placeringsfonder. Dessa trädde i kraft den 1 januari 1995. Lagen om placeringsfonder stiftades för att utveckla den finländska värdepappers- och placeringsmarknaden samt för att förbättra värdepappersplacernas rättsliga ställning. I syfte att förbättra och upprätthålla de finländska placeringsfondernas internationella konkurrenskraft gjordes vissa ändringar i lagen om placeringsfonder genom en lag som trädde i kraft den 1 augusti 1996 (583/1996). Revideringen har förbättrat lagens funktion när det gäller att trygga fondplaceringsverksamhetens effektivitet och förbättra placerarnas ställning.

Syftet med placeringsfondsverksamheten är att erbjuda allmänheten möjlighet att delta i gemensamma placeringar huvudsakligen i värdepapper. En placeringsfond är en fond som ägs av de personer, samfund och stiftel-



ser som har placerat medel i den. En placeringsfond är inte en juridisk person utan en form av samägande. Fondbolaget som förvaltar en placeringsfond är ett aktiebolag och det verkar på fondens vägnar och i dess namn.

Enligt 2 § lagen om placeringsfonder får verksamhet där allmänheten erbjuds att delta i gemensamma placeringar i värdepapper bedrivs endast såsom fondverksamhet eller så, att deltagandet i placeringen sker genom tecknande av aktier i aktiebolag som bedriver sådan placeringsverksamhet. Syftet med denna bestämmelse är att hindra att fondverksamhet bedrivs t.ex. av öppna bolag eller kommanditbolag, vilkas personliga ansvar kan utsätta placerarna för oskäligt stora risker.

Fondbolagets aktiekapital skall uppgå till minst en miljon mark. Beloppet skall i sin helhet vara inbetalt i pengar innan bolaget inleder sin fondverksamhet. I lagen begränsas kapitalkravet så att aktiekapitalet inte nödvändigtvis behöver ökas när det uppgår till minst tio miljoner mark. Placeringsfondens begynnelsekapital skall uppgå till minst tio miljoner mark och fonden skall ha minst 50 andelsägare. Beloppet av placeringsfondens begynnelsekapital samt minimiantalet fondandelsägare skall uppnås inom sex månader efter det att placeringsfonden började med sin verksamhet. Syftet med lagen om placeringsfonder är inte att främja placeringar av en typ som skenbart uppfyller kraven på gemensam placeringsverksamhet, men som i praktiken skulle leda till att placeringsfondsverksamheten är öppen för deltagande endast av en begränsad krets personer, samfund och stiftelser.

Placeringsfonden är skyldig att emittera fondandelar samt att på anfordran återinlösa dem. Placeringsfonden skall ha de kontanta medel som verksamheten förutsätter och den skall vid behov sälja värdepapper för att kunna fullgöra sina åtaganden. Inlösningsdagen skall ske till det beräknade värdet på inlösningsdagen. Den centrala principen för placeringen av fondens medel är att riskerna skall spridas. I lagen anges under vilka förutsättningar riskerna anses vara tillräckligt spridda. De finländska placeringsfonderna är värdepappersfonder. En placeringsfonds tillgångar kan placeras i såväl finländska som utländska värdepapper.

För främjande av en effektiv förmögenhetsförvaltning har ett fondbolag också rätt

att placera placeringsfondens tillgångar i derivatinstrument. Ett fondbolag kan ha behov av att placera i derivatinstrument om det vill skydda placeringsfondens tillgångar mot kursväxlingar och ränterisker.

#### 2.1.2. Regeringens proposition med förslag till lag om placeringsbolag

Till riksdagen avläts 1997 en proposition med förslag till lag om placeringsbolag. Propositionen godkändes emellertid inte och projektet förföll.

Det centrala syftet med propositionen var att skapa förutsättningar för organiserat värdepapperssparande, förbättra småspararnas placeringsmöjligheter och rättssäkerhet samt företagets finansieringsstruktur samt framförallt att förstärka företagets kapitalstruktur genom aktiefinansiering. Placeringsbolagen föreslogs stå under offentlig tillsyn och de skulle samla in medel hos allmänheten och placera dessa på olika sätt. Placeringsobjekten föreslogs vara bl.a. aktier, obligationer och andra värdepapper, vilkas avkastning och eventuella värdestegring skulle ha kommit placerarna till godo. Spararna skulle samtidigt ha varit delägare i placeringsbolaget, med de rättigheter som tillkommer aktieägare.

Aktiekapitalet i ett placeringsbolag skulle enligt förslaget ha indelats dels i fast eller egentligt aktiekapital, dels i rörligt aktiekapital. Medelsanskaffningen skulle ha skett genom innehavaraktier utställda i rörligt kapital. Placeringsbolaget skulle ha varit skyldigt att hos allmänheten återinlösa emitterade innehavaraktier. Spararna skulle ha fått avkastning på sina placeringar antingen i form av dividend som placeringsbolaget delade ut eller i form av värdestegring på aktierna. Genom reglering av placeringsverksamheten var det meningen att minimera de med värdepapperssparandet förenade riskerna och olägenheterna. Placeringsbolaget skulle ha fått placera endast en viss andel eller ett visst belopp av sitt eget kapital i varje placeringsobjekt. Särskild uppmärksamhet föreslogs bli ägnad placeringsbolagets soliditet och likviditet.

Enligt förslaget skulle det säkerställas att ägarna till innehavaraktierna var representerade i placeringsbolagets samtliga organ. Placeringsbolaget skulle åläggas att offentliggöra information om sin placeringsverksamhet. Placeringsbolagen föreslogs stå un-

der bankinspektionens tillsyn.

### 2.1.3. Lagen om aktiebolag

Den gällande lagen om aktiebolag (734/1978) trädde i kraft den 1 januari 1980. Lagen om aktiebolag gäller också vissa aktiebolag om vilka det finns speciallagstiftning, om inte annat bestäms i den ifrågavarande lagen.

I mitten av 1980-talet gjordes lagändringar (701/1985) som underlättade nordiska medborgares deltagande i bildande och förvaltning av bolag och år 1988 ändrades bestämmelserna om skyldighet att sända in bokslut (501/1988). I samband med lagstiftningen om värdeandelssystemet fogades till lagen om aktiebolag ett nytt 3 a kap. (832/1991). När EES-avtalet trädde i kraft ändrades nationalitets- och hemortskraven för aktiebolags stiftare, styrelse- och förvaltningsrådsmedlemmar, verkställande direktör och revisorer (92/1993).

En annan reform som påverkat aktiebolagen och deras verksamhet är upphävandet av lagen om utlänningars samt vissa sammanslutningars rätt att äga och besitta fast egendom och aktier (1612/1992), som innebär att utlänningssklausulerna i aktiebolagens bolagsordningar blev ogiltiga. Samtidigt slopades indelningen i bundna och fria aktier. En annan viktig reform som uttryckligen gällde aktier som är föremål för offentlig handel gjordes då värdepappersmarknadslagen (495/1989) stiftades. Flera av värdepappersmarknadslagens regleringar gäller närmast informationsskyldighet för bolag som har emitterat aktier på den offentliga marknaden. Dessutom är aktieägare i vissa situationer skyldiga att lösa in aktier. De senaste ändringarna i lagen om aktiebolag och därtill ansluten lagstiftning (145/1997) gjordes med anledning av Europeiska gemenskapernas bolagsrättsliga direktiv. I lagen gjordes då också flera nationellt betingade ändringar.

Den förnyade lagen om aktiebolag gör en indelning i privata respektive publika aktiebolag. I privata aktiebolag skall aktiekapitalet uppgå till minst 50 000 mark och i publika till minst 500 000 mark. Endast publika aktiebolags aktier och andra värdepapper får upptas till offentlig handel på värdepappersmarknaden. På privata aktiebolag tillämpas inte de stadganden som skall trygga placerarnas tillgång till information. I ett privat aktiebolag kan beslut i vissa situationer fat-

tas med iakttagande av lindrigare bestämmelser om kvalificerad majoritet än i publika aktiebolag.

Den förnyade lagen om aktiebolag innehåller också bestämmelser om tre nya typer av finansieringsinstrument, dvs. optionsrätt, preferensaktier och kapitallån. Med optionsrätt avses en självständig rätt att senare teckna aktier i bolaget. Tidigare var en sådan optionsrätt formellt inte ett självständigt finansieringsinstrument, utan den var sammankopplad med lån. En preferensaktie medför rösträtt endast i vissa ärenden som anges i lagen och bolagsordningen. Med kapitallån, som rätt långt motsvarar i rättspraxis sedan tidigare kända konsoliderade lån, kan bolag skaffa kapital som vid soliditetsberäkningen kan jämföras med eget kapital men som inte medför bestämmanderätt i bolaget.

## 2.2. Den internationella utvecklingen och utländsk lagstiftning

### 2.2.1. Allmänt

Värdepapperiseringen och de möjligheter som den ger sammanhänger med vissa särdrag i rättssystemen och finansmarknaderna. Viktigast i detta avseende är skillnaden mellan det anglosaxiska common law -systemet och det kontinentaleuropeiska rättssystemet. Det anglosaxiska rättssystemets trust-begrepp möjliggör värdepapperisering utan speciallagstiftning, vilket har påskyndat uppkomsten av en marknad för detta ändamål.

Värdepapperiseringen inleddes på den amerikanska marknaden i början av 1970-talet och gällde då i första hand bostadslån med in-teckningssäkerhet. Under den senare hälften av 1980-talet utsträcktes värdepapperiseringen också till bankernas och finansieringsbolagens kreditkorts- och leasingtillgodohavanden samt till företags försäljnings- och exporttillgodohavanden. Marknadsutvecklingen i USA har varit synnerligen snabb och i dagens läge är drygt 40 procent av bostadslånestocken värdepapperiserad. De genom värdepapperiseringen uppkomna instrumenten säljs till placerare huvudsakligen som standardiserade, ofta strukturellt sett långt utvecklade obligationslån. Särskilt värdepapperiseringen av försäljningstillgodohavanden finansieras också genom kortfristiga företagscertifikat.

I de kontinentaleuropeiska länderna har

genomförandet av värdepapperiseringen förutsatt speciallagstiftning. Belgien, Spanien och Frankrike har lagstiftning om de specialbolag som skall sköta värdepapperiseringstransaktionerna. Eventuella brister eller oklarheter i lagstiftningen har kringgåts genom grundande av specialbolag i utlandet. Europa är inte något enhetligt marknads- och valutaområde i samma bemärkelse som USA, där de regionala variationerna i efterfrågan på värdepapperisering effektivt kan utjämnas. Den europeiska oenhetligen härvidlag samt i bokförings- och beskattningshänseende är en bidragande orsak till att värdepapperiseringen inte har slagit igenom lika snabbt i Europa.

Staten kan delta i värdepapperiseringen antingen genom att äga ett bolag som bedriver värdepapperisering och ge detta indirekt stöd, eller genom att åstadkomma lagstiftning om specialbolag som bedriver värdepapperisering. I Europa förekommer det inte att staten bygger upp garantisystem för värdepapperiserade bostadskrediter, vilket är fallet i USA. Såväl i USA som i Canada har det redan länge tillhandahållits statliga kreditförsäkringar för bostadskrediter. I Europa har de till värdepapperiseringen ansluta extra säkerhetsarrangemangen ofta skötts genom kreditförsäkringar som beviljats av försäkringsbolag. Värdepapperisering har förutom i Nordamerika och Europa genomförts också i Australien och Nya Zeeland.

### 2.2.2. Värdepapper baserade på fastighetskrediter

#### USA

I USA finns det flera organisationer som värdepapperiserar bostadslån. Bland de viktigaste kan nämnas Federal National Mortgage Association (*Fannie Mae*), Government National Mortgage Association (*Ginnie Mae*) samt Federal Home Loan Mortgage Corporation (*Freddie Mac*). Dessa organisationer köper bostadslån från de ursprungliga kreditgivarna och finansierar sin verksamhet genom att emittera obligationslån. Organisationerna har grundats för att främja och förvalta utvecklingen på eftermarknaden för bostadskrediter och de har ett flertal verksamhetsformer, alltifrån emission av egna värdepapper till olika typer av borgens- och säkerhetsarrangemang.

*Fannie Mae* grundades redan år 1938 för

att främja utvecklingen av eftermarknaden för statsgaranterade bostadskrediter. Organisationen var ursprungligen statlig (*government agency*) med den ombildades år 1968 till ett aktiebolag. *Fannie Maes* uppgift är att erbjuda finansiering på bostadsmarknaden och att upprätthålla en likvid eftermarknad till stöd för bostadsfinansieringen. *Fannie Mae* köpte ursprungligen lån som garanterats av den federala bostadsstyrelsen (*The Federal Housing Administration*) men numera köper den också t.ex. bostadskrediter som har garanterats av försäkringsbolag. *Fannie Mae* anses alltså på finansmarknaden vara indirekt regeringssubventionerat (*"Government-Sponsored Enterprise"*). Först i början av 1980-talet började *Fannie Mae* emittera egentliga obligationslån (*mortgage-backed securities*).

*Ginnie Mae* grundades år 1968 på initiativ av departementet för bostads- och samhällsutveckling (*Department of Housing and Urban Development*). Bolagets syfte är att erbjuda hushåll i de lägre inkomstklasserna bostadskrediter. *Ginnie Mae* finansierar framförallt bostadskrediter som garanteras av den federala bostadsstyrelsen och veteranorganisationen (*The Veterans Association*). Säkerheten för *Ginnie Maes* obligationslån utgörs dels av de nämnda garantierna, dels av fastighetsintekningar. *Ginnie Mae* är USA:s största finansiär av värdepapperiserade bostadskrediter. *Ginnie Mae* emitterar obligationslån också på den internationella kapitalmarknaden. Dessa lån är förenade med en obetydlig kreditförlostrisk och avkastningen ligger rätt nära avkastningen för motsvarande federala obligationer med motsvarande lånetid.

*Freddie Mac* grundades år 1970 för att främja eftermarknaden för traditionella bostadskrediter. Syftet med organisationen är att upprätthålla kreditinstitutens kreditgivningsförmåga samt att utöka sortimentet av värdepapperiserade krediter så att det sträcker sig utanför *Fannie Maes* och *Ginnie Maes* verksamhetsområden. *Freddie Mac* köper bostadslån av lokala banker och andra kreditgivare.

Den offentliga maktens direkta eller indirekta deltagande skapade utmärkta förutsättningar för en värdepapperiserad bostadsfinansiering. Verksamhetsförutsättningarna gynnades av det faktum att USA:s värdepappersmarknad är stor och oenhetlig. Standardiseringen av de finansiella instrumenten

förbättrade marknadens likviditet. Vid sidan av Ginnie Mae, Fannie Mae och Freddie Mac finns det på marknaden ett stort antal organisationer som erbjuder bostadsfinansiering. Den effektiva konkurrensen har lett till att priset på bostadsfinansiering har sjunkit i jämförelse med finansiering som på traditionellt sätt förmedlas av banker och finansinstitut.

Ända till 1980-talet bestod de skuldebrev som emitterades av de ifrågakvarande organisationerna av värdepapper som gav placerarna äganderätt till en ospecificerad andel av en viss lånepool. Den ursprungliga låntagaren betalar räntor och amorteringar till poolen (*pool*), som vidarebefordrar betalningarna direkt till placerarna. Genom sådana lån skaffar sig emittenten en mängd bostadskrediter som till sina egenskaper är så enhetliga som möjligt och finansierar rörelsen genom att emittera obligationslån med fast ränta.

I USA har låntagarna av tradition fått betala tillbaka sina lån före förfallodagen. Denna möjlighet ökar placerarnas osäkerhet om de framtida kassaflödena och ger upphov till en återplaceringsrisk, ifall lånen betalas tillbaka i förtid under en period av sjunkande räntor. Möjligheten till förtida återbetalning har å ena sidan ökat placerarnas avkastningskrav och å andra sidan bidragit till att hålla vissa kategorier av placerare borta från marknaden. Som en lösning på dessa problem utvecklades i början av 1980-talet *CMO-obligationerna* (*Collateralised Mortgage Obligations*). CMO är uppbyggt av flera delar (*tranches*) med olika förtursrätt till de kassaflöden som sammanhänger med bostadskrediterna. Avkastningen av delarna beror på prioritetsställningen, vilket innebär att riskallokeringen förändras och att placeringarna bättre kan förutsäga kassaflödet av respektive tillgodohavande. I och med den lägre återplaceringsrisken har marknaden fått nya placerare. CMO är för närvarande det viktigaste instrumentet i samband med värdepapperiseringen av amerikanska bostadslån.

Under de senaste åren har det också emitterats en hel del obligationslån med rörlig ränta. Dessa har använts för finansiering av bostadskrediter med rörlig ränta. På detta sätt har man försökt minska sannolikheten för att lånen återbetalas i förtid. De organisationer som ställer garantier för bostadslån befattar sig inte dessa lån. Det har gjorts försök att förbättra deras kreditklassificering

genom extra säkerheter som ställts av försäkringsbolag och banker samt genom andra arrangemang.

#### Storbritannien

Storbritannien var det första europeiska landet som i februari 1987 började värdepapperisera fordringar. Därefter har redan närmare hundra sådana transaktioner utförts. Merparten av dessa åtgärder har avsett försäljning av finansbolags (*special finance companies*) tillgodohavanden, men också vissa banker har värdepapperiserat sina tillgodohavanden. Antalet värdepapperiserade bostadslån i förhållande till den totala bostadsfinansieringen är relativt litet, eftersom de största bostadskreditinstituten (*Building Societies*) inte har värdepapperiserat sina tillgodohavanden.

Myndigheterna har reglerat värdepapperiseringen. Den offentliga makten har emellertid inte börjat stödja värdepapperiseringen t.ex. genom att ställa borgen för värdepapperiserade bostadslån. År 1989 utfärdade Bank of England bestämmelser om försäljning och värdepapperisering av lån (*Notice on Loan Transfers and Securitisation*). I praktiken hade bestämmelserna preliminärt utformats redan före de första transaktionerna. I bestämmelserna anges hur värdepapperiseringen skall hanteras ur soliditetssynpunkt samt räknas upp under vilka förutsättningar banken inte behöver uppta överförda fordringar som balansräkningsposter och inte heller som ansvarsförbindelser utanför balansräkningen. Värdepapperiseringen av kreditkortstillgodohavanden och konsumtionskrediter regleras i konsumentkreditlagen (*Consumer Credit Act*). Lagen tillämpas inte på lån som överstiger 15 000 GBP.

Enligt Bank of Englands bestämmelser skall värdepapperiserade tillgodohavanden inte upptas i bankens balansräkning eller bland ansvarsförbindelserna utanför balansräkningen, ifall banken inte har rättsliga, moraliska eller ekonomiska åtaganden gentemot det ifrågakvarande specialbolaget. Utgångspunkten är den att borgenärsrättigheterna och -skyldigheterna i samband med överföringen av tillgodohavandena flyttas från säljaren till köparen, att de risker och ansvarsförbindelser som uppkommer för parterna i värdepapperiseringstransaktionen är ostridiga samt att centralbanken utövar tillsyn över de risker som uppkommer för par-

terna. Centralbanken godkände i slutet av 1992 på vissa villkor att in-tecknade obligationslån i soliditetshänseende behandlades som bostadskrediter.

De från bokföringssynpunkt centrala föreskrifterna är *Exposure Draft (ED) 49* och dess föregångare *ED 42*, som anger i vilka fall värdepapperiserade tillgodohavanden inte upptas i balansräkningen. Överföring av tillgodohavanden betraktas i bokföringshänseende som försäljning (*true sale*) endast ifall överlåtelsen inte strider mot det ursprungliga låneavtalet, ifall den ursprungliga långgivaren inte är skyldig att återköpa fordringarna, ifall kreditförlustrisken i sin helhet övergår på specialbolaget, ifall den ursprungliga långgivaren inte åsamkas förlust, ifall lånevillkoren arrangeras på nytt och ifall den ursprungliga lånesäljaren i samband med att specialbolagets verksamhet upphör inte får ut någon eventuell vinst.

#### Frankrike

Frankrikes första värdepapperisering genomfördes 1989. Därefter har över 30 sådana transaktioner gjorts, till ett sammanlagt värde av ca 50 miljarder FRF. År 1988 trädde en speciallag i kraft (*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*). Lagen möjliggjorde grundande av särskilda fonder (*Fonds Commun de Creances*) för överföring av krediter samt grundande av specialbolag för fondförvaltningen. Vid lagberedningen beaktades de franska bankernas svaga soliditet och den till värdepapperiseringen anslutna bokförings- och soliditetsregleringen gavs således en lindrigare utformning än i t.ex. Storbritannien.

Enligt lagen kan en fond skaffa samma typer av tillgodohavanden av andra finansiella institut, dock inte av försäkringsbolag. För fonden gäller också en transaktionsbegränsning som innebär att den får förvärva tillgodohavanden och emittera värdepapper endast en gång. Fonden är inte en juridisk person utan den förvaltas av ett bolag som står under myndigheternas tillsyn. Lånetiden för de tillgodohavanden som fonden köper skall vara minst två år. Av denna anledning har t.ex. kreditkortslån inte värdepapperiserats i Frankrike. Fonden får inte låna ut, pantförskriva eller sälja sina tillgodohavanden, utom i det fall att de underskrider 10

procent av det ursprungliga beloppet.

De begränsningar som gäller för fonderna har i någon mån bromsat värdepapperiseringen utveckling och medfört att vissa transaktioner genomförs utanför Frankrikes gränser. De hittills gjorda transaktionerna har antingen gällt värdepapperisering av ett enda lån, några stora lån eller flera mindre lån.

#### Spanien

Spaniens finansmarknad expanderade snabbt under 1980-talet samtidigt som regleringen liberaliserades. Tidigare utgjorde regleringen hinder för värdepapperisering. Det viktigaste hindret för värdepapperisering av bostadslån utgjordes av en lag som förbjöd försäljning t.ex. av lån med in-teckningssäkerhet till sådana institutionella placera-re som försäkringsbolag och pensionsfonder. Inom ramen för försäkringsbolagens placeringar värdepapperiserade lån omfattades inte av kapitalbasbestämmelserna. Numera kan försäkringsbolagen placera sina tillgångar i värdepapperiserade lån, förutsatt att dessa är kreditvärldiga. I samband med liberaliseringen stiftades lagar som möjliggör värdepapperisering. Något trust -begrepp förekommer inte i den spanska lagstiftningen.

Den första värdepapperiseringen skedde 1990, då flera bankers bilkrediter samlades ihop. Då var det inte ännu möjligt att grunda specialbolag i värdepapperiseringssyfte. Transaktionen förvaltades av organisatören, dvs. Citibank Espana, och såldes till placera-rarna som ett privat lån (*Private Placement*). De banker som hade sålt billånen ville genom värdepapperiseringen kringgå de begränsningar som i ett tidigare skede hade uppställts för kreditgivningens tillväxt.

Den sommaren 1992 godkända lagen gjorde det möjligt att grunda specialbolag i Spanien, vilket avsevärt förbättra förutsättningarna för värdepapperisering. Specialbolagen står under myndigheternas övervakning och får förvalta fonder (*fondos de titulization hipotecaria*) som äger tillgodohavanden. Fonderna är inte juridiska personer. Till åtskillnad från vad som är fallet i Frankrike får till fonderna medan de är aktiva överfö-ras också nya tillgodohavanden (*poolsubstitution*). De spanska bankerna kan svara för de med värdepapperiseringen sammanhängande ränte-, kreditförlust- och valutariskerna.

## Sverige

I Sverige har bostadsfinansiering av tradition förmedlats av hypoteksbolag. Typiska amorteringsprogram för bostadslån ompäner en lånetid på t.ex. 20 eller 50 år, men lånet beviljas för fem år i sänder. Lånet förnyas för en ny femårsperiod om kunden inte har några större betalningsstörningar. I samband med förnyandet justeras låneräntan.

Hypoteksbolagen finansierar sin verksamhet genom emission av obligationer som för det mesta säljs till försäkringsbolag och pensionsfonder. Dessa har ända till mitten av 1980-talet varit skyldiga att årligen köpa en viss mängd av hypoteksbolagens obligationer. Den liberaliserade regleringen av försäkringsbolagen och pensionsfonderna gjorde det möjligt för dem att placera också i andra objekt och tvingade dessutom hypoteksbolagen att skaffa nya placerare för sina obligationer. När de utländska kapitalrörelserna hade avreglerats blev det möjligt att värdepapperisera i balansräkningen upptagna bostadslån och sälja dem också till utländska investerare.

I Sverige behandlas specialbolagen som finansiella företag. För dem gäller således samma soliditetsbestämmelser och de får inte räkna sig till godo den med värdepapperiseringen sammanhängande nyttan vid beräkningen av sin soliditet. Sveriges lagstiftning känner inte till trust -begreppet.

### 2.2.3. Fastighetsplaceringsbolag

#### USA

Placerarnas intresse inriktas dels på fastighetsplaceringsbolag, dels på olika typer av delägarkontrakt (*partnership*), fonder och truster. En trust är en form av samägande som innebär att en placerarägd trust förvaltar en viss fastighet. Trustens verksamhet regleras i ett trustavtal som bl.a. innehåller föreskrifter om trustens ledning, om grunderna för bestämmande av placeringsandelarnas pris samt om objekt som trustens tillgångar kan placeras i.

Ett fastighetsplaceringsbolag eller en trust (*Real Estate Investment Trust, REIT*) är ett system som regleras i skattelagstiftningen (*Internal Revenue Code*). Till sina delägare delar REIT ut nästan all den avkastning som

verksamheten gett, utan att betala skatt på denna. Utbetalda räntor, dividender, eventuella kapitalvinster och försäljningsvinster beskattas som delägarnas inkomst. Eventuella förluster delas inte mellan ägarna.

En REIT skall ha minst hundra andelsägare under minst 355 dagar av skatteåret. Dessutom får över 50 procent av andelarna i en REIT inte under de sex sista månaderna av kalenderåret innehåsa av fem eller färre ägare. Minst 75 procent av systemets tillgångar skall vara placerade i fastigheter, statliga skuldebrev eller kontanta medel. Ingen enskild emittents värdepappersinnehav får överstiga 50 procent av trustens tillgångar och en REIT får i regel inte ha över 10 procents röst- eller ägarandel i någon samslutning.

Minst 95 procent av REITs inkomster skall utgöras av dividender, räntor, hyror eller vinster av egendomsförsäljning. Dessutom skall 75 procent härstamma från hyror, ränteintäkter av inteckningsbaserade fordringar eller av försäljningsvinster av sådana tillgångar samt av placeringar i andra motsvarande fastighetsplaceringsbolag. Minst 30 procent av REITs intäkter skall dessutom komma från värdepapper som innehafts kortare tid än 6 månader eller vara försäljningsvinster av fastigheter som har innehafts kortare tid än 4 år. REIT skall till sina delägare dela ut minst 95 procent av avkastningen från sin affärsverksamhet.

REIT erbjuder sina placerare begränsat ansvar, centraliserad ledning och fritt överlåtbara aktier samt möjlighet till riskspridning. REIT ger i allmänhet säkrare avkastning än andra börsaktier. Avkastningens storlek påverkas av sådana för fastighetsplaceringar typiska, för ledningen opåverkbara faktorer som hyresgästernas hyresbetalningsförmåga, efterfrågan på hyreslokaler samt eventuell hyresreglering.

De som äger andelar i en REIT har samma rättigheter och utsätts för motsvarande risker som de som äger andelar i andra bolag. Den av delägarna valda direktionen svarar för affärsverksamheten. Majoriteten av direktionsmedlemmarna skall enligt USA:s värdepappers- och börskommissionens (*The United States Securities and Exchange Commission*) anvisningar inte vara aktiva i bolagets affärsverksamhet. Denna skall skötas av personer som direktionen har anställt direkt hos REIT eller av utomstående rådgivare.

REIT investerar i allmänhet i fastig-

hetskrediter (*mortgage trust*) eller direkt i fastigheter (*equity trust*). En REIT vars placeringar utgörs av fastighetskrediter ger huvudsakligen avkastning i form av ränteinkomster, medan en REIT som placerar direkt i fastigheter ger avkastning i form av hyresinkomster.

De första fastighetsplaceringsbolagens verksamhet var baserad på direkt fastighetsägande. I slutet av decenniet hade bankerna emellertid brist på medel för bostadslån, vilket ledde till uppkomsten av bolag som placerade i fastighetskrediter. Under 1980-talet befäste REIT-systemet sin ställning på USA:s placeringsmarknad.

År 1990 fanns det på USA:s marknad 57 fastighetsplaceringsbolag vilkas aktier var börsnoterade och i slutet av 1993 hade antalet redan vuxit till 127. Samtidigt ökade dessa bolags genomsnittliga marknadsvärde från 98 till 200 miljoner USD. I slutet av 1994 beräknades bolagens sammanlagda marknadsvärde till ca 40 miljarder USD. Fastighetsplaceringsbolagen attraherar placereare som sätter värde på en stabil avkastning och undviker stora risker. På sikt återspeglar bolagsandelarnas kursutveckling och popularitet värdeutvecklingen på de underliggande fastighetsbestånden.

För att fastighetsplaceringsbolagen skall kunna fungera framgångsrikt är det viktigt att andelarna från första början blir rätt prisatta och att avkastningen till delägarna är konkurrenskraftig. På grund av den bristfälliga informationen på fastighetsmarknaden är det svårt för placerarna att bilda sig en uppfattning om tillgångarnas faktiska värde och placeringarnas rätta pris. Placerarna är inresserade dels av det egentliga fastighetsbeståndets värde, dels av ett stabilt kassaflöde, fastighetsbeståndets skick och egenskaper samt av hur framgångsrikt placeringsbolagen tidigare skött liknande projekt.

### Storbritannien

I Storbritannien har fastighetsplaceringsbolagen drabbats av den recession som följde på 1980-talets högkonjunktur. Bolagen har haft problem med fastighetsbeståndens kraftiga värdeminskning, den höga skuldsättningsgraden samt placerarnas allmänna missstroende. De framgångsrikaste fastighetsplaceringsbolagen har gjort långsiktiga placeringar och fäst större avseende vid att fastigheterna ger regelbunden avkastning än

vid eventuella värdestegringar. Bäst har i allmänhet de bolag lyckats som specialiserat sig på vissa typer av fastigheter eller på ett visst geografiskt område. Marknadsvärdet på bolagens fastighetsbestånd uppgick år 1994 till ca 25 miljarder GBP, vilket motsvarar ca hälften av värdet på Finlands affärslokalbestånd.

Fastighetsplaceringsbolagen (*Property Company*) betraktas inte som egentliga former av indirekt fastighetsplacering utan som en börsbolagsbransch. Kapitalmarknaden domineras av de sex största bolagen vilkas aktier representerar ett sammanlagt marknadsvärde på över hälften av hela branschens marknadsvärde. Fastighetsplaceringsbolagen indelas utgående från sina målsättningar och verksamhetsmetoder i fastighetsplacereare och fastighetsutvecklare samt i bolag som handlar med fastigheter.

Fastighetsplacerearna gör långsiktiga placeringar och får sin avkastning genom stabila kassaflöden och stigande kapitalvärden. Fastighetsutvecklarna sysslar med saneringsprojekt och stora byggnadsprojekt. De bolag som handlar med fastigheter köper objekt för att sälja dem.

Fastighetsplaceringsbolagens riskspridning och användning av främmande kapital regleras inte. Deras skuldsättningsgrad ligger mellan 20 och 120 %.

Det oaktat att samma informationsskyldighet gäller för fastighetsplaceringsbolagen som för andra börsbolag, producerade de under 1980-talet den knapphändigaste och kvalitativt sämsta informationen på hela fondbörsen. Fastighetsplaceringsbolagen förutsätts värdera sitt fastighetsbestånd varje år. Vart tredje år skall de dessutom anlita utomstående och opartiska värderare.

Fastighetsplaceringsbolagens aktiepriser har i Storbritannien för det mesta legat 20-40 % under värdet av bolagens nettotillgångar. Bland orsakerna till detta sakförhållande kan nämnas dubbelbeskattningen, den bristfälliga informationen, de stora riskexponeringarna i förening med de spekulativa dragen i verksamheten samt värderingsproblemen. De framgångsrikaste bolagens aktiepriser har emellertid legat högre än värdet på nettotillgångarna.

De som köpt aktier i fastighetsplaceringsbolagen har gjort detta för den förväntade avkastningens skull, för att komma i åtnjutande av riskspridningsfördelarna samt för att delta i fastighetsutvecklingsverksamheten.

På det hela taget har fastighetsplaceringsbolagen i Storbritannien varit föga framgångsrika under de senaste 20 åren. Deras framgång har varit sammankopplad med fastighetsmarknadens utveckling. Aktiepriserna har reagerat på förändringar snabbare och eftertryckligare än de direkta fastighetsplaceringarna. Den bästa framgången har de bolag noterat som i sin verksamhet har kunnat utnyttja sin marknadskänedom samt som i sin placeringsverksamhet har inriktat sig på långsiktiga placeringar och därigenom kunnat trygga hyresavkastningen och kapitaltillväxten. De bolag har lyckats sämre som inriktat sig på fastighetsutveckling och kortsiktiga fastighetsplaceringar.

För de framgångsrikaste fastighetsplaceringsbolagen har de viktigaste kriterierna varit nettotillgångarnas värde, dividendutdelningen, resultatet i förhållande till börsens general- eller marknadsindex samt resultatet i förhållande till bolagets interna planer och budget. De framgångsrika bolagen har också varit mera systematiska i sitt beslutsfattande än genomsnittet samt använt strängare ekonomiska kriterier. De konkurrerar på värdepappersmarknaden med sin företagsimage och en aktiv fastighetsförvaltning, dvs. genom att tillgodose hyresgästernas behov och företa regelbundna inspektioner. De framgångsrika bolagen prioriterar undersökningar av hyresgästernas förhållanden samt växelverkan med hyresgästerna.

## Belgien

År 1995 godkändes i Belgien en förordning om fastighetsinvesteringsföretag (*Société d'investissement à Capital Fixe Immobilière, SICAFI*). SICAFI är ett placeringsbolag med fast kapital och dess aktier är föremål för offentlig handel. Bolagets verksamhet begränsas till fastighetsinvestering och dess risker skall vara så spridda att ingen fastighetsandel av bolagets sammanlagda tillgångar får överskrida 20 procent. Andelen främmande kapital i bolaget får inte överskrida 33 procent av bolagets sammanlagda tillgångar.

Bolaget skall varje år skaffa en opartisk värderares utlåtande om sitt fastighetsbestånd. Fastigheterna upptas i bolagets balansräkning till marknadspris och några avskrivningar bokförs inte. Bolagets verksamhet går ut på att skapa ett kassaflöde som kommer placeringarna till godo.

Det första SICAFI-företaget börsnoterades i början av 1996. Ett andra större och mera betydande företag börsnoterades i april 1996, då Belgiens största fastighetsinvesteringsbolag fick SICAFI-status. Bolagen inriktar sig på långsiktiga investeringar i förstklassiga fastigheter med solventa hyresgäster. Riskabla utvecklingsprojekt passar inte alls in i bolagens investeringsverksamhet.

## Sverige

Merparten av de svenska fastighetsinvesteringsbolagen har grundats i anslutning till byggföretag, men bakom vissa investeringsbolag finns också storföretag och investerare i olika branscher. Fastighetsinvesteringsbolagen har formen av förvaltningsbolag och fastighetsbolag med byggföretagsbakgrund.

Flera fastighetsinvesteringsbolag är substansinriktade och eftersträvar värdestegringar. Fastighetsförädlingen är emellertid förenad med avsevärda risker, eftersom konjunkturerna är svåra att prognosticera och substansen i flera fall har byggts upp genom användning av främmande kapital.

På börslistan i Stockholm noterades hösten 1995 23 fastighetsinvesteringsbolag av vilka 16 var förvaltningsbolag och 7 rörelsedrivande fastighetsbolag. Marknadsvärdet på förvaltningsbolagens fastighetsbestånd varierade från 50 miljoner SEK till 13,4 miljarder SEK, medan de rörelsedrivande fastighetsbolagens fastighetsbestånd har ett marknadsvärde på 1,3—5,7 miljarder SEK. Samtliga fastighetsinvesteringsbolags fastighetsbestånd representerade ett marknadsvärde på närmare 65 miljarder SEK och fastighetsbeståndets våningsyta uppgår till 6 miljoner kvadratmeter. Fastighetsinvesteringsbolagen hade hyrt ut 88—100 procent av sina fastigheter.

Årligen görs en grundlig värdering av fastighetsinvesteringsbolagens fastighetsbestånd. Nya objekt och undergår vid behov en noggrannare värdering för att enskilda objekt skall kunna analyseras ingående. Värderingen utförs av ett särskilt företag enligt anvisningar från Sveriges fastighetsvärderingsförening. Opertiska värderingar inhämtas från ett eller två håll. Fastigheternas marknadsvärde anges vanligen i årsredovisningen. Fastighetsinvesteringsbolagens verksamhet analyseras så att allt större vikt läggs vid prognosticeringen av fastighetsmarknaden samt vid marknadsanalyser.



## 2.2.4. Fastighetsplaceringsfonder

### Storbritannien

Storbritanniens lag om finansiella tjänster (*Financial Services Act*) reglerar de allmänna förutsättningarna för fastighetsplaceringsfondernas verksamhet, men fondernas placeringsverksamhet regleras i författningar på lägre nivå. Till denna del ankommer regleringen på handels- och industridepartementet (*Department of Trade and Industry*) som i sin tur har delegerat uppgifterna till värdepappers- och investeringsrådet (*Securities and Investment Board, SIB*).

Storbritanniens fastighetsplaceringsfonder fungerar som andelstruster (*unit trusts*). En andelstrust grundas genom ett särskilt avtal (*trust deed*) mellan fonddirektören (*manager*) och förvaltaren (*trustee*). Förvaltaren är i allmänhet en bank eller ett försäkringsbolag. Trustbegreppet bygger på dubbel äganderätt, vilket innebär att förvaltaren betraktas som fondens ägare och ansvarar för fondens administration. Förvaltarens uppgift består i att förvara fondens tillgångar för andelsägarnas räkning, medan fonddirektören svarar för försäljning och inlösen av fondandelar samt för fondens placeringsverksamhet. Andelsägarnas äganderätt är baserad på de förmåner som utgörs av fondtillgångarna (*beneficial ownership*) och de har i förhållande till tredje person inga andra förpliktelser än att betala det pris till vilket en andel har förvärvats. För den som ansvarar för förmögenhetsförvaltningen uppställs ofta behörighetsvillkor. Fonder kan grundas antingen på obestämd tid eller för en viss tid. Den typiska livslängden för en fond är 6—10 år.

Alla fonder är inte auktoriserade. Icke auktoriserade fonder kan sälja sina andelar endast till institutionella placerare. För dem som riktar sig till professionella investerare gäller tämligen liberala bestämmelser.

De auktoriserade fonderna kan rikta sin marknadsföring till alla kategorier av placerare och deras verksamhet har således begränsats i många avseenden. Fastighetsplaceringsfondernas tillgångar förutsätts uppgå till minst 5 miljoner GBP. Dessutom ställs kravet att minst 20 procent och högst 80 procent av fondens tillgångar skall vara placerade i fastigheter. Fonderna får innehålla högst 10 procent främmande kapital.

Ett enskilt placeringsobjekt får inte utgöra

över 15 procent av de sammanlagda tillgångarna och det kassaflöde som en enskild hyresgäst genererar får inte överstiga 20 procent av det totala kassaflödet. Inte heller får mer än 25 procent av fondens tillgångar vara investerade i obebyggda eller improduktiva fastigheter eller i fastigheter som iståndsätts eller utvecklas. Fondernas tillgångar får i allmänhet inte heller obegränsat placeras i fastigheter som är belägna utomlands. Vidare får högst 15 procent av tillgångarna vara placerade i in-tecknad egendom. Högst 10 procent av tillgångarna får vara placerade i fastigheter vilkas återstående arrendetid (*leasehold interest*) är kortare än 60 år. Enligt bestämmelserna skall fondernas fastighetsbestånd värderas årligen och värderingarna skall uppdateras månatligen. Fastighetsvärderaren skall vara kunnig och erfaren samt inte ha någon anknytning till fonden, fonddirektören och förvaltaren.

Fonderna skall själva lösa in sina andelar hos placerarna. Placerarna kan också sinsemellan köpa och sälja andelar. Fonddirektören har rätt att avbryta emission och återköp av fondandelar för högst 28 dygn, ifall han har avtalat om saken med förvaltaren eller om förvaltaren kräver det. En förutsättning är att avbrottet är förenligt med andelsägarnas intressen.

Fondernas sammanlagda marknadsvärde uppgår till ca 4,2 miljarder GBP.

### Holland

De holländska fastighetsplaceringsfonderna fungerar inom ramen för en lagstiftning som är jämförbar med den finländska lagstiftningen om placeringsfonder. Ett placeringsföretag är ett företag som samlar in medel hos allmänheten uteslutande för placeringsverksamhet och i syfte att erbjuda placerarna möjlighet att bli delaktiga i placeringsverksamhetens avkastning. De holländska placeringsföretagen övervakas av Hollands centralbank, som också verkar som tillståndsmyndighet.

Merparten av de holländska fastighetsplaceringsfonderna var tidigare fonder med rörligt kapital och de var skyldiga att på anfordran lösa in sina andelar hos placerarna till ett pris som baserades på de beräknade fastighetspriserna. I början av 1990-talet måste fonderna avbryta inlösningen på grund av att de råkat i ekonomiska svårigheter. De blev

tvungna att låta marknadsvillkoren styra prisbildningen. Orsaken till krisen var att de beräknade fastighetspriserna inte tillräckligt snabbt anpassade sig till förändringarna i marknadsläget. Detta ledde till att placerarna ville få sina andelar inlösta till ett högre pris än det faktiska värdet. Resultatet blev att priserna rasade.

De holländska fastighetsplaceringsfonderna kan formellt inte ställa några krav på riskspridning. Lagstiftningen förutsätter endast att tillgångarna placeras så att risken sprids. Myndigheterna bedömer riskspridningens tillräcklighet i samband med att de beviljar fonderna verksamhetstillstånd. Vid sidan av tillståndsprövningen är myndighetsövervakningen närmast inriktad på att trygga verksamhetsbetingelserna och övervaka att placerarna får tillräcklig information om verksamheten.

En fastighetsplaceringsfonds främmande kapital får uppgå till högst 60 procent av de sammanlagda tillgångarna. I slutet av 1994 bestod fonderna till ca 25 procent av skuld kapital. Fonderna skall dela ut hela vinsten till placerarna. Från rörelsevinsten får emellertid såsom kostnadsposter göras reserveringar för underhåll av fastigheter. Fastigheternas eventuella värdestegringar tolkas inte som utdelningsbar vinst utan de kan, i likhet med eventuella försäljningsvinster, upptas i fondens balansräkning.

Fastighetsplaceringsfonderna är aktiebolag. Fastigheterna ägs av fonden medan placerarna äger aktierna i fonden. Systemet påminner också i detta avseende om dem som tillämpas i USA och Belgien.

Det är typiskt för de holländska fonderna att placeringsverksamheten i stor utsträckning är internationell. De största fondernas ägande är koncentrerat till institutionella placerare. Vissa av fonderna, framförallt de vilkas verksamhet är internationell till sin karaktär, har ursprungligen grundats på initiativ av institutionella placerare. Det har legat i dessas intresse att bedriva internationell placeringsverksamhet utan några förvaltningsförpliktelser vad beträffar tillgångarna. Eftersom merparten av dessa placerare hanterar pensionsmedel och betraktar aktierna som placeringar på lång sikt, har transaktionsvolymerna inte varit särskilt stora.

## Luxemburg

I Luxemburg får placeringsfonderna verka

i form av fonder (*fonds commun de placement*), vilket innebär att ett specialbolag verkar för fondens räkning eller att fonden verkar i bolagsform (*Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilière*). Luxemburgs lag om gemensamma placeringar reglerar de allmänna förutsättningarna för fastighetsfondernas verksamhet, men det har också utfärdats författningar på lägre nivå om placeringsverksamheten. Samtliga fungerande fonder har auktoriserats av värdepappersmarknadens tillsynsmyndighet (*Institut Monétaire Luxembourgeois, I.M.L.*). Fonderna skall månatligen tillställa tillsynsmyndigheten uppgifter om sin ekonomiska ställning, om förändringar i ledningen samt om andra förändringar som har betydelse för deras verksamhet.

Minst tre direktörer skall utses för en fond. Samtliga fonder skall utse en av tillsynsmyndigheten godkänd bank till förvaringsinstitut. Förvaringsinstitutet skall förvalta och övervaka fondens tillgångar och penningrörelse samt emissionen och inlösningen av andelar. Dessutom skall det övervaka att lagstiftningen och fondens reglemente iakttas.

Fonden får inte placera mer än 20 procent av sina tillgångar i en och samma fastighet eller grupp av fastigheter. Fonden skall leas av kompetenta personer. Opartiska värderare skall minst en gång om året värdera fondens aktiebestånd och andelar. Opartiska värderingar skall också inhämtas alltid när förändringar i den ekonomiska situationen eller i fastigheternas skick väsentligen påverkar tillgångarnas värde samt alltid i samband med fastighetsförsäljningar och -köp. I årsredovisningar och halvårsrapporter skall uppge inköpspriset för de fastigheter som fonden äger samt deras säkerhetsvärde och marknadsvärde. I emissionsprospektet skall utförligt beskrivas fondens placeringsverksamhet och arten av de risker som är förenade med placeringarna. En fastighetsfonds skulder får inte överstiga 50 procent av dess tillgångar.

I fondstadgarna anges för hur lång tid inlösningen får avbrytas. De begränsningar som gäller inlösningsskyldigheten skall klart anges i fondprospektet.

## Tyskland

I Tyskland förekom det öppna fastighetsfonder på marknaden redan på 1950-talet. I

slutet av 1994 fanns det 14 öppna fastighetsfonder som förvaltades av 11 fondbolag. Dessa var huvudsakligen dotterbolag till banker, försäkringsbolag och sparkassor (*Bausparkassen*). Fastighetsfondernas nettoplaceringar uppgick år 1993 till över 14,5 miljarder DEM, medan samtliga placeringsfonders nettoplaceringar uppgick till sammanlagt ca 62,5 miljarder DEM.

För fonderna med rörligt kapital finns det en lag om placeringsfonder (*Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften*). För fastighetsplacersfondens placeringsverksamhet svarar ett särskilt fondbolag, som placerar fondens medel i sitt eget namn men för fondandelsägarnas räkning. Bolaget emitterar fondandelsbevis. Fastighetsplacersfonderna verkar under tillsyn av den myndighet som övervakar bankverksamheten (*Bundesaufsichtsammt für das Kreditwesen*) och på dem tillämpas samtliga författningar som gäller bankverksamhet.

Fastighetsfonderna väljer placeringsobjekt framförallt med beaktande av fastigheternas läge, geografiska spridning och åldersstruktur samt med tanke på en varierande hyresgäststruktur. Fastighetsplacersingarna görs också med beaktande av att objekten skall vara lätta att sälja och hyra ut. När det gäller byggnader som är avsedda för speciella ändamål, t.ex. hotell, varuhus och fabriker, är säljbarheten och uthyrbarheten mera begränsad. Byggnaderna förutsätts därför vara konverterbara. Omdisponeringar av lokalerna samt ändring av användningsändamålet och modernisering av fastighetstekniken förutsätts kunna genomföras enkelt och till skäliga kostnader.

Fondens tillgångar ägs av ett fondbolag. Tillgångarna kan placeras i affärs- och bostadsfastigheter, i fastigheter som är planerade och lämpliga för utvecklingsprojekt samt i byggnadsrätter och partiellt fastighetsägan. Högst 20 procent av en fonds fastighetsbestånd får utgöras av fastigheter som är eller planeras bli föremål för utvecklingsprojekt. Med tanke på riskspridningen skall fondtillgångarna bestå av minst tio fastigheter och av dessa får ingen fastighets värde vid förvärvstidpunkten överstiga 15 procent av fondens sammanlagda värde. Fondbolaget får använda kortfristigt främmande kapital för att säkerställa fondens likviditet till högst 10 procent av fondtillgångarnas värde.

Inteckningsbaserad kredit får fonden uppta till högst 50 procent av sina tillgångars vär-

de. Fondbolaget skall placera minst 5 procent av tillgångarna i ett förvaringsinstitutets högst ettåriga bankdepositioner (*Guthaben*) eller i värdepapper som är bundna till centralbankens *Lombard*-ränta. Den del av fondens tillgångar som överstiger likviditetskravet på 5 procent får placeras i tyska börsaktier och i värdepapper med fast ränta. De likvida tillgångarna får emellertid inte överstiga 49 procent av fondens värde, vilket innebär att fastighetsplacersingarna skall täcka minst 51 procent av fondens värde.

Fondbolaget skall välja en depositionsbank för att sköta penningrörelsen samt för att övervaka att lagarna och fondens reglemente iakttas. Den skall också i samarbete med bolaget regelbundet fastställa värdet av fondens tillgångar och fondandelarna.

Ett tyskt fondbolag har rätt att vägra inlösa fondandelar under en tid som anges i fondstadgarna, ifall bankdepositionerna och de medel som fåtts in genom värdepapper inte räcker till betalning av inlösningspriset eller inte är omedelbart tillgängliga. Ifall fondens tillgångar inte räcker till inlösnings av fondandelar måste delar av fondens fastighetsbestånd säljas. Fondbolaget har rätt att i ett år vägra inlösa fondandelar på en placerares yrkande. Ifall fonden inte efter försäljningen av fastighetsbeståndet har råd att inlösa andelarna kan fondbolaget uppta kredit för betalning av inlösningspriserna och använda fondens tillgångar som säkerhet.

För bestämmande av värdet på fastighetsbeståndet skall fondbolaget utse ett sakkunnigorgan bestående av minst tre medlemmar (*Sachverständigenausschuss*). De sakkunniga skall vara oberoende av fonden och pålitliga samt besitta den yrkeskunskap som behövs för fastighetsvärdering. Sakkunnigutskottet skall värdera samtliga fastigheter som fonden förvärvar eller avyttrar. De sakkunniga skall också minst en gång om året värdera samtliga fastigheter som ingår i fondens tillgångar.

I slutet av 1994 hade Tysklands 14 fastighetsfonder med rörligt kapital fått in sammanlagt 50 miljarder DEM från placereare. Kännetecknande för de tyska fastighetsfonderna har under de senaste åren varit den stora andel som deras likvida medel utgör av de sammanlagda tillgångarna.

Lagstiftningen om placeringsfonder tillämpas inte på de tyska fastighetsplacersfonderna med fast kapital. Dessa är ofta s.k. *partnership*-sammanslutningar för delat fas-

tighetsägande. Fonder med fast kapital fungerar framförallt i det förra Östtyskland, där placeringar i sådana fonder har understötts genom särskilda skattelättnader. Numera är andelarna ofta överprissatta och har ingen fungerande eftermarknad. Placerarna behåller ofta andelarna till dess att fonden avvecklas och fastigheten säljs. Därefter delas pengarna mellan delägarna.

### 2.2.5. Övriga samägandeformer

#### USA

En fastighetssammanslutning (*Real Estate Syndications*) består av ett antal placerare som slår ihop sina kapital och med sina samlade kunskaper om fastighetsbranschen genomför olika typer av fastighetsprojekt. Fastighetssammanslutningar kan fungera i olika juridiska former, vanligen som kommanditbolag (*limited partnership*), öppna bolag (*general partnership*), samägande (*joint ownership*) samt som samföretag (*joint venture*) av olika typ. En fastighetssammanslutning kan bildas för förvärv, utveckling, förvaltning eller marknadsföring av en fastighet.

Den allmännaste sammanslutningsformen är kommanditbolaget, som kombinerar fördelarna av en direkt fastighetsplacering och en företagsplacering. I en sådan sammanslutning finns det minst en ansvarig bolagsman (*general partner*) som leder kommanditbolagets verksamhet och har ett obegränsat ansvar för dess åtaganden. En tyst bolagsmans (*limited partner*) risk inskränker sig till det kapital som han har investerat i bolaget. Personbolagen (*partnership*) avviker från andra bolagsformer också såtillvida att vinst och förlust skall delas mellan delägarna. En investering i ett kommanditbolag ger investeraren fördelar i form av riskspridning, sakkunnig fastighetsanskaffning och professionell bolagsledning.

I USA används kommanditbolag vanligen då det är fråga om ett enda eller några få fastighetsprojekt. Det är också möjligt att marknadsföra bolagsandelar i fastighetsprojekt som inte är definierade på förhand (*blind pool*). De flexibla verksamhetsmöjligheter som kommanditbolag har i USA har föranlett ett antal missbruk som lett till att bestämmelserna skärpts.

Personbolag baserar sig på ett mellan del-

ägarna ingånget avtal som definierar ägarandelarna och eventuell tillskottsplikt samt fördelningen av eventuella vinster och förluster. En svaghet när det gäller denna bolagsform är andelarnas dåliga likviditet.

#### Belgien

I Belgien utfärdas över fastighetsandelar certifikat av obligationstyp (*Real Estate Certificate*) vilkas avkastning är beroende av de hyror som fastigheterna inbringar samt av fastigheternas värdestegring. Det fastighetsägande specialbolaget kan från hyresinkomsterna dra av de räntor som det har betalt till placerarna. Fastighetscertifikat används vanligen för värdepapperisering av en fastighet eller en grupp av fastigheter.

Belgiska fastighetscertifikat introducerades på marknaden redan på 1960-talet, men efterfrågan har ökat först under de senaste åren. En bidragande orsak till framgången är de sjunkande långa räntorna. Denna utveckling har lett till att fastighetscertifikaten, vilkas underliggande tillgångar ofta är indexbundna hyreskontrakt, har blivit en placeringsform som är avkastningsmässigt konkurrenskraftig.

### 2.2.6. Fastighetsfutures

#### Storbritannien

På Storbritanniens utvecklade kapitalmarknad utgör fastigheterna det största enskilda egendomsslaget för vilken det inte finns någon derivatmarknad. En derivatmarknad gör det möjligt att under likvida former hantera den prisrisk som alltid är förenad med fastighetsaffärer. Närmast på initiativ av Storbritanniens institutionella placerare har man börjat utveckla nya typer av instrument, dvs. framförallt fastighetsfutures (*commercial property futures contracts*), hyresfutures (*commercial rent futures contracts*), bostadsfastighetsfutures (*residential property futures contracts*) samt räntefutures (*mortgage interest rate contracts*).

#### USA

De stora mängderna instrument (*mortgage-backed securities*) som värdepapperiseringsbolagen emitterade samt de goda framtidsutsikter som dessa skuldebrev ansågs ha ledde till att Chicagos optionsbörs (*Chicago Board*

of Trade) våren 1989 marknadsnoterade futur- och optionskontrakt som anslöt sig till dessa. De nya instrumenten blev emellertid aldrig populära hos placerarna. Handeln avbröts våren 1992.

Syftet med futurkontrakten vara att ge dem som placerat eller planerade placera i värdepapper möjlighet att skydda sig mot förändringar i räntenivån. Räntefluktuationer påverkar värdepapperspriserna och kan således leda till förluster eller sämre avkastning är prognosticerat. Hypoteksbolag som beviljat krediter med fast ränta kunde använda sig av kontrakten också som ett alternativ till försäljning av sina värdepapperiserade krediter.

Chicagos optionsbörs började 1992 marknadsföra till fastighetsförsäkringar anknutna optionskontrakt som baserar sig på ett index för sannolikheten av att det inträffar naturkatastrofer. Med hjälp av indexet kan byggföretag förbättra försäkringsskyddet för byggnads- och utvecklingsprojekt samt få kompensation för tilläggskostnader som orsakas av eventuella skador.

### 2.3. Bedömning av nuläget

#### 2.3.1. Den finländska lagstiftningen och behoven att ändra den

Under de senaste åren har fastighetsbeståndet i allt större utsträckning integrerats med den finländska kapitalmarknaden. Hittills har placerarna emellertid inte haft någon konkurrenskraftig metod att göra smärre fastighetsplaceringar och sprida riskerna. Också för aktiva placerare har det varit problematiskt att få tillförlitliga och sinsemellan jämförbara uppgifter om fastighetsplaceringar. Om man vill förbättra denna placeringsforms konkurrenskraft på marknaden är det skäl att försöka komma till rätta med de existerande problemen.

Konkurrensen hårdnar både på den internationella och på den nationella värdepappersmarknaden. För marknads växande skara aktörer utvecklas ständigt nya produkter. Det allt livligare internationella samarbetet och i synnerhet den ekonomiska integrationen i Västeuropa har lett till koordinering av de nationella normer som reglerar värdepappersmarknaden. De senaste årens marknadsstörningar och kursfall har ökat marknadsaktörernas riskmedvetenhet. Följden har varit att de ställer allt större krav på marknadsfunktionernas tillförlitlighet och

effektivitet.

En viktig målsättning när det gäller finansmarknadens utveckling är att dra försorg om en effektiv, förmånlig och trygg förmedling av finansiering. Genom utvecklad riskhantering och genom diversifiering av finansmarknaden är det möjligt att i framtiden undvika sådana systemkriser som vår senaste bankkris. Följaktligen är det skäl att satsa på att utveckla finansmarknaden i överensstämmelse med de internationella trenderna och på ett riskhanteringssystem för förmedlingen av finansiering. Med tanke på Finlands nationella och internationella intressen är det viktigt att finansmarknaden fungerar stabilt, tillförlitligt och effektivt.

I Finland finns det ingen fastighetsplaceringsform som är reglerad och i alla avseenden inger placerarna förtroende. Syftet med den lagstiftning som skall utvecklas är att reglera inrättandet av sammanslutningar för ändamålet samt dessas verksamhetsförutsättningar, informationsskyldighet, användning av främmande kapital, minimikapitalbas, placeringsverksamhet och fastighetsvärdering. Vidare regleras beskattningen av dessa sammanslutningar, deras rapporteringsskyldighet och offentliga handel med värdepapper samt fastställs kriterier för företagsledningens erfarenhet och yrkesskicklighet.

Genom lagstiftningen skapas en fastighetsplaceringsform som är reglerad, övervakad och ger garantier för riskspridning. En sådan tillräckligt enkelt och överskådligt fungerande placeringsform kommer att intressera t.ex. institutionella placerare. Det är också viktigt att sammanslutningarna specialiserar sig på vissa marknadsområden, eftersom ledningens specialkunnande och marknadskännedom då bäst kommer till sin rätt.

Vid värdepapperiseringen av fastigheter måste man emellertid beakta den finländska fastighets- och finansmarknadens storlek och utvecklingsnivå. En sådan skyldighet att lösa in fondandelar som följer av lagen om placeringsfonder skulle sannolikt orsaka problem på Finlands fastighetsmarknad, liksom den gjort på andra håll i världen. I denna proposition föreslås lagstiftning om fastighetsplaceringsbolag i aktiebolagsform.

#### 2.3.2. Placeringsfondernas verksamhet

Fastighetsfonder med rörligt kapital anses inte ha förutsättningar att fungera på Finlands relativt anspråkslösa och illikvida fas-

tighetsmarknad, eftersom denna fondtyp också internationellt sett har varit förenad med oöverstigliga problem under exceptionella marknadsförhållanden.

Förfarandet att prissätta andelarna utgående från beräknade fastighetspriser har konstaterats väcka misstro i placerarkretsar. Problemet kan kringgås genom att det för Finlands förhållanden utvecklas sammanslutningar där prisbildningen sker utgående från marknadens tillgång och efterfrågan på andelarna. Placerarna kan då bilda sig en uppfattning om tillgångarnas värde, utgående från den information som fonden offentliggör.

Enligt 38 a § lagen om placeringsfonder kan ett fondbolag med tillstånd av statsrådet grunda en placeringsfond med stadgar som avviker från vad som i lagen om placeringsfonder föreskrivs om placeringsverksamhet. En sådan placeringsfond placerar i enlighet med lagen om placeringsfonder sina tillgångar huvudsakligen i värdepapper. En del av placeringsfondens tillgångar får emellertid placeras t.ex. i fastigheter och aktier i bostadsaktiebolag. Statsrådet hade i april 1997 inte fått in en enda ansökan om fastställelse av sådana stadgar som det här är fråga om.

Värdet på värdepapper som ingår i en placeringsfond fastställs enligt deras marknadsvärde. Av fastighetsmarknadens natur följer att fastigheter inte kan åsättas något verkligt marknadspris. En fastighets värde grundar sig alltid på en sakkunniguppskattning. Motsvarande problem gäller en placeringsfonds tillgångar då dessa består av andra värdepapper än sådana som är föremål för offentlig handel.

Med tanke på likviditeten och kontinuiteten i fondverksamheten samt i syfte att förebygga konkurrenstörningar kan det vara ändamålsenligt att ge avkall på den i lagen om placeringsfonder föreskrivna inlösningsskyldigheten. Inlösningsbestämmelserna kan göras så flexibla att inlösningar skall ske t.ex. efter att vissa tider förflutit efter att de yrkats. Däremot kan avkall inte göras på fondens skyldighet att fortlöpande emittera nya andelar.

### 2.3.3. Fastighetsplaceringsbolagens verksamhet

Under den högkonjunktur som inföll i slutet av 1980-talet grundades i Finland ett an-

tal fastighetsplaceringsbolag i aktiebolagsform. Det första fastighetsplaceringsbolaget inledde sin verksamhet år 1985. I oktober 1987 uppträdde ett stort antal fastighetsplaceringsbolag på marknaden. Efter att börskurserna fallit fick bolagen tillfälle att marknadsföra sina aktier som stabila placeringsobjekt. Efter den första entusiasmen har intresset för fastighetsplaceringsbolagen emellertid avtagit. Hösten 1995 var omsättningen av fastighetsplaceringsbolagens aktier i det närmaste obefintlig på Helsingfors Fondbörs.

Modellen för fastighetsplaceringsbolagen övertogs från Sverige där flera tiotal bolag av detta slag i inledningsskedet uppträdde på marknaden. Ca 20 bolag uppgav sig syfta till att få sina aktier upptagna till offentlig handel. Bolagen skiljde sig från varandra i fråga om storleken, ägarunderlaget och placeringsverksamheten. En del av fastighetsbolagen inriktade sig på innehav av fungerande fastigheter medan andra satsade på fastighetsförädling. Några bolag sysslade med att köpa och sälja fastigheter i snabb takt. Den börskrasch och depression som följde drabbade emellertid dessa fastighetsbolag hårt. De förlorade investerarnas förtroende och deras skuldsättningsgrad var hög.

Fördelen med ett fastighetsplaceringsbolag är att det till sina egenskaper är fungerande och överskådligt. Aktiebolagsformen ger större handlingsfrihet än en placeringsfond har. Den informationskyldighet som följer av lagen om aktiebolag utgör en garanti för verksamhetens öppenhet. Prisbildningen när det gäller fastighetsplaceringsbolagets aktier sker på marknaden och är beroende av hur placerarna värdesätter bolagets egendom och verksamhet. På kort sikt förändras aktiernas värde enligt utvecklingen på aktiemarknaden, men på längre sikt avspeglar de utvecklingen på fastighetsmarknaden.

De fastighetsplaceringsbolag vilkas aktier är föremål för offentlig handel övervakas i likhet med andra börsbolag av finansinspektionen, enligt vad som följer av den i värdepappersmarknadslagen föreskrivna informationskyldigheten. I övrigt regleras bolagets verksamhet av lagen om aktiebolag samt av bolagsordningen. För att vinna placerarnas förtroende kan bolaget inom ramen för sin bolagsordning uppställa normer och begränsningar. Bolaget kan också se sig föranlåtet att offentliggöra verksamhetsplaner med in-

formation bl.a. om bolagets eventuella placeringsobjekt, riskspridning, användning av främmande kapital, aktieägarnas övervakningsmöjligheter och rätt att få information, dividendutdelning, bolagsledningen samt om godkännande av ändringar i bolagsordningen.

De fastighetsplaceringsbolag som finns i dag har kunnat grundas utan något särskilt myndighetstillstånd. Lagstiftningen har inga motsvarande specialbestämmelser om dessa bolags placeringsverksamhet, likviditetsförvaltning, fastighetsvärdering, kredittagning och inteckningar som om placeringsfonderna. Problem som sammanhänger med fastighetsplaceringsbolagen i aktiebolagsform är deras dåliga rykte och höga skuldsättningsgrad samt det faktum att deras nettotillgångar inte når upp till värdet av aktierna.

Helsingfors Fondbörs Ab noterar för närvarande fyra fastighetsplaceringsbolags aktier på sin lista. De är alla grundade i slutet av 1980-talet. Det största fastighetsplaceringsbolaget vars aktier inte är föremål för offentlig handel har tillgångar värda ca 1,7 miljarder mark, medan marknadsvärdena på bolagens fastighetsbestånd varierar mellan 208 och 550 miljoner mark. Antalen separata fastighetsobjekt varierar från tio till 150. Bolagen har spritt sina placeringar mellan olika fastighetstyper. Ca 60 procent av fastighetsbeståndet utgörs av industri-, affärs- och lagerutrymmen medan bostädernas andel är relativt liten. Vissa fastighetsplaceringsbolag har också placerat i värdepapper.

Finländska fastighetsplaceringsbolag brukar definiera sina mål och principer genom placeringsverksamheten. På detta sätt har de uppfyllt sin informationskyldighet och ökat förtroendet hos kunderna. I sin placeringsverksamhet har de finländska bolagen följt principen att inte förvärva utländska placeringsobjekt. De bolag som är måna om att sprida risken har skaffat placeringsobjekt runtom i Finland. I regel har fastighetsanskaffningen baserats på kassaflödeskalkyler samt på viss avkastningskrav. Fastighetsförvaltningstjänsterna har i allmänhet köpts av utomstående företag, medan fastighetplaceringsbolagen själva har skött koordineringen och övervakningen av fastighetsförvaltningen. Övervakningen av lokaliteternas skick sköts via servicebolag.

I medeltal en gång om året samt dessutom i samband med köp och försäljningar fast-

ställer placeringsbolagen fastighetsbeståndets värde. I regel anlitas utomstående värderare, men vissa bolag brukar själva göra värderingen. Fastighetsplaceringsbolagen har inte sinsemellan kommit överens om någon värderingsmetod. Priset på ett fastighetsplaceringsbolags aktier borde emellertid fastställas både utgående från hyresavkastningen och substansen och inte t.ex. enbart på grundval av värdestegringen.

Enligt lagen om aktiebolag skall bolagen offentliggöra årsberättelser och delårsrapporter samt enligt värdepappersmarknadslagen också börskommunikéer. Eventuell annan information ger bolagen i varierande utsträckning.

Det finns möjligheter att utveckla fastighetsplaceringsbolagens verksamhet i Finland eftersom erforderlig lagstiftning redan existerar och placerarna känner till verksamhetsformen. Ett stort problem består i att bolagen började uppträda på kapitalmarknaden vid en tidpunkt då börskurserna hade kulminerat och marknaden var överhettad. Fastighetsplaceringsbolagen förvärvade placeringsobjekt till priser som översteg deras gängse värde. Placerare med dålig kännedom om fastighetsbranschen har inte heller med ledning av den i formation som bolagen tillhandahållit kunnat bilda sig en uppfattning om placeringsriskerna.

Fastighetsplaceringsbolagen har för finansieringen av sin verksamhet använt en hel del främmande kapital, vars kostnader vid övergången från 1980- till 1990-talet ökade på grund av att räntenivån gick upp samtidigt som markens externa värde försvagades. Flera fastighetsplaceringsbolag har inriktat sig på riskexponerad fastighetsförädling.

### **3. Propositionens syften och de centrala förslagen**

#### **3.1. Propositionens syften**

Syftet med propositionen är uttryckligen att skapa förutsättningar för värdepapperisering av finländska fastigheter. Den finländska fastighets- och finansmarknadens storlek och utvecklingsnivå har beaktats och avsikten är framförallt att lagförslaget skall öka placerarnas förtroende för fastighetsmarknaden.

De nya sammanslutningarna skall vara specialiserade på fastighetsplaceringar och klart skilja sig från de existerande fastig-

hetsplaceringsbolagen. Möjligheten att värdepapperisera fastigheter tillför den finländska placeringsmarknaden en placeringsform som redan existerar på den internationella marknaden. Genom att det grundas sammanlutningar som specialiserar sig på fastighetsplaceringar och emitterar till allmänheten riktade värdepapper som är föremål för offentlig handel, blir det lättare att lösa de med fastighetsplaceringar sammanhängande problemen.

### 3.2. De centrala förslagen

Propositionens centrala förslag är de som gäller fastighetsfondernas informationsskyldighet samt riskspridningen. Fastighetsfondernas skyldighet att sprida de med placeringarna förenade riskerna har en gynnsam inverkan på placerarnas förtroende. I syfte att förbättra placerarskyddet föreslås också begränsningar som gäller fastighetsfondernas möjligheter att använda främmande kapital. Den bolagsform som föreslås för fastighetsfonderna, nämligen aktiebolagsformen, är bekant för placerarna.

I propositionen föreslås att enhetliga metoder och rutiner införs för fastighetsvärderingen. Syftet med propositionen är att fastställa behörighetsvillkor för fastighetsvärderarna. Förslaget innebär att informationen på fastighetsmarknaden förbättras i kvantitativt och kvalitativt hänseende.

Enligt lagsförslaget skall fastighetsfonderna åläggas att ansöka om att deras aktier upptas till offentlig handel inom ett år från att fonderna inleder sin verksamhet. Förslaget förbättrar fastighetsmarknadens öppenhet samt ger förutsättningar för en korrekt prisbildning i enlighet med värdepappersmarknadslagen. I stället för detaljerade normer skapas endast styrmekanismer för marknaden. Den lag som föreslås är således inte så detaljerad att den hindrar fastighetsfonderna att specialisera sig och utvecklas i olika riktningar. Detta betyder t.ex. att marknadsaktörerna själva för fastighetsplaceringsverksamheten skall skapa regler som täcker både teoretiska och konkreta situationer. Av samma orsak har också behörigheten att bereda ändringar i lagstiftningen delegerats till vederbörande ministerium. På så sätt kan lagen smidigt anpassas till varierande situationer och behov samt myndigheterna ges möjlighet att reagera på förändringar i marknadsläget och vid behov justera lagens styrverkan.

## 4. Propositionens verkningar

### 4.1. Ekonomiska verkningar

#### 4.1.1. Verkningar på näringslivet

Det är svårt att bedöma den föreslagna lagens allmänna ekonomiska verkningar, med de anses på det hela taget bli positiva. Det direkta behovet att utveckla lagstiftningen om fastighetsmarknaden kan härledas från Finlands marknad för affärsfastigheter, men fastighetsplaceringsverksamheten skapar nya möjligheter också för hyresbostadsmarknaden. Finlands affärslokaler jämte tomtar är värda ca 450 miljarder mark. Värdet är nästan dubbelt större än de på Helsingfors Fondbörs noterade aktiernas sammanlagda marknadsvärde. Eftersom den föreslagna lagen har en stimulerande effekt på fastighetsmarknaden inverkar den positivt på Finlands näringsliv. År 1996 utvecklades Finlands affärslokals- och fastighetsmarknad i en positiv riktning. De största fastighetsägarna kan med hjälp av fastighetsfonderna förbättra illikvida fastighetsbestånds likviditet och samtidigt bredda ägarbasen. Eventuella nya utländska placerare hämtar valuta till landet och diversifierar den hittills tämligen homogena fastighetsägarkåren. Dessutom får småinvesteringarna och hushållen bättre möjligheter att placera i fast egendom utan att behöva räkna med kostnaderna för fastighetsförvaltningen eller stora kapitalinsatser.

#### 4.1.2. Verkningar på samhällsekonomin

Hela hyresbostadsbeståndet omfattade år 1995 664 000 enheter. Av dessa är drygt hälften finansierade på den fria marknaden och resten s.k. arava-bostäder med statslån. Av de fritt finansierade hyresbostäderna ägs ca 61 procent av enskilda personer och dödsbon. Avregleringen av hyresmarknaden inleddes 1991 och hade 1995 utsträckts till hela landet och till hela det fritt finansierade hyresbostadsbeståndet. Avregleringen har gjort hyresbostäder attraktivare som investeringsobjekt. Det faktum att underhållet och förvaltningen tar en hel del resurser i anspråk bromsar emellertid det privata ägandet. Under de närmaste åren blir ett stort antal aravabostäder fria från användnings- och överlåtelsebegränsningar. I regeringsprogrammets bostadspolitiska avsnitt konstateras det att regeringen skall främja hyresbo-



stadsmarknadens stabilitet och utreda på vilka sätt det är möjligt att hålla kvar arava-bostäder i hyres- eller bostadsanvändning efter att de har blivit fria från begränsningar. Fastighetsfonderna kan i detta avseende bli en lösning, åtminstone för en del av de förra arava-bostäderna.

## 4.2. Övriga verkningar

Propositionen skapar nya uppgifter för fastighetsbranschen. Fastighetsfonderna behöver sakkunnig personal som kan förvalta och sköta fastighetsbestånd. Propositionen kommer sannolikt också att leda till ett ökat behov av kompetenta fastighetsvärderare.

Propositionen har inga miljöverkningar.

Propositionen återverkar inte på olika medborgargrupperns ställning och inte heller på jämlikheten.

## 5. Ärendets beredning

### 5.1. Beredningsskeden och -material

Vid beredningen har, uttryckligen för avsnitten om den internationella utvecklingen, använts Kiinteistöalouden Instituuttis publikationer Kiinteistöjen arvopaperistaminen (Hanna Kaleva-Ari Lahti-Asko Miettinen, Sitra 142, 1995) samt Kiinteistöjen arvopaperistaminen Suomessa (Hanna Kaleva-Olli Okkonen, Sitra 152, 1996). Också annat av myndigheterna och fastighetsmarknadsparterna publicerat material om fastighetsbranschen och värdepapperiseringen har använts. Propositionen har beretts som tjänsteuppdrag vid finansministeriet. Under beredningen har

vid ministeriet hållits två möten där fastighetsmarknadens parter och de berörda myndigheterna har kunnat framföra sina åsikter.

### 5.2. Utlåtanden

Om förslaget har inhämtats utlåtanden från handels- och industriministeriet, social- och hälsovårdsministeriet, miljöministeriet, centralkriminalpolisen, CGR-Föreningen rf, konkurrensverket, bokföringsnämnden, konsumentombudsmannen, konsumentverket, Finlands Bank, finansinspektionen, dataombudsmannens byrå, Castrum Oy, Citycon Oy, Helsingfors Fondbörs Ab, Julius Tallberg -kiinteistö Oy, Centralhandelskammaren, Kiinteistöalouden Instituutti, Kommunernas Pensionsförsäkring, Merita Fastigheter Ab, Fastighetsförvaltningsbolaget Arsenal Ab, SOM Oy, Finlands Värdepapperscentral Ab, Finlands Konsumentförbund rf, Finlands Kommunförbund rf, Bankföreningen i Finland rf, Finlands Fondförening rf, Suomen toimitila- ja rakennuttajaliitto rf., Finska Försäkringsbolagens Centralförbund rf, Industrins och Arbetsgivarnas Centralförbund rf samt Statens fastighetsverk. Sammanlagt 30 utlåtanden kom in. Utlåtandena var huvudsakligen positiva till förslaget, men vissa detaljer kritiserades.

### 6. Andra omständigheter som inverkat på propositionens innehåll

Propositionen är inte beroende av andra propositioner och inte heller av internationella fördrag och förpliktelser.

## DETALJMOTIVERING

### 1. Motivering till lagförslaget

#### 1 kap. Allmänna bestämmelser

1 §. *Tillämpningsområde.* I paragrafen föreslås att lagen skall tillämpas på verksamhet som innebär att allmänheten erbjuds gemensamma fastighetsplaceringar. Eftersom

syftet med lagen är att skapa en sådan särskild placeringsform som enligt riskfördelningsprincipen är riktad till allmänheten och förenad med en omfattande informations-skyldighet, är det nödvändigt att stifta en lag om fastighetsfondsverksamhet.

Fastighetsplaceringarna konkurrerar på placeringsmarknaden med många andra pla-

ceringsformer om allmänhetens kapital. Genom att det blir möjligt att bilda enbart på fastighetsplacering specialiserade sammanslutningar kan de för fastighetsplaceringar typiska problem lösas som sammanhänger med de stora, odelade enheterna och med fastighetsförvaltningen. Samtidigt utvecklas Finlands kapitalmarknad. Syftet med den nya fastighetsplaceringsform som föreslås är att skapa ett system som så riskfritt som möjligt ger avkastning som kan delas ut till allmänheten.

Enligt paragrafens 1 mom. får medel samlas in hos allmänheten för gemensamma fastighetsplaceringar. Syftet med lagen är att avgränsa fastighetsfondernas verksamhet så att riskerna minimeras och så att fonderna ger en jämn avkastning.

Ett aktiebolag som uteslutande eller huvudsakligen bedriver fastighetsplaceringsverksamhet kan fungera som fastighetsfond och hos allmänheten samla in medel för gemensamma fastighetsplaceringar. Med allmänheten avses dels en icke avgränsad personkrets, dels en de facto avgränsad personkrets om denna är stor eller slumpmässigt sammansatt. Begreppet allmänhet är avgränsat i synnerhet med avseende på regleringen av de skyldigheter som följer av 2 kap. värdepappersmarknadslagen. Syftet med bestämmelsen är att ange att fastighetsfondens placerare kan vara fysiska personer, samfund och stiftelser.

Utanför lagens tillämpningsområde faller alla sammanslutningar som vid sidan av sin egentliga rörelse bedriver fastighetsfondsverksamhet eller därmed nära förknippad verksamhet. Genom avgränsning av lagens tillämpningsområde är det möjligt att undvika problem som vore förenade med en lag som täcker hela fastighetsplaceringsbranschen. Ett vidsträckt tillämpningsområde skulle medföra problem för de nuvarande byggföretagen som ofta äger och hyr ut betydande fastighetsbestånd.

En lag med ett vidsträckt tillämpningsområde uppfyller inte det sedan länge aktuella behovet att för fastighetsmarknaden skapa en ny placeringsform som för alla placerarkategorier möjliggör långsiktiga fastighetsplaceringar. Det är varken ändamålsenligt eller möjligt att för samtliga bolag som är aktiva på fastighetsmarknaden föreskriva särskilda krav eller begränsningar som gäller deras placeringsverksamhet eller användning av främmande kapital. En i fråga om till-

Lämpningsområdet avgränsad lagstiftning gör det möjligt att för fastighetsfondens verksamhet uppställa tydliga gränser t.ex. mot de nuvarande fastighetsplaceringsbolagen.

I paragrafens 2 mom. föreslås att utanför lagens tillämpningsområde avgränsas även bostadsaktiebolag och andra liknande sammanslutningar samt sammanslutningar som bedriver vissa i förordning närmare angiven verksamhet. Däremot kan en fastighetsfond äga aktier i bostadsaktiebolag och andra liknande sammanslutningar. Eftersom den lagstiftning som gäller fastighetsmarknaden är knapphändig och outvecklad, är det ändamålsenligt och med tanke på marknadens flexibilitet nödvändigt att lagens tillämpningsområde senare preciseras genom en förordning.

Enligt förslaget skall utanför lagens tillämpningsområde avgränsas också sådan verksamhet som avses i 38 a § lagen om placeringsfonder. Enligt denna bestämmelse kan en s.k. specialfond med statsrådets tillstånd placera högst 49 procent av sina tillgångar i fastigheter, ifall placeringsfondens stadgar tillåter det. Eftersom syftet med lagen är att klart profilera fastighetsfonderna som aktiebolag vilka placerar i fastigheter och fastighetsvärdepapper, förutsätts i den föreslagna lagen, med avvikelse från 38 a § lagen om placeringsfonder, att en fastighetsfond skall placera minst 70 procent av sina tillgångar i fastigheter och fastighetsvärdepapper.

Lagens tillämpningsområde föreslås bli snävt utformat så att det avser en frivillig specialplaceringsform och så att bolaget och dess aktieägare kan besluta om och välja på vilket sätt det ansluter sig till tillämpningsområdet. Detta måste vara möjligt av den anledningen att den informationsskyldighet som föreskrivs i den föreslagna lagen samt de övriga förpliktelserna föreslås bli betydligt snävare och strängare än de skyldigheter som följer av värdepappersmarknadslagen. Enligt förslaget skall sådana efter lagens ikraftträdande bildade aktiebolag avgränsas utanför tillämpningsområdet, där allmänheten erbjuds möjlighet att delta i gemensamma fastighetsplaceringar och deltar i placeringsverksamheten genom att teckna, köpa eller på annat sätt förvärva aktier i ett publikt aktiebolag. I fråga om dessa gäller den informationsskyldighet som föreskrivs i 2 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen.

Utanför den föreslagna lagens tillämp-

ningsområde faller sådana enligt paragrafens 3 mom. existerande fastighetsplaceringsbolag i aktiebolagsform, vilkas aktier på fondbörsen är föremål för offentlig handel. Lagen förpliktar inte dessa bolag att underordna sig lagen, men de kan göra det om de så önskar. Fastighetsplaceringsbolagen och deras aktieägare skall i sista hand ha möjlighet att själva besluta om och välja på vilket sätt bolaget skall bedriva sin verksamhet. De nuvarande fastighetsplaceringsbolagen bedriver placeringsverksamhet som är mera riskexponerad än bl.a. den föreslagna fastighetsfondens verksamhet, t.ex. storskaliga fastighetsutvecklings- och byggnadsprojekt av en typ som fondbolag får bedriva endast i begränsad omfattning eller inte överhuvudtaget. Tillämpningsbegränsningen är nödvändig också med tanke på främjandet av konkurrensen, dvs. för att allmänheten skall ha möjlighet att delta också i andra gemensamma fastighetsplaceringar än sådana som sker i fastighetsfondernas regi. På sådan annan än till allmänheten riktad medelsanskaffning tillämpas värdepappersmarknadslagen. Av samma orsak är det inte skäl att reglera professionella placerares deltagande i fastighetsplaceringsverksamheten. En sådan specialreglering kunde nämligen snedvrída konkurrensen. Det vore varken ändamålsenligt eller möjligt att för samtliga på fastighetsmarknaden verksamma bolag uppställa särskilda krav och begränsningar i fråga om placeringsverksamheten eller användningen av främmande kapital. Med hjälp av en i fråga om tillämpningsområdet begränsad lagstiftning skapas för fastighetsfondens verksamhet tydliga regleringar som skiljer den från fastighetsplaceringsbolagen.

Genom den föreslagna lagen fästs avseende framförallt vid öppenheten i fastighetsfondens verksamheten samt vid dess informationsskyldighet. Lagen hindrar emellertid inte att också andra inom fastighetsbranschen verksamma bolag offentliggör information som uppfyller den föreslagna lagens krav. Denna placerarinformation, som ges utöver de krav som anges i värdepappersmarknadslagen, fungerar då närmast som en konkurrensfaktor mellan de bolag som bedriver fastighetsplaceringsverksamhet.

2 §. *Fastighetsfond*. Enligt denna paragraf skall den i lagen reglerade fastighetsfondens verksamhet bedrivas i aktiebolagsform, vilket innebär att allmänhetens deltagande i verksamheten sker genom teckning eller an-

nat förvärv av aktier i det ifrågavarande bolaget. Syftet med stadgandet är att hindra att fastighetsfondens verksamhet bedrivs i någon annan form, t.ex. öppet bolag eller kommanditbolag, där det personliga ansvaret kan utsätta placerarna för oskäliga risker. Aktiebolagsformen är en med beaktande av verksamhetens natur ändamålsenlig bolagsform för en fastighetsfond.

Med beaktande av finansmarknadens kontinuerliga utveckling är det inte ändamålsenligt att i detalj reglera alla nya finansiella instrument. Bestämmelserna får inte i onödan försvåra företagens kapitalförsörjning. Företagen och finansiärerna måste så långt som möjligt kunna avtala om finansieringsvillkoren på grundval av den gällande lagstiftningen. Emellertid är det viktigt att trygga vardera partens rättigheter och skyldigheter. För placerarna är aktiebolagsformen en välbekant och fungerande företagsform.

Efter den senaste ändringen (145/1997) erbjuder också lagen om aktiebolag mångsidiga och moderna instrument som bl.a. förklar aktiebolagens medelsanskaffning och förbättrar jämställdheten mellan aktieägarna. Lagen om aktiebolag innehåller flexibla bestämmelser som möjliggör ändring av bolagsstrukturen. I och med att aktiebolagsformen förutsätter ett fast kapital är den också en trygg lösning för skötseln av bolagets likviditet. Den med aktierna sammanhängande likviditeten grundar sig däremot på den av lagförslaget följande offentliga prissättningen. Från placerarnas synvinkel är aktiebolagsformens svaghet jämfört med den traditionella placeringsfonden den att prisbildningen inte alltid nödvändigtvis direkt korrelerar med förändringar i bolagets förmögenhetsställning.

Placeringar i fastighetsfonder som har formen av aktiebolag är ett alternativ till direkta fastighetsplaceringar och erbjuder placerarna möjlighet att förvärva aktier i aktiebolag som är specialiserade på fastighetsplacering. Ett aktiebolag är i rättsligt hänseende en finländsk representant för den internationellt kända fondtypen *closed-end*. Fastighetsfonder med fast kapital har visat sig vara ett fungerande alternativ på den internationella fastighetsmarknaden, och denna fondtyp har ökat placerarnas förtroende genom sina överskådliga verksamhetsplaner och prognosticerbara kassaflöden. Lagstiftningen har ökat tryggheten i dessa avseenden.

Om en fastighetsfond till sin rättsliga form

i likhet med de nuvarande placeringsfonderna har rörligt kapital är den av s.k. *open-end*-typ och således skyldig att på begäran av fondens andelsägare lösa in fondandelarna, vilket kan leda till att fastighetsfondsverksamheten är förenad med vissa problem från placerarskyddets synpunkt. Problemen uppkommer i samband med att värdet per andel i en sådan öppen fastighetsfond beräknas, eftersom fastigheterna till sin karaktär är illikvida placeringsobjekt och på dem följaktligen inte vid en given tidpunkt kan sättas något korrekt marknadspris, på det sätt som värdepapper vilka är föremål för offentlig handel. Placerarnas ställning är i så fall helt beroende av hur tillförlitlig värderingspraxis i fråga om fastigheterna är. Internationella exempel ger vid handen att placerarna i händelse av störningar på fastighetsmarknaden har börjat realisera sina andelar i öppna placeringsfonder, vilket har haft den följd att fastighetsfonderna har drabbats av likviditetsproblem. Aktiebolagsformen är således naturligast för en sluten fastighetsfond, eftersom den dels är välbekant och dels innebär att också lagen om aktiebolag kan tillämpas på fastighetsfonderna.

En fastighetsfond av det slag som avses i den föreslagna lagen skall placera de medel som den har fått in från allmänheten huvudsakligen i fastigheter och fastighetsvärdepapper. Som fastighetsplaceringar betraktas både direkta fastighetsplaceringar och placeringar i fastighetsvärdepapper. En fastighetsfond skall enligt den föreslagna lagens 15 § 3 mom. placera minst 70 procent av sina tillgångar i fastigheter eller fastighetsvärdepapper, för att dess verksamhet skall kunna betraktas som fastighetsfondsverksamhet i enlighet med den föreslagna lagen. En fastighetsfonds huvudsakliga verksamhetsområde skall anges också i bolagsordningen. Fastighetsfonden kan således placera högst 30 procent av sina tillgångar i annat än fastigheter och fastighetsvärdepapper. De övriga placeringsobjekten räknas upp och avgränsas i den föreslagna lagens 15 § 2 mom.

3 §. *Övriga definitioner.* Paragrafen innehåller lagens centrala definitioner. I 1 mom. definieras begreppet fastighet samt annan därmed jämförbar fast egendom, till en fastighet hänförlig arrende- och nyttjanderätt samt en fastighets beståndsdelar.

Fastigheter kan enligt sitt användningsändamål indelas t.ex. i jord- och skogsbruksfastigheter, industri- och affärsfastigheter

samt i bostadsfastigheter och i s.k. råmark som har skaffats för byggnadsändamål.

Med en fastighet avses en självständig enhet för markägande, dvs. en lägenhet eller en tomt samt andra sådana enheter för mark- och vattenägande som kan införas i fastighetsregistret. Med en fastighet jämställs också annan fast egendom, exempelvis en kvotdel, ett outbrutet område eller en andel i ett samfällt område.

Vidare jämställs med en fastighet sådan arrende- eller nyttjanderätt vars innehavare enligt 14 kap. 2 § jordabalken är skyldig att ansöka om inskrivning av sin rätt. Enligt jordabalken är den som innehar jordlegorätt och annan tidsbestämd nyttjanderätt till någon annans mark skyldig att ansöka om inskrivning av denna rätt, om den får överföras på tredje man utan att fastighetsägaren hörs och om det på området finns eller enligt avtal får uppföras byggnader eller anläggningar som tillhör rättsinnehavaren. Enligt den föreslagna lagen skall således sålunda sådan egendom och rätt hanteras på enahanda sätt, vars ägare eller innehavare är skyldig att registrera sin rätt.

Med en fastighet jämställs dessutom en byggnad eller konstruktion som varaktigt betjänar fastighetens användning. Avsikten är att ägande av en fastighet i ekonomiskt hänseende skall jämställas med sådant fastighetsägande som är fristående från markgrunden. Endast en byggnad eller konstruktion som varaktigt betjänar användningen av en fastighet betraktas som en fastighet och en del av en sådan. En byggnad eller konstruktion anses inte betjäna användningen av en fastighet på ett i paragrafens bemärkelse varaktigt sätt om den är avsedd att bli flyttad eller riven.

I den nya jordabalkens 15 kap. finns bestämmelser om inteckning av fastigheter, kvotdelar och outbrutna områden av fastigheter samt vissa legorätter och nyttjanderätter och om användning av dem som kreditsäkerheter. I jordabalken finns också bestämmelser om vilka objekt en inteckningsbaserad panträtt kan avse. Utöver fastigheter kan också kvotdelar av fastigheter intecknas. I likhet med fast egendom kan såsom säkerhet användas jordlegorätt eller annan nyttjanderätt i någon annans mark jämte tillhörande byggnader. Sådan s.k. anläggningsinteckning kan fastställas endast i nyttjanderätter som är fritt överlåtbara och på grundval av vilka rättsinnehavaren får

uppföra byggnader eller fasta anläggningar på området. Andra till en fastighet hänförliga nyttjanderättigheter och särskilda rättigheter kan omfattas av företagsinteckning.

Enligt jordabalken får inteckning fastställas också i ett outbrutet område, dvs. i ett till gränserna bestämt område som har överlåtits från en fastighet. Före den nya jordabalkens ikraftträdande kunde outbrutna områden inte överhuvudtaget användas som säkerhet, men numera är också detta möjligt. Med beaktande att ca en tredjedel av alla markköp avser outbrutna områden, innebar den nya jordabalken ett betydande tillskott till den egendomsmassa som har säkerhetsvärde. Även om ett outbrutet område endast är ett mellanskede före fastighetsbildningen kan styckningsförrättningarna i praktiken dra ut på tiden i flera år. Det finns behov av att inteckna outbrutna områden också därför att den i den tidigare inteckningsförordningen stadgade panträtten för ogulden köpeskillning har upphävts. De i paragrafens 1 punkt nämnda objekten anses vara fastigheter av det slag som avses i den föreslagna lagen och i vilka inteckning enligt jordabalken kan fastställas.

I den föreslagna paragrafens 2 punkt definieras begreppet fastighetsvärdepapper, vilket enligt värdepappersmarknadslagens definition av värdepappersbegreppet utesluts från den sistnämnda lagens tillämpningsområde. Enligt förslaget är begreppet fastighetsvärdepapper tillämpligt på en aktie eller ett värdepapper som ensam för sig eller tillsammans med andra värdepapper medför rätt att besitta en med stöd av arrende- eller äganderätten definierad lägenhet, fastighet eller fastighetsdel. Med lägenhet avses en lägenhet enligt 1 § lagen om bostadsaktiebolag. Fastighetsvärdepapper är fastighetsbundna värdepapper som i en fastighetsfonds tillgångar hänförs till fastighetsbeståndet. Minst 70 procent av en fastighetsfonds tillgångar skall vara placerade i fastigheter som är belägna i Finland eller i fastighetsvärdepapper avseende fastigheter som är belägna i Finland.

I den föreslagna paragrafens 3 punkt definieras värdepappersbegreppet genom en hänvisning till 1 kap. 2 § värdepappersmarknadslagen. Med värdepapper avses ett bevis över en andel i en sammanslutnings egna kapital eller i ett masskuldebrevslån eller någon därmed jämförbar gäldenärsförbindelse eller i en rättighet som avser eller grundar

sig på en sådan andel eller förbindelse. Ett värdepapper är ett aktiebrev eller ett bevis på någon annan till sina omsättnings-egenskaper med en aktie jämförlig andel i en sammanslutnings egna kapital. Sådana andelar i en sammanslutnings egna kapital kan utgöras av andelar i ett andelslags, inklusive en andelsbanks, andelskapital eller i något annan särskild post som hör till dess egna kapital eller i en ekonomisk förenings grundkapital samt sådana garantiandelar som avses i lagen om försäkringsbolag (1062/1979) och i lagen om försäkringsföreningar (1250/1987). Begreppet värdepapper som hänför sig till det egna kapitalet har således givits en omfattande definition, eftersom avsikten är att i tillämpningsområdet inkludera också bevis som blir föremål för omsättning. Värdepappersbegreppet inbegriper bankcertifikat och grundfondscertifikat av det slag som avses i lagen om andelslag och banklagstiftningen. Ett andelsbevis som hänför sig till ett masskuldebrevslån är ett värdepapper, i likhet med värdepapper av typen bevis på gäldenärsförbindelser som har emitterats i ett stort antal. Hit hör bl.a. de bankcertifikat som bankerna emitterar samt företags- och kommuncertifikaten som i allmänhet emitteras av en bank eller ett värdepappersföretag för ett företags eller en kommuns räkning. Värdepappersbegreppet inbegriper också av staten emitterade statliga skuldförbindelser. Med bevis över skuldförbindelser jämställs bevis som avser ränte- och avkastningsrättigheter. Värdepapper kan också utfärdas över kombinationer av sådana rättigheter som nämns ovan. Som värdepapper betraktas således också optioner i förening med konvertibla skuldebrev samt andra sådana kombinationsvärdepapper. Också andelar i placeringsfonder är värdepapper. Lagen om placeringsfonder möjliggör överlåtelse av fondandelar, vilket innebär att det kan uppkomma en sekundärmarknad för sådana. Värdepapper anses vara satta i allmänt omlopp om sådana personer kan delta i omättningen av dem, vilka inte är medlemmar av en på förhand bestämd grupp. Å andra sidan kan värdepapper som är satta i allmänt omlopp vara föremål för omättning även om det inte bedrivs sådan offentlig handel med dem som avses i värdepappersmarknadslagen.

I den föreslagna paragrafens 4 punkt definieras begreppet derivatinstrument huvudsakligen i överensstämmelse med lagen om

handel med standardiserade optioner och terminer. Med en option avses ett avtal enligt vilket den ena parten (*optionsinnehavaren*) av den andra parten (*optionsutfärdaren*) mot vederlag, dvs. en *premie*, får rätt att till ett avtalat inlösningspris i framtiden köpa eller sälja en viss mängd värdepapper, nyttigheter eller andra tillgångar (*underliggande tillgångar*). En option kan vara en *köption* eller en *säljoption* beroende på om den berättigar till köp eller försäljning av underliggande tillgångar. En option är per definition bindande endast för utfärdaren. För innehavaren medför optionen en rättighet men ingen skyldighet. De underliggande tillgångarna kan bestå av värdepapper, nyttigheter och andra tillgångar. Nyttigheter som kommer i fråga i detta sammanhang är närmast råvaror och andra standardiserade handelsvaror. De underliggande tillgångarna kan också bestå av valutor och betalningsmedel samt av sådana masskuldebrevslån och kapitalförbindelser för vilka inte har utgivits bevis med karaktär av värdepapper. En option kan i stället för en underliggande tillgång också hänföra sig till ett index som beskriver prisutvecklingen för den underliggande tillgången. Indexet kan vara baserat på en kalkylerad tillgångspost, t.ex. på en bråkdel av de 25 mest omsatta börsaktiernas marknadsvärde eller också kan det utgöra basen för en skala som anger en sådan kalkylerad tillgångsposts prisförändringar. *Indexoptioner* av detta slag innebär att de nyckeltal som optionen hänför sig till eller stegen på den därpå baserade skalan åsätts ett visst penningvärde enligt vilket optionens värde och de på optionen baserade prestationerna beräknas. Derivatinstrumentet *termin* är ett köpeavtal om underliggande egendom, i vilket parterna kommer överens om priset samt den dag då betalningen eller en ersättande gottgörelse för betalningen senast skall krävas eller då betalningen eller gottgörelsen skall fullgöras utan anfordran. I det sist nämnda fallet är det fråga om en s.k. automatisk kontantgottgörelse eller inlösnings. En *indextermin* är ett avtal som ömsesidigt berättigar till betalning som räknas ut på grundval av prisutvecklingen för de underliggande tillgångarna. Indexterminer är bl.a. futurerna samt kontrakten av *forward*-typ.

Med *standardisering av options- och terminsavtal* avses att avtalsvillkoren, med undantag för marknadspriset, har bestämts i optionsföretagets reglemente. Från standardi-

seringen undantas de optionsvillkor som gäller premien och priset på de underliggande tillgångarna (*terminspriset*) eller motsvarande index.

Handeln med standardiserade derivatinstrument baserar sig på trepartskontrakt där optionsföretaget är part med avseende på varje option och termin. På derivatmarknaden leder ett avslut inte automatiskt till ett avtalsförhållande, utan ett sådant uppkommer först i och med avvecklingen, vilket innebär att det på grundval av köpet uppkommer motsatta avtalsförhållanden mellan optionsföretaget och respektive parter i köpet. Ett *optionsköp* äger således rum när derivatinstrumentens pris och antal fastställs inom optionsföretagets handelssystem för vissa parter vidkommande. Vid optionshandeln matchas anbud som gäller premien och terminspriset eller motsvarande index så att parterna enligt optionsföretagets reglemente måste ingå ömsesidiga avtal med optionsföretaget om premien, priset eller indexet enligt anbudet.

I den föreslagna paragrafens 5 punkt definieras begreppet fastighetsförädlingsverksamhet. Därmed avses sådana aktiva placeringar i fastigheter som görs i syfte att genom effektiva åtgärder förbättra fastigheternas värde. Värdestegringen åstadkoms genom förbättring av fastigheternas nettohyresavkastning och minimering av återuthyrningsrisken samt genom sanering av fastigheternas driftsekonomi och omgivningar. Fastighetsförädlingsverksamhet faller enligt lagförslaget 1 § utanför lagens tillämpningsområde.

Fastighetsförädlingsverksamhet ger i regel avkastning först efter att sanerings-, planerings- och byggnadsåtgärderna har slutförts eller i vissa fall först efter fastighetsköp och försäljningar. Verksamheten kan i bland vara jämförbar med nybyggnation. I lagen anges en fastighetsfonds huvudsakliga ändamål vara placeringar i objekt som ger ett jämnt kassaflöde. Av denna anledning föreslås att fastighetsfonderna förbjuds att bedriva sådan med byggande jämförbar fastighetsförädlingsverksamhet som huvudsakligen syftar till värdestegring. Sådana ombyggnads- och saneringsåtgärder som normalt hör till en fastighets livscykel betraktas inte som fastighetsförädlingsverksamhet av det slag som avses här. De fastighetsplaceringsbolag som bedriver förädlingsverksamhet kan fritt fortsätta bedriva verksamhet där riskerna är

större än de tillåts vara när det gäller fastighetsfundsverksamhet.

De bolag som bedriver fastighetsförädlingsverksamhet brukar åtminstone i teorin eftersträva en snabb omsättning av fastigheter. De köper vanligen oplanerade och obyggda markområden och deras placeringsverksamhet bygger således på förädling och vidareförsäljning eller på vidareuthyrning eller på en kombination av dessa verksamhetsformer samt på att därigenom öka fastigheternas värde. Sanerings- och byggnadsåtgärder i fastighetsförädlings syfte är alla åtgärder som inte hänför sig till drifts- och underhållskostnaderna eller som inte har samband med att en fastighet byggs för fastighetsfondens eget bruk.

4 §. *Tillämpning av annan lagstiftning.* I denna paragraf föreskrivs bl.a. om tillämpning av annan lagstiftning än den föreslagna lagen. Eftersom en fastighetsfond juridiskt sett har formen av ett aktiebolag, skall lagen om aktiebolag och värdepappersmarknadslagen tillämpas på den, om inte annat bestäms i den föreslagna lagen. På en fastighetsfond skall dessutom tillämpas bokföringslagen och revisionslagen, bl.a. då apportegendom tillförs fonden.

5 §. *Firma.* Syftet med denna paragraf är att säkerställa att allmänheten får en klar uppfattning om arten av en fastighetsfunds verksamhet. Enligt förslaget skall en fastighetsfunds firma innehålla ordet fastighetsfond antingen som sådant eller som sammansättningsled. I syfte att förhindra missbruk föreslås att endast en sådan fastighetsfond som avses i lagen skall ha rätt att i sin firma eller annars för att ange sin verksamhet använda benämningen fastighetsfond.

På den internationella marknaden innebär fondbenämningen inte alltid att det är fråga om en fond som har rörligt kapital och på anfordran löser in placerarnas andelar, utan snarare att det är fråga om en reglerad och relativt trygg placeringsform samt att fonden kan ha antingen fast eller rörligt kapital. Benämningen fastighetsfond upplyser placeringen om fondtypen och om att fonden är hänvisad till en mera begränsad och reglerad placeringsverksamhet än t.ex. fastighetsplaceringsbolagen och fastighetsförädlingsbolagen. Fondbenämningen har ungefär samma funktion, dvs. att ange ett visst placerarskydd, som benämningen placeringsfond har enligt lagen om placeringsfonder, även om den sistnämnda lagens reglering är snävare.

Fastighetsfundsbenämningen har inte tidigare varit i allmän användning. I sin marknadsföring måste fastighetsfonderna emellertid se till att fastighetsfonderna inte ens indirekt jämfälls med placeringsfonder av det slag som övervakas av finansinspektionen och som är förenade med ett bättre skydd bl.a. vad gäller inlösningen av andelar.

Före den föreslagna lagens ikraftträdande finns det i Finland fungerande fastighetsplaceringsbolag i aktiebolagsform. Det är således viktigt att särskilja dessa redan existerande fastighetsplaceringsbolag samt fastighetsplaceringsbolag som eventuellt grundas i ett senare skede, från de fastighetsfonder som grundas i enlighet med den föreslagna lagen.

Benämningen fastighetsfond lämpar sig för sammanslutningar som inriktar sig på långsiktig fastighetsplaceringsverksamhet. Genom benämningen dras det upp en gräns mot fastighetsplaceringsbolag som fritt kan bedriva också annan med fastighetsplacering förknippad och tillhörande verksamhet inom ramen för sin bolagsordning samt enligt lagen om aktiebolag och värdepappersmarknadslagen. Den föreslagna lagen är tillämplig endast på fastighetsfonder, medan andra inom fastighetsbranschen verksamma aktiebolag kan fortsätta som förr eller inleda verksamhet enligt samma principer som förr.

6 §. *Tillsyn.* I paragrafen föreslås att finansinspektionen skall övervaka iakttagandet av lagens 13, 14 och 19—23 §, med stöd av dessa lagrum utfärdade bestämmelser, föreskrifter och anvisningar samt de i enlighet med 14 § godkända stadgarna. I praktiken innebär finansinspektionens tillsyn att den skall godkänna stadgarna för fastighetsfondens placeringsverksamhet samt fastighetsfundsprospektet. Eftersom fastighetsfonderna enligt förslaget skall åläggas att ansöka om att deras aktier upptas till offentlig handel, kommer tillsynen över dem inte nämnvärt att skilja sig från tillsynen över andra börsbolag.

Finansinspektionens tillsyn föreslås således bli begränsad till formella uppgifter, såsom godkännande av stadgar och prospekt som uppgörs med stöd av finansministeriets beslut samt till kontroll av den offentliggjorda informationens kvantitet och kvalitet. Tillsynsmyndigheten har ingen orsak att befatta sig med ändamålsenligheten i fastighetsfondernas verksamhet.

## 2 kap. **Bildande av fastighetsfonder samt deras verksamhet**

7 §. *Affärsverksamhet.* Paragrafen innehåller i likhet med 34 § lagen om placeringsfonder (480/1987) en allmän bestämmelse om hur fastighetsfondsverksamheten skall bedrivas från aktieägarnas synpunkt. Genom bestämmelsen betonas vikten av att de i fonden placerade medlen blir omsorgsfullt och sakkunnigt förvaltade. Verksamheten skall bedrivas uttryckligen med beaktande av aktieägarnas gemensamma bästa och med iakttagande av riskfördelningsprincipen. Fastighetsfondens verksamhet skall vara tillräckligt stabil och de med verksamheten förenade riskerna skall spridas över flera geografiska områden och branscher.

8 §. *Annan tillåten verksamhet.* Enligt den föreslagna paragrafen får fastighetsfonden inte bedriva annan verksamhet än fastighetsfondsverksamhet. Syftet med denna bestämmelse är att skydda aktieägarna genom att skapa garantier för att fastighetsfonden koncentrerar sig på sin huvuduppgift och undviker intressekonflikter. Med avvikelse från huvudregeln föreslås emellertid att i lagen tas in ett uttryckligt omnämnande om att vederbörande ministerium kan bevilja en fastighetsfond tillstånd att bedriva verksamhet som väsentligen hör ihop med fastighetsfondsverksamheten. Som sådan verksamhet kan betraktas t.ex. disponents- och serviceverksamhet samt byggnadsverksamhet. Frågan om sambandet med fastighetsfondsverksamheten är väsentligt bedöms i anslutning till tillståndsansökan. Det är inte möjligt att bevilja något allmänt tillstånd för alla typer av fastighetsfondsverksamhet, utan vederbörande ministerium prövar i det enskilda fallet om det finns ett väsentligt samband med fastighetsfondsverksamheten. Tillstånd kan beviljas ifall fastighetsfondens bolagsordning och stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten täcker den verksamhet som anges i tillståndsansökan.

9 §. *Aktiekapital.* Eftersom praktiken kommer att utvisa hur stort kapital en välfungerande fastighetsfond måste ha, är det inte skäl att i detta skede fastställa ett onödigt högt kapitalkrav. En annan orsak att inte pressa upp kravet på aktiekapitalet är att detta vore ägnat att försvåra fastighetsfondsverksamhetens utveckling och således i onödan hindra företag att etablera sig i branschen. I praktiken kommer fastighetsfonder-

na sannolikt att ha relativt stora aktiekapital, för att de skall kunna täcka förvaltningskostnaderna och de övriga kostnader som orsakas av en expertorganisation och ändå avkasta vinst som kan delas ut till placerarna. I praktiken kommer fastighetsfondernas aktiekapital att uppgå till flera hundra miljoner mark. Det är emellertid inte ändamålsenligt att ställa kravet så högt, eftersom det skulle innebära en onödigt hög tröskel för marknadstillträdet. Ett relativt lågt ställt kapitalkrav gör det möjligt för mindre, specialiserade fastighetsfonder att etablera sig. En sådan nisch inverkar inte menligt på de volymmässigt större fastighetsfondernas trovärdighet bland allmänheten. Av denna anledning föreslås att en fastighetsfonds aktiekapital skall uppgå till minst 20 miljoner mark. Aktiekapitalet skall vara helt inbetalt och i fastighetsfondens besittning innan fastighetsfonden anmäls för registrering och innan den inleder sin verksamhet.

Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. kan endast ett helt inbetalt aktiekapital registreras. Aktiekapitalets minimibelopp måste enligt 2 mom. uppnås inom 18 månader efter fastighetsfondens bildande. Syftet med bestämmelsen är att säkerställa att fonden får aktiekapitalet till sitt förfogande. Bestämmelsen tryggar framförallt borgenärernas ställning genom att de ges bättre möjligheter att bedöma fastighetsfondens ekonomiska ställning. Samtidigt tryggar bestämmelsen också aktieägarnas ställning.

I paragrafens 2 mom. föreslås ett undantagsförfarande för vissa situationer. Paragrafens 1 mom., vilket skall tillämpas som huvudregel, kan i vissa situationer visa sig vara oflexibelt. Detta kan vara fallet t.ex. då fastighetsfonden har ett tillräckligt antal aktieägare men det erforderliga aktiekapitalet efter att 18 månader förflutit fortfarande inte har uppnåtts. Eftersom syftet med 1 mom. är att förhindra att s.k. skrivbordsfonder uppkommer och lever vidare, är det emellertid skäl att bevilja undantag från det föreslagna kapitalkravet endast med urskiljning. Den flexibilitet som lagrummet förutsätter kan uppnås så att vederbörande ministerium ges rätt att lindra det i 1 mom. föreskrivna kravet genom att på ansökan bevilja fastighetsfonden en kort frist i sådana fall då det uppnådda kapitalbeloppet kan anses ha kommit tillräckligt nära det krav som föreskrivs i 1 mom. Undantagstillstånd borde beviljas med hänsyn till hur sannolikt det kan anses vara



att ett lagligt eller i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten föreskrivet minimibelopp fås ihop inom den utsatta tidsfristen.

Enligt den föreslagna paragrafens 3 mom. skall aktiekapitalet betalas in på fastighetsfondens bankkonto i Finland.

I paragrafens 4 mom. föreslås med avvikelse från 1 och 3 mom. att i fastighetsfondens stiftelseurkund och bolagsordning kan tas in en föreskrift om att aktier får tecknas med rätt eller skyldighet att i bolaget mot aktier sätta in annan egendom än pengar. Den egendom som tillförs bolaget som apport eller annars i samband med teckningen skall vara av det slag som föreskrivs i 15 § 2 mom. Kravet på apportegendomens art utgör en garanti för att fastighetsfonden som sin uteslutande eller huvudsakliga affärsrörelse koncentrerar sig på fastighetsfondsverksamhet av det slag som avses i 1 § och närmare beskrivs i 15 §. Den uttryckliga bestämmelsen i lagförslaget 17 § 3 mom. om värdering av apportegendom garanterar att också apportegendomen blir så tillförlitligt och opartiskt värderad som möjligt. Apportegendomen skall vara av värde från fastighetsfondens synpunkt. Som apportegendom godkänns inte en förbindelse att utföra vissa arbetsprestationer eller tjänster.

De nya bestämmelser som har fogats till lagen om aktiebolag t.ex. om en utomstående sakkunnigs försäkran om apportegendomens värde, skall säkerställa att värdet motsvarar det belopp som betalas för aktierna. Bestämmelserna om att aktierna skall betalas i pengar tryggar inte nödvändigtvis aktiekapitalet, eftersom det i pengar betalda aktiekapitalet omedelbart kan tas i anspråk för anskaffning av egendom till bolaget eller för betalning av bolagets skuld. Kraven att kapitalet skall betalas in i pengar kan således också ha en motsatt effekt, eftersom det inte varit nödvändigt att på anskaffningen av egendom med det i pengar erhållna aktiekapitalet tillämpa de särskilda bestämmelser som skall trygga apporttransaktioner. I lagen om aktiebolag har tagits in en ny bestämmelse om s.k. efterrapport, som effektivt eliminerar det nämnda problemet. Kravet att kapitalet skall betalas in i pengar är inte heller i sig ägnat att trygga bolagets likviditet.

I samband med att en fastighetsfond grundas och dess rättsliga form ändras skall i två års tid tillämpas särskilda efterrapportsbestämmelser, vilka har som syfte att förhindra

kringgående av apportbestämmelserna. I samband med att en fastighetsfond bildas får aktiekapitalet enligt de nya bestämmelserna i lagen om aktiebolag inte användas förrän det har valts en styrelse för bolaget.

10 §. *Bildande av en fastighetsfond.* Enligt den föreslagna paragrafen skall en fastighetsfond när den grundas alltid ha minst fem aktieägare. Avsikten med förslaget är att undvika uppkomsten av situationer där en fastighetsfond förefaller uppfylla de förutsatta kraven men det egentliga syftet med bildandet av fonden är något annat än gemensamma placeringar i fastigheter och fastighetsvärdepapper. Följden kan i praktiken bli att deltagande i fastighetsfondsverksamheten blir möjligt endast för en begränsad krets av personer, samfund och stiftelser. Av denna anledning betraktas till en och samma koncern hörande samfund och stiftelser som en helhet när antalet aktieägare räknas. På bestämmanderätten skall enligt förslaget tillämpas 22 b § bokföringslagen. Vederbörande ministerium kan emellertid på ansökan och av särskilda skäl bevilja undantag från det krav som gäller minimiantal aktieägare. Tillstånd kan beviljas t.ex. en fastighetsfond vars stadgar för fastighetsplaceringsverksamheten skäligen och enligt en rationell bedömning kan anses uppfylla förutsättningarna för fastighetsfondsverksamhet.

11 §. *Handel med en fastighetsfonds aktier.* Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. skall en fastighetsfond ansöka om att dess aktier upptas till offentlig handel enligt värdepappersmarknadslagen inom ett år från inledandet av fastighetsfondsverksamheten, om inte vederbörande ministerium av särskilda skäl beviljar undantag från detta krav. Värdet på en fastighetsfonds aktier som är föremål för offentlig handel bestäms på värdepappersmarknaden enligt utbud och efterfrågan och inte enbart som resultat av en osäker värdering som sker sällan och är bunden till den rådande marknadssituationen. Detta underlättar tillsynen över fastighetsfonderna samt löser problemet att fastställa värdet på sådana aktier. Från placerarnas synpunkt är det också av en central betydelse att de vid behov behövande kan sälja sitt aktieinnehav till marknadspris.

Det är viktigt att fastighetsfondernas aktier blir föremål för offentlig handel också av den orsaken att en fastighetsfonds aktier inte nödvändigtvis i emissionskedet blir föremål för tillräcklig efterfrågan ifall placeringarna inte

har någon garanti för att det senare lämnas in en ansökan om att de upptas till offentlig handel.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. skall fastighetsfonden, innan dess aktier upptas till offentlig handel, kvartalsvis eller oftare offentliggöra sina aktiers värde och antal. Information om aktiernas värde kan publiceras t.ex. i dagstidningarna eller i något annat sådant av fastighetsfonden lämpligbefunnet medium som allmänheten har fri tillgång till. I stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten skall anges var informationen offentliggörs. Eftersom fastighetsfondens aktier är föremål för offentlig handel behöver fonden inte särskilt uppge deras värde. Fastighetsfonden skall utan dröjsmål rätta felaktig information om aktiernas värde, ifall felaktigheten inte är obetydlig. Avsikten är att om möjligt undvika felaktigheter vid marknadsföringen av aktier i fastighetsfonder. Denna strävan kan anses vara förenlig med både fondernas och med placerarnas intressen. Oväsentliga och obetydliga fel behöver emellertid inte rättas.

12 §. *Bolagsordning.* Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. behöver fastställelse av ändringar i en fastighetsfonds bolagsordning inte sökas hos andra myndigheter än patent- och registerstyrelsen. Fastighetsfonden skall utan dröjsmål göra en registreringsanmälan med iakttagande av det i 14 § 3 om. handelsregisterlagen angivna förfarande som gäller fondbolag.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. skall fastighetsfonden utan dröjsmål informera vederbörande ministerium och finansinspektionen om den registrerade bolagsordningen och ändringar i den. På så sätt blir myndigheterna informerade om fastighetsfondens verksamhetsområde samt om inledande av verksamheten.

13 §. *Stadgar för fastighetsplaceringsverksamheten.* Enligt den föreslagna paragrafen skall en fastighetsfond utöver bolagsordningen också ha stadgar för fastighetsplaceringsverksamheten. Förslaget motsvarar närmast 17 § lagen om placeringsfonder. En accentuerad informationsskyldighet är förenligt med fastighetsfondens karaktär. Vid regleringen av informationsskyldighetens innebörd och särdrag är det skäl att beakta också annan lagstiftning och med stöd av den utfärdade bestämmelser, t.ex. bokföringslagen, lagen om aktiebolag och värdepappersmarknadslagen. Vidare skall de på marknadsplatserna

för bolagen utfärdade föreskrifterna om informationsskyldigheten iakttas. Informationsskyldigheten måste utgöra en överskådlig helhet som också är avvägd mot de regleringar som gäller andra branschens informationsskyldighet. Enligt propositionen skall fastighetsfonden hålla stadgarna uppdaterade. Från placerarskyddets synpunkt är det av största vikt att stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten anger principerna för fastighetsfondens placeringsverksamhet, vilket innebär att det blir den enskilde placerarens sak att bedöma om det lönar sig för honom att delta i den gemensamma fastighetsplaceringsverksamheten. Från placerarskyddet synpunkt är det också viktigt att fastighetsfonden är skyldig att regelbundet ge en offentlig redogörelse för sina tillgångar och deras fördelning mellan olika placeringsobjekt.

I den föreslagna lagen understryks att det ligger i fastighetsfondernas eget intresse att verksamheten är öppen. För att fastighetsfonderna skall vara framgångsrika är det viktigt att de är öppna i informationshänseende och att de har en omfattande informationsskyldighet. Informationsskyldigheten får emellertid inte vara onödigt detaljerad, eftersom de i så fall kan bli tvungna att avslöja affärshemligheter och annan jämförbar information. Detta skulle inverka negativt på fastighetsfondernas trovärdighet som avtalspartner samt på deras möjligheter att genomföra affärstransaktioner. En överdrivet detaljerad informationsskyldighet kan dessutom leda till att boksluten och delårsrapporterna sväller ut samt till att placerarna får mängder av irrelevant information.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. skall stadgarnas innehåll inte i detalj regleras i lagen, utan vederbörande ministerium skall utfärda närmare bestämmelser om saken. Ministeriet kan bättre beakta särdragen i fastighetsbranschen samt ta ställning till detaljfrågor. Genom ministeriets beslut fastställs fastighetsfondens skyldighet att sprida de med placeringsverksamheten sammanhängande riskerna. I ministeriets beslut anges grunderna för placering av fastighetsfondens tillgångar i så likvida och säkra placeringsformer som möjligt. Placeringsverksamheten skall bedrivas utgående ifrån aktieägarnas intressen. Syftet med ministeriets beslut är att betona vikten av att de medel som placeras i fastighetsfonden blir omsorgsfullt och sakkunnigt förvaltade. Likviditetskravet in-

nebär att det skall vara möjligt att köpa eller sälja placeringsobjekt antingen i dess helhet eller delvis inom en skälig tid, utan att enskilda transaktioner påverkar marknadens prisnivå. Av stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten skall bl.a. framgå fondens namn, vilka bestämmelser och begränsningar som gäller placeringsverksamheten, grunderna för beräkning och offentliggörande av aktiernas värde, beloppet av fondens aktiekapital, tid och plats för bolagsstämman, grunderna för val av styrelsen samt grunderna för de ersättningar som betalas till rådgivare. I stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten skall också anges grunderna för fondens vinstutdelning, förfarandet vid ändring av stadgarna, aktiekapitalets belopp, principerna för användning av främmande kapital samt antalet stiftande medlemmar. Slutligen skall av stadgarna framgå i vilken omfattning fonden använder olika typer av låne- och återköpsavtal avseende värdepapper. Finansinspektionen utfärdar inga bestämmelser om fastighetsfondens derivatinstrument samt om sådana omständigheter som gäller låne- och återköpsavtal. I stadgarna skall aktieägarnas intressen beaktas. Syftet med stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten är att komplettera lagen och underlätta tolkningen av den.

14 §. *Fastställande av stadgarna.* Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. skall stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten samt ändringar i dem tillställas finansinspektionen för godkännande. Finansinspektionen skall i regel godkänna stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten ifall de inte kan anses vara oförenliga med fastighetsfondens aktieägares intressen och ifall det inte heller annars finns någon giltig orsak att vägra godkänna dem. Stadgarna godkänns t.ex. inte i det fall att finansinspektionen påvisar att de i något avseende strider mot aktieägarnas intressen. I så fall skall fastighetsfonden påvisa att en av finansinspektionen påvisad omständighet inte stämmer. Förslaget överensstämmer med 18 § lagen om placeringsfonder.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. har finansinspektionen rätt att förena sitt godkännande av stadgarna med sådana särskilda begränsningar och villkor som avses i 15 § 3 mom., 16 § 2 och 4 mom. samt i 17 § 4 mom.

Enligt den föreslagna paragrafens 3 mom. träder stadgarna för fastighetsplaceringsverk-

samheten samt ändringar i dem i kraft en månad efter att finansinspektionen har godkänt dem, om inte finansinspektionen bestämmer något annat.

Enligt den föreslagna paragrafens 4 mom. får fastighetsfondens aktier inte marknadsföras till allmänheten förrän stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten har godkänts. Fastighetsfonden får således inte inleda sin verksamhet förrän finansinspektionen har godkänt stadgarna.

Enligt den föreslagna paragrafens 5 mom. skall fastighetsfonden anmäla till finansinspektionen när den inleder sin verksamhet. Fastighetsfonden anses inleda sin verksamhet då dess aktier börjar marknadsföras till allmänheten. Avsikten med bestämmelsen är att förbättra finansinspektionens tillsynsmöjligheter.

### 3 kap. **Fastighetsfondernas placeringsverksamhet**

15 §. *Placering av medel.* Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. skall en fastighetsfond när den placerar fondens medel sprida de till fastighetsfundsverksamheten samt till eventuell annan affärsverksamhet hänförliga riskerna. Däremot uppställs för fastighetsfonden inte någon uttrycklig skyldighet att placera sina tillgångar på ett betryggande sätt, eftersom det i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten enligt 13 § kan föreskrivas vilka mål fastighetsfonden uppställer för sin avkastning. I lagen förbjuds fastighetsfonden inte att ta risker, men de med placeringarna förenade riskerna måste spridas. Dessutom skall fastighetsfonden enligt lagförslagets 7 § i all sin placeringsverksamhet handla omsorgsfullt och sakkunnigt. Förslaget motsvarar delvis 36 § lagen om placeringsfonder.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. skall fastighetsfondens medel utan oskäligt dröjsmål, som närmare föreskrivs i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten, placeras i sådana placeringsobjekt som räknas upp i momentet. Ett befogat dröjsmål kan bero t.ex. på att fastighetsfonden vill trygga aktieägarnas intressen.

Fastighetsplaceringar har allmänt ansetts sprida risken när de består av flera olika typer av tillgångar, såsom aktier, masskuldebrevslån och fastigheter. Man har inte kunnat påvisa att det finns faktorer som endygdigt minskar och sprider de risker som är

förenade med fastighetsplaceringar. Det finns t.ex. ingenting som bevisar att en geografisk placeringsspridning eller placeringar i olika fastighetstyper skulle minska placeringsrisken. Dessa metoder kan således inte uppställas som riskspridningskriterier för en fastighetsfond. Risken både ökar och sprids genom placeringar i utländska fastigheter. Placeringar i andra länder är ägnade att sprida risken en hel del, eftersom Finland utgör ett litet fastighetsmarknadsområde. Å andra sidan kan sådana fastighetsplaceringar också ha en ogynnsam inverkan, eftersom de med respektive länder förenade riskerna måste beaktas och sakkunskapen om andra länders fastigheter ofta är bristfällig. Av denna anledning föreslås att det endast i undantagsfall och av särskilda skäl vara tillåtet att placera i andra än finländska fastigheter. Dessa skäl skall klart och tydligt anges i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten, i fastighetsplaceringarna begränsas till enbart finländska fastigheter.

Det är problematiskt att reglera riskspridningen enbart genom att fastställa en nedre gräns för antalet placeringsobjekt, eftersom enskilda fastighetsplaceringar uppvisar stora olikheter vad beträffar riskerna. T.ex. en fastighet med endast en hyresgäst är förenad med en helt annan risktyp än ett handelscenter med hundratals hyresgäster. Eftersom de riskreducerande spridningskraven är typiska för placeringar av fondtyp, kan det vid sidan av eller i stället för ett visst antal objekt vara ändamålsenligt att reglera också antalet hyresgäster eller det kassaflöde som enskilda hyresgäster ger upphov till. Till följd av de problem som sammanhänger med riskspridningen och entydiga begränsningar är det befogat att precisera regleringen genom beslut som utfärdas av vederbörande ministerium.

Enligt den föreslagna paragrafens 1 punkt skall fastighetsfondens medel placeras i fastigheter som är belägna i Finland. Med fastighet avses en registerenhet av det slag som definieras i 1 kap. 2 § fastighetsbildningslagen. I jordabalken regleras fastighetsköp och andra överlåtelsesituationer. En fastig-

hetsfond har samma rättigheter och skyldigheter som en fastighetsägare i allmänhet. En fastighet kan vara belägen inom eller utanför ett stads-, byggnads- eller strandplaneområde. En fastighet på ett planerat område kan antingen vara obebyggd eller bebyggd. Också ett avstyckat område är en fastighet.

Fastighetsplaceringsbranschens verksamhetsföretsättningar håller på att förändras. Den förväntade värdestegringen tillmäts mindre betydelse än det regelbundna och jämna kassaflöde som fastighetsbeståndet genererar. Fastighetsplaceringar kräver att fastighetsfonderna besitter ett mångsidigt kunnande och vetande. På fastighetsmarknaden kommer att ställas i stort sett samma krav som på värdepappersmarknaden. Fastighetsplaceringar via fastighetsfonder förutsätter värdepapperisering av fastigheterna. Detta innebär att fastigheterna blir attraktiva som placeringsobjekt också för allmänheten.

Enligt 2 punkten i den föreslagna paragrafens 2 mom. kan en fastighetsfond placera sina medel i värdepapper avseende fastigheter som är belägna i Finland. Placering i fastighetsvärdepapper jämföras med direkta fastighetsplaceringar, eftersom fastighetsvärdepapper i likhet med aktier i fastighets- och bostadsaktiebolag alltid är klart fastighetsbundna. Möjligheten att placera i fastighetsvärdepapper attraherar framförallt småinvestorer som är intresserade av fastighetsplaceringar men saknar de tillgångar eller kunskaper som behövs för direkta placeringar. När en fastighetsfond sprider sina tillgångar på både fastighetsvärdepapper och direkta fastighetsplaceringar fördelas riskerna och avkastningarna på olika sätt beroende på att fastighetsvärdepapper till sin karaktär är kombinationer av fastighets- och värdepappersplaceringar. Prisbildningsmekanismerna på fastighets- och värdepappersmarknaden är olika, men i flera fall är de strukturellt sammanbundna med varandra.

Enligt 3 punkten i den föreslagna paragrafens 2 mom. kan en värdepappersfond placera sina medel i alla typer av värdepapper som i Finland är föremål för offentlig handel enligt 1 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen. Till denna kategori hör börsvärdepapper och marknadsvärdepapper. Avsikten är att det för värdepapperen skall finnas en reglerad, regelbundet fungerande, för allmänheten öppen och erkänd marknadsplats där det bedrivs sådan offentlig handel som avses i vär-

depappersmarknadslagen. För en fastighetsfond uppställs t.ex. inget hinder att placera medel och äga aktier i en annan fastighetsfond.

Enligt 4 punkten i den föreslagna paragrafens 2 mom. kan en fastighetsfond placera sina medel i värdepapper som är föremål för handel inom ett i någon annan stat etablerat eller fungerande omsättningssystem, då detta kan jämföras med sådan offentlig handel som avses i 3 punkten samt i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten. Från fastighetsfondens synpunkt är det motiverat att ta in föreskrifter om saken i stadgarna, även om detta tillvägagångssätt, till följd av det fastställelseförfarande som stadgarna måste undergå, i vissa fall kan vara långsamt i administrativt hänseende. I stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten är det skäl att med tanke på informationen till aktieägarna räkna upp och presentera sådana utländska marknadsplatser.

Enligt 5 punkten i den föreslagna paragrafens 2 mom. kan en fastighetsfond placera sina medel direkt i tillgodohavanden som inte kan anses vara värdepapper. Inhemsk och utländsk skuldförbindelser av detta slag är t.ex. depositionsbevis och depositioner med avistavillkor, vilka det är enkelt att omsätta i pengar och vilkas exakta värde kan konstateras vid behov. Inte heller av depositionsbanker eller andra kreditinstitut förmedlade s.k. notariatplaceringar är värdepapper. De är således tillgodohavanden av det slag som avses här.

Enligt 6 punkten i den föreslagna paragrafens 2 mom. kan en fastighetsfond placera sina medel i likvida eller därmed jämförbara tillgångar som lätt kan omsättas i pengar, t.ex. kortfristiga värdepapper i främmande kapital som har emitterats av finska staten, Finlands Bank eller sådana kreditinstitut och finansiella institut som avses i lagen om utländska kreditinstitut och finansiella instituts verksamhet i Finland (1608/1993).

Enligt 7 punkten i den föreslagna paragrafens 2 mom. kan en fastighetsfond placera sina medel i värdepapper som hänför sig till sådan affärsverksamhet som avses i 8 §, ifall vederbörande ministerium beviljar tillstånd därtill. Sådana värdepapper är bl.a. av fastighetsfonden ägda aktier i disponent- och fastighetsservicebolag.

Enligt 8 punkten i den föreslagna paragrafens 2 mom. kan en fastighetsfond i syfte att främja egendomsförvaltningens effektivitet

placera medel också i derivatinstrument. Enligt förslaget kan fastighetsfonder i likhet med placeringsfonderna, på de villkor som finansinspektionen bestämmer, placera medel i sådana standardiserade derivatinstrument som avses i lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988). Finansinspektionen övervakar emellertid inte att de i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten föreskrivna villkoren uppfylls och inte heller placeringsverksamhetens laglighet. Finansinspektionen har emellertid ingen skyldighet att i enlighet med 36 a § lagen om placeringsfonder meddela föreskrifter om fastighetsplaceringar i derivatinstrument. Fastighetsfonden kan placera medel i derivatinstrument vilkas underliggande tillgångar är värdepapper av det slag som avses i 15 § 2 mom. 4 punkten eller index vilka beskriver sådana värdepappers prisutveckling eller vilkas syfte är att skydda fastighetsfondens tillgångar mot förändringar i valutakurserna och mot ränterisker på annat sätt än genom standardiserade valuta- och räntederivatkontrakt. Fastighetsfonden kan placera i derivatinstrument för att förebygga risker som är förenade med placeringsverksamheten och valutakursförändringar. Derivatinstrument kan dessutom användas för att effektivisera egendomsförvaltningen. Åsidosättande av riskspridningsprincipen anses emellertid inte vara förenligt med en effektiv egendomsförvaltning.

Enligt 9 punkten i den föreslagna paragrafens 2 mom. skall i fråga om en fastighetsfonds låne- och återköpsavtal avseende värdepapper i tillämpliga delar iaktas vad som föreskrivs i 36 b § lagen om placeringsfonder, om inte annat föreskrivs i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten. Finansinspektionen är emellertid inte skyldig att i enlighet med 36 b § lagen om placeringsfonder meddela föreskrifter om fastighetsfondens placeringar i låne- och återköpsavtal avseende värdepapper. Dessutom kan fastighetsfonden inte uppträda som låntagare i låneavtal som avser värdepapper. Detta skulle strida mot lagförslagets 17 §, eftersom fastighetsfondens tillgångar inte kan ställas som säkerhet i andra fall än de som uttryckligen räknas upp i lagrummet. I det ifrågasvarande lagrummet nämns inte låneavtal som rättshandlingar för vilka fastighetsfondens tillgångar kan pantsättas som säkerhet.

Det är också förbjudet för fastighetsfonder att göra s.k. blankningsaffärer med värde-

papper. Blankning innebär att säljaren gör affärer med värdepapper som han vid transaktionstidpunkten inte är ägare till och som han inte förfogar över heller annars.

Enligt den föreslagna paragrafens 3 mom. kan fastighetsfonden av något i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten angivet särskilt skäl avvika från de placeringsbegränsningar som anges i 2 mom., dock högst för en räkenskapsperiod i sänder. Avvikelsen skall objektivt sett vara tillfällig och relativt oväsentlig. I annat fall förutsätter den en ändring i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten. Avvikelsen och grunderna för den skall så klart framgå av stadgarna att placerarna inte kan få en felaktig uppfattning om saken och så att de har möjlighet att bilda sig en uppfattning om de med placeringsobjekten förenade riskerna. Syftet med förslaget är att de begränsningar som föreskrivs i 2 mom. inte skall åsamka fastighetsfonden förluster och att verksamhetens flexibilitet skall bevaras. Som en nödvändig avvikelse kan betraktas t.ex. en situation som måste rättas till på ett sätt som i första hand beaktar aktieägarnas intressen. Fastighetsfonden skall informera om avvikelsen och motiveringen till den dels i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten samt dels i fastighetsfondsprospektet, delårsrapporten och bokslutet. Om avvikelsen enligt en objektiv bedömning är väsentlig från placerarnas synpunkt är fastighetsfonden också skyldig att offentliggöra denna omständighet på grundval av 2 kap. 7 § värdepappersmarknadslagen, i sådana fall då fastighetsfonden är ett börsbolag eller dess aktier är föremål för annan offentlig handel. Fastighetsfonden skall likväl alltid placera minst 70 procent av sina tillgångar i fastigheter som är belägna i Finland samt i fastighetsvärdepapper som avser fastigheter som är belägna i Finland, för att den skall anses bedriva fastighetsplaceringsverksamhet som faller inom ramen för lagens tillämpningsområde. Eftersom placeringar i värdepapper och andra sådana objekt som räknas upp ovan i 2 mom. har begränsats till 30 procent av fastighetsfondens tillgångar, kan de som ansvarar för fastighetsfondens affärsverksamhet inrikta sitt specialkunnande på fastighetsfondens huvudbransch. I andra än inhemska fastighetsbestånd får en fastighetsfond av sådana särskilda skäl som nämns i stadgarna placera högst 30 procent av fastighetsfondens tillgångar. Till fastighetsfondens till-

gångar hänförs härvid inte tillgångar som är bundna till förvaltningen och underhållet av fastigheterna, såsom amorteringar och räntor, löner, sedvanliga iståndsättnings- och saneringskostnader samt vatten- och energikostnader, utan endast fastighetsfondens egentliga till fastighetsbeståndet bundna placeringar.

Syftet med den föreslagna lagen är inte att genom spridning av enskilda risker utesluta möjligheten att värdepapperisera exempelvis en enda stor fastighet. Denna möjlighet måste emellertid klart anges i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten och riskspridningen måste då genomföras på något annat från placerarsynpunkt tryggt sätt, t.ex. genom spridning av hyresgästrisken. Fastighetsfondens beroende av en enda hyresgästkategori måste i stadgarna begränsas på ett klart och tydligt sätt.

Enligt den föreslagna lagens 4 mom. skall fastighetsfonden ha likvida tillgångar till ett sådant belopp som fastighetsfondsverksamhetens likviditet förutsätter. Med likvida tillgångar jämställs kortfristiga, högst en månads depositioner som det är enkelt att omsätta i pengar. Maximibeloppet likvida tillgångar fastställs inte i lagen.

#### 4. kap. **Värdering av fastighetsfondernas tillgångar**

16 §. *Kredittagning.* Enligt den föreslagna paragrafens 4 mom. får en fastighetsfond uppta långfristig kredit till ett belopp som motsvarar högst en tredjedel av fondens tillgångar, dvs. av det sammanlagda värdet av den egendom som fonden har i sin ägo. En fastighetsfond kan behöva långfristig kredit till följd av fastighetsrörelsens karaktär. Fastigheter kräver kontinuerlig service och underhåll som det är svårt för fastighetsfonden att finansiera på något annat sätt. Om fastighetsfonden emellertid skaffar t.ex. aktier i ett fastighetsbolag eller ett bostadsaktiebolag eller andra andelar som inte är helt betalda, anses dessa värdepappers skuldandelar utgöra långfristig kredit för fastighetsfonden. Begreppen långfristig respektive kortfristig kredit definieras i bokföringslagen (655/1973) och bokföringsförordningen (1575/1992). Den långfristiga och kortfristiga krediten får sammanlagt inte överstiga 60 procent av fastighetsfondens tillgångar. En fastighetsfond kan behöva kortfristig kredit t.ex. för att tillfälligt trygga sin likviditet.

Enligt lagförslaget uppställs en relativt låg gräns för främmande kapital, eftersom prisrasen på fastighetsmarknaden i början av 1990-talet visade att de bolag som hade en hög skuldsättningsgrad var osunda. Med tanke på stabiliteten och långsiktigheten skall en fastighetsfonds placeringsverksamhet ha en så stark kapitalbas som möjligt. Främmande kapital är den största enskilda risken för en fastighetsfond. Från placerarskyddets synpunkt är det viktigt att placerarna ständigt hålls informerade om fastighetsfondens skuldsättningsgrad. En hög skuldsättningsgrad är inte förenlig med verksamhet som betonar placerarskyddet och tryggheten av en regelbundna utdelningar till placerarna. Det primära målet för fastighetsfonderna är inte att åstadkomma kraftig värdestegringar genom utnyttjande av en skuldfinansierad hävstångseffekt, utan att ge tillräcklig avkastning på det investerade kapitalet.

En fastighetsfonds stadgar för fastighetsplacersverksamheten skall innehålla tillräcklig och klar information om fondens kredittagningspolitik. Dessutom är fastighetsfonden skyldig att regelbundet informera om sin skuldsättningsgrad t.ex. i delårsrapporten, bokslutet och det fastighetsfondsprospekt som uppgörs i samband med aktiemissioner. Om det i fastighetsfondens skuldsättningsgrad sker en från placerarnas synpunkt och enligt en objektiv bedömning väsentlig och plötslig förändring, är fonden skyldig att informera om denna också med stöd av 2 kap. 7 § värdepappersmarknadslagen, ifall fonden är ett börsbolag eller dess aktier är föremål för annan offentlig handel.

Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. begränsas också en fastighetsfonds möjligheter att kringgå kredittagningsbegränsningar genom olika direkta och indirekta aktie- och andelsinnehav. Syftet med förbudet är att hindra fastighetsfonder från att skuldsätta sig i smyg, dvs. att direkt eller indirekt via olika bolag och sammanslutningar förvärva eller äga egendom som inte är helt betald. De skuldandelar som ingår i värdepapper som inte är helt betalda betraktas som fastighetsfondens långfristiga krediter. Också obetalda köpeskillningar för fastigheter anses som långfristiga krediter av detta slag. Förslaget överensstämmer med 39 § lagen om placeringsfonder.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. får en fastighetsfond av sådana särskilda skäl som anges i stadgarna för placerings-

verksamheten uppta kortfristig kredit för fastighetsfondsverksamheten. De särskilda skälen skall emellertid klart och tydligt anges i stadgarna. Som kortfristig betraktas t.ex. krediter som upptas för enstaka, större fastighetsreparationer. Fastighetsfonden skall emellertid i stadgarna för placeringsverksamheten motivera varför en sådan långfristig kredit som avses i 1 mom. inte räcker och varför en kortfristig kredit således i den givna situationen är motiverad och nödvändig. Dessutom får fastighetsfonden skaffa utländsk valuta genom kreditförmedling, som s.k. back-to-back -kredit. Därmed avses sådan kredit i utländsk valuta som en fastighetsfond får i samband med köp och innehav av utländska värdepapper. Av fastighetsfondens tillgångar skall samtidigt deponeras minst det lånade beloppet av fondens i bokföringen upptagna valuta och ställas till långgivarens eller en av denne utsedd persons förfogande. På lån som har upptagits i syfte att undvika kursrisker skall 2 mom. emellertid inte tillämpas, även om lånen till sina egenskaper motsvarar back-to-back -krediter.

Enligt den föreslagna paragrafens 3 mom. får en fastighetsfond pantsätta sina tillgångar som säkerhet för kort- och långfristiga krediter. Fonden får också ställa sina tillgångar som säkerhet både för standardiserade och andra derivatinstrument samt för ansvarsförbindelser som hänför sig till låne- och återköpsavtal avseende värdepapper.

Enligt den föreslagna paragrafens 4 mom. får en fastighetsfond inte bevilja kredit av sina medel eller ställa borgen eller annan säkerhet för tredje persons förbindelser av andra särskilda skäl än sådana som nämns i stadgarna för placeringsverksamheten. Av fonden garanterade egna och främmande ansvarsförbindelser skall klart och tydligt framgå av stadgarna för placeringsverksamheten. Också möjligheten att göra undantag från regeln skall klart och tydligt framgå av stadgarna.

Enligt den föreslagna paragrafens 5 mom. kan vederbörande ministerium utfärda närmare bestämmelser om kredittagning och användning av fastighetsfondens tillgångar som kreditsäkerhet.

17 §. *Värdering av egendom.* Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. skall en fastighetsfond i fastighetsfondsprospektet, i delårsrapporten, i bokslutet samt i stadgarna för fastighetsplacersverksamheten redovisa grunderna för värdering av sina tillgång-

ar.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. utfärdar vederbörande ministerium närmare bestämmelser om värderingsgrunderna. Fastighetsfonden skall foga de nämnda uppgifterna till de handlingar som nämns i 1 mom. Enligt ministeriets beslut skall i detalj anges förfarandet vid värdering av fastigheter och fastighetsvärderingspapper, fastighetsfondens indextal och hur de har beräknats, vilka värderare som anlitas för fastighetsvärderingen samt deras arvoden, hur fastighetsbeståndet specificeras samt hur det skall vara sammansatt, utnyttjandet av fastigheterna, de viktigaste arrendekontrakten, de viktigaste fastighetsköpen jämte aktuella projekt samt alla uppgifter om fastighetsfondens skulder, pantförskrivningar, inteckningar och borgensförbindelser. Av betydelse när det gäller dessa uppgifter är att placeringarna utgående från dem kan jämföra fastighetsfondernas resultat och överväga om en viss fastighetsfond är ett lönsamt placeringsobjekt. Uppgifterna för olika fastighetsfonder skall vara sinsemellan jämförbara, begripliga för placeringarna samt i alla avseenden sanningsenliga.

Enligt den föreslagna paragrafens 3 mom. skall fastighetsfonden minst en gång om året värdera sitt fastighetsbestånd på det sätt som avses i 1 mom. Förslaget överensstämmer i detta avseende med internationell värderingspraxis, enligt vilken jämförbar information produceras. Dessutom skall fastighetsfonden enligt förslaget låta värdera sin egendom också när det i dess ekonomiska situation eller i fastigheternas skick har skett förändringar som väsentligen påverkar värdet av fondens fastighetsbestånd. En sådan förändring kan vara följden t.ex. av en kraftig räntehöjning eller -sänkning, av ett viktigt hyresavtals upphörande eller av en kraftig förändring av fastighetsvärdena. För att en fastighetsfond skall kunna verka störningsfritt är det nödvändigt att en del av dess tillgångar är likvida. Å andra sidan kan placeringarnas avkastningskrav bli äventyrade om en alltför stor andel av fondens tillgångar är likvida. Värdet av fastighetsfondens tillgångar skall vara relativt stabilt för att kassaflödet skall hållas på en skälig nivå och inflationsskyddet fungera. En förutsättning för att fastighetsbeståndets värde skall kunna upprätthållas är att fastigheterna kontinuerligt underhålls så att de inte förfaller och deras värde sjunker. En välskött fastighetsfond har ständiga service-, reparations- och underhåll-

skostnader. Om fastighetsfonden underlåter att sköta och underhålla ett objekt är den skyldig att låta värdera fastigheten på nytt. Också i samband med att fastighetsfonden köper och säljer fastigheter och andra fastighetsvärdepapper än sådana som är föremål för offentlig handel samt mottar sådana som apport eller i samband med aktieteckning, skall den låta värdera fastigheten och fastighetsvärdepapperen för att det gängse marknadspriset skall kunna fastställas. En värdering av en fastighet och andra värdepapper än sådana som är föremål för offentlig handel kan godtas i ca tre månaders tid från att den gjorts, ifall det inte har skett några väsentliga förändringar i förhållanden som är relevanta för fastighetsvärdena. Enligt internationell kutym skall fastighetsbeståndet en gång om året värderas av utomstående värderare.

Enligt den föreslagna paragrafens 4 mom. kan fastighetsfonden av sådana särskilda skäl som nämns i stadgarna för placeringsverksamheten offentliggöra information mera sällan än enligt 3 mom., ifall förfarandet inte väsentligen äventyrar fastighetsfondens aktieägares intressen. Fastighetsfonden skall offentliggöra sådana undantag i fastighetsfundsprospektet, delårsrapporten och bokslutet.

18 §. *Fastighetsvärderare.* Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. skall fastighetsfonden i fastighetsfundsprospektet, delårsrapporten, bokslutet och i stadgarna för placeringsverksamheten nämna och offentliggöra de opartiska och utomstående värderare som fonden anlitar. En opartisk och utomstående värderare förutsätts utföra värderingen självständigt. Han får t.ex. inte motta uppdraget medveten om att han själv, en nära släkting till honom, hans arbetsgivare eller en person som intar en dominerande ställning i förvaltningen av värderarens företag har sådana fördelar att vänta i sammanhanget, som kan stå i konflikt med uppdragsgivarens intresse.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. kan vederbörande ministerium utfärda närmare bestämmelser om behörighetsvillkoren för de opartiska och utomstående värderarna. För att ett enhetligt och tillförlitligt fastighetsvärderingssystem skall kunna skapas är det nödvändigt att vederbörande ministerium bestämmer om förutsättningarna. I ministeriets beslut skall anges kriterierna för god och saklig fastighetsvärderingssed. I beslutet



skall åtminstone anges minimikraven på fastighetsvärderarens behörighet, jävsgrunderna, hur värderingsuppdragen skall utföras, de minikrav som ställs på värderingsutlåtandena, sekretessplikten, arvodesgrunderna, den förening som eventuellt övervakar fastighetsvärderarnas verksamhet samt undantag från dessa föreskrifter och hur de skall motiveras, ifall värderaren inte uppfyller minimikraven.

Syftet med bestämmelsen om opartiska och utomstående värderare är att säkerställa att värderingen utförs så rättvist och objektivt som möjligt samt att fastigheterna blir upptagna i fastighetsfondens balansräkning till ett från placerarnas synpunkt så korrekt pris som möjligt. Med hänsyn till fastighetsmarknadens utveckling är det viktigt att de kalkylerade fastighetspriserna är realistiska. Därigenom blir det möjligt för marknaden att upplysa placerarna om de faktiska avkastnings- och riskförhållandena.

Syftet med propositionen är att de utomstående och opartiska värderarna skall iakttä god värderingssed. De skall agera självständigt i förhållande till uppdragsgivarna och besitta den yrkesskicklighet som uppgiften kräver. En värderare som står i arbetavtalsförhållande till uppdragsgivaren eller som arbetar hos en sammanslutning där uppdragsgivaren har en dominerande ställning skall avhålla sig från att värdera uppdragsgivarens egendom, eftersom de i lagen angivna objektivitetskravet i det fallet inte uppfylls. Avsikten med att anlita opartiska och utomstående värderare är att skapa en enhetlig värderingskultur samt att förstärka placerarnas förtroende för fastighetsmarknaden.

Av central betydelse för placerarskyddet är den finansiering som fastighetsfonderna lyckas skaffa från allmänheten i ett skede då deras aktier inte ännu är föremål för offentlig handel. Vid sådana aktieemissioner är det med tanke på placerarskyddet och fastighetsfondernas trovärdighet av största vikt att de tillgångar som överförs till dem har blivit värderade så tillförlitligt och opartiskt som möjligt. I sådana situationer är det skäl att fästa särskilt avseende vid den till placerarna riktade informationens art och tillförlitlighet.

## 5 kap. **Fastighetsfondernas informations-skyldighet**

19 §. *Tillämpning av värdepappersmarknadslagen.* Enligt den föreslagna paragrafen

skall på fastighetsfondernas informations-skyldighet i regel tillämpas bestämmelserna i 2 kap. värdepappersmarknadslagen. Den särskilda informations-skyldighet som gäller fastighetsfonderna skall enligt föreslagna 19, 22 och 23 § regleras bl.a. genom att finansministeriet med stöd av 2 kap. 5 och 6 § värdepappersmarknadslagen givna beslut om regelbunden informations-skyldighet för värdepappersemittenter (879/1995) kompletteras i vissa avseenden samt genom att finansministeriet med stöd av 2 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen utfärdar ett beslut om børsprospekt. Enligt lagförslaget 23 §, som behandlas nedan, skall vederbörande ministerium utfärda bestämmelser som beaktar särdragen i fastighetsfondernas verksamhet och kompletterar värdepappersmarknadslagens bestämmelser om informations-skyldigheten.

20 §. *Skyldighet att upprätta prospekt.* Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. är den som till allmänheten erbjuder aktier i en fastighetsfond eller andra värdepapper eller ansöker om att sådana aktier skall upptas till offentlig handel enligt värdepappersmarknadslagen, skyldig att offentliggöra ett särskilt fastighetsfondsprospekt. Fastighetsfondsprospektet skall innehålla information om fastighetsfondens ekonomiska ställning och placeringsverksamhet samt överhuvudtaget om dess verksamhet. Fastighetsfondsprospektet skall offentliggöras med iakttagande av de krav som anges i 2 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen, kompletterade med särskilda uppgifter om fastighetsplaceringsverksamheten. Av fastighetsfondsprospektet skall framgå väsentliga och tillräckliga uppgifter för att placerarna tillförlitligt skall kunna bedöma fastighetsfondens aktier, deras värde samt de risker som är förenade med fastighetsfondens verksamhet. Bestämmelsen stämmer överens med 2 kap. 3 § 5 mom. värdepappersmarknadslagen. Fastighetsfondsprospektet är den viktigaste skriftliga handlingen som beskriver fastighetsfondens placeringsverksamhet.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. skall av fastighetsfondsprospektet framgå hur det fastighetsbestånd och de fastighetsvärdepapper som fonden äger fördelar sig mellan bostads-, lager-, affärs-, kontors- och produktionslokaliteter, utom i det fall att det finns endast en fastighet av respektive typ. I det sistnämnda fallet kommer nämligen de i stadgarna för fastighetsplaceringsverksam-

heten noggrant klassificerade uppgifterna om de enskilda objekten att tänga gränserna för fastighetsfondens affärs- och avtalssekretess.

21 §. *Offentliggörande av fastighetsfundsprospekt.* För att fastighetsmarknaden skall fungera tillförlitligt och med tanke på placerarskyddet är det nödvändigt att det på marknaden finns adekvat och objektiv information tillgänglig om de objekt som omsätts. Rationella placeringsbeslut och en pålitlig prisbildning förutsätter att informationen är korrekt och aktuell. Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. skall fastighetsfundsprospektet godkännas av finansinspektionen innan det får offentliggöras. Finansinspektionen föreslås få endast tio dagar på sig att besluta om saken, för att inte fastighetsfondens ekonomiska och andra intressen skall äventyras. Finansinspektionen skall emellertid inte granska sanningshalten i de uppgifter som framförs utan den skall förvissa sig om att minimikraven när det gäller prospektets innehåll är uppfyllda och att uppgifterna inte framförs i en vilseledande form. Finansinspektionen kan inte godkänna ett prospekt ifall detta innehåller information som med hänsyn till det allmänna intresset eller med beaktande av de uppgifter som finansinspektionen annars har om saken är felaktig eller vilseledande. Finansinspektionen beslutar om ändringar i prospektet eller om dess offentliggörande i oförändrat skick. Om ett prospekt inte överensstämmer med de krav som anges i ministeriets beslut får finansinspektionen inte godkänna prospektet. Fastighetsfundsprospektet får inte offentliggöras innan det har godkänts av finansinspektionen. Finansinspektionen skall omedelbart informera arrangören av den offentliga handeln om sitt beslut. Förslaget överensstämmer med 2 kap. 4 § värdepappersmarknadslagen.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. skall också det marknadsföringsmaterial som har samband med ett fastighetsfundsprospekt tillställas finansinspektionen inom två dygn efter att prospektet har inlämnats för godkännande. Denna skyldighet förbättrar finansinspektionens möjligheter att ingripa i marknadsföring som strider mot 2 kap. 1 § värdepappersmarknadslagen. Med marknadsföringsmaterial avses all slags text- eller bildmaterial som är avsett att distribueras till eller ses av allmänheten. I materialet skall det nämnas hur prospektet offentliggörs. Fi-

nansinspektionen kan samtycka till att marknadsföringsmaterialet görs tillgängligt för allmänheten innan prospektet offentliggörs, men i materialet skall också i detta fall nämnas var allmänheten i sinom tid kan få prospektet. Finansinspektionen har rätt att med stöd av 7 kap. 2 § värdepappersmarknadslagen hos marknadsdomstolen ansöka om förbud mot användning av marknadsföringsmaterial som den anser strida mot 2 kap. 1 § värdepappersmarknadslagen, t.ex. då en fastighetsfond inte iakttar finansinspektionens anvisningar om ändring av prospektets innehåll. Också upprätthållandet av kontakter och utbytet av information mellan konsumentombudsmannen och finansinspektionen har effektiverats med stöd av 7 kap. 1 § 5 mom. värdepappersmarknadslagen.

Enligt den föreslagna paragrafens 3 mom. skall placerarna genom fastighetsfundsprospektet få sådan väsentlig och tillräcklig information att de kan göra en tillförlitlig bedömning av fastighetsfondens aktier, andra värdepapper och dessas värde samt av riskerna i samband med fastighetsfondens verksamhet. Till prospektet skall fogas stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten, med ett omnämnande om vilka ändringar som har gjorts i stadgarna under de senaste tre åren. I praktiken kan fastighetsfundsprospektet kompletteras med ett nytt prospekt eller med en bilaga till det ursprungliga prospektet. Fastighetsfonden skall komplettera prospektet också före offentliggörandet av delårsrapporten samt därefter, ifall det har skett väsentliga förändringar i fastighetsfondens verksamhet.

22 §. *Närmare bestämmelser.* Enligt den föreslagna paragrafen skall vederbörande ministerium när det utfärdar närmare bestämmelser i tillämpliga delar iaktta vad som bestäms i 2 kap. 3—6 § värdepappersmarknadslagen. Bl.a. skall ministeriet i sitt beslut reglera de särdrag i fastighetsfondernas informationsskyldighet som hänför sig till grunderna för placeringsverksamheten och placeringsförfarandena, begränsningarna av placeringsverksamheten och kredittagningsfullmakterna, värderingsgrunderna samt fastighetsfondernas viktigaste egenskaper, om dessa inte framgår av stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten.

23 §. *Beviljande av undantag.* Enligt den föreslagna paragrafen har finansinspektionen rätt att bevilja undantag från de skyldigheter som anges i 5 kap., om det kan ske utan att

placernas ställning äventyras. Vederbörande ministerium utfärdar närmare bestämmelser om grunderna för andra undantag. Den föreslagna paragrafen överensstämmer med 2 kap. 11 § värdepappersmarknadslagen.

## 6 kap. Särskilda föreskrifter

24 §. *Skadeståndsskyldighet.* Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. är den som bryter mot lagen eller mot bestämmelser eller föreskrifter som har utfärdats med stöd av den skyldig att ersätta skada som han härigenom orsakar.

Skadeståndslagen gäller inte avtalsbaserat ansvar och med stöd av dess 5 kap. 1 § ersätts inte utan synnerligen vägande skäl sådan s.k. ren förmögenhetsskada som har inträffat utanför ett avtalsförhållande, dvs. ekonomisk skada som inte har något samband med en person- eller sakskada, ifall skadan inte har orsakats genom en straffbar gärning eller vid utövning av offentlig makt.

Det föreslagna lagrummet innebär att frågan om den persons beteende som har orsakat en skada, antingen inom eller utanför ett avtalsförhållande, kan bedömas enligt denna lag och andra bestämmelser som har utfärdats med stöd av den. I bestämmelsen anges inte någon grund för skadeståndsansvaret, vilket innebär att denna fråga skall avgöras enligt de allmänna principerna för skadestånd i rättsförhållanden av det ifrågakvarande slaget.

I fråga skadeståndslagen är det emellertid skäl att utsträcka de i 2 och 6 kap. ingående bestämmelserna om jämkning och fördelning av ansvaret mellan flera ersättningsskyldiga till att omfatta också skador orsakade genom gärningar som strider mot lagen om fastighetsfonder. Av denna anledning hänvisas i den föreslagna paragrafens 2 mom. till 2 och 6 kap. skadeståndslagen (412/1974), vad gäller jämkning av skadestånd samt fördelning av skadeståndsansvaret mellan två eller flera skadeståndsskyldiga.

25 §. *Fastighetsfondsbrott.* Enligt den föreslagna paragrafens 1 mom. skall den som i strid med 1 § bedriver fastighetsfondsverksamhet eller som i strid med 5 § i sin firma eller annars för att ange sin verksamhet använder benämningen fastighetsfond, för fastighetsfondsbrott dömas till böter eller fängelse i högst sex månader.

Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. skall även den dömas för fastighetsfonds-

brott som i egenskap av en fastighetsfonds styrelsemedlem, verkställande direktör eller anställd uppsåtligen ger en myndighet felaktiga eller vilseledande uppgifter om fastighetsfonden eller dess ägare.

26 §. *Fastighetsfondsforseelse.* Enligt den föreslagna paragrafen skall den dömas till böter för fastighetsfondsforseelse som bryter mot förbud eller försummar skyldigheter som anges i lagen samt i strid med lagen förvärvar eller avyttrar tillgångar som hänför sig till fastighetsfondens verksamhet. För fastighetsfondsforseelse skall också den dömas som i fastighetsfondsprospekt, delårsrapporter eller bokslut tar in osanna eller vilseledande uppgifter samt den som på något annat sätt bryter mot lagen eller mot bestämmelser som har utfärdats med stöd av den.

Straffbestämmelserna i den föreslagna paragrafen är subsidiära i förhållande till straffbestämmelserna i 8 kap. värdepappersmarknadslagen. En forseelse av det slag som avses här skall i första hand bestraffas enligt 8 kap. värdepappersmarknadslagen, utom i det fall att det sistnämnda kapitlet inte har några tillämpliga bestämmelser om saken eller det är fråga om sådant som har anknytning till särdragen i fastighetsfondernas verksamhet.

27 §. *Värderarförseelse.* Enligt den föreslagna paragrafen skall en värderare som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet bryter mot de värderingsprinciper som framgår av 17 § dömas till böter för värderarförseelse. Syftet med paragrafen är att understryka de krav på yrkesskicklighet och de etiska krav som ställs på värderarna, värderingens stora betydelse samt framförallt dess trovärdighet. Om en värderare påstås ha gjort sig skyldig till en forseelse måste han kunna påvisa att han har handlat i enlighet med gällande föreskrifter och bestämmelser och i skäligen utsträckning iakttagit informations- och undersökningsskyldigheten.

## 2. Ikraftträdande

En fastighetsfonds stiftare och myndigheter får vidta sådana åtgärder som avses och förutsätts i denna lag redan innan den träder i kraft.

Fastighetsfonden behöver inte betala överlåtelseskatt enligt lagen om överlåtelseskatt för överlåtelse av fastigheter, fastighetsvärdepapper och andra värdepapper till fonden,

när det är fråga om apportegendom som utgör vederlag för aktier, ifall överlåtelsen sker inom 12 månader efter att lagen har trätt i kraft. Syftet med övergångsstadgandet är att främja bildandet av sådana fastighetsfonder som avses i den föreslagna lagen.

Avsikten är att den föreslagna lagen skall träda i kraft i början av 1998.

### 3. Lagstiftningsordning

I propositionen föreslås att lagen skall kompletteras med författningar på en lägre hierarkisk nivå, närmast med beslut som utfärdas av vederbörande ministerium. Det är sedan länge praxis att i samband med finansmarknadslagstiftningen utfärda allmänt bindande och preciserande rättsnormer, framförallt genom ministeriebeslut och finansinspektionens föreskrifter. I den före-

slagna lagen finns ett antal hänvisningar till 2 kap. värdepappersmarknadslagen. Flera av rådets direktiv har satts i kraft genom kapitlets bestämmelser. Den föreslagna lagens fullmaktbestämmelser är dessutom begränsade till sitt tillämpningsområde och innehållsmässigt exakta. Tillämpningen av fullmaktbestämmelserna är bunden till de i lagen reglerade förutsättningarna och begränsningarna. Den föreslagna lagens fullmaktstadganden gäller således inte direkt sådan delegering av lagstiftningsmakt att lagen förutsätts bli stiftad i grundlagsordning. Till sin natur är ärendet emellertid sådant att det är skäl att inbegära grundlagsskottets utlåtande om propositionen.

Med stöd av vad som anförs ovan föreläggs riksdagen följande lagförslag:

## Lag

### om fastighetsfonder

I enlighet med riksdagens beslut stadgas:

1 kap.

#### Allmänna bestämmelser

1 §

##### *Tillämpningsområde*

Verksamhet som innebär att allmänheten erbjuds möjlighet att delta i gemensamma fastighetsplaceringar kan bedrivas i enlighet med denna lag så att allmänheten deltar i placeringsverksamheten genom att teckna, köpa eller på annat sätt förvärva aktier i ett publikt aktiebolag, varefter bolaget, i annat syfte är byggande eller fastighetsförädling, vidareplacerar de från allmänheten influtna medlen huvudsakligen i fastigheter och fastighetsvärdepapper (*fastighetsfundsverksamhet*).

Denna lag tillämpas inte på verksamhet som avses i lagen om bostadsaktiebolag (809/1991), lagen om bostadsrättsbostäder (650/1990), lagen om bostadsrättsföreningar (1072/1994), 38 a § lagen om placeringsfonder (480/1987) och i 2 kap. 3 § värdepap-

persmarknadslagen (495/1989) och inte heller på sådan i förordning närmare angiven verksamhet som till sitt syfte väsentligen avviker från fastighetsfundsverksamhet.

Denna lag tillämpas inte på aktiebolag som bedriver fastighetsfundsverksamhet och vars aktier före denna lags ikraftträdande har upptagits till sådan offentlig handel som avses i värdepappersmarknadslagen.

2 §

##### *Fastighetsfond*

I denna lag avses med fastighetsfond ett publikt aktiebolag som enligt sin bolagsordning uteslutande eller huvudsakligen bedriver fastighetsfondverksamhet.

3 §

##### *Övriga definitioner*

I denna lag avses med

1) *fastighet* en i 1 kap. 2 § fastighetsbildningslagen (554/1995) definierad registeren-

het, en kvotdel eller ett utbrutet område av en sådan, ett samfällt område och ett utbrutet område av ett sådant, en andel i ett samfällt område samt arrende- och nyttjanderätt, vars innehavare enligt 14 kap. 2 § jordabalken (540/1995) är skyldig att ansöka om inskrivning av sin rätt samt en byggnad eller konstruktion som varaktigt betjänar byggnadens användning,

2) *fastighetsvärdepapper* en aktie eller ett annat värdepapper som ensamt för sig eller tillsammans med andra värdepapper medför rätt att besitta en fastighet, en del av en fastighet eller en sådan lägenhet som avses i 1 § lagen om bostadsaktiebolag,

3) *värdepapper* ett bevis av det slag som definieras i 1 kap. 2 § 1 mom. värdepappersmarknadslagen,

4) *derivatinstrument* standardiserade optioner och terminer av det slag som avses i 1 kap. 2 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988) samt andra derivatinstrument vilkas underliggande tillgångar är värdepapper, valuta, ränta, derivatkontrakt, fastigheter, fastighetsvärdepapper, annan egendom eller ett index som beskriver prisutvecklingen för de underliggande tillgångarna, samt med

5) *fastighetsförädlingsverksamhet* sådana placeringar i fastigheter som huvudsakligen ger avkastning först efter sanering, planering eller byggande.

## 4 §

*Tillämpning av annan lagstiftning*

På fastighetsfonder och deras aktieägare tillämpas lagen om aktiebolag (734/1978), värdepappersmarknadslagen, bokföringslagen (655/1973) samt revisionslagen (936/1994), om annat inte bestäms i denna lag.

## 5 §

*Firma*

En fastighetsfonds firma skall innehålla ordet fastighetsfond antingen som sådant eller som sammansättningsled. Endast en fastighetsfond som uppfyller kraven i denna lag har rätt att i sin firma eller annars för att ange sin verksamhet använda benämningen fastighetsfond.

## 6 §

*Tillsyn*

Finansinspektionen övervakar iakttagandet av denna lags 13, 14 och 19—23 §, med stöd av dem utfärdade bestämmelser, föreskrifter och anvisningar samt de i enlighet med 14 § godkända stadgarna.

## 2 kap.

**Bildande av fastighetsfonder samt deras verksamhet**

## 7 §

*Affärsverksamhet*

En fastighetsfond skall bedriva fastighetsfondsverksamheten omsorgsfullt och sakkunnigt för ägarnas gemensamma bästa.

## 8 §

*Annan tillåten verksamhet*

En fastighetsfond får bedriva endast fastighetsfondsverksamhet, om inte vederbörande ministerium beviljar tillstånd att bedriva verksamhet som väsentligen hör ihop därmed. Till ansökan skall fogas fastighetsfondens bolagsordning samt de av finansinspektionen i enlighet med 14 § godkända stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten.

## 9 §

*Aktiekapital*

Fastighetsfondens aktiekapital skall uppgå till minst tjugo miljoner mark samt vara helt inbetalt och i fastighetsfondens besittning innan fastighetsfonden anmäls för registrering och innan den inleder sin verksamhet.

Fastighetsfonden skall uppnå det i 1 mom. angivna kapitalbeloppet inom 18 månader efter fondens bildande, om inte vederbörande ministerium av särskilda skäl beviljar undantag från detta krav.

Fastighetsfondens aktiekapital skall betalas in i pengar på fondens konto hos en sådan i Finland etablerad depositionsbank som avses i kreditinstitutslagen (1607/1993) eller hos ett sådant utländskt kreditinstituts filialkon-

tor som avses i lagen om utländska kreditinstituts och finansiella instituts verksamhet i Finland (1608/1993).

Utän hinder av 3 mom. kan i fastighetsfondens stiftelseurkund och bolagsordning tas in en föreskrift om att aktier får tecknas med rätt eller skyldighet att i bolaget mot aktier sätta in annan egendom än pengar (*apportegendom*). Enligt föreskriften kan en eller flera stiftare av fastighetsfonden berättigas eller åläggas att med apportegendom betala tecknade aktier eller en del av dem. Som apport eller annars i samband med aktieteckning kan en fastighetsfond tillföras endast egendom av det slag som avses i 15 § 2 mom.

### 10 §

#### *Bildande av en fastighetsfond*

När en fastighetsfond bildas skall den ha minst fem aktieägare, om inte vederbörande ministerium av särskilda skäl beviljar undantag från detta krav. Antalet aktieägare skall räknas så att sådana bokföringsskyldiga betraktas som en helhet, vilka ensamma eller tillsammans har i 22 b § bokföringslagen angiven bestämmanderätt i ett annat bokföringsskyldigt eller därmed jämförbart utländskt företag.

### 11 §

#### *Handel med en fastighetsfonds aktier*

En fastighetsfond skall ansöka om att dess aktier upptas till offentlig handel enligt värdepappersmarknadslagen inom ett år från inledandet av fastighetsfondsverksamheten, om inte vederbörande ministerium av särskilda skäl beviljar undantag från detta krav.

Innan fastighetsfondens aktier upptas till offentlig handel skall fastighetsfonden kvar-talsvis eller oftare offentliggöra sina aktiers värde och antal. Fastighetsfonden skall utan dröjsmål rätta felaktig information om aktiernas värde, om felaktigheten inte är obetydlig.

### 12 §

#### *Bolagsordning*

Ändringar i en fastighetsfonds bolagsordning skall utan dröjsmål anmälas för regi-

strering enligt 9 kap. 14 § 2 mom. lagen om aktiebolag, på det sätt som bestäms i handelsregisterlagen (129/1979). På ändringar i bolagsordningen tillämpas vad som i 14 § 3 mom. handelsregisterlagen bestäms om ändring av fondbolags bolagsordning.

Fastighetsfonden skall utan dröjsmål informera vederbörande ministerium och finansinspektionen om den registrerade bolagsordningen och ändringar i den.

### 13 §

#### *Stadgar för fastighetsplaceringsverksamheten*

Utöver sin bolagsordning skall en fastighetsfond för fastighetsplaceringsverksamheten upprätta stadgar som tryggar tillförlitligheten i fastighetsfondens verksamhet. Fastighetsfonden skall hålla stadgarna uppdaterade.

Vederbörande ministeriet utfärdar närmare bestämmelser om innehållet i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten samt om grunderna för avvikelser från stadgarna. I stadgarna för fastighetsfondens placeringsverksamhet skall åtminstone anges

- 1) fondens namn,
- 2) fondens placeringspolitik och begränsningar av placeringarna,
- 3) fondens räkenskapsperiod,
- 4) grunderna för fondens vinstutdelning,
- 5) grunderna för beräkning och offentliggörande av aktiernas värde,
- 6) tid och plats för bolagsstämman samt hur den sammankallas,
- 7) hur och på vilka grunder styrelsemedlemmarna väljs,
- 8) förfarandet vid ändring av stadgarna,
- 9) aktiekapitalets belopp,
- 10) principerna för användning av främmande kapital,
- 11) grunderna för placering i derivatinstrument,
- 12) grunderna för avtal om låne- och återköpsavtal avseende värdepapper,
- 13) grunderna för upplösning, fusion och delning,
- 14) anslutning av aktier och andra värdepapper till värdeandelssystemet,
- 15) i vilken omfattning fonden anlitar värderings- och rådgivningstjänster,
- 16) i vilken omfattning fonden använder olika typer av och derivatinstrument, samt
- 17) i vilken omfattning fonden använder

olika typer av låne- och återköpsavtal avseende värdepapper.

#### 14 §

##### *Fastställande av stadgarna*

Stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten samt ändringar i dem skall tillställas finansinspektionen för godkännande. Stadgarna och ändringarna skall godkännas om de inte kan anses vara oförenliga med fastighetsfondens aktieägares intressen och om det inte heller annars finns någon giltig orsak att vägra godkänna dem.

Finansinspektionen har rätt att förena sitt godkännande av stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten med sådana särskilda begränsningar och villkor som avses i 15 § 3 mom., 16 § 2 och 4 mom. samt 17 § 4 mom.

Stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten samt ändringar i dem träder i kraft en månad efter att finansinspektionen har godkänt dem, om inte finansinspektionen bestämmer något annat.

Fastighetsfondens aktier får inte marknadsföras till allmänheten och medel får inte tillföras fonden från allmänheten förrän finansinspektionen har godkänt stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten.

Fastighetsfonden skall anmäla till finansinspektionen när den inleder sin verksamhet.

#### 3 kap.

##### **Fastighetsfondernas placeringsverksamhet**

#### 15 §

##### *Placering av medel*

När en fastighetsfond placerar fondens medel skall den på det sätt som anges i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten sprida de risker som hänför sig till affärsverksamheten samt till den verksamhet som avses i 8 §.

Fastighetsfondens medel skall utan oskäligt dröjsmål, så som närmare föreskrivs i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten, placeras i följande objekt:

- 1) fastigheter som är belägna i Finland,
- 2) värdepapper avseende fastigheter som är belägna i Finland,
- 3) värdepapper som i Finland är föremål

för offentlig handel enligt 1 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen,

4) värdepapper som är föremål för handel inom ett i någon annan stat etablerat eller fungerande omsättningssystem, då detta kan jämföras med sådan offentlig handel som avses 3 punkten samt i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten,

5) tillgodohavanden som inte kan anses vara värdepapper,

6) likvida tillgångar eller därmed jämförbara tillgångar som lätt kan omsättas i pengar,

7) värdepapper som hänför sig till sådan affärsverksamhet som avses i 8 §,

8) derivatinstrument, varvid i tillämpliga delar skall iaktas vad som föreskrivs i 36 a § lagen om placeringsfonder, samt

9) låne- och återköpsavtal avseende värdepapper, varvid i tillämpliga delar skall iaktas vad som föreskrivs i 36 b § lagen om placeringsfonder.

Fastighetsfonden kan av något i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten angivet särskilt skäl avvika från de krav som nämns ovan i 2 mom., dock högst för en räkenskapsperiod i sänder. Fastighetsfonden skall offentliggöra ett sådant undantag i fastighetsfundsprospektet, delårsrapporten och bokslutet. Fastighetsfonden skall likväl alltid placera minst sju tiondedelar av sina tillgångar i fastigheter som är belägna i Finland samt i fastighetsvärdepapper som avser fastigheter som är belägna i Finland. Vid beräkningen av detta krav skall till fastighetsfondens tillgångar inte hänföras kostnaderna för fastighetsförvaltning och -underhåll.

Fastighetsfonden skall ha likvida tillgångar till ett sådant belopp som fastighetsfundsverksamhetens likviditet förutsätter.

#### 4 kap.

##### **Värdering av fastighetsfondernas tillgångar**

#### 16 §

##### *Kredittagning*

En fastighetsfond får uppta långfristig kredit till ett belopp som motsvarar högst en tredjedel av fondens tillgångar. I kreditens maximibelopp inkluderas fastighetsfondens placeringar i värdepapper som inte är helt betalda samt sådana i fondens innehav av fastighetsvärdepapper ingående skuldandelar

som inte är helt betalda.

Fastighetsfonden får dessutom av sådana särskilda skäl som anges i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten uppta kortfristig kredit till ett belopp som motsvarar högst en femtedel av fastighetsfondens tillgångar. Fastighetsfonden får genom kreditförmedling också uppta krediter i utländsk valuta, som skall beaktas när det maximala kreditbeloppet räknas.

Fastighetsfondens tillgångar får ställas som säkerhet för krediter som avses i 1 och 2 mom., för ansvar i samband med derivatinstrument som avses i 15 § 2 mom. 8 punkten samt för återköpsavtal avseende värdepapper enligt 15 § 2 mom. 9 punkten.

Fastighetsfonden får inte bevilja kredit eller ställa borgen eller annan säkerhet för tredje persons förbindelser av andra särskilda skäl än sådana som nämns i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten.

Vederbörande ministerium utfärdar närmare bestämmelser om kredittagning och användning av fastighetsfondens tillgångar som kreditsäkerhet.

#### 17 §

##### *Värdering av egendom*

En fastighetsfond skall i fastighetsfondprojektet, i delårsrapporten, i bokslutet samt i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten redovisa grunderna för värdering av fastigheter och fastighetsvärdepapper.

Vederbörande ministerium utfärdar närmare bestämmelser om de värderingsgrunder som avses i 1 mom. I ministeriets beslut skall åtminstone föreskrivas om

- 1) förfarandet vid värdering av fastigheter och fastighetsvärdepapper,
- 2) fastighetsfondens indextal och om hur de har beräknats,
- 3) vilka värderare som anlitas för fastighetsvärderingen samt om deras arvoden,
- 4) fastighetsbeståndet och om vilka fastighetstyper värdepapperen avser, exempelvis bostads-, lager-, affärs-, kontors- och produktionslokaliteter,
- 5) utnyttjandet av fastigheterna,
- 6) upprättandet av arrendeavtal för fastigheterna,
- 7) köp som avser fastigheter och fastighetsvärdepapper,
- 8) fastighetsfondens viktigaste projekt, samt om

9) fastighetsfondens skulder och inteckningar samt om inteckningar, pantförskrivningar och borgensförbindelser som hänförs till enskilda fastigheter.

Fastighetsfondens fastighetsbestånd och andra fastighetsvärdepapper än sådana som är föremål för offentlig handel skall värderas och värdena skall offentliggöras minst en gång om året samt alltid då det i fastighetsfondens ekonomiska situation eller i fastigheternas skick skett förändringar som väsentligen påverkar värdet av fondens fastighetsbestånd och värdepappersinnehav. Dessutom skall fastighetsfonden låta värdera fastigheter och andra fastighetsvärdepapper än sådana som är föremål för offentlig handel, i samband med att fonden säljer eller köper eller mottar dem som apport eller i samband med aktieteckning som avser fastighetsfondens tillkommande egendom.

Fastighetsfonden kan av sådana särskilda skäl som nämns i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten offentliggöra uppgifter mera sällan än enligt 3 mom., ifall förfarandet inte väsentligen äventyrar fastighetsfondens aktieägares intressen. Fastighetsfonden skall offentliggöra sådana undantag i fastighetsfondsprospektet, delårsrapporten och bokslutet.

#### 18 §

##### *Fastighetsvärderare*

En fastighetsfond skall låta en opartisk och utomstående värderare värdera fastigheter och andra fastighetsvärdepapper i sin ägo än sådana som är föremål för offentlig handel. Fastighetsfonden skall i fastighetsfondsprospektet, delårsrapporten, bokslutet samt i stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten nämna och offentliggöra de opartiska och utomstående värderare som fonden anlitar (*fastighetsvärderare*).

Vederbörande ministerium utfärdar närmare bestämmelser om behörighetsvillkoren för fastighetsvärderare. I ministeriets beslut skall åtminstone föreskrivas om

- 1) de minimikrav som ställs på fastighetsvärderarnas behörighet,
- 2) jävsgrunderna för fastighetsvärderarna,
- 3) hur fastighetsvärderarna skall utföra sitt uppdrag,
- 4) vilka minimikrav som ställs på fastighetsvärderarnas utlåtande,
- 5) fastighetsvärderarnas sekretessplikt,



6) grunderna för fastighetsvärderarnas arvode,

7) den myndighet som övervakar fastighetsvärderarnas verksamhet, samt om

8) undantag från de minimikrav som ställs på fastighetsvärderarna.

## 5 kap.

### Fastighetsfondernas informationsskyldighet

#### 19 §

#### *Tillämpning av värdepappersmarknadslagen*

På fastighetsfonder och deras aktieägare tillämpas 2 kap. värdepappersmarknadslagen, om annat inte bestäms nedan i detta kapitel.

#### 20 §

#### *Skyldighet att upprätta prospekt*

Den som till allmänheten erbjuder aktier i en fastighetsfond eller andra värdepapper eller ansöker om att sådana aktier skall upp-  
tas till offentlig handel enligt värdepappersmarknadslagen, är skyldig att offentliggöra ett prospekt rörande värdepapperen (*fastighetsfondsprospekt*) innan erbjudandet träder i kraft och att hålla prospektet tillgängligt för allmänheten under den tid erbjudandet är i kraft, så som föreskrivs i 2 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen. För upprättandet av prospektet ansvarar utöver anbudsgivaren och emittenten den som enligt uppdrag sköter erbjudandet eller emissionen.

Av fastighetsfondsprospektet skall framgå hur det fastighetsbestånd och de fastighetsvärdepapper som fonden äger fördelar sig mellan bostads-, lager-, affärs-, kontors- och produktionslokaliteter, utom i det fall att det finns endast en fastighet av respektive typ.

#### 21 §

#### *Offentliggörande av fastighetsfondsprospekt*

Ett fastighetsfondsprospekt får offentliggöras först då finansinspektionen har godkänt det. Finansinspektionen skall inom tio vardagar efter att ett fastighetsfondsprospekt har inlämnats för godkännande besluta om

det får offentliggöras. Fastighetsfondsprospektet får offentliggöras om det inte är uppenbart felaktigt eller bristfälligt. Ifall de värdepapper som avses i prospektet är föremål för sådan offentlig handel som avses i värdepappersmarknadslagen skall finansinspektionen utan dröjsmål underrätta den som ordnar den offentliga handeln om sitt beslut.

Marknadsföringsmaterial som har samband med ett fastighetsfondsprospekt skall tillställas finansinspektionen inom två dygn efter att prospektet har inlämnats till finansinspektionen för godkännande. I marknadsföringsmaterialet skall hänvisas till fastighetsfondsprospektet samt anges var det tillhandahålls.

I fastighetsfondsprospektet skall placeringarna ges sådan väsentlig och tillräcklig information att de kan göra en tillförlitlig bedömning av fastighetsfondens aktier, andra värdepapper och dessas värde samt av riskerna i samband med fastighetsfondens verksamhet. Till prospektet skall fogas stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten, med ett omnämnande om vilka ändringar som har gjorts i stadgarna under de senaste tre åren.

#### 22 §

#### *Närmare bestämmelser*

När vederbörande ministerium utfärdar närmare bestämmelser skall det i tillämpliga delar iaktta vad som i 2 kap. 3—6 § värdepappersmarknadslagen bestäms om de särdrag i fastighetsfondernas informationsskyldighet som gäller grunderna för placeringsverksamheten och placeringsförfarandena, begränsningarna av placeringsverksamheten och kredittagningsfullmakterna, värderingsgrunderna samt fastighetsfondernas viktigaste egenskaper, om dessa inte framgår av stadgarna för fastighetsplaceringsverksamheten.

#### 23 §

#### *Beviljande av undantag*

Finansinspektionen kan på ansökan bevilja undantag från de skyldigheter som avses i detta kapitel, om det kan ske utan att placeringarnas ställning äventyras. Vederbörande ministerium utfärdar närmare bestämmelser om grunderna för andra undantag.

6 kap.

**Särskilda föreskrifter**

24 §

*Skadeståndsskyldighet*

Den som bryter mot denna lag eller mot bestämmelser eller föreskrifter som har utfärdats med stöd av den och härigenom orsakar skada, är skyldig att ersätta denna.

Jämkning av skadestånd samt fördelning av skadeståndsansvaret mellan två eller flera skadeståndsskyldiga skall göras enligt 2 och 6 kap. skadeståndslagen (412/1974).

25 §

*Fastighetsfundsbrott*

Den som

1) i strid med 1 § bedriver fastighetsfundsverksamhet, eller som

2) i strid med 5 § i sin firma eller annars för att ange sin verksamhet använder benämningen fastighetsfond,

skall, om strängare straff för gärningen inte föreskrivs i någon annan lag, för *fastighetsfundsbrott* dömas till böter eller fängelse i högst sex månader.

För fastighetsfundsbrott skall även den dömas som i egenskap av en fastighetsfunds styrelsemedlem, verkställande direktör eller anställd uppsåtligen ger en myndighet felaktiga eller vilseledande uppgifter om fastighetsfonden eller dess ägare.

26 §

*Fastighetsfundsförseelse*

Den som

1) bryter mot förbudet i 14 § 4 mom. eller

16 §,

2) försummar de skyldigheter som fastighetsfonden har enligt 5 §, 7—15 § samt 21—22 §,

3) förvärvar eller avyttrar fastigheter eller fastighetsvärdepapper i strid med 17 §,

4) i ett sådant fastighetsfundsprospekt som avses i 20 § tar in osanna eller vilseledande uppgifter, eller som

5) på något annat sätt än enligt 1—4 punkterna eller 25 § bryter mot denna lag eller mot bestämmelser som har utfärdats med stöd av den,

skall, om gärningen inte är ringa eller om strängare straff inte föreskrivs för den i någon annan lag, för *fastighetsfundsförseelse* dömas till böter.

27 §

*Värderarförseelse*

En värderare som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet bryter mot de värderingsgrunder som avses i 17 § skall, om gärningen inte är ringa eller om strängare straff inte föreskrivs för den i någon annan lag, för *värderarförseelse* dömas till böter.

1. Denna lag träder i kraft den  
199 .

2. Åtgärder enligt denna lag får vidtas innan lagen träder i kraft.

3. För överlåtelse av fastigheter, fastighetsvärdepapper eller värdepapper till en fastighetsfond uppbärs inte överlåtelseskatt enligt lagen om överlåtelseskatt (931/1996), ifall vederlaget utgörs av nya aktier som fastighetsfonden emitterat och överlåtelsen sker inom 12 månader efter att denna lag har trätt i kraft.

4. En delårsrapport och årsberättelse enligt denna lag skall första gången upprättas för den räkenskapsperiod som börjar den 1 juli 1998 eller därefter.

Helsingfors den 15 maj 1997

Vid förfall för Republikens President  
Statsminister

PAAVO LIPPONEN

Minister *Arja Alho*