

Tematisk bedömning om värderingen av tillgångar i placeringsfonder och specialplaceringsfonder

Innehåll

1 Den tematiska bedömningens bakgrund, mål och sammanfattning	2
2 Värderingspolitik och andra skriftliga riktlinjer	6
3 Konsekvent värdering av fondernas tillgångar	9
4 Värderingsfunktionens oberoende	11
5 Översyn av värderingsmetoderna	12
6 Information om värderingen som ska ges investerarna	14
7 Hantering av intressekonflikter	15
8 Värdeberäkningsfel samt förebyggande, identifiering och ersättning av värderingsfel	17
9 Beaktandet av likviditetsstresstest i värderingen	18
10 Värderingens kontrollfunktioner	19
11 Praxis för värdering av high yield-företagslån	22

Författare

Anna Mäkipeska / [anna.makipeska\(at\)finanssivalvonta.fi](mailto:anna.makipeska@finanssivalvonta.fi) +358 9 183 5023

Jani Sivusalo / [jani.sivusalo\(at\)finanssivalvonta.fi](mailto:jani.sivusalo@finanssivalvonta.fi) +358 9 183 5430

Eemeli Väyrynen

1 Den tematiska bedömningens bakgrund, mål och sammanfattning

1 Den tematiska bedömningens bakgrund

Finansinspektionen gjorde under det första halvåret 2022 en tematisk bedömning om värderingen av tillgångar i anslutning till placeringsfonder och specialplaceringsfonder (nedan även fonder). Den tematiska bedömningen var en del av den gemensamma tillsynsåtgärden (Common Supervisory Action; CSA) som koordineras av Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma). Finansinspektionen skickade en enkät till sex fondbolag och förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF-förvaltare) (nedan även bolagen) om värderingen av tillgångarna i de fonder som de förvaltar. I den tematiska bedömningen granskade Finansinspektionen därtill även värderingen av i synnerhet företagslån med låg kreditvärdighet (nedan high yield-företagslån)¹.

1.2 Den tematiska bedömningens mål

Syftet med den tematiska bedömningen var att bedöma på vilket sätt de valda fondbolagen och förvaltarna av alternativa investeringsfonder följer föreskrifterna i anslutning till värderingen av tillgångarna i de fonder som omfattas av UCITS- och AIF-regelverken, särskilt för de tillgångsslag som kan ha en svagare likviditet. Målet med den tematiska bedömningen var att säkerställa att investeringarna värderas på ett tillförlitligt sätt i enlighet med regleringen både vid ett normalt och ett exceptionellt marknadsläge².

1.3 Sammanfattning av de viktigaste iakttagelserna i den tematiska bedömningen

- **Värderingspolitiken³ var i huvudsak täckande**
 - Samtliga bolag har en värderingspolitik som fastställts av styrelsen.
 - Ett bolag beskrev inte i sin värderingspolitik vilken instans som utför den dagliga värderingen och inte heller instansens uppgifter, skyldigheter och ansvar eller dess kompetens och oberoende.
- **Alla bolag beskrev inte metoderna för värderingen av fondens tillgångar per tillgångsslag i ett exceptionellt marknadsläge.**
 - Tre bolag tillämpade objektiva värderingsprinciper, i vilka det redogörs för de metoder som används för värdering av fondens tillgångar per tillgångsslag i ett exceptionellt marknadsläge.
 - I tre bolag innehöll värderingspolitiken, de objektiva värderingsprinciperna eller övriga riktlinjer eller principer för värderingen av fondens tillgångar inte förfaranden för värdering av fondens tillgångar per tillgångsslag i ett exceptionellt marknadsläge.

¹ I den tillämpliga lagstiftningen används begreppen värdering och värdebestämning, med vilka båda avses värdering av fondens tillgångar. I den här rapporten används enbart termen värdering, förutom när det är fråga om en direkt hänvisning till den lagstiftning där termen värdebestämning används.

² Med ett exceptionellt marknadsläge avses i denna rapport en situation där informationen i de källor om marknadspriser som använts i värderingen av fondens tillgångar inte är tillförlitliga eller där marknadspriser inte finns att tillgå.

³ I den tillämpliga regleringen används begreppet värderingspolitik och värderingsförfaranden i den interna skriftliga anvisningen om processen för värderingen av fondens tillgångar. I den här rapporten använder vi begreppet "värderingspolitik".

- **Enligt bolagens svar tillämpas värderingspolitiken och de värderingsmetoder som beskrivs i den systematiskt på alla fonder som bolagen förvaltar.**
 - Två bolag beskrev i sin värderingspolitik eller i andra interna anvisningar även per tillgångsslag vilka värderingsmetoder jämte priskällor som i första hand används och i vilken företrädesordning eventuella andra metoder tillämpas.
 - I ett bolag hade företrädesordningen fastställts i de system som används i värderingen.
 - Tre bolag beskrev den primära värderingsmetoden eller prissättningskällan per tillgångsslag, men de sekundära värderingsmetodernas och prissättningskällornas företrädesordning beskrevs inte till alla delar tillräckligt täckande.
- **I alla bolag var värderingsfunktionen oberoende av portföljförvaltningen.**
 - I fyra bolag kan portföljförvaltningen emellertid ha en biträdande eller rådgivande roll i värderingen av fondens tillgångar vad gäller icke likvida investeringsobjekt eller i ett exceptionellt marknadsläge.
- **I alla bolag granskades metoderna för värderingen av investeringsobjekt, inklusive den prissättnings- och marknadsdata som ingår i metoderna och deras källor, regelbundet.**
 - Därtill genomförde värderingsfunktionen i samtliga bolag dagliga kontroller av värdet på fondernas tillgångar.
- **Med undantag av ett bolag lade alla bolag ut information till investerarna om värderingen av fondernas tillgångar på sina webbplatser.**
 - Därtill innehöll stadgarna för alla de fonder som bolagen förvaltade information åtminstone på allmän nivå om de värderingsmetoder som tillämpas på fonden i ett normalt marknadsläge och en hänvisning till de metoder som används i ett exceptionellt marknadsläge.
- **I fyra bolag hade de interna kontrollfunktionerna gjort kontroller av värderingen av fondernas tillgångar under de senaste åren.**
 - I fyra bolag hade compliance-funktionen gjort kontroller av värderingen av fondernas tillgångar åren 2021–2022.
 - Fem bolag meddelade att den interna revisionen har gjort eller kommer att göra en kontroll av värderingen av fondernas tillgångar under åren 2020–2023.
- **I värderingen av high yield-företagslån tillämpade samtliga bolag de metoder som beskrivs i värderingspolitiken och prisuppgifternas tillförlitlighet säkerställdes på ändamålsenligt sätt.**
 - Värderingen av high yield-företagslån grundade sig i första hand på de prisuppgifter som fås ur prisdatasystemen.
 - Alla bolag säkerställde tillförlitligheten av tredje parterns prisuppgifter genom att använda flera än en priskälla. Därtill jämförde bolagen de priser som användes i värderingen med de realiserade handelspriserna.

1.4 Bakgrundsinformation om regleringen

Målet med regleringen om värderingen av fondens tillgångar är att säkerställa att värdet på fondens tillgångar fastställs systematiskt och korrekt. Det är viktigt att värderingen organiseras så att den är oberoende av portföljförvaltningen för att trygga målen och undvika intressekonflikter.

Placeringsfondernas tillgångar placeras i regel i värdepapper och finansmarknadsinstrument med vilka det bedrivs handel på reglerade marknadsplatser. Tillgångarnas värde fastställs enligt investeringsobjektens marknadsvärden. De alternativa investeringsfondernas urval av investeringsobjekt är å sin sida mer omfattande (innehållande t.ex. fastigheter och icke noterade företag), vilket innebär att tillgångarnas värde ofta inte kan fastställas på basis av de marknadsvärden som fås från marknadsplatserna.

Regleringen för förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF)⁴ om värdering av fondens tillgångar är till många delar mer detaljerad än den äldre regleringen för fondbolag (UCITS)⁵. Båda regleringsramarna innehåller emellertid enhetliga principer.

Enligt Finansinspektionen ska förfaranden enligt AIF-regleringsramen även tillämpas i värderingen av placeringsfondernas investeringar för att kunna garantera icke-professionella investerare samma skydd som för investerare i alternativa investeringsfonder. Inom AIF-regleringsramen är investerarna i regel professionella investerare. ESMA har också framfört motsvarande synpunkt i anslutning till utkontraktering av fondernas förvaltare.⁶

Även IOSCO (The International Organization of Securities Commissions) publicerade i maj 2013 en riktlinje om processen för värdering av öppna fonder⁷. Enligt den första riktlinjen ska fonderna upprätta omfattande skriftliga politiker och förfaranden om värderingen av fondens tillgångar.⁸

1.5 Bakgrundsinformation om de bolag som svarade på enkäten

De sex fondbolag och AIF-förvaltare som granskades i den tematiska bedömningen utgör ca 20 procent av antalet finländska fondbolag och tillståndspliktiga AIF-förvaltare av alternativa investeringsfonder som förvaltar placeringsfonder och specialplaceringsfonder. Tillgångarna i de fonder som förvaltas av de aktuella sex bolagen utgör i sin helhet ca 80 procent av tillgångarna i de placerings- och specialplaceringsfonder som är registrerade i Finland. Alla bolag hade auktorisation både för fondbolag och för förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Tre bolag skötte själva den dagliga värderingen av fondens tillgångar. Två bolag hade lagt ut den funktion som utför den dagliga värderingen. Utkontrakteringen var koncernintern i båda bolagen. Portföljförvaltningen hade lagts ut i alla bolag förutom i ett av de bolag som svarade på enkäten. I två av de bolag där portföljförvaltningen hade lagts ut, var portföljförvaltningen utlagd till samma bolag som värderingsfunktionen.

⁴ AIMFL (Lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder 162/2014), 9 kap. (Kommissionens delegerade förordning nr 231/2013 av den 19 december 2012), artiklarna 67–74.

⁵ Lagen om placeringsfonder (213/2019), 10 kap. 4 § och Finansinspektionens föreskrifter och anvisningar 3/2011 Organisatoriska krav och uppföranderegler för placeringsfondsverksamhet, 10 kap.

⁶ ESMA Opinion to support supervisory convergence in the area of investment management in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union (ESMA34-45-344), särskilt punkterna 41 och 42

⁷ CIS (Collective Investment Scheme) an open end collective investment scheme that issues redeemable units and invests primarily in transferable securities or money market instruments. For the purposes of these Principles, it excludes schemes investing in property/real estate, mortgages or venture capital.

⁸ IOSCO Principles for Valuation of Collective Investment Schemes, FR05/13: IOSCO Principle 1: The Responsible Entity should establish comprehensive, documented policies and procedures to govern the valuation of assets held or employed by a CIS

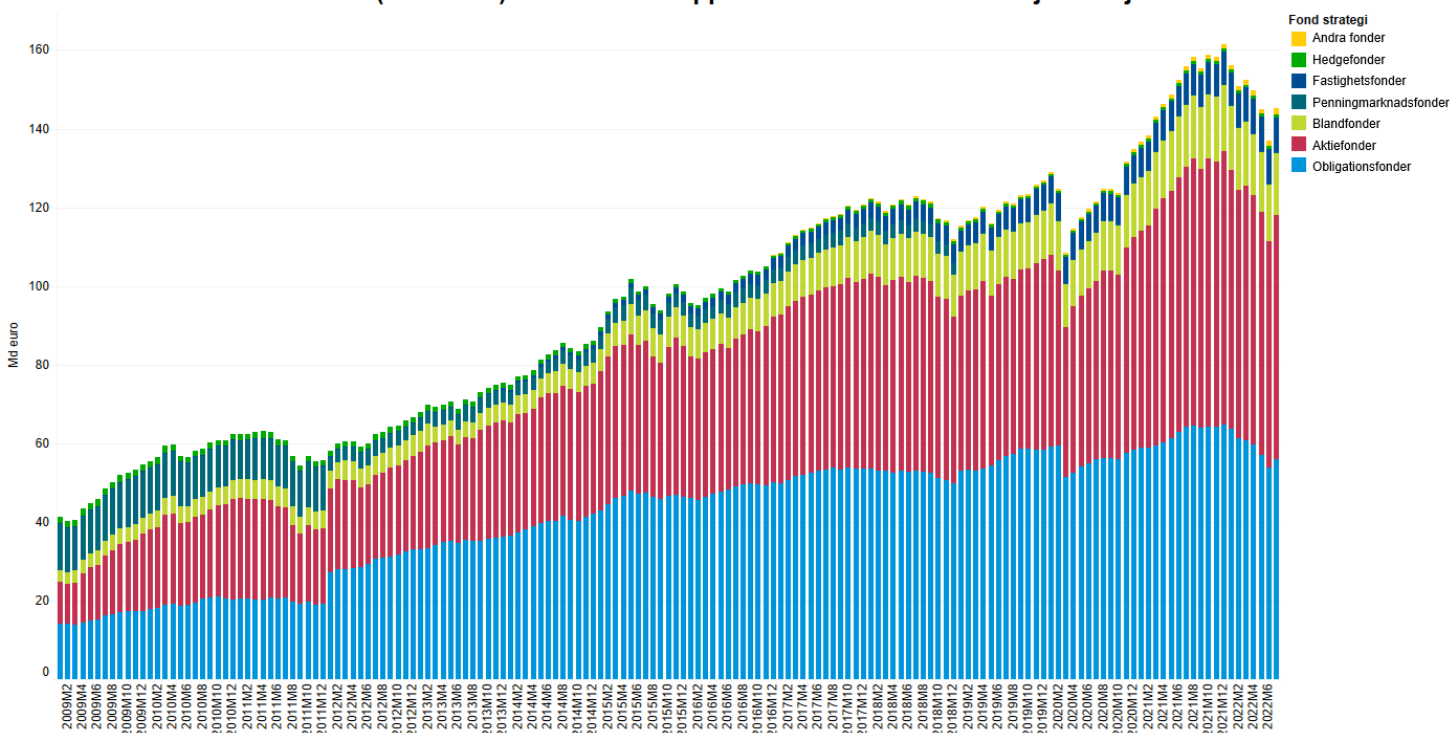
Ett bolag beskrev varken i sitt svar, sin värderingspolitik eller i andra interna dokument tydligt vilken aktör som utför den dagliga värderingen. Enligt Finansinspektionens uppfattning var värderingsfunktionen utlagd också detta bolag.

Fyra bolag hade en värderingskommitté separat från den funktion som utför värderingen. Värderingskommittén hade bland annat i uppgift att ansvara för värderingen av fondens tillgångar i ett exceptionellt marknadsläge eller att ge råd i ärenden i anknytning till värderingen. I ett av bolagen ansvarade riskhanteringsfunktionen för värderingen av icke likvida investeringar och för värderingen i exceptionella marknadslagen. I ett annat bolag inleder den funktion som utför den dagliga värderingen vid behov en process för fastställandet av värderingsmetoden.

1.6 Bakgrund om placerings- och specialplaceringsfonder

Nettovärdet av tillgångarna i de placeringsfonder och specialplaceringsfonder som är registrerade i Finland uppgick i slutet av juli 2022 till 145 miljarder euro. Största delen av fonderna investerade antingen i aktier eller ränteinstrument.

Nettovärdet (NAV-kurs) för inhemska öppna fonder var EUR 145 miljarder i juli 2022



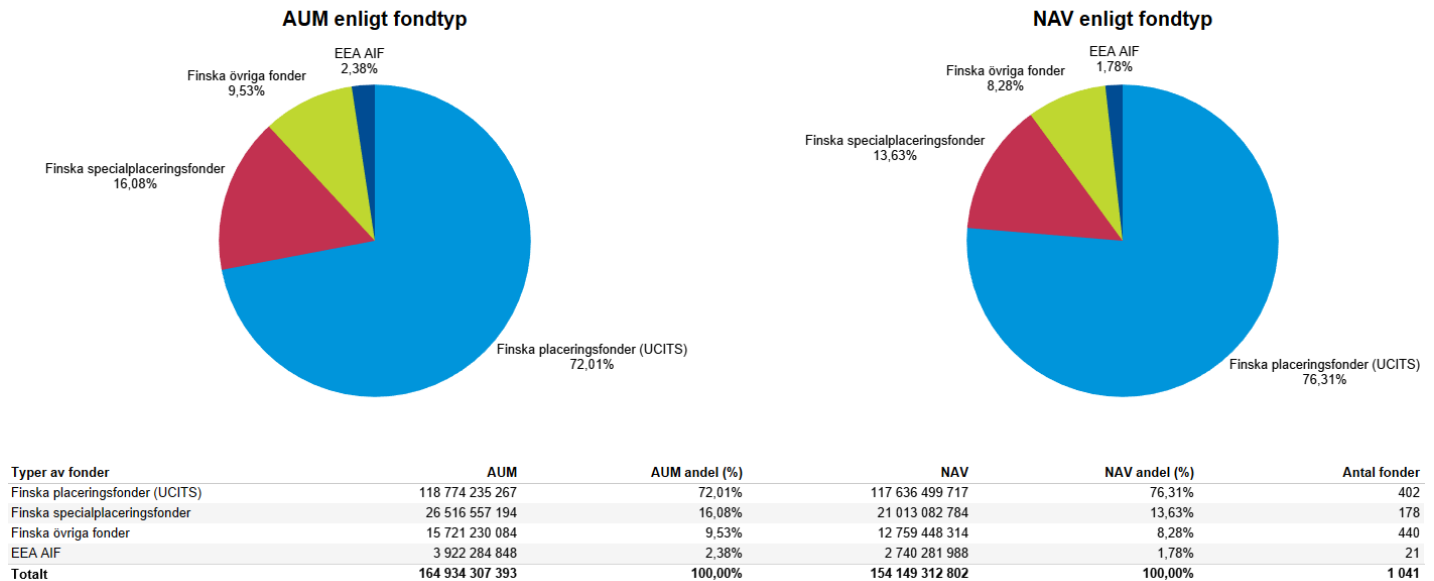
Källa: Finlands Bank.

Figur 1 Utvecklingen av NAV-kursen för inhemska öppna fonder i juli 2022

Vid utgången av juni 2022 fanns det sammanlagt 1 046 registrerade fonder i Finland, av vilka ungefär hälften (580 st.) var placeringsfonder eller specialplaceringsfonder. Andelen tillgångar som förvaltas av placeringsfonder och specialplaceringsfonder av de tillgångar som samtliga fonder förvaltar var

cirka 90 procent. Största delen av tillgångarna förvaltades av placeringsfonder, vilka förvaltade en andel på cirka 70 procent av de tillgångar som samtliga fonder förvaltar.

Den inhemska fondsektorn per typ av fond 30.6.2022



Källor: Finlands Bank & Finansinspektionen.

Figur 2 den inhemska fondsektorn per typ av fond 30.6.2022

2 Värderingspolitik och andra skriftliga riktlinjer

2.1 Villkor

AIF-förvaltare ska för varje AIF-fond som de förvaltar införa, upprätthålla, tillämpa och se över skriftliga riktlinjer och metoder som säkerställer en sund, öppen, fullständig och lämpligt dokumenterad värderingsprocess. Riktlinjerna och förfarandena för värdering ska täcka alla väsentliga aspekter på värderingsprocessen och värderingsförfarandena samt kontroller med avseende på den relevanta AIF-fonden.⁹

Enligt AIF-förordningen ska värderingens riktlinjer och förfaranden minst omfatta följande:¹⁰

- kompetens och oberoende när det gäller den personal som gör tillgångsvärderingen
- AIF-fondens särskilda investeringsstrategier och de tillgångar som fonden kan investera i
- kontrollerna av urvalet av indata, källor och metoder för värderingen

⁹ AIF-förordningen, artikel 67.1.1.

¹⁰ AIF-förordningen, artikel 67.2.2.

- d) eskaleringskanaler för att lösa skiljaktiga tillgångsvärden
- e) bedömningen av eventuella justeringar av positionernas storlek och likviditet eller i förekommande fall förändrade marknadsförhållanden
- f) lämplig tidpunkt för att avsluta räkenskaperna när det gäller värdering
- g) lämplig frekvens för värdering av tillgångarna

Utöver de ovanstående ska värderingsriktlinjerna även:

- ange de värderingsmetoder som ska tillämpas på varje typ av tillgång som AIF-fonden kan investera i¹¹
- innehålla indata, modeller och urvalskriterier för prissättningen¹²
- förutsätta att priser hämtas från oberoende källor, om så är möjligt och tillämpligt¹³
- ange skyldigheter, roller och ansvar för alla parter som deltar i värderingsprocessen¹⁴

Bolagets styrelse ska se över värderingspolitiken minst en gång per år. Värderingens riktlinjer och förfaranden ska även ses över innan AIF-fonden påbörjar en ny investeringsstrategi eller tar i bruk en ny tillgångstyp.¹⁵

Fondbolaget ska se till att skäliga, korrekta och överskådliga prissättningsmodeller och värderingssystem används för de placeringsfonder det förvaltar, så att skyldigheten att agera i fondandelsägarnas intressen efterlevs.¹⁶

Finansinspektionen rekommenderar i föreskrifter och anvisningar 3/2011 att fondbolagets styrelse fastställer de objektiva värderingsprinciperna för värdering av en placeringsfonds tillgångar som kompletterar föreskrifterna om värdeberäkning i placeringsfondens stadgar och följer dem konsekvent.¹⁷

2.2 lakttagelser

Finansinspektionen bad bolagen lämna in den politik och de riktlinjer som styrelsen fastställt för värdering av placeringsfonder och specialplaceringsfonder (nedan värderingspolitik), de objektiva värderingsprinciperna och andra anvisningar eller principer som gäller värderingen av fondernas tillgångar.

Samtliga bolag har en värderingspolitik som fastställts av styrelsen.

Fem bolag hade en gemensam värderingspolitik för både placeringsfonder och specialplaceringsfonder. Ett av dessa bolag hade en separat värderingspolitik för likvida och för icke likvida investeringsobjekt. Ett bolag hade en separat värderingspolitik för placeringsfonder och för specialplaceringsfonder.

¹¹ AIF-förordningen, artikel 67.1.2.

¹² AIF-förordningen, artikel 67.1.3.

¹³ AIF-förordningen, artikel 67.1.3.

¹⁴ AIF-förordningen, artikel 67.2.1.

¹⁵ AIF-förordningen, artikel 70

¹⁶ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 4.10 stycke 65

¹⁷ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 10.1.2 stycke 4 Innehållet i de objektiva värderingsprinciperna fastställs inte i regleringen, men enligt marknadspraxis avses med objektiva värderingsprinciper i regel riktlinjer för värdering av fondens tillgångar i ett exceptionellt marknadsläge.

Bolagen hade olika uppfattningar om vad som avses med objektiva värderingsprinciper. Alla bolag svarade att de tillämpar objektiva värderingsprinciper, men utifrån de dokument som bolagen lämnade in använde endast tre bolag sådana objektiva värderingsprinciper som redogjorde för på vilket sätt fondens tillgångar värderas per tillgångsslag i ett exceptionellt marknadsläge.

I tre bolag innehöll varken värderingspolitiken, de objektiva värderingsprinciperna eller de övriga riktlinjerna och principerna om värdering i fonden inte några metoder per tillgångsslag om hur fondens tillgångar värderas i ett exceptionellt marknadsläge.

Ett bolag beskrev inte vilken instans som utför den dagliga värderingen av fondens tillgångar och inte heller uppgifterna, ansvaren och skyldigheterna för den instans som utför värderingen eller dess kompetens och oberoende.

Fem bolag svarade att de ser över och vid behov uppdaterar sin värderingspolitik varje år. Ett bolag svarade att de objektiva värderingsprinciperna som även omfattar den dagliga värderingen av placeringsfondernas tillgångar ses över vid behov, men minst vart tredje år, medan värderingspolitiken för specialplaceringsfonder ses över varje år.

2.3. Finansinspektionens ståndpunkt

Regleringen av fonder för alternativa investeringar förutsätter att förvaltaren upprättar en lämplig värderingspolicy för varje fond för alternativa investeringar. Finansinspektionen förutsätter även att fondbolagen upprättar motsvarande värderingspolitik för placeringsfonder.

Viktiga delområden som enligt Finansinspektionen ska behandlas i värderingsprocessen som ingår i värderingspolitiken förutom de delområden som uppräknas i artikel 67.2.2 i AIF-förordningen är åtminstone

- fastställandet av de instanser som utför värderingen både i ett normalt och ett exceptionellt marknadsläge
- företrädesordningen för värderingsmetoder och/eller priskällor både i ett normalt och ett exceptionellt marknadsläge.

Finansinspektionen anser att det i värderingspolitiken är särskilt viktigt att beakta utkontrakteringar av värderingen. Om utlagda funktioner inte dokumenteras på behörigt sätt, kan olika aktörers ansvar och uppgifter bli oklara. Finansinspektionen påpekar att regleringen och skyldigheterna som gäller värderingen, bland annat kraven på kompetens och oberoende som avser den personal som utför värderingen, även är tillämpliga på dem som i praktiken utför den dagliga värderingen, fastän det egentliga ansvaret för värderingen bärs av det bolag som förvaltar fonden. Skyldigheterna, uppgifterna och ansvarsområdena för den instans som utför värderingen ska beskrivas i värderingspolitiken även i de fall när funktionen lagts ut.

Värderingspolitiken ska innehålla eller så ska det utöver den upprättas objektiva värderingsprinciper eller andra motsvarande interna riktlinjer som beskriver metoderna för värderingen av fondens tillgångar i ett exceptionellt marknadsläge. Syftet med de objektiva värderingsprinciperna eller andra motsvarande interna riktlinjer är att säkerställa att värdet på fondens tillgångar fastställs på behörigt sätt och systematiskt även i situationer där ett marknadsvärde inte finns att tillgå i ett prisdatasystem eller då prisuppgifterna inte är tillförlitliga. De objektiva värderingsprinciperna eller andra motsvarande interna riktlinjer ska innehålla de värderingsmetoder som används per tillgångsslag i ett exceptionellt marknadsläge. Bolagen ska ha riktlinjer för värderingen av fondens tillgångar i ett exceptionellt

marknadsläge oberoende av vad riktlinjerna kallas eller om de utgör en del av värderingspolitiken eller finns angivna i ett separat dokument.

Finansinspektionen påminner om att de värderingsmetoder som bolaget använder för att värdera fondens tillgångar i ett exceptionellt marknadsläge och som beskrivs i de objektiva värderingsprinciperna eller i andra motsvarande dokument ska vara sådana som bolaget har tillräcklig kunskap om, tillförlitliga informationskällor och modeller för och som bolaget kontinuerligt följer upp och regelbundet ser över.

Enligt Finansinspektionen ska både värderingspolitiken och de objektiva värderingsprinciperna eller andra motsvarande interna riktlinjer ses över minst en gång per år och därtill åtminstone innan det görs ändringar i fondens investeringsstrategi eller fonden investerar i nya tillgångsslag. Bolagets styrelse ska därtill godkänna de reviderade dokumenten. Dokumentet ska vara daterat med det datum när det senast reviderats.

3 Konsekvent värdering av fondernas tillgångar

3.1 Villkor

Bolaget ska säkerställa att värderingens riktlinjer och förfaranden samt de valda värderingsmetoderna tillämpas på ett konsekvent sätt.¹⁸

Värderingsförfarandena och de valda värderingsmetoderna ska tillämpas konsekvent på alla AIF-fonder som förvaltas av samma AIF-förvaltare, med beaktande av fondernas investeringsstrategier, typer av tillgångar och, i förekommande fall, förekomsten av olika externa värderare¹⁹

Fondbolaget ska ha ändamålsenliga förfaranden för att säkerställa en korrekt värdering av placeringsfondens tillgångar, i enlighet med gällande regler för värdering enligt PlacFL och/eller fondens stadgar eller stiftelsehandlingar.²⁰ Finansinspektionen rekommenderar i sina föreskrifter och anvisningar 3/2011 att fondbolagets styrelse fastställer de objektiva

värderingsprinciperna för värdering av en placeringsfonds tillgångar som kompletterar föreskrifterna om värdeberäkning i placeringsfondens stadgar och följer dem konsekvent²¹

3.2 Iakttagelser

Enligt värderingspolitiken i samtliga bolag tillämpas politiken och de värderingsmetoder som beskrivs i den systematiskt på alla fonder som bolagen förvaltar.

¹⁸ AIF-förordningen, artikel 69.1.

¹⁹ AIF-förordningen, artikel 69.4.

²⁰ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 4.6 stycke 32

²¹ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 10.1.2 stycke 4

Två bolag beskrev i sin värderingspolitik eller i andra interna riktlinjer per tillgångsslag vilken värderingsmetod, inklusive vilka priskällor som används som primär metod samt företrädesordningen för eventuella andra metoder. Av ett bolags värderingspolitik framgick det inte direkt vilken metod eller priskälla som var den primära, utan i värderingspolitiken beskrevs olika alternativ utan företrädesordning. I det aktuella bolaget bestämdes företrädesordningen emellertid i de system som användes vid värderingen. I värderingspolitiken eller andra interna riktlinjer i tre bolag beskrevs det per tillgångsslag vilken värderingsmetod och vilken prissättningskälla som är de primära, men företrädesordningen för de sekundära värderingsmetoderna och prissättningskällorna beskrevs däremot inte till alla delar i tillräcklig omfattning.

3.3. Finansinspektionens ståndpunkt

Bolaget ska säkerställa att värderingen av fondens tillgångar är konsekvent. En konsekvent värdering innebär att det i värderingen av fondens tillgångar i enlighet med värderingspolitiken på lång sikt används samma värderingsmetod åtminstone för samma tillgångsslag. Därtill kan det vara nödvändigt att fastställa värderingsmetodernas/priskällornas företrädesordning per instrument inom ett tillgångsslag, eftersom de investeringsobjekt som ingår i samma tillgångsslag i betydande grad kan avvika från varandra. Bolaget ska även säkerställa att samma värderingsmetoder och priskällor används systematiskt för samma tillgångsslag/investeringsobjekt mellan olika fonder oberoende av om fonderna är registrerade i Finland eller utomlands, dock med beaktande av den lokala regleringen i fondens hemland.

Enligt Finansinspektionen ska det för att säkerställa en konsekvent värdering av fondens tillgångar klart fastställas en företrädesordning för de värderingsmetoder och priskällor som används för olika tillgångsslag/investeringsobjekt och den ska beskrivas i värderingspolitiken eller andra interna riktlinjer. Om företrädesordningen beskrivs i andra interna riktlinjer eller processer än i värderingspolitiken, ska det i värderingspolitiken hänvisas till de aktuella riktlinjerna eller så ska processen beskrivas. Om det finns flera alternativa metoder eller priskällor, ska företrädesordningen mellan dem fastställas och tydligt beskrivas både vad gäller en värdering i normala omständigheter och i ett exceptionellt marknads läge. Om någon företrädesordning inte har fastställts eller beskrivits på behörigt sätt, kan man inte heller i alla situationer försäkra sig om att värderingen av fondens tillgångar sker konsekvent.

Finansinspektionen anser att det är mycket viktigt att värderingsmetodernas och priskällornas företrädesordning fastställs så att värderingen av fondernas tillgångar kan ske tillförlitligt och konsekvent även i situationer då den primära värderingsmetoden inte kan tillämpas.

Finansinspektionen anser också att förfarandena för värdering av fondens tillgångar i ett exceptionellt marknads läge ska innehålla effektiva och tydliga beslutsprocesser, såvada bolaget använder eskaleringsrutiner i ett exceptionellt marknads läge t.ex. hänför ärendet till en värderingskommitté för att kunna utföra en värdering tillräckligt snabbt och tillförlitligt även för de fonder som dagligen är öppna.

4 Värderingsfunktionens oberoende

4.1 Villkor

En AIF-förvaltare kan sköta värderingen själv, om värderingsfunktionen funktionellt samt i övrigt är oberoende av portföljförvaltningen. Värderingen kan läggas ut på det sätt som föreskrivs i 10 kap. 5 §.²²

Om AIF-förvaltaren själv utför värderingen, ska riktlinjerna innehålla en beskrivning av skyddet av värderingens funktionella oberoende i enlighet med artikel 19.4 b i direktiv 2011/61/EU. Skyddet ska omfatta åtgärder för att förhindra otillbörlig påverkan på hur en person utför värderingsuppgifter.²³

4.2 Iakttagelser

Alla bolag svarade att värderingsfunktionen är oberoende av portföljförvaltningen och att bolaget har relevanta administrativa rutiner, med vilka de säkerställer värderingens funktionella och hierarkiska oberoende av portföljförvaltningen. Tre bolag säkerställde värderingsfunktionens oberoende på så sätt att värderingen utfördes i ett annat bolag än portföljförvaltningen. Tre bolag säkerställde värderingsfunktionens oberoende på så sätt att värderingen utfördes i en annan enhet än portföljförvaltningen och/eller så fick värderingsfunktionen nödvändiga uppgifter för värderingen självständigt från ett prisdatasystem.

Alla bolag ansåg att de använder relevanta administrativa rutiner för att säkerställa att de som granskar och godkänner värderingsmetoderna, politiken och riktlinjerna är oberoende av portföljförvaltningen. I alla bolag fastställde och granskade styrelsen värderingspolitiken och de värderingsmetoder som de innehåller. I två bolag var medlemmarna i värderingskommittén med ansvar för värderingen i ett exceptionellt marknadsläge oberoende av portföljförvaltningen. I två bolag framgick värderingskommitténs sammansättning på personnivå inte av de inlämnade dokumenten, och således gick det inte att säkerställa vilken roll portföljförvaltningen har i värderingskommittén. Ett bolag som inte hade någon värderingskommitté beskrev att bolagets riskhanteringsfunktion ansvarar för värderingen i ett exceptionellt marknadsläge. Ett annat bolag som inte hade någon värderingskommitté beskrev att värderingsfunktionen ansvarar för värderingen enligt objektiva värderingsprinciper eller, om sådana saknas, inleder en process för att fastställa värderingssättet. Enligt bolaget fastställs värderingen i ett exceptionellt marknadsläge alltid av verkställande direktören eller ställföreträdaren för verkställande direktören.

Alla bolag svarade att ersättningen till värderingsfunktionens personal är oberoende av fondernas intäkter. Enligt de inlämnade ersättningsförklaringarna eller svaren kan ersättningen till värderingsfunktionens personal eller medlemmarna i värderingskommittén i fyra bolag emellertid delvis grunda sig på koncernens, bolagets eller affärsområdets resultat.

Alla bolag svarade att portföljförvaltningen inte på något sätt deltar i värderingen av fondens tillgångar. Utgående från bolagens interna riktlinjer kan portföljförvaltningen i fyra bolag emellertid ha en biträdande eller rådgivande roll särskilt i värderingen av icke likvida investeringsobjekt eller i

²² 9 kap. 2 § i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder

²³ AIF-förordningen, artikel 67.4.

värderingen av fondens tillgångar i ett exceptionellt marknadsläge. I fråga om ett bolag kunde ärendet inte säkerställas, eftersom värderingskommitténs sammansättning på personnivå inte framgick av de inlämnade dokumenten. Utifrån svaren och bolagets interna riktlinjer utfördes den dagliga värderingen av fondernas tillgångar oberoende av portföljförvaltningen i samtliga bolag.

4.3. Finansinspektionens ståndpunkt

Bolaget ska organisera värderingsfunktionen så att den funktionellt och i även övrigt är oberoende av portföljförvaltningen.

I bolag där det i den verkställande eller högsta ledningen även ingår personer som ansvarar för portföljförvaltningen, ska beslutsfattandet i anknytning till värderingen ordnas så att intressekonflikter mellan portföljförvaltningen och värderingsfunktionen identifieras och hanteras på lämpligt sätt.

Fondernas intäkter får inte inverka på ersättningen till värderingsfunktionens personal. Även om värderingsfunktionen är utlagd ska det säkerställas att ersättningen är relevant.

Enligt Finansinspektionen är det viktigt att fondens portföljförvaltare inte får ingripa eller inverka på värderingen av fondens tillgångar. Värderingens oberoende av portföljförvaltningen ska bestå genom hela värderingsprocessen. Det slutliga beslutet om värderingen ska fattas av en instans som är helt oberoende av portföljförvaltningen.

5 Översyn av värderingsmetoderna

5.1 Villkor

I värderingens riktlinjer ska en regelbunden översyn av riktlinjerna och förfarandena krävas, även av värderingsmetoderna. Översynen ska genomföras minst en gång om året och innan AIF-fonden påbörjar en ny investeringsstrategi eller ny tillgångstyp som inte omfattas av fondens befintliga värderingspolitik.²⁴

Värderingens riktlinjer och förfaranden ska minst omfatta kontroller av urvalet av indata, källor och metoder för värderingen.²⁵

Om en modell används för tillgångsvärdering, bör modellens huvuddrag anges i värderingens förfaranden och riktlinjer. Innan modellen används, bör den genomgå en valideringsprocess som utförs av en intern eller extern person som inte medverkat vid utformningen av modellen. En person bör anses kvalificerad att utföra en validering av den modell som används till att värdera tillgångarna, om personen har lämplig kompetens och erfarenhet av att värdera tillgångar med hjälp av sådana modeller. Personen kan t.ex. vara revisor.²⁶

²⁴ AIF-förordningen, artikel 70.1.

²⁵ AIF-förordningen, artikel 67.2.2.

²⁶ Inledningsstycke 77 i AIF-förordningen

Värderingens riktlinjer och förfaranden ska säkerställa att modellen, innan den börjar användas, har validerats av en person med tillräcklig sakkunskap som inte har deltagit i utformningen av modellen. Valideringsförfarandet ska dokumenteras på lämpligt sätt.²⁷

5.2 Iakttagelser

Alla bolag gjorde en regelbunden översyn av metoderna för värdering av tillgångarnas värde samt av den prissättnings- och marknadsdata som ingår i metoderna och deras källor. I sina svar och/eller riktlinjer beskrev samtliga bolag även att värderingsfunktionen gör dagliga översyner av värdena på fondens tillgångar (till exempel i situationer där man upptäcker stora prisförändringar, pris saknas eller där priset inte har förändrats).

Med undantag för ett bolag använde alla bolag värderingsmodeller (*mark-to-model*) för vissa tillgångsslag. Värderingsmodeller användes bland annat i värderingen av derivat, penningmarknadsinstrument, onoterade aktier, fastigheter och andra icke likvida investeringsobjekt. Två bolag uppgav att de ser över värderingsmodellerna regelbundet. Resten av bolagen gjorde ingen regelbunden översyn av värderingsmodellerna. Detta berodde bland annat på att man i fråga om till exempel derivat använde standardmodeller som levereras av externa tjänsteproducenter och som finns allmänt tillgängliga på marknaden.

5.3. Finansinspektionens ståndpunkt

Bolaget ska regelbundet bedöma och se över värderingsmetoderna och den prissättnings- och marknadsdata som ingår i dem även då översynerna inte resulterat i några särskilda iakttagelser. Enligt Finansinspektionen ska bolagen i samband med värderingen av fondens tillgångar genomföra sådana kontroller med vilka man strävar efter att identifiera de situationer där det kan finnas ett fel i prissättnings- och marknadsdatan, såsom exceptionellt stora prisförändringar, pris saknas eller priserna är oförändrade. Utöver de regelbundna kontrollerna i samband med värderingen kan det lämpliga intervallet för en uppskattning av tillförlitligheten av prissättnings- och marknadsdata vara beroende av till exempel fondens öppettider, tillgångsslag, marknadsläge och informationskälla. Prissättnings- och marknadsdatan för till exempel high yield-företagslån ska kontrolleras oftare än normalt i en krissituation på marknaden.

Om bolaget använder självutvecklade modeller i värderingen av tillgångarna, ska modellen ses över minst varje år och göras av en aktör som inte har varit med och byggt modellen. Om bolaget använder externa tjänsteproducenters standardmodeller, ska bolaget minst varje år i samband med översynen av värderingspolitiken bedöma om standardmodellen fortfarande är lämplig för sitt användningssyfte.

²⁷ AIF-förordningen, artikel 68.2.

6 Information om värderingen som ska ges investerarna

6.1 Villkor

I en placeringsfonds stadgar ska de ges närmare grunder för beräkningen av fondandelsvärdet samt för bestämmande av tecknings- och inlösningspriset samt var, när och hur fondandelsvärdet offentliggörs och uppgifter om fondandelarnas tecknings- och inlösenpriser hålls tillgängliga för allmänheten.²⁸

En AIF-förvaltare ska för investerare hålla en beskrivning av AIF-fondens värderingsförfarande och prissättningsmetoder för värdering av tillgångarna tillgänglig för investerarna innan de investerar i en AIF-fond.²⁹

Investerarna ska informeras om AIF-fonders nettotillgångsvärde per andel eller aktie minst en gång om året, om inte något annat följer av stadgarna för den berörda AIF-fonden. Investerarna ska informeras om värdering och beräkning av nettotillgångsvärden på det sätt som föreskrivs i AIF-fondens stadgar.³⁰

Finansinspektionen rekommenderar i föreskrifterna och anvisningarna 3/2011 att de objektiva värderingsprinciperna offentliggörs eller annars finns lätt tillgängliga för investerarna.³¹

6.2 Iakttagelser

Alla bolag svarade att de ger investerarna information om metoderna för värderingen av placeringsfondernas och specialplaceringsfondernas tillgångar, inklusive metoderna för värdering av high yield-företagslån.

Fem bolag publicerade på sina webbplatser åtminstone den värderingspolitik som redogör för värderingen av fondens tillgångar i ett normalt marknads läge eller de objektiva värderingsprinciperna som redogör för värderingen i ett exceptionellt marknads läge. Ett bolag svarade att värderingspolitiken finns tillgänglig för investeraren på begäran och att den inte har publicerats på webbplatsen.

I de dokument om värderingen av fondens tillgångar som tre bolag publicerar på sina webbplatser får investerare information om de värderingsmetoder som används i ett exceptionellt marknads läge per tillgångsslag. I de dokument som två bolag publicerar får investeraren information om att bolaget kan avvika från de värderingsmetoder som används i ett normalt marknads läge, men de faktiska värderingsmetoderna som används i ett exceptionellt marknads läge har inte beskrivits närmare för investeraren.

Därtill innehöll stadgarna för alla de placeringsfonder och specialplaceringsfonder som bolagen förvaltar åtminstone på allmän nivå information om de värderingsmetoder som tillämpas på fonden i ett normalt marknads läge och en hänvisning till de metoder som används i ett exceptionellt marknads läge.

²⁸ 8 kap. 2 § 1 mom. 9 och 13 punkten i lagen om placeringsfonder

²⁹ AIFL 12 kap. 4 §, Finansministeriets förordning om verksamheten för förvaltare av alternativa investeringsfonder (226/2014) 5 § stycke 12

³⁰ 9 kap. 5 § i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder

³¹ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 10.1.2 stycke 5

Enligt samtliga bolag ges investerarna information om värderingsprocessens administrativa rutiner. Av de dokument som ett bolag hänvisade till framgick det emellertid inte om värderingsfunktionen lagts ut, utan i fråga om de administrativa rutinerna beskrevs endast värderingskommitténs roll.

Endast ett bolag meddelade att det beskriver portföljförvaltningens roll i värderingsprocessen i de objektiva värderingsprinciperna. Såsom det framgår av avsnitt 4.2 kan emellertid portföljförvaltningen enligt värderingsdokumentationen även i tre andra bolag inneha en roll i värderingsprocessen i ett exceptionellt marknadsläge, fastän de aktuella bolagen svarade att portföljförvaltningen inte har någon roll i värderingsprocessen.

6.3. Finansinspektionens ståndpunkt

Bolaget ska ge investerare information eller hålla information om värderingen av fondens tillgångar tillgänglig för investerare innan de investerar i fonden. Information om värderingsmetoderna per tillgångsslag ska ges i fondens stadgar.

Fondens stadgar ska därtill innehålla information om att bolaget kan avvika från de angivna värderingsmetoderna i ett exceptionellt marknadsläge. De värderingsmetoder som används i ett exceptionellt marknadsläge kan beskrivas närmare t.ex. i de objektiva värderingsprinciperna som hålls tillgängliga för investeraren.

Bolaget ska ge investerare information eller hålla information på ett allmänt plan tillgänglig för investerare om hur värderingen ordnas och om de administrativa rutinerna, såvida värderingsfunktionen eller en del av den lagts ut eller om portföljförvaltningen deltar i värderingen. Finansinspektionen påminner om att fondbolaget enligt 4 kap. 5 § 1 mom. i Finansministeriets förordning³² i fondprospektet ska ange i vilken grad det anlitar ombud i sin verksamhet.

7 Hantering av intressekonflikter

7.1 Villkor

AIF-förvaltare som förvaltar en öppen AIF-fond ska upprätta, genomföra och tillämpa en effektiv politik rörande intressekonflikter. Politiken ska upprättas skriftligen och vara anpassad till AIF-förvaltarens storlek och organisation och till dess affärsverksamhets art, omfattning och komplexitet. Om AIF-förvaltaren ingår i en koncern, ska politiken också beakta andra omständigheter som AIF-förvaltaren är eller bör vara medveten om och som kan skapa intressekonflikter till följd av andra koncernföretags struktur eller affärsverksamhet. I den politik rörande intressekonflikter som upprättats ska följande ingå:

a) kartläggning av omständigheter som utgör eller kan ge upphov till en intressekonflikt som medför en väsentlig risk för att AIF fondens eller dess investerares intressen skadas, vid de verksamheter

³² Finansministeriets förordning om de utredningar som ska fogas till ansökan om verksamhetstillstånd för fondbolag och förvaringsinstitut, om ersättningsystem, fondprospekt och sådana finansiella instrument som avses i 13 kap. i lagen om placeringsfonder samt om omfattningen av den information som ska tillhandahållas fondföretag (257/2019)

som utförs av AIF-förvaltaren eller för dess räkning, inklusive verksamheter som utförs av en delegerad, underdelegerad, extern värderare eller motpart

b) vilka förfaranden som ska tillämpas och åtgärder som ska vidtas för att förhindra, hantera och övervaka sådana konflikter.³³

Riktlinjer för att förebygga och hantera intressekonflikter ska upprättas skriftligt och med beaktande av fondbolagets storlek, organisationen av verksamheten och verksamhetens art, omfattning och komplexitet. Om tillsynsobjektet ingår i en koncern eller företagsgrupp ska riktlinjerna beakta koncernens eller företagsgruppens struktur och den verksamhet som bedrivs i koncernens eller gruppens olika delar. Riktlinjerna ska täcka situationer som kan ge upphov till sådana intressekonflikter som inbegriper betydande risker som kan påverka placeringsfondens eller en eller flera kunders intressen negativt. Finansinspektionen rekommenderar att tillsynsobjektets styrelse godkänner riktlinjerna för undvikande och hantering av intressekonflikter. Tillsynsobjektet ska också sörja för att de antagna riktlinjerna följs och uppdateras löpande.³⁴

7.2 Iakttagelser

Alla bolag lämnade in den politik och de verksamhetsprinciper (nedan intressekonfliktspolitik) som förutsätts i regleringen. I fyra bolag hade intressekonfliktspolitiken upprättats på koncernnivå och i två bolag på bolagsnivå.

Inget av bolagen tog i sin intressekonfliktspolitik direkt ställning till intressekonflikter som uttryckligen gäller värderingen. Fem bolag redogjorde i sina svar emellertid för metoderna för att hantera intressekonflikter, som bland annat innebär att värderingsfunktionen funktionellt är avskild från portföljförvaltningen, att ersättningen till värderingsfunktionens personal inte är beroende av fondens intäkter, att det för personalen ordnas regelbunden utbildning i identifieringen av intressekonflikter, att möjligheterna för dem som arbetar med värdeberäkning att utföra egen handel med fonderna är begränsad och att detta övervakas samt att man vid manuell värdering tillämpar fyra ögon-principen. Två bolag svarade därtill att det i anslutning till värderingen observerats potentiella eller realiserade intressekonflikter.

I intressekonfliktspolitiken i två bolag som lagt ut sin värderingsfunktion beaktades särskilt intressekonflikter i anknytning till utläggningen eller mellan de olika koncernbolagen.

Ett bolag som hade lagt ut sin värderingsfunktion hänvisade i sitt svar till att det skiljer åt värderingskommittén från portföljförvaltningen som ett sätt att hantera intressekonflikter, men varken i svaret eller i intressekonfliktspolitiken behandlades intressekonflikter i anknytning till det bolag som utför den dagliga värderingen.

7.3 Finansinspektionens ståndpunkt

Finansinspektionen bedömer intressekonfliktspolitiken och svaren enbart med tanke på värderingen av fondens tillgångar. Enligt avsnitt 4.2 hade alla bolag utgående från svaren på relevant sätt skilt åt portföljförvaltningen från värderingsfunktionen, vilket innebär att bolagens risk för intressekonflikter i anknytning till värderingen av fondens tillgångar i regel än mindre än i sådana bolag där funktionerna

³³ AIF-förordningen, artikel 31

³⁴ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 4.9.2

inte har skilts åt, där portföljförvaltningen har en viss roll i utförandet av värderingen eller där de administrativa rutinerna i övrigt är bristfälliga.

I bolag där värderingsfunktionen eller någon annan funktion har lagts ut ska politiken och verksamhetsprinciperna som gäller intressekonflikter även omfatta intressekonflikter i den utlagda verksamheten.

Fastän intressekonfliktspolitiken skulle ha upprättats på allmän nivå och värderingsfunktionen inte separat skulle behandlas i den, ska bolaget emellertid alltid bedöma om det finns intressekonflikter som anknyter till värderingen. Om intressekonflikter observeras, ska de hanteras på behörigt sätt och dokumenteras både vad gäller de identifierade intressekonflikterna och metoderna för att hantera dem.

Enligt Finansinspektionen ska de bolag som lagt ut både värderingsfunktionen och portföljförvaltningen i hanteringen av intressekonflikter fästa särskild uppmärksamhet vid intressekonflikter i anknytning till värderingen, eftersom den dagliga tillsynen över bägge funktionerna då inte är ordnad i bolaget. Uppmärksamhet vid detta ska fästas särskilt då funktionerna har lagts ut till samma aktör.

8 Värdeberäkningsfel samt förebyggande, identifiering och ersättning av värderingsfel

8.1 Villkor

Fondbolaget ska utan dröjsmål rätta väsentliga fel i det fondandelsvärde som offentliggjorts. I fråga om fel i offentliggjorda fondandelsvärden ska det omedelbart göras en anmälan till Finansinspektionen, som avgör om felet är väsentligt eller inte.³⁵

AIF-förvaltare ska se till att korrigeringsförfaranden införts i händelse av felaktiga beräkningar av nettotillgångsvärdet.³⁶

För att fondbolaget utan dröjsmål ska kunna rätta väsentliga fel i det fondandelsvärde som offentliggjorts, rekommenderar Finansinspektionen att fondbolagen upprättar en skriftlig anvisning om verksamhetsprinciper och förfaranden i syfte att förhindra att

fel uppstår i värdeberäkningen, säkerställa att felen i värdeberäkningen observeras och fastställa metoderna och beslutsprocessen för korrigerings av felen i värdeberäkningen och ersättning till investerarna.³⁷

Finansinspektionen rekommenderar att fondbolaget ersätter åtminstone väsentliga fel i värdeberäkningen. Finansinspektionen rekommenderar att fondbolaget ersätter en förlust som förorsakats en placeringsfond och andelsägare som tecknat eller löst in andelar i placeringsfonden så att läget för placeringsfonden och andelsägarna återgår till vad det hade varit för placeringsfonden eller

³⁵ 15 kap. 9 § 3 mom. i lagen om placeringsfonder

³⁶ AIF-förordningen, artikel 72.3.

³⁷ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 10.2.1 stycke 10

andelsägarna om felet inte hade begåtts (eller bättre).

8.2 Iakttagelser

Alla bolag svarade att de använde förfaranden för att identifiera och förebygga att det uppstår fel under beräkningen av fondens nettovärde eller värderingsfel.

I fyra bolag framgick dessa förfaranden av de skriftliga verksamhetsprinciperna. Enligt bolagen identifieras och förebyggs fel i beräkningen av fondens nettovärde bland annat genom att jämföra förändringen av fondens nettovärde med förändringen i jämförelseindexets värde, genom att regelbundet bokföra olika transaktioner och avstämma tillgångarna.

I sina svar hänvisade bolagen även till de regelbundna översynerna som görs av värderingen av enskilda investeringsobjekt, vilka också behandlas i kapitel 5.

Alla bolag lämnade in en intern anvisning som beskriver eskalationsrutinerna i händelse av värdeberäkningsfel och på vilket sätt fel i värdeberäkningen ersätts kunderna. Alla bolag ersatte åtminstone väsentliga fel i värdeberäkningen.

8.3. Finansinspektionens ståndpunkt

Finansinspektionen påminner om att orsakerna ska utredas omsorgsfullt i situationer där fel i värdeberäkningen eller värderingsfel observeras. Om det sker upprepade fel i värdeberäkningen, ska det fästas särskild uppmärksamhet vid att värdeberäkningsfel förhindras.

En granskning av värderingen av enskilda investeringsobjekt förebygger också uppkomsten av fel i värdeberäkningen.

9 Beaktandet av likviditetsstresstest i värderingen

9.1. Villkor

Ett fondbolag ska för varje placeringsfond som det förvaltar utföra regelbundna ändamålsenliga stresstester och scenarionanalyser för att hantera riskerna vid eventuella förändringar i marknadsvillkoren som skulle kunna påverka placeringsfonden negativt. Fondbolaget ska utföra lämpliga stresstest som gör det möjligt att bedöma placeringsfondens likviditetsrisk under extraordinära omständigheter.³⁸

AIF-förvaltare ska i syfte att säkerställa likviditeten regelbundet genomföra stresstester som gör det möjligt att bedöma likviditetsrisker.³⁹

³⁸ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 8.2 stycke 11 c) och 13

³⁹ 8 kap. 6 § 2 mom. lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder

AIF-förvaltare ska regelbundet genomföra stresstester vid normala och exceptionella likviditetsförhållanden, så att de kan bedöma likviditetsrisken för varje AIF-fond som de förvaltar.⁴⁰

9.2 Iakttagelser

Alla bolag svarade att de inte direkt beaktar resultaten av likviditetsstresstest i värderingen. Ett bolag svarade emellertid att det granskar värderingsprocessens tillförlitlighet, såvida det i stresstestningen av likviditeten kommer fram utmaningar vad gäller likviditeten.

Alla bolag förutom ett svarade att de sett över sin politik, sina modeller eller anvisningar för stresstestning av likviditeten med anledningen av händelserna under coronakrisen⁴¹, till exempel genom att ändra stresstestens antaganden eller scenarier så att även marknadsläget under coronakrisen beaktas i dem.

9.3. Finansinspektionens ståndpunkt

Enligt artikel 48.2 d) i AIF-förordningen ska stresstesten för att bedöma likviditeten beakta värderingskänslighet i kritiska situationer. Värderingen av en viss tillgångspost kan variera betydligt beroende på marknadsläget, och på grund av det är det väsentligt att denna känslighet beaktas i värderingen av den aktuella tillgångspostens och hela fondens likviditet. Om tillgångspostens värde väntas sjunka kraftigt i ett exceptionellt marknadsläge, kan detta i väsentlig grad inverka på tillgångspostens likviditet.

Förhållandet mellan värderingen och likviditeten fungerar även i andra riktningen. Särskilt värdet på tillgångsposter med en svag likviditet kan sjunka kraftigt i ett exceptionellt marknadsläge.

Finansinspektionen anser att tillgångspostens förväntade likviditet både i ett normalt och ett exceptionellt marknadsläge ska beaktas i värderingen. Om det utifrån stresstest observeras att fondens investeringsobjekt utsätts för en särskild risk för svag likviditet, kan det vara nödvändigt att också granska huruvida risken i tillräcklig grad beaktas i värderingsprocessen och vid behov göra ändringar i den.

10 Värderingens kontrollfunktioner

10.1 Villkor

Riskhantering

En AIF-förvaltare ska i förhållande till sin verksamhet ha tillräcklig intern kontroll och riskhantering. Arrangemangen ska ses över och vid behov uppdateras minst en gång per år. Riskhanteringen ska

⁴⁰ AIF-förordningen, artikel 48.2.

⁴¹ Med coronakrisen avses tidsperioden mellan mars 2020 och juni 2020.

organiseras så att det går att identifiera, mäta, hantera och övervaka alla de väsentliga risker som är relevanta för varje AIF-fonds investeringsstrategi och för vilka fonden är exponerad eller kan komma att exponeras.⁴²

Riskhanteringssystemen ska tolkas som system som utgör relevanta delar av AIF-förvaltarens organisationsstruktur, med en central roll för en fast riskhanteringsfunktion samt riktlinjer och förfaranden för hanteringen av relevanta risker för varje AIF-fonds investeringsstrategi samt åtgärder, förfaranden och teknik för riskhantering och förvaltning som AIF-förvaltaren använder för varje AIF-fond som den förvaltar.⁴³

Fondbolaget ska upprätthålla en permanent riskkontrollfunktion.⁴⁴

Compliance-funktionen

AIF-förvaltare ska dels införa, tillämpa och upprätthålla lämpliga riktlinjer och förfaranden för att upptäcka risker för att förvaltaren inte kan uppfylla sina skyldigheter enligt direktiv 2011/61/EU samt andra sammanhängande risker, dels införa lämpliga åtgärder och förfaranden för att minimera sådana risker samt göra det möjligt för de behöriga myndigheterna att effektivt utöva sina befogenheter enligt det direktivet.⁴⁵

Fondbolaget ska ha infört lämpliga riktlinjer och förfaranden för att upptäcka risker för att bolaget inte klarar att uppfylla sina skyldigheter enligt lagen om placeringsfonder. Fondbolag ska dels tillämpa och uppdatera dessa riktlinjer och förfaranden, dels vidta lämpliga åtgärder för att minimera riskerna. Fondbolagen ska beakta sin verksamhets art, omfattning och

komplexitet, och arten på och omfattningen av de tjänster och de uppgifter som utförs inom ramen för verksamheten.⁴⁶

Intern revision

Om det är lämpligt och proportionellt med tanke på AIF-förvaltarnas verksamhets art, omfattning och komplexitet – och den kollektiva portföljförvaltningens art och omfattning inom ramen för den verksamheten – ska AIF-förvaltarna inrätta och upprätthålla en internrevisionsfunktion som är åtskild från och oberoende av AIF-förvaltarens övriga funktioner och aktiviteter.⁴⁷

Om det med hänsyn till arten, omfattningen och komplexiteten hos fondbolagets verksamhet, och arten på och omfattningen av den kollektiva portföljförvaltning som utförs inom ramen för den verksamheten är lämpligt och rimligt ska fondbolaget ha en internrevisionsfunktion som är åtskild från och oberoende av bolagets övriga funktioner och verksamhet.⁴⁸

Förvaringsinstitut

⁴² 8 kap. 1 § i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder

⁴³ AIF-förordningen, artikel 38.1.

⁴⁴ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 7.3

⁴⁵ AIF-förordningen, artikel 61.1.

⁴⁶ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 7.2

⁴⁷ AIF-förordningen, artikel 62.1.

⁴⁸ Föreskrifter och anvisningar 3/2011, avsnitt 7.4

Ett förvaringsinstitut ska se till att riktlinjerna och förfarandena för värdering genomförs effektivt och ses över regelbundet.⁴⁹

Ett förvaringsinstitut ska anses uppfylla de krav som anges i artikel 22.3 b i direktiv 2009/65/EG om det har inrättat förfaranden för att

- a) regelbundet kontrollera att lämpliga och konsekventa förfaranden införs och tillämpas för värderingen av fondföretagets tillgångar i enlighet med tillämplig nationell lagstiftning enligt artikel 85 i direktiv 2009/65/EG och med fondföretagets bestämmelser eller bolagsordning,
- b) se till att riktlinjerna och förfarandena för värdering genomförs effektivt och ses över regelbundet⁵⁰

Revisor

Åtminstone en CGR-revisor eller en sådan revisionssammanslutning vars huvudansvariga revisor är CGR-revisor ska minst en gång per år granska att fondandelsvärdet har beräknats på rätt sätt och granska det värde på kalenderårets sista värderingsdag som ligger till grund för beräkningen av placeringsfondens värden.⁵¹

10.2 Iakttagelser

Tre bolag svarade att riskhanteringsfunktionen gör regelbundna kontroller i anknytning till värderingen, såsom kontroller av t.ex. de dagliga eller månatliga källuppgifterna eller priserna.

Utgående från svaren deltog riskhanteringsfunktionen i bolaget vid sidan av annat även i värderingen av icke likvida tillgångar, i rapporteringen av fel i värdeberäkningen och i övervakningen av en utlagd värderingsfunktion.

I fyra bolag hade compliance-funktionen gjort en kontroll i anslutning till värderingen av fondens tillgångar under åren 2021–2022.

Fem bolag meddelade att den interna revisionen har gjort eller kommer att göra en kontroll av värderingen av fondernas tillgångar under åren 2020–2023. I ett bolag gjorde den interna kontrollen negativa iakttagelser i anknytning till värderingen, vilka senare korrigerats på lämpligt sätt.

Fem bolag svarade att förvaringsinstitutet förutom en regelbunden uppföljning av fondernas värden även gjort separata kontroller i anknytning till värderingarna eller värderingsprocessen.

Alla bolag svarade att revisorn förutom en kontroll av riktigheten av fondens värdeberäkning även gjort separata kontroller i anknytning till värderingarna eller värderingsprocessen.

10.3. Finansinspektionens ståndpunkt

⁴⁹ AIF-förordningen, artikel 94.1 b)

⁵⁰ UCITS-förordningen (Kommissionens delegerade förordning 2016/438 av den 17 december 2015 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG vad gäller krav avseende förvaringsinstitut) artikel 5.1 a), b)

⁵¹ 7 kap. 3 § 1 mom. i lagen om placeringsfonder

Finansinspektionen anser att det är god praxis att den oberoende aktören som utför den dagliga värderingen, t.ex. riskhanteringsfunktionen, säkerställer värderingens konsekvens genom att exempelvis regelbundet kontrollera värderingens källuppgifter eller priser. Särskilt nyttigt är detta då värderingsfunktionen har lagts ut eller då värderingen av en tillgångspost är förknippad med osäkerhet på grund av exempelvis ett exceptionellt marknadsläge eller då det använts en värderingsmetod som avviker från det normala.

Det faktum att riskhanteringen deltar i värderingen av icke likvida tillgångar eller i värderingen i ett exceptionellt marknadsläge kan effektivt stöda värderingen i sådana extraordinära omständigheter.

Det lönar sig för bolagets interna kontrollfunktioner (compliance-funktionen och den interna revisionen) att med jämna mellanrum kontrollera värderingen av fondens tillgångar.

11 Praxis för värdering av high yield-företagslån

11.1 Villkor

De villkor som ges i de tidigare kapitlen lämpar sig även för värderingen av high yield-företagslån. Därtill anser Finansinspektionen att särskilt följande villkor ska beaktas i värderingen av high yield-företagslån.

Värderingens riktlinjer och förfaranden ska innehålla en bedömningsprocess för tillgångars enskilda värde, om det finns en väsentlig risk för olämplig värdering, till exempel i följande fall:

- a) värderingen grundas på priser som endast finns tillgängliga från en enskild motpart eller prime broker,
- b) värderingen grundas på icke likvida kurser⁵²

I värderingens riktlinjer och förfaranden ska det anges hur en ändring av värderingens riktlinjer, även metodändringar, får göras och under vilka omständigheter detta är lämpligt. Rekommendationer om ändringar av riktlinjerna och förfarandena ska riktas till den verkställande ledningen, som ska granska och godkänna sådana ändringar.⁵³

Värderingens riktlinjer och förfaranden ska innehålla en beskrivning av översynsförfarandet med tillräckliga och lämpliga kontroller av de individuella värdenas rimlighet. Bedömningen av rimligheten ska ha en lämplig objektiv nivå och minst omfatta följande:

- a) kontroll av värden genom jämförelse med motparters prissättning och en jämförelse över tid,
- b) validering av värden genom en jämförelse mellan realiserade priser och nyligen bokförda värden,
- c) beaktande av värderingskällans anseende, konsekvens och kvalitet,
- d) jämförelse med värden som genererats av en tredje part,
- e) undersökning och dokumentering av undantag,

⁵² AIF-förordningen, artikel 71.2.

⁵³ AIF-förordningen, artikel 70.2.

- f) identifiering och undersökning av eventuella skillnader som förefaller ovanliga eller som varierar jämfört med de värderingsriktmärken som fastställts för tillgångstypen,
- g) testning av inaktuella priser och underförstådda parametrar,
- h) jämförelse med priser på eventuella relaterade tillgångar eller deras prissäkringar,
- i) översyn av de indata som används i modellbaserad prissättning, särskilt indata som modellens pris visar särskild känslighet för.⁵⁴

11.2 Iakttagelser

Alla bolag svarade att värderingen av high yield-företagslån görs i enlighet med värderingspolicyn på samma sätt som för andra företagslån både i ett normalt och ett exceptionellt marknadsläge. Alla bolag tillämpade i första hand de prisuppgifter som fås från prisdatasystem i värderingen av high yield-företagslån. Dessutom höll ett bolag på att ta i bruk ett noggrannare företrädessystem för värderingsmetoderna särskilt vad gäller high yield-företagslån som en del av värderingspolitiken. Bolaget använde det aktuella företrädessystemet tidigare åtminstone under coronakrisen.

Bolagen svarade att de gör samma regelbundna kontroller av värdena på high yield-företagslån som för andra investeringsobjekt, vilka också behandlas i kapitel 5. Bolagen säkerställde exempelvis de prisuppgifter som de fått av tredje parter genom att granska prisuppgifterna för high yield-företagslån gentemot flera priskällor än en. Därtill jämförde bolagen de priser som användes i värderingen med de realiserade handelspriserna.

Bolagen svarade att de säkerställer värderingens tillförlitlighet i ett exceptionellt marknadsläge t.ex. genom att införa eskaleringsrutiner och hänföra prissättningen av enskilda high yield-företagslån till värderingskommittén eller genom att ta i bruk särskilda värderingsmetoder för exceptionella marknadslägen.

Fyra bolag använde inga särskilda värderingsmetoder (mark-to-model) i värderingen av high yield-företagslån. Två bolag berättade att de använder värderingsmodeller för exceptionella marknadslägen.

Iakttagelser om värderingen av high yield-företagslån under coronakrisen

Med undantag för ett bolag hade alla bolag utmaningar i värderingen av high yield-företagslån under coronakrisen. Enligt bolagen var utmaningen särskilt att priserna i prisdatasystemen inte motsvarade high yield-företagslånenens faktiska marknadspris, vilket hade resulterat i att bolagen gjorde extra kontroller av prisuppgifterna. Alla bolag hade identifierat att värderingen av high yield-företagslån var förknippat med risker (bl.a. otillförlitliga prisuppgifter, äventyrande av en jämlik behandling av andelsägarna). Inget bolag hade emellertid upptäckt fel i värderingen av high yield-företagslånen. Två bolag hade blivit tvungna att tillfälligt avbryta teckning och inlösen i fonderna och ett bolag hade tagit i bruk en flexibel prissättningsmetod (swing pricing) i fondens värdeberäkning. I fyra bolag hade man aktiverat eskaleringsrutiner i värderingen av fondernas tillgångar.

⁵⁴ Finansinspektionen anser att det finns ett översättningsfel i AIF-förordningen, artikel 71.3 (a). Den ursprungliga översättningen är "kontroll av värden genom en jämförelse mellan motparters prissättning och en jämförelse över tid"

lakttagelser om värderingen av ett på förhand fastställt high yield-företagslån

Bolaget ombads beskriva värderingsprocessen för ett på förhand fastställt high yield-företagslån och kontrollerna i anslutning till det vid bestämda tidpunkter. Alla bolag hade gjort den aktuella värderingen av high yield-företagslån och de kontroller som anknyter till den enligt värderingspolitiken. Det fanns emellertid skillnader mellan bolagen vad gäller slutresultatet av värderingen av samma företagslån, vilket berodde på att en del av bolagen i prissättningen använde det köpepris (bid price) som fås ur priskällan och en del det genomsnittliga köpe- och försäljningspriset (mid price).

11.3. Finansinspektionens ståndpunkt

Finansinspektionen anser att det på värderingen av high yield-företagslån i regel kan tillämpas samma grundprinciper som vid värderingen av andra tillgångsslag och det rekommenderas också för att säkerställa värderingens konsekvens. Finansinspektionen anser att high yield-företagslånen emellertid har särskilda egenskaper som ska beaktas i värderingen av dem. Såsom observerades under coronakrisen kan marknadspriset på high yield-företagslån och deras likviditet vara känsligare än andra tillgångsslag för förändringar i ett exceptionellt marknadsläge. Därtill bedrivs det inte nödvändigtvis handel med high yield-företagslån på en reglerad marknad eller på en annan marknadsplats, de faktiska prisuppgifterna för realiserade transaktioner finns inte nödvändigtvis tillgängliga och de pris som olika motparter erbjuder kan vara indikativa och är inte nödvändigtvis realiserbara särskilt i ett exceptionellt marknadsläge.

De aktuella high yield-företagslånen särskilda egenskaper kan beaktas i värderingen till exempel genom följande förfaranden:

- genom att undvika att använda endast en enda motpart som priskälla, och genom att i stället använda till exempel ett kombinerat pris eller åtminstone jämföra priskällan med en eller flera andra priskällor
- genom att dokumentera företrädesordningen för de värderingsmetoder som används i syfte att säkerställa värderingens konsekvens (beskrivs närmare i kapitel 3)
- genom att identifiera i vilka situationer det är möjligt att avvika från den primära värderingsmetoden och vilken aktör som beslutar, bedömer och godkänner eventuella avvikelser i värderingsmetoderna
- genom att granska priskällornas tillförlitlighet och riktighet genom regelbundna och lämpliga kontroller I kontrollen av High yield-företagslånen ska åtminstone de faktorer som beskrivs i artikel 71.3 i AIF-förordningen beaktas och som Finansinspektionen betraktar som väsentliga särskilt med tanke på high yield-företagslånen. Kontrollernas intervall kan variera liksom även om de utförs i ett normalt eller i ett exceptionellt marknadsläge eller i båda.
 - kontroll av värden genom en jämförelse med motparters prissättning och en jämförelse över tid,
 - validering av värden genom en jämförelse mellan realiserade priser och nyligen bokförda värden,
 - beaktande av värderingskällans anseende, konsekvens och kvalitet,
 - jämförelse med värden som genererats av en tredje part,
 - testning av inaktuella priser och underförstådda parametrar,
 - översyn av de indata som används i modellbaserad prissättning, särskilt indata som modellens pris visar särskild känslighet för

Enligt Finansinspektionen kan det också vara nödvändigt att göra dessa kontroller för andra företagslån.

De metoder som används i värderingen av high yield-företagslån och andra icke likvida tillgångsslag ska dokumenteras per tillgångsslag i värderingspolitiken eller annan intern riktlinje. Om man avviker från den primära värderingsmetoden, ska orsakerna till avvikelsen dokumenteras.

På grund av high yield-företagslånenens särskilda egenskaper ska det särskilt i ett exceptionellt marknadsläge fästas uppmärksamhet vid att priskällornas tillförlitlighet bedöms och att de dagliga prisuppgifterna kontrolleras, vilket kan kräva en djupare och mer omfattande värdering än i ett normalt marknadsläge.

Bolagen bör vara medvetna om vilka konsekvenser det har för värderingen av fondens tillgångar huruvida man vid värderingen använder köpepriset (bid), försäljningspriset (ask) eller medelpriset (mid). Särskilt i ett exceptionellt marknadsläge kan skillnaden mellan köpe- och försäljningspriserna öka betydligt. De praktiska konsekvenserna är också beroende på huruvida det i fonden görs flera tecknings- eller inlösningsorder. Särskilt i ett exceptionellt marknadsläge kan antalet inlösen öka betydligt i jämförelse med ett normalt läge. Ett sätt att hantera ökningen av skillnaden mellan köpe- och försäljningspriset kan vara att införa en flexibel prissättningsmetod (swing pricing). Innan metoden införs ska det emellertid säkerställas att den kan tillämpas på den aktuella fonden, att det finns tillräckligt med personal, IT-resurser och andra resurser samt att investerarna förstår metodens konsekvenser i praktiken.