

# P R O M E M O R I A



Datum **2008-11-26**  
Författare **Oskar Ode**

**Finansinspektionen**  
P.O. Box 7821  
SE-103 97 Stockholm  
[Brunnsgatan 3]  
Tel +46 8 787 80 00  
Fax +46 8 24 13 35  
finansinspektionen@fi.se  
www.fi.se

## Värdering av onoterade innehav i fonder – en vägledning

Denna promemoria är ett vägledningsdokument som syftar till att förmedla hur Finansinspektionen (FI) anser att reglerna i lagen om investeringsfonder och Finansinspektionens föreskrifter bör tillämpas av fondbolag (och värdepappersbolag som förvaltar specialfonder, här under samlingsnamnet fondbolag) med avseende på värderingen av onoterade innehav i investeringsfonder.

Promemorian har sin grund i det förslag som publicerades i mars 2008. Hänsyn har tagits till de synpunkter som inkommit till FI med anledning av förslaget.

### Sammanfattning

Onoterade innehav i fonder ska alltid, precis som noterade, värderas till marknadsvärde. Innehaven i fonden ska vid varje tillfälle vara rätt värderade för att kunna säkerställa att samtliga andelsägare behandlas lika.

FI gör bedömningen att fondbolag ska arbeta aktivt med att marknadsvärdera onoterade innehav och att värderingen ska utföras av oberoende och kompetent personal enligt konsekvent tillämpade och förutbestämda principer. FI anser exempelvis att det inte är acceptabelt att värderingen utförs av den eller dem som ansvarar för förvaltningen av en fond eller att anskaffningsvärdet används.

### Inledning och bakgrund

Denna promemoria är avsedd att ge fondbolag vägledning i hur arbetet med värdering av onoterade innehav bör utföras. Utgångspunkten är de krav som uppställs i lag och föreskrifter. Även tidigare avgöranden av FI kan vara vägledande. FI vill också i denna promemoria ge sin syn på hur reglerna bör tolkas i vissa fall. Det är dock viktigt att understryka att ansvaret för värderingen åvilar fondbolaget. Denna vägledning är endast avsedd att ge stöd i detta arbete.

Värderingen av fonders innehav är central i fondverksamheten. Den ligger till grund för de andelskurser till vilka andelsägare tecknar och löser in andelar samt för hur stor förvaltningsavgift en andelsägare får betala. Värderingen är även en del av, och en förutsättning, för en fungerande riskhantering.

FI har i flera sanktionsbeslut bland annat haft anledning att ta ställning till hur fondbolag värderat sina onoterade innehav.<sup>1</sup> I dessa fall har FI kunnat konstatera sådana brister i fondbolagens organisation och värderingsrutiner att de inte kan anses ha marknadsvärderat sina onoterade innehav. Detta har medfört att andelsägarnas lika rätt till fondens tillgångar inte har säkerställts. Andelsägarnas likabehandling kan endast säkerställas genom att marknadsvärdering görs.

Det har blivit alltmer vanligt att fondbolag utöver den fasta förvaltningsavgiften tar ut en prestationsbaserad förvaltningsavgift.<sup>2</sup> Användandet av en sådan avgiftsmodell introducerar en intressekonflikt. I de fall ett fondbolag tar ut prestationsbaserade förvaltningsavgifter kan små skillnader i värderingen av tillgångarna ge förhållandevis stora utslag i avgiftsuttaget.

Mot bakgrund av ovanstående har FI under 2007-2008 genomfört en undersökning av hur fondbolag värderar onoterade innehav i de fonder som de förvaltar. FI har som ett resultat av undersökningen konstaterat att det finns ett behov av att ge förtydligad vägledning kring vissa värderingsfrågor.

Nedan följer ett kort terminologiavsnitt samt en beskrivning av tillämpligt regelverk. Därefter följer själva vägledningen indelad efter de centrala delarna.

En sammanfattning av innehållet i denna promemoria kommer att införlivas i vägledningsdokumentet ”Investeringsfonder – en vägledning” under hösten 2008.

## Terminologi/definitioner

Nedan följer förklaringar av några i texten använda uttryck. Om inte annat framgår av sammanhanget är det dessa som avses.

**Noterade innehav.** De av fondens innehav, inklusive derivatinstrument, som är upptagna till handel på en reglerad marknad. Se 5 kap. 3 § och 5 kap 12 § första stycket LIF.

**Onoterade innehav.** De av fondens innehav som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad inklusive derivatinstrument som handlas OTC. Se 5 kap. 5 § och 5 kap. 12 § andra stycket LIF. Exempel på marknader som inte är reglerade är First North, Alternativa Aktiemarknaden och Aktietorget.

**Värderingsfunktionen.** Den funktion eller person inom eller utom fondbolaget som utför värderingen.

Observera att fondandelar inte betraktas som noterade eller onoterade enligt ovan. Däremot kan värderingsproblem uppstå i de fall de innehavda fondandelarna värderas och/eller handlas mindre frekvent än fonden.

---

<sup>1</sup> Se [www.fi.se](http://www.fi.se) för information om sanktionsbeslut rörande Banco Fonder, Kaupthing Fonder, Erik Penser Fonder m.fl.

<sup>2</sup> Se [www.fi.se](http://www.fi.se), rapporten ”Avgift efter prestation? En granskning av 47 fondbolag” (2006:5).

Om ett finansiellt instrument är upptaget till handel på en reglerad marknad är det att betrakta som noterat även om själva transaktionen sker på en MTF. För information om reglerade marknader och om MTF:er inom EES, se <http://mifidatabase.cesr.eu/>.

## Regelverket

Värderingsfrågor regleras i lagen (2004:46) om investeringsfonder och FI:s föreskrifter (2008:11) om investeringsfonder (fondföreskrifterna). Under våren 2008 har lagen och fondföreskrifterna reviderats med anledning av direktivet 2007/16/EG om tillåtna tillgångar. I direktivet förtydligas definitionerna av överlåtbara värdepapper m.m. samt i vissa fall de krav som ställs med avseende på värderingen av dem. Direktivet har genomförts i svensk rätt dels genom några lagändringar (se prop. 2007/08:57, Tillåtna tillgångar i värdepappersfonder, m.m.), dels genom nya bestämmelser i fondföreskrifterna.

Av 4 kap. 10 § lagen om investeringsfonder framgår att fondens egendom ska marknadsvärderas. Enligt 4 kap. 8 § lagen om investeringsfonder ska det i fondbestämmelserna för en investeringsfond anges vilka principer som används för att värdera onoterade tillgångar och så kallade OTC-derivat. Enligt 5 kap. 2 § lagen om investeringsfonder ska ett fondbolag ha ett riskhanteringssystem som gör det möjligt för fondbolaget att vid varje tillfälle kontrollera och bedöma riskerna i fondens innehav. Ett fondbolag ska även enligt samma lagrum kunna göra en exakt och oberoende värdering av OTC-derivat.

Möjligheterna att värdera ett värdepapper till marknadsvärdet påverkar också fondens möjlighet att överhuvudtaget investera i värdepapperet. Detta är förtydligt i exempelvis 15 kap. 1 § i fondföreskrifterna vad avser överlåtbara värdepapper. Om inte marknadsvärdering kan ske på ett tillförlitligt sätt är värdepapperet inte en tillåten tillgång för fonden att placera i. Följaktligen är det inte heller en tillåten placering för fonden.

## Oberoende och kompetens i värderingsarbetet

Utgångspunkten i fondverksamheten är, enligt 4 kap. 2 § lagen om investeringsfonder, att fondbolaget i förvaltningen alltid ska handla uteslutande i andelsägarnas gemensamma intresse. I detta ligger att fondbolaget alltid måste hantera eventuella intressekonflikter som kan uppstå i verksamheten. Enligt 6 kap. i fondföreskrifterna<sup>3</sup> innebär god kontroll bl.a. att ingen person ensam ska handlägga en transaktion genom hela behandlingskedjan, den så kallade dualitetsprincipen. Arbetet som utförs av en funktion eller en person bör vara föremål för en oberoende hantering så att intressekonflikter kan hanteras och dualitetsprincipen tillgodoses.

En förvaltare har vanligtvis på flera olika sätt intresse i att de fonder som förvaltas uppvisar en god avkastning. Avkastningen är en funktion av värdet på fondernas innehav. Mot denna bakgrund är det FI:s uppfattning att dualitet uppnås och intressekonflikter bäst hanteras om värderingen av fondens onoterade innehav inte utförs av förvaltaren. I stället bör denna värdering utföras av någon som är oberoende i förhållande till förvaltaren. Av samma skäl bör den funktion eller person som värderar

---

<sup>3</sup> Jämför 5 kap. 5-7 §§ i 2004:2.

innehaven inte ha ekonomiska intressen som kan komma att påverka värderingen, t.ex. genom incitamentsprogram eller annat.

Den funktion inom eller utom fondbolaget som utför värderingen av onoterade innehav måste givetvis ha tillräcklig kompetens och resurser för detta arbete. Detta ligger i linje med ovan angivna fondföreskrifter och förtydligas i 15 kap. 1 § första stycket 3 b som säger att den periodiska värderingen ska härröra från information från emittenten av värdepapperet eller från kvalificerad investeringsanalys. Det har också behandlats i FI:s ingripande mot Carnegie (beslut den 27 september 2007 i dnr 07-6125) som visserligen avsåg en bank med värdepappersrörelse, men där de allmänna övervägandena också har bäring på värderingen i fondverksamhet. FI anser att det också är viktigt att upprätthålla dualitet och oberoende i det arbete som utförs av värderingsfunktionen.

FI är av uppfattningen att det kan finnas utrymme för att förvaltningsfunktionen *bidrar* till värderingsarbetet. Detta är dock under förutsättning att förvaltningsfunktionen inte fattar beslut om värderingen. Det bör alltså alltid vara värderingsfunktionen som utför själva värderingen. Värderingsfunktionen ska också kunna göra en oberoende kontroll av förvaltningsfunktionens eventuella bidrag. Om förvaltningsfunktionen bidrar bör fondbolaget ha rutiner för att kunna hantera de intressekonflikter som introduceras.

Av 15 kap. 10 § i fondföreskrifterna framgår att när det gäller OTC-derivat får fondbolaget inte värdera dessa enbart utifrån information som kommer från motparten. Det pris en motpart är beredd att göra affär till kan av fondbolaget användas som en komponent i värderingen men självklart måste fondbolaget kunna göra en självständig bedömning om det är marknadsvärdet. Marknadsvärdet ska vara tillförlitligt och kunna kontrolleras av oberoende part inom eller utom fondbolaget regelbundet. Detta betyder enligt FI:s uppfattning att en värdering som utförs av den som emitterat, paketerat eller distribuerat ett innehav inte bör betraktas som oberoende och att den värderingsinformation som erhålls från en sådan motpart inte kan användas som enda källa till värderingen. Omständigheter som ett fondbolag bör beakta är om värderingsinformationen tillhandahålls av samma eller annan enhet hos motparten samt marknadens likviditet och derivatets komplexitet.

Sammanfattningsvis kan detta uttryckas på så sätt att ett fondbolag alltid måste ha kunskap om vad man placerar i och då givetvis också ha tillräcklig kunskap att värdera innehavet.

Det är enligt FI:s uppfattning lämpligt att, utöver riskkontroll, även fondbolagets funktion för regelefterlevnad regelbundet granskar principer, instruktioner och dokumentation etc. relaterade till värderingen av onoterade innehav. Även funktionen för internrevision bör granska fondbolagets process för värdering av onoterade innehav.

## **Utlagd värdering**

Ett fondbolag har enligt 4 kap. 4 § lagen om investeringsfonder ansvar för den verksamhet som är utlagd på en uppdragstagare. Fondbolaget är således skyldigt att kontrollera kvaliteten på det arbete som utförs av uppdragstagaren samt förvissa sig om att uppdragstagaren har resurser och kompetens för att utföra uppgifterna. Det innebär även att fondbolaget måste förvissa sig om att kraven på dualitet och

oberoende i värderingsprocessen upprätthålls. Av 11 kap. fondföreskrifterna följer att det alltid måste finnas tillräckliga resurser och beställarkompetens inom fondbolaget för att kunna följa upp och utvärdera kvaliteten på det arbete som uppdragstagaren utför. Även i de fall ett fondbolag tar in ett värderingsintyg vid ett enstaka, specifikt tillfälle, vilket i formell mening inte är outsourcing, så måste fondbolaget säkerställa att uppdraget utförs på ett tillfredsställande sätt.

För värderingen av onoterade innehav är detta särskilt viktigt. Detta innebär att fondbolaget exempelvis måste ha systemstöd och kompetens för att kunna kontrollera värderingen regelbundet och frekvent. Frekvens och omfattning av den kontroll som fondbolaget behöver göra av den värdering som gjorts av en uppdragstagare får bedömas från fall till fall. I vissa fall kan en kontroll behöva göras dagligen, medan i andra fall kan kontrollen ske med längre intervall.

Med utlagd verksamhet, oavsett om genom uppdragsavtal eller av tillfällig art, avses allt arbete relaterat till fondverksamheten som utförs av personal som inte är anställd av fondbolaget. Det är alltså i vilken juridisk person arbetet utförs som är avgörande.

I 11 kap. i fondföreskrifterna tydliggörs de krav som ställs på fondbolagen vid utläggning av verksamhet. Även i de fall det endast är av tillfällig art förväntas fondbolaget ha kompetens och rutiner för att kunna säkerställa att uppdraget utförs på ett tillfredsställande sätt.

### **Värderingsprinciper (metoder för värdering)**

Enligt 4 kap. 8 § lagen om investeringsfonder och 14 kap. 9 § i fondföreskrifterna ska fondbestämmelserna inkludera de värderingsprinciper som används vid värderingen av onoterade tillgångar och OTC-derivat. Enligt 4 kap. 10 § lagen om investeringsfonder ska fonden värderas med ledning av gällande marknadsvärde. I 19 kap. i fondföreskrifterna beskrivs hur fastställande av gällande marknadsvärde ska ske vid hel- och halvårsskiften. FI är av uppfattningen att bestämmelserna i 19 kap. även kan tjäna som vägledning för hur värderingen kan göras vid övriga tillfällen då andelskursen ska fastställas.

Regelverket kräver alltså att det i fondbestämmelserna anges vilka värderingsprinciper som används. Då fondbestämmelserna utgör avtalet mellan fondbolag och andelsägare är det viktigt att dessa principer är tydliga. Det kan ofta krävas mer detaljerade beskrivningar av värderingsmetoderna än vad som framgår av fondbestämmelserna, dessa ska lämpligen framgå av fondbolagets interna instruktioner och rutiner.

Det är viktigt att fondbolaget använder en metod som faktiskt resulterar i att de onoterade värdepapperen marknadsvärderas. Det är FI:s uppfattning att den metod som valts ska tillämpas konsekvent över tiden och för olika finansiella instrument.

I linje med vad som anges i 19 kap. fondföreskrifterna kan onoterade värdepapper som handlas aktivt på en etablerad marknad som fondbolaget bedömt vara tillförlitlig värderas på samma sätt som noterade innehav. Vad som alltså bör beaktas här är dels den marknadsplats som värdepappret handlas på, dels hur handeln ser ut just i det aktuella värdepappret.

Likaså i linje med 19 kap. fondföreskrifterna bör emellertid en annan värderingsmetod användas om marknaden för värdepapperet inte är aktiv. Utgångspunkten för värderingstekniken bör vara att fastställa vad transaktionspriset skulle vara vid värderingstidpunkten för en transaktion mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs, och som är motiverad av sedvanliga affärsvillkor. I första hand bör det ske genom att härleda ett marknadsvärde genom att utgå från liknande transaktioner som ägt rum under marknadsmässiga omständigheter den senaste tiden (jämför 19 kap. 2 § andra stycket 2 i fondföreskrifterna). Om den metoden inte går att tillämpa eller blir uppenbart missvisande kan fondbolaget använda en värderingsmetod som är etablerad på marknaden (jämför 19 kap. 2 § andra stycket 3). Exempel på vanligt förekommande metoder är kassaflödesanalys och P/E-talsvärdering men även koppling till konkurrenter eller till ett visst index förekommer.<sup>4</sup> När ett fondbolag beslutar om vilka värderingsmetoder som ska användas är det viktigt att fondbolaget tar hänsyn till relevansen av de olika metoderna. Det är viktigt att de använda metoderna tar hänsyn till tillgängligt marknadsdata. Om ett fondbolag till exempel väljer att använda en kassaflödesmetod är det viktigt att fondbolaget tar hänsyn till den subjektivitet i antagandena som medföljer och att de intressekonflikter som följer kan hanteras på ett lämpligt sätt. Det är förstås även viktigt att erforderlig kompetens för användandet av sådana metoder finns i fondbolaget, alternativt att erforderlig beställarkompetens finns för de fall värderingen är utlagd, se avsnittet om utlagd verksamhet. Om ett fondbolag till exempel väljer att använda en koppling till ett referensvärde av något slag är det viktigt att fondbolaget gjort en noggrann analys av relevansen av att använda det värdet.

Av 15 kap. 1 § första stycket 3 b respektive 4 b i fondföreskrifterna följer att det måste finnas en tillförlitlig värdering för det onoterade innehavet respektive lämplig information om det. Med tillförlitlig värdering avses att fondbolaget ska göra en periodisk värdering och med lämplig information att regelbunden och korrekt information finns tillgänglig. Eftersom ett aktiebolag ska publicera en årsredovisning med information om verksamheten torde en mindre regelbundenhet eller periodicitet än årlig aldrig vara acceptabel. Det är dock FI:s uppfattning att periodiciteten av värderingen bör vara nära knuten till periodiciteten i fondens öppethållande. Se vidare under värderingsfrekvens.

I samband med att synpunkter lämnades på vägledningsförslaget ställdes frågan om huruvida en av styrelse och revisorer godkänd bokslutsvärdering kan anses uppfylla kravet på tillförlitlig marknadsvärdering. Att generellt besvara en sådan fråga är svårt men FI anser följande. Under förutsättning att värderingen, utförd av eller på uppdrag av det onoterade innehav som ska värderas, har gjorts med samma syfte som den värdering ett fondbolag gör för en investeringsfond, dvs. marknadsvärdering, så bör värderingen kunna utgöra en grund för fondbolagets värdering av det aktuella innehavet. Många gånger kanske detta inte är möjligt på grund av att det värde som används i bokslutet inte är ett marknadsvärde. Det är dock viktigt att ta hänsyn till hur länge sedan värderingen gjordes och om den fortfarande är aktuell vid värderingstillfället och att den kan motiveras av fondbolaget som även ansvarar för den.

---

<sup>4</sup> Att dessa metoder nämns här innebär inte att FI förordar dessa metoder. Den metod som väljs måste vara lämplig för det aktuella innehavet. Exemplena kan vara olämpliga för olika typer av innehav.

Detta betyder bland annat att anskaffningsvärde enligt FI:s uppfattning inte är att betrakta som marknadsvärde annat än just vid anskaffningstillfället. FI har också ingripit mot fondbolag som använt sig av anskaffningsvärde som värderingsmetod (se Banco Fonder, beslut den 18 december 2002 i dnr 02-189 och Kaupthing Fonder, beslut den 24 oktober 2005 i dnr 05-4239). Att FI anser att anskaffningsvärdet inte är att betrakta som marknadsvärde vid något annat tillfälle hindrar inte att det marknadsvärde som fondbolaget kommer fram till gäller är det samma som anskaffningsvärdet. Skillnaden består i att fondbolaget nu har gjort en ny värdering.

Ovanstående betyder även att värderingen alltid ska ske objektivt, dvs. värdet får varken under- eller överskattas. Så kallad konservativ eller försiktig värdering är enligt FI:s uppfattning inte att betrakta som marknadsvärdering.

Det kan förekomma att undantag behöver göras från de av fondbolaget fastställda värderingsprinciperna. Beslutsprocessen för sådana undantag bör framgå av fondbolagets interna instruktioner och riktlinjer för värdering och uppfylla kraven på oberoende och dualitet. De bör även vara föremål för särskild dokumentation och uppföljning. Det är FI:s uppfattning att undantag endast bör tillämpas i exceptionella fall. Exempelvis kan det uppstå om information om det onoterade innehavet inte kan erhållas eller om det visar sig att den valda metoden inte är tillförlitlig.

## Värderingsfrekvens

Av 4 kap. 10 § lagen om investeringsfonder följer att marknadsvärdering ska ske varje gång fonden är öppen för handel.

En värdepappersfond är vanligen öppen för handel dagligen vilket innebär att fonden dagligen måste marknadsvärdera sina tillgångar. Detta gäller även för onoterade innehav som inte handlas aktivt. Det betyder alltså att fondbolaget dagligen måste ta hänsyn till all ny information, såväl specifik som generell, som kan påverka marknadsvärderingen. En jämförelse kan göras med OTC-derivat som enligt 5 kap. 12 § andra stycket 2 lagen om investeringsfonder ska värderas dagligen.

Det är FI:s uppfattning att ett fondbolag, för att uppfylla dessa lagkrav, måste ha rutiner för att fånga upp ny information och att det har tydliga instruktioner för hur detta ska ske. Det är vidare FI:s uppfattning att om fondbolaget gjort bedömningen att värdering av innehav som inte handlas aktivt inte behöver ske med samma frekvens som fonden är öppen för handel ska denna bedömning dokumenteras. FI anser dock att värdering ska ske med regelbundna och frekventa intervall samt så fort behov uppstår. Behov kan tänkas uppstå när bolagsspecifika eller omvärldsfaktorer indikerar att en värddeförändring kan ha skett. Det är mycket viktigt att detta sker tillräckligt ofta. FI kan inte ge vägledning om hur ofta det ska ske utan detta måste avgöras från fall till fall. Marknadsvärdet vid varje given tidpunkt måste alltid kunna motiveras. Tillgången till ny information kan i många fall vara begränsad för innehav som inte handlas aktivt. Tillgången till ny information påverkas också av målbolagets rutiner för att lämna information. Av detta följer att marknadsvärdet på innehavet kan lämnas oförändrat vid nästkommande värderingstillfälle såsom ett aktivt beslut. Även ett oförändrat marknadsvärde ska dock kunna motiveras.

Om en fond är öppen för handel mer sällan än dagligen kan det vara möjligt att inte marknadsvärdera dagligen. Förutsättningen är dock att fondbolaget kan hantera de ökade risker det medför. FI förutsätter dock att fondbolaget även här har en process för att fånga upp och analysera ny information. Enligt 5 kap. 2 § lagen om investeringsfonder ska nämligen ett fondbolag vid varje tidpunkt kunna kontrollera och bedöma risken i fonden.

## **Dokumentation**

Fondbolagets arbete med värderingen måste vara föremål för intern kontroll enligt 6 kap. i fondföreskrifterna<sup>5</sup>. För att denna interna kontroll ska kunna utföras måste värderingsarbetet dokumenteras på ett tillfredställande sätt (jämför 5 kap. 3-10 §§ bokföringslagen). Det är FI:s uppfattning att instruktionerna för värderingsarbetet och dokumentationen bör innehålla uppgifter om vem som är ansvarig för den, vem som utfört värderingen, hur man har kommit fram till värderingen (tillämpad modell och antaganden med motivering av dessa) samt vilka informationskällor som har använts. Dokumentationen bör finnas för varje värderingsbeslut, oavsett om ett nytt värde åsatts eller inte. Om fondbolaget bedömer att ett nytt värde inte ska åsättas utgör också det ett värderingsbeslut.

---

<sup>5</sup> Jämför 5 kap. 5-7 §§.