

Teema-arvio sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen varojen arvostuksesta

Sisällys

1 Teema-arvion tausta, tavoitteet ja yhteenveto	2
2 Arvostuspolitiikka ja muut kirjalliset ohjeet	6
3 Rahastojen varojen arvostuksen johdonmukaisuus	9
4 Arvostustoiminnon riippumattomuus	11
5 Arvostusmenetelmien tarkistaminen	12
6 Sijoittajille annettavat tiedot arvostuksesta	14
7 Eturistiriitojen hallinta	15
8 Arvonlaskentavirheiden ja arvostusvirheiden ehkäiseminen, tunnistaminen ja korvaaminen	17
9 Likviditeettistressitestien huomioiminen arvostuksessa	18
10 Arvostuksen kontrollitoiminnot	19
11 High yield -yrityslainojen arvostuskäytännöt	22

Kirjoittajat

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

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

Eemeli Väyrynen

1 Teema-arvion tausta, tavoitteet ja yhteenveto

1.1 Teema-arvion tausta

Finanssivalvonta toteutti vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla teema-arvion liittyen sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen (jatkossa myös rahastot) varojen arvostukseen. Teema-arvio oli osa Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) koordinoimaa yhteistä valvontatoimenpidettä (Common Supervisory Action; CSA). Finanssivalvonta lähetti kuudelle rahastoyhtiölle ja vaihtoehtorahaston hoitajalle (jäljempänä myös yhtiöt) kyselyn liittyen niiden hallinnoimien rahastojen varojen arvostukseen. Lisäksi Finanssivalvonta tarkasteli teema-arviossa erityisesti matalan luottoluokituksen yrityslainojen (jatkossa high yield -yrityslainojen) arvostusta¹.

1.2 Teema-arvion tavoitteet

Teema-arvion tarkoituksena oli arvioida, miten valitut rahastoyhtiöt ja vaihtoehtorahaston hoitajat noudattivat UCITS- ja AIFM-sääntelykehikoiden rahastojen varojen arvostukseen liittyviä määräyksiä erityisesti niiden omaisuuslajien osalta, joiden likviditeetti voi olla heikompi. Teema-arvion tavoitteena oli varmistaa, että sijoitukset arvostetaan sääntelyn mukaisesti luotettavalla tavalla sekä normaalissa että poikkeuksellisessa markkinatilanteessa².

1.3 Yhteenveto teema-arvion keskeisimmistä havainnoista

- **Arvostuspolitiikat³ olivat pääasiassa kattavia**
 - Kaikilla yhtiöillä oli hallituksen vahvistama arvostuspolitiikka.
 - Yksi yhtiö ei kuvannut arvostuspolitiikassa, mikä taho suorittaa päivittäisen arvostuksen, eikä arvostusta suorittavan tahon tehtäviä, velvoitteita ja vastuita tai tahon pätevyyttä ja riippumattomuutta.
- **Kaikki yhtiöt eivät kuvanneet omaisuuslajikohtaisesti rahastojen varojen arvostusmenetelmiä poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.**
 - Kolmella yhtiöllä oli käytössään objektiiviset arvostusperiaatteet, joista kävi ilmi omaisuuslajikohtaisesti rahaston varojen arvostusmenetelmät poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.
 - Kolmella yhtiöllä arvostuspolitiikka, objektiiviset arvostusperiaatteet tai muutkaan rahastojen arvostusta koskevat ohjeet tai periaatteet eivät sisältäneet omaisuuslajikohtaisesti menettelyjä rahaston varojen arvostukselle poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.
- **Yhtiöiden vastausten perusteella arvostuspolitiikkoja ja niissä kuvattuja arvostusmenetelmiä sovellettiin johdonmukaisesti kaikille yhtiöiden hallinnoimille rahastoille.**

¹ Soveltuvassa sääntelyssä käytetään käsitteitä arvostus ja arvonmääritys, joilla molemmilla tarkoitetaan rahaston varojen arvostusta. Tässä raportissa käytetään yhtä käsitettä arvostus, paitsi silloin, kun kyse on suorasta sääntelyviittauksesta, jossa käytetään sanaa arvonmääritys.

² Poikkeuksellinen markkinatilanne tarkoittaa tässä raportissa tilannetta, jossa rahaston varojen arvostuksessa käytettävät markkinahintalähteestä saadut tiedot eivät ole luotettavia tai että markkinahintoja ei ole saatavilla.

³ Soveltuvassa sääntelyssä käytetään käsitettä arvonmäärityspolitiikka ja -menettelyt sisäisestä kirjallisesta ohjeesta rahaston varojen arvostusprosessista. Tässä raportissa käytämme tästä käsitettä "arvostuspolitiikka".

- Lisäksi kaksi yhtiötä kuvasi arvostuspolitiikassa tai muussa sisäisessä ohjeessa omaisuuslajikohtaisesti, mitä arvostusmenetelmää, mukaan lukien hintalähteet, käytetään ensisijaisena menetelmänä ja mikä mahdollisten muiden menetelmien etusijajärjestys on.
 - Yhdellä yhtiöllä etusijajärjestys oli määritelty arvostuksessa käytettävissä järjestelmissä.
 - Kolme yhtiötä kuvasi omaisuuslajikohtaisesti ensisijainen arvostusmenetelmä tai hinnoittelulähde, mutta toissijaisten arvostusmenetelmien ja hinnoittelulähteiden etusijajärjestystä ei kuvattu riittävän kattavasti kaikilta osin.
- **Kaikkien yhtiöiden arvostustoiminto oli salkunhoidosta itsenäinen.**
 - Neljässä yhtiössä salkunhoidolla voi kuitenkin olla avustava tai neuvoa antava rooli rahaston varojen arvostuksessa epälikvidien sijoituskohteiden osalta tai poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.
 - **Kaikissa yhtiöissä sijoituskohteiden arvostusmenetelmät, mukaan lukien menetelmiin sisältyvä hinnoittelu- ja markkinadata ja niiden lähteet, tarkistettiin säännöllisesti.**
 - Lisäksi kaikkien yhtiöiden arvostustoiminto suoritti päivittäisiä tarkistuksia rahastojen varojen arvoille.
 - **Yhtä yhtiötä lukuun ottamatta kaikki yhtiöt antoivat sijoittajille verkkosivuillaan tietoja rahastojen varojen arvostuksesta.**
 - Lisäksi kaikkien yhtiöiden hallinnoimien rahastojen säännöt sisälsivät ainakin yleisellä tasolla tiedot rahastoon sovellettavista arvostusmenetelmistä normaalissa markkinatilanteessa ja viittauksen menetelmiin, joita käytetään poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.
 - **Neljän yhtiön sisäiset kontrollitoiminnot olivat suorittaneet tarkastuksia liittyen rahastojen varojen arvostukseen viime vuosina.**
 - Compliance-toiminto oli suorittanut neljässä yhtiössä tarkastuksen rahastojen varojen arvostukseen liittyen vuosina 2021–2022.
 - Sisäinen tarkastus oli suorittanut tai tulee suorittamaan viidessä yhtiössä tarkastuksen rahastojen varojen arvostukseen liittyen vuosina 2020–2023.
 - **Kaikki yhtiöt sovelsivat high yield -yrityslainojen arvostuksessa arvostuspolitiikassa kuvattuja menetelmiä ja hintatietojen luotettavuutta varmistettiin asianmukaisesti.**
 - High yield -yrityslainojen arvostus perustui ensisijaisesti hintatietojärjestelmistä saataviin hintatietoihin.
 - Kaikki yhtiöt varmistivat kolmansilta osapuolilta saatujen hintatietojen luotettavuutta käyttämällä useampaa kuin yhtä hintalähdettä. Lisäksi yhtiöt vertasivat arvostuksessa käytettyjä hintoja toteutuneiden kauppojen hintoihin.

1.4 Taustaa sääntelystä

Rahaston varojen arvostusta koskevan sääntelyn tavoitteena on varmistaa, että rahaston varojen arvo on määritelty johdonmukaisesti ja asianmukaisesti. Arvostuksen järjestäminen rippumattomaksi salkunhoidosta on keskeistä näiden tavoitteiden turvaamiseksi ja eturistiriitojen välttämiseksi.

Sijoitusrahastojen varat sijoitetaan lähtökohtaisesti arvopapereihin ja rahamarkkinavälineisiin, joilla käydään kauppaa säännellyillä markkinapaikoilla. Varojen arvo määräytyy sijoituskohteiden markkina-arvojen mukaan. Vaihtoehtorahastojen sijoituskohdevalikoima on puolestaan laajempi (sisältäen esimerkiksi kiinteistöjä ja listaamattomia yrityksiä), minkä vuoksi varojen arvoa ei usein voida määrittää markkinapaikoilta saatavien markkina-arvojen perusteella.

Vaihtoehtorahastojen hoitajia (AIFM) koskeva sääntely⁴ rahaston varojen arvostuksesta on monelta osin yksityiskohtaisempaa kuin vanhempi rahastoyhtiötä (UCITS) koskeva sääntely⁵. Molemmissa sääntelykehikoissa periaatteet ovat kuitenkin yhdenmukaiset.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan myös sijoitusrahastojen sijoitusten arvostuksessa tulee soveltaa AIFM-sääntelykehikon mukaisia menettelyjä, jotta vähittäissijoittajille taataan vähintään sama suoja kuin vaihtoehtorahastojen sijoittajille. AIFM-sääntelykehikossa sijoittajat ovat lähtökohtaisesti ammattimaisia sijoittajia. Myös ESMA on esittänyt vastaavan näkemyksen rahastojen hoitajien ulkoistusjärjestelyihin liittyen.⁶

Lisäksi IOSCO (The International Organization of Securities Commissions) on toukokuussa 2013 julkaissut ohjeen avoimien rahastojen⁷ arvostusprosessista. Ensimmäisen periaatteen mukaan rahastojen tulee laatia kattavat kirjalliset politiikat ja menettelyt koskien rahaston varojen arvostusta.⁸

1.5 Taustaa kyselyyn vastanneista yhtiöistä

Teema-arviossa tarkastellut kuusi rahastoyhtiötä ja vaihtoehtorahaston hoitajaa muodostivat noin 20 % suomalaisten rahastoyhtiöiden ja toimiluvallisten vaihtoehtorahastojen hoitajien, jotka hoitavat sijoitus- tai erikoissijoitusrahastoja, lukumäärästä. Kyseisten kuuden yhtiön hoitamien rahastojen hallinnoimat varat muodostivat kokonaisuudessaan noin 80 % Suomeen rekisteröityjen sijoitus- ja erikoissijoitusrahastojen varoista. Kaikilla yhtiöillä oli sekä rahastoyhtiön että vaihtoehtorahaston hoitajan toimilupa.

Kolme yhtiötä suoritti rahastojen varojen päivittäisen arvostuksen itse. Päivittäistä arvostusta suorittava toiminto oli ulkoistettu kahdessa yhtiössä. Ulkoistaminen oli molemmissa yhtiöissä konsernin sisäinen. Salkunhoito oli ulkoistettu yhtä vastaajaa lukuun ottamatta kaikissa yhtiöissä. Kahdessa näistä yhtiöistä, joissa salkunhoito oli ulkoistettu, salkunhoito oli ulkoistettu samalle yhtiölle kuin arvostustoiminto.

Yksi yhtiö ei kuvannut vastauksissaan, arvostuspolitiikassaan tai muissa sisäisissä dokumenteissaan selvästi, mikä taho suorittaa päivittäisen arvostuksen. Finanssivalvonnan käsityksen mukaan myös tämä yhtiö oli ulkoistanut arvostustoiminnon.

Neljällä yhtiöllä oli päivittäistä arvostusta suorittavasta toiminnosta erillinen arvostuskomitea, jonka tehtävänä oli muun muassa vastata rahaston varojen arvostuksesta poikkeuksellisessa markkinatilanteessa

⁴ AIFML (Vaihtoehtorahastojen hoitajista annettu laki 162/2014) 9 luku, AIFM-asetus (Komission delegoitu asetus N:o 231/2013, annettu 19 päivänä joulukuuta 2012) artiklat 67–74

⁵ Sijoitusrahastolaki (213/2019; SRL) 10 luku 4 § ja MOK 3/2011 Finanssivalvonnan Määräykset ja ohjeet 3/2011 Sijoitusrahastotoiminnan järjestäminen ja menettelytavat 10 luku

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), erityisesti kohdat 41 ja 42

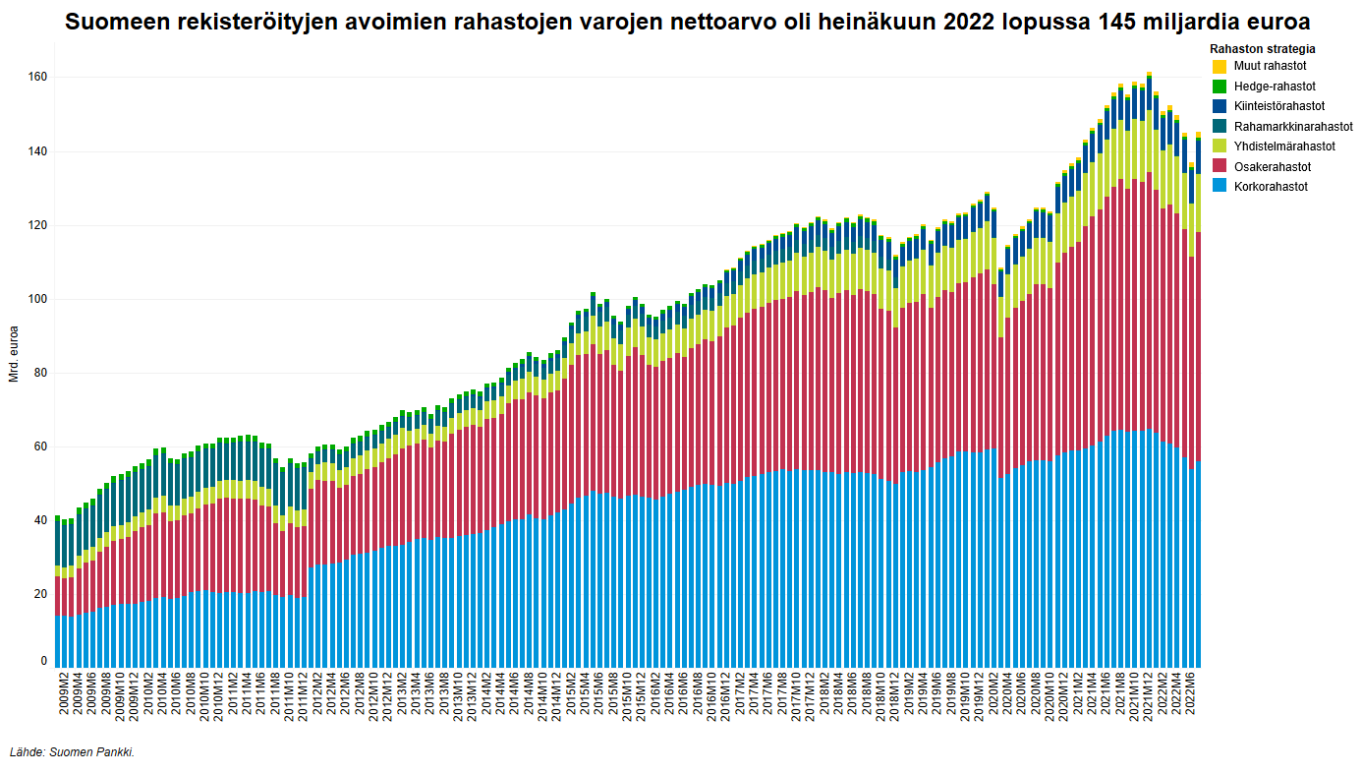
⁷ CIS (Collective Investment Scheme) an open end collective investment scheme that issues redeemable units and invests primarily in transferable securities or money market instruments. For the purposes of these Principles, it excludes schemes investing in property/real estate, mortgages or venture capital.

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

tai antaa neuvoja arvostukseen liittyvistä asioissa. Yhdellä yhtiöllä riskienhallintatoiminto vastasi arvostuksesta epälikvidien sijoitusten osalta ja poikkeuksellisessa markkinatilanteessa. Toisella yhtiöllä päivittäistä arvostusta suorittava toiminto käynnisti tarvittaessa prosessin arvostusmenetelmän määrittämiseksi.

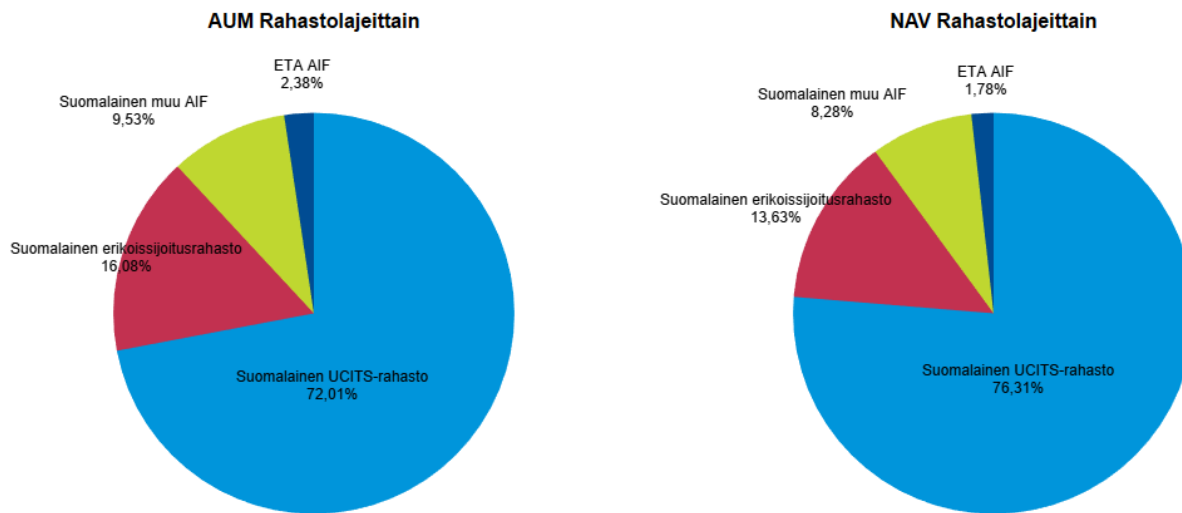
1.6 Taustaa sijoitus- ja erikoissijoitusrahastoista

Suomeen rekisteröityjen sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen varojen nettoarvo oli heinäkuun 2022 lopussa 145 miljardia euroa. Suurin osa rahastoista sijoitti joko osakkeisiin tai korkoinstrumentteihin.



Kuva 1 kotimaisten avointen rahastojen NAV kehitys heinäkuu 2022

Suomeen rekisteröityjä rahastoja oli kesäkuun 2022 lopussa yhteensä 1046 kappaletta, joista noin puolet (580 kpl) oli sijoitusrahastoja tai erikoissijoitusrahastoja. Sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen hallinnoimien varojen osuus kaikkien rahastojen hallinnoimista varoista oli noin 90 %. Eniten hallinnoitavia varoja oli sijoitusrahastoissa, joiden hallinnoimien varojen osuus oli noin 70 % kaikkien rahastojen hallinnoimista varoista.

Kotimainen rahastosektori rahastotyypeittäin 30.6.2022


Rahaston laji	AUM	AUM-osuus (%)	NAV	NAV-osuus (%)	Rahastojen lkm
Suomalainen UCITS-rahasto	118 774 235 267	72,01%	117 636 499 717	76,31%	402
Suomalainen erikoissijoitusrahasto	26 516 557 194	16,08%	21 013 082 784	13,63%	178
Suomalainen muu AIF	15 721 230 084	9,53%	12 759 448 314	8,28%	443
ETA AIF	3 922 284 848	2,38%	2 740 281 988	1,78%	23
Yhteensä	164 934 307 393	100,00%	154 149 312 802	100,00%	1 046

Lähteet: Suomen Pankki (SIRA) ja Finanssivalvonta (AIFMD).

Kuva 2 kotimainen rahastosektori rahastolajeittain 30.06.2022.

2 Arvostuspolitiikka ja muut kirjalliset ohjeet

2.1 Kriteerit

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien on otettava käyttöön ja pantava täytäntöön kutakin hoitamaansa vaihtoehtoista sijoitusrahastoa varten kirjalliset politiikat ja menettelyt, joilla varmistetaan järjellinen, läpinäkyvä, kattava ja asianmukaisesti dokumentoitu arvonmääritysprosessi, sekä pidettävä yllä ja tarkasteltava uudelleen kyseisiä politiikkoja ja menettelyjä. Arvonmäärityspolitiikan ja -menettelyjen on katettava arvonmääritysprosessin kaikki olennaiset osa-alueet sekä kyseisen vaihtoehtoisen sijoitusrahaston arvonmääritysmenettelyt ja -tarkastukset.⁹

AIFM-asetuksen mukaan arvonmäärityspolitiikassa on käsiteltävä vähintään seuraavat asiat:¹⁰

⁹ AIFM-asetus 67 artikla 1 kohta 1 alakohta

¹⁰ AIFM-asetus 67 artikla 2 kohta 2 alakohta

- a) varojen arvonmäärityksen tosiallisesti suorittavan henkilöstön pätevyys ja riippumattomuus
- b) rahaston erityiset sijoitusstrategiat ja varat, joihin rahasto voi sijoittaa
- c) arvonmäärityksen syötetietojen, tietolähteiden ja menetelmien valintaan kohdistuvat tarkistukset
- d) eskalointikanavat varojen arvoissa olevia eroja varten
- e) positioiden kokoon, likviditeetin tai markkinaolosuhteissa mahdollisesti tapahtuviin muutoksiin liittyvien arvonokaisujen arvonmääritys
- f) arvonmäärityksen kannalta tarkoituksen mukaisen tilinpäätöksen valmistusajankohta
- g) varojen arvonmääritysväli

Yllä mainittujen lisäksi arvonmäärityspolitiikassa tulee myös:

- yksilöidä kullekin omaisuuserätyypille arvonmääritysmenettelmät, joihin rahasto voi sijoittaa¹¹
- ilmoitettava hinnoittelua koskevat syötteen, mallit ja valintaperusteet¹²
- edellyttää, että hinnat on saatava riippumattomista lähteistä aina, kun se on mahdollista ja asianmukaista¹³
- vahvistettava kaikkien arvonmääritysprosessiin osallistuvien osapuolten velvoitteet, tehtävät ja vastuualueet¹⁴

Yhtiön hallituksen tulee tarkastella arvonmäärityspolitiikkaa uudelleen vähintään kerran vuodessa. Arvonmäärityspolitiikka on myös päivitettävä ennen kuin rahasto ottaa käyttöön uuden sijoitusstrategian tai omaisuuserätyypin.¹⁵

Rahastoyhtiön on varmistettava, että sen hallinnoimiin sijoitusrahastoihin sovelletaan tasapuolisia, asianmukaisia ja läpinäkyviä hinnoittelumalleja ja arvonmääritysjärjestelmiä, jotta voidaan noudattaa velvollisuutta toimia rahasto-osuudenomistajien etujen mukaisesti.¹⁶

Finanssivalvonta on määräyksissä ja ohjeissa 3/2011 suosittanut, että rahastoyhtiön hallitus vahvistaa sijoitusrahaston säännöissä olevia arvonlaskentaa koskevia määräyksiä täydentävät objektiiviset arvostusperiaatteet sijoitusrahaston varojen arvostamiselle ja noudattaa niitä johdonmukaisesti.¹⁷

2.2 Havainnot

Finanssivalvonta pyysi yhtiöitä toimittamaan hallituksen vahvistamat politiikat ja ohjeet sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen arvostuksesta (jatkossa arvostuspolitiikka), objektiiviset arvostusperiaatteet ja muut rahastojen varojen arvostusta koskevat ohjeet tai periaatteet.

Kaikilla yhtiöillä oli hallituksen vahvistama arvostuspolitiikka.

Viidellä yhtiöllä oli yhteinen arvostuspolitiikka sekä sijoitusrahastoille että erikoissijoitusrahastoille. Yhdellä näistä yhtiöistä oli erilliset arvostuspolitiikat likvideille ja epälikvideille sijoituskohteille. Yhdellä yhtiöllä oli sijoitusrahastoille ja erikoissijoitusrahastoille erilliset arvostuspolitiikat.

¹¹ AIFM-asetus 67 artikla 1 kohta 2 alakohta

¹² AIFM-asetus 67 artikla 1 kohta 3 alakohta

¹³ AIFM-asetus 67 artikla 1 kohta 3 alakohta

¹⁴ AIFM-asetus 67 artikla 2 kohta 1 alakohta

¹⁵ AIFM-asetus 70 artikla

¹⁶ MOK 3/2011 kohta 4.10 (65)

¹⁷ MOK 3/2011 kohta 10.1.2 (4). Objektiivisten arvostusperiaatteiden sisältöä ei ole määritelty sääntelyssä, mutta markkinakäytännön mukaisesti objektiivisilla arvostusperiaatteilla tarkoitetaan yleensä ohjeistusta rahaston varojen arvostukselle poikkeuksellisessa markkinatilanteessa

Yhtiöiden käsitykset siitä, mitä objektiivisilla arvostusperiaatteilla tarkoitetaan, poikkesivat toisistaan. Kaikki yhtiöt vastasivat, että niillä on käytössään objektiiviset arvostusperiaatteet, mutta yhtiöiden toimittamien asiakirjojen perusteella vain kolmella yhtiöllä oli käytössään sellaiset objektiiviset arvostusperiaatteet, joista kävi ilmi omaisuuslajikohtaisesti rahaston varojen arvostus poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.

Kolmella yhtiöllä arvostuspolitiikka, objektiiviset arvostusperiaatteet tai muutkaan rahaston arvostusta koskevat ohjeet tai periaatteet eivät sisältäneet omaisuuslajikohtaisesti menettelyjä rahaston varojen arvostukselle poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.

Yksi yhtiö ei kuvannut, mikä taho suorittaa rahaston varojen päivittäisen arvostuksen eikä kuvannut myöskään arvostusta suorittavan tahon tehtäviä, vastuita ja velvoitteita tai pätevyyttä ja riippumattomuutta.

Viisi yhtiötä vastasi tarkistavansa ja tarvittaessa päivittävänsä arvostuspolitiikan vuosittain. Yksi yhtiö vastasi, että objektiivisia arvostusperiaatteita, jotka kattavat myös sijoitusrahastojen varojen päivittäisen arvostuksen, tarkistetaan tarvittaessa mutta vähintään kolmen vuoden välein, kun taas erikoissijoitusrahastojen arvostuspolitiikkaa tarkistetaan vuosittain.

2.3 Finanssivalvonnan näkemys

Vaihtoehtorahastosäätely edellyttää vaihtoehtorahaston hoitajan laativan kullekin vaihtoehtorahastolle tarkoituksenmukaisen arvonmäärityspolitiikan. Finanssivalvonta edellyttää, että myös rahastoyhtiöt laativat sijoitusrahastoille vastaavan arvostuspolitiikan.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan arvostuspolitiikassa käsitellyt arvostusprosessin olennaisia osa-alueita ovat AIFM-asetuksen 67 artiklan 2 kohdan 2 alakohdassa lueteltujen lisäksi ainakin

- sekä normaalissa että poikkeuksellisessa markkinatilanteessa tapahtuvaa arvostusta suorittavien tahojen määrittely
- arvostusmenetelmien ja/tai hintalähteiden etusijajärjestys sekä normaalissa että poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.

Finanssivalvonta katsoo, että arvostuspolitiikassa on erityisen tärkeää ottaa huomioon arvostukseen liittyvät ulkoistukset. Mikäli ulkoistettuja toimintoja ei ole asianmukaisesti dokumentoitu, voivat eri tahojen vastuut ja tehtävät jäädä epäselviksi. Finanssivalvonta huomauttaa, että arvostusta koskeva sääntely ja velvoitteet, muun muassa arvostusta suorittavan henkilöstön pätevyyttä ja riippumattomuutta koskevat vaatimukset, soveltuvat myös niihin tahoihin, jotka tosiasiallisesti suorittavat päivittäisen arvostuksen, vaikka varsinainen vastuu arvostuksesta onkin rahastoa hoitavalla yhtiöllä. Arvostusta suorittavan tahon velvoitteet, tehtävät ja vastuualueet tulee kuvata arvostuspolitiikassa myös ulkoistusten osalta.

Arvostuspolitiikan tulee sisältää tai sen lisäksi tulee laatia objektiiviset arvostusperiaatteet tai muut vastaavat sisäiset ohjeet, joissa kuvataan rahaston varojen arvostusmenetelmät poikkeuksellisessa markkinatilanteessa. Objektiivisten arvostusperiaatteiden tai muiden vastaavien sisäisten ohjeiden tarkoitus on varmistaa, että rahaston varoille määritetään arvo asianmukaisesti ja johdonmukaisesti myös niissä tilanteissa, joissa markkina-arvoa ei ole saatavilla hintatietojärjestelmästä tai kun hintatietoihin ei voida luottaa. Objektiivisten arvostusperiaatteiden tai muiden vastaavien sisäisten ohjeiden tulee sisältää omaisuuslajikohtaisesti käytettävät arvostusmenetelmät poikkeuksellisessa markkinatilanteessa. Yhtiöllä tulee olla rahaston varojen arvostusta poikkeuksellisessa markkinatilanteessa koskeva ohjeistus riippumatta siitä, millä nimellä ohjeistusta kutsutaan tai onko se osa arvostuspolitiikkaa vai erillinen asiakirja.

Finanssivalvonta muistuttaa, että arvostusmenetelmien, joita yhtiö käyttää rahaston varojen arvostukseen poikkeuksellisessa markkinatilanteessa ja jotka on kuvattu objektiivisissa arvostusperiaatteissa tai muissa vastaavissa asiakirjoissa, tulee olla sellaisia, joita varten yhtiöllä on riittävä osaaminen, luotettavat tietolähteet ja mallit sekä asianmukainen jatkuva seuranta ja säännöllisesti tehtävät tarkistukset.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan sekä arvostuspolitiikka että objektiiviset arvostusperiaatteet tai muu vastaava ohjeistus tulee tarkistaa vähintään kerran vuodessa ja lisäksi ainakin ennen kuin rahaston sijoitusstrategiaan tehdään muutoksia tai rahasto sijoittaa uusiin omaisuuslajeihin. Lisäksi yhtiön hallituksen tulee hyväksyä uudelleentarkistettut dokumentit. Asiakirjasta tulee käydä ilmi päivämäärä, jolloin asiakirja on viimeksi tarkistettu.

3 Rahastojen varojen arvostuksen johdonmukaisuus

3.1 Kriteerit

Yhtiön on varmistettava, että arvonmäärityspolitiikkoja ja -menettelyjä sekä valittuja arvonmääritysmenetelmiä sovelletaan johdonmukaisesti.¹⁸

Arvonmääritysmenettelyjä sekä valittuja menetelmiä on sovellettava johdonmukaisesti kaikkiin saman vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan hoitamiin vaihtoehtoisin sijoitusrahastoihin ottaen huomioon sijoitusstrategiat ja vaihtoehtoisen sijoitusrahaston hallussa olevan omaisuserän tyyppi ja tarvittaessa ulkopuolisten arvonmäärittäjien olemassaolo.¹⁹

Rahastoyhtiöllä on oltava asianmukaiset menettelyt sen varmistamiseksi, että sijoitusrahaston varojen arvo määritetään asianmukaisesti ja tarkasti noudattamalla SRL:ää ja/tai rahaston sääntöjä tai perustamisasiakirjoja.²⁰ Finanssivalvonta on määräyksissä ja ohjeissa 3/2011 suosittanut, että rahastoyhtiön hallitus vahvistaa sijoitusrahaston säännöissä olevia arvonlaskentaa koskevia määräyksiä täydentävät objektiiviset arvostusperiaatteet sijoitusrahaston varojen arvostamiselle ja noudattaa niitä johdonmukaisesti.²¹

3.2 Havainnot

Kaikkien yhtiöiden arvostuspolitiikkojen perusteella politiikkoja ja niissä kuvattuja arvostusmenetelmiä sovelletaan johdonmukaisesti kaikille yhtiöiden hallinnoimille rahastoille.

Kaksi yhtiötä kuvasi arvostuspolitiikassa tai muussa sisäisessä ohjeessa omaisuuslajikohtaisesti, mitä arvostusmenetelmää, mukaan lukien hinalähteet, käytetään ensisijaisena menetelmänä ja mikä on mahdollisten muiden menetelmien etusijajärjestys. Yhden yhtiön arvostuspolitiikasta ei suoraan käynyt ilmi, mikä menetelmä tai hinalähde oli ensisijainen, vaan arvostuspolitiikassa kuvattiin eri vaihtoehtoja ilman etusijajärjestystä. Kyseisen yhtiön mukaan etusijajärjestys kuitenkin määriteltiin arvostuksessa

¹⁸ AIFM-asetus 69 artikla 1 kohta

¹⁹ AIFM-asetus 69 artikla 4 kohta

²⁰ MOK 3/2011 4.6 kohta 32

²¹ MOK 3/2011 10.1.2. kohta 4

käytetyissä järjestelmissä. Kolme yhtiön arvostuspolitiikassa tai muussa sisäisessä ohjeessa kuvattiin omaisuuslajikohtaisesti ensisijainen arvostusmenetelmä tai hinnoittelulähde, mutta toissijaisten arvostusmenetelmien ja hinnoittelulähteiden etusijajärjestystä ei kuvattu riittävän kattavasti kaikilta osin.

3.3 Finanssivalvonnan näkemys

Yhtiön tulee varmistaa, että rahastojen varojen arvostus toteutetaan johdonmukaisesti. Arvostuksen toteuttaminen johdonmukaisesti tarkoittaa, että rahaston varojen arvostuksessa käytetään arvostuspolitiikan mukaisesti pidemmällä aikavälillä samaa arvostusmenetelmää vähintään samoille omaisuuslajeille. Lisäksi voi olla tarpeen määrittää arvostusmenetelmien/hintalähteiden etusijajärjestys instrumenttikohtaisesti omaisuuslajin sisällä koska samaan omaisuuslajiin kuuluvat sijoituskohteet voivat erota toisistaan huomattavasti. Lisäksi yhtiön tulee varmistaa, että samoja arvostusmenetelmiä ja hintalähteitä käytetään johdonmukaisesti samoille omaisuuslajeille/sijoituskohteille eri rahastojen välillä riippumatta siitä, ovatko rahastot Suomeen vai ulkomaille rekisteröityjä, ottaen kuitenkin huomioon rahaston kotimaan paikallinen sääntely.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan rahaston varojen johdonmukaisen arvostuksen varmistamiseksi tulee selkeästi määritellä eri omaisuuslajeille/sijoituskohteille arvostusmenetelmien ja/tai hintalähteiden etusijajärjestys ja kuvata se arvostuspolitiikassa tai muussa sisäisessä ohjeessa. Mikäli etusijajärjestys kuvataan muussa sisäisessä ohjeessa tai prosessissa, tulee arvostuspolitiikassa viitata kyseiseen ohjeeseen tai kuvata prosessi. Jos vaihtoehtoisia menetelmiä tai hintalähteitä on useita, tulee näiden välinen etusijajärjestys määritellä ja kuvata selkeästi sekä normaalissa että poikkeuksellisessa markkinatilanteessa arvostuksen osalta. Mikäli etusijajärjestystä ei ole määritely ja kuvattu asianmukaisesti, ei myöskään kaikissa tilanteissa voida varmistua, että rahastojen varojen arvostus toteutetaan johdonmukaisesti.

Finanssivalvonta pitää arvostusmenetelmien ja hintalähteiden etusijajärjestyksen määrittämistä erityisen tärkeänä, jotta rahaston varojen arvostus voidaan toteuttaa luotettavasti ja johdonmukaisesti myös niissä tilanteissa, kun ensisijaisen arvostusmenetelmän käyttäminen ei ole mahdollista.

Lisäksi Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan rahaston varojen arvostusmenettelyjen poikkeuksellisessa markkinatilanteessa tulee sisältää tehokkaat ja selkeät päätöksentekoprosessit, mikäli poikkeuksellisessa markkinatilanteessa arvostukseen liittyy asian eskalointi esimerkiksi arvostuskomitealle, jotta yhtiö pystyy suorittamaan arvostuksen riittävän nopeasti ja luotettavasti myös päivittäin auki oleville rahastoille.

4 Arvostustoiminnon riippumattomuus

4.1 Kriteerit

Vaihtoehtorahastojen hoitaja voi huolehtia arvonmäärittämisestä itse, jos sen arvonmäärittämis toiminto on toiminnallisesti sekä muutoin riippumaton salkunhoidosta. Arvonmäärittämis voi ulkoistaa 10 luvun 5 §:ssä säädettyllä tavalla.²²

Jos vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitaja huolehtii arvonmäärittämisestä itse, politiikoissa on oltava kuvaus suojaustoimista, joilla varmistetaan direktiivin 2011/61/EU 19 artiklan 4 kohdan b alakohdan mukaisesti, että arvonmäärittämis tehtävän hoito tapahtuu toiminnallisesti riippumattomasti. Tällaisiin suojaustoimiin on sisällytettävä toimenpiteitä, joilla estetään henkilöitä käyttämästä epäasianmukaista vaikutusvaltaa suhteessa tapaan, jolla arvonmäärittämis toimintaa harjoitetaan, tai rajoitetaan tällaisen vaikutusvallan käyttöä.²³

4.2 Havainnot

Kaikki yhtiöt vastasivat, että arvostustoiminto on salkunhoidosta itsenäinen ja että yhtiöllä on asianmukaiset hallintojärjestelyt, joilla varmistetaan arvostustoiminnon itsenäisyys toiminnallisesti ja hierarkkisesti salkunhoidosta. Kolme yhtiötä varmisti arvostustoiminnon itsenäisyyden siten, että arvostustoiminto toteutettiin eri yhtiössä kuin salkunhoito. Kolme yhtiötä varmisti arvostustoiminnon itsenäisyyden siten, että se oli erillisessä yksikössä kuin salkunhoito ja/tai että arvostustoiminto sai arvostuksessa käytettävät tiedot itsenäisesti hintatietojärjestelmästä.

Kaikkien yhtiöiden mukaan niillä oli käytössään asianmukaiset hallintojärjestelyt, joilla varmistettiin arvostusmenetelmiä, politiikkoja ja ohjeita tarkastavien ja hyväksyvien tahojen itsenäisyys salkunhoidosta. Kaikissa yhtiöissä hallitus vahvasti ja tarkasti arvostuspolitiikat ja niihin sisältyvät arvostusmenetelmät. Kahden yhtiön arvostuskomitean jäsenet, jotka vastasivat arvostuksesta poikkeuksellisessa markkinatilanteessa, olivat riippumattomia salkunhoidosta. Kahden yhtiön arvostuskomitean kokoonpano henkilötasolla ei käynyt ilmi toimitetuista asiakirjoista, joten salkunhoidon roolista arvostuskomiteassa ei voitu varmistua. Yksi yhtiö, jolla ei ollut arvostuskomiteaa, kuvasi, että yhtiön riskienhallintatoiminto vastaa arvostuksesta poikkeuksellisessa markkinatilanteessa. Toinen yhtiö, jolla ei ollut arvostuskomiteaa, kuvasi, että arvostustoiminto vastaa arvostuksesta objektiivisten arvostusperiaatteiden mukaisesti tai niiden puuttuessa käynnistää prosessin arvostustavan määrittämiseksi. Yhtiön vastauksen mukaan poikkeuksellisen markkinatilanteen mukaisen arvostuksen vahvistaa aina toimitusjohtaja tai hänen sijaisensa.

Kaikki yhtiöt vastasivat, että arvostustoiminnon palkitseminen on riippumatonta rahastojen tuotoista. Toimitettujen sisäisten palkitsemisohjeiden tai vastausten perusteella ainakin neljässä yhtiössä arvostustoiminnon tai arvostuskomitean jäsenten palkitseminen voi kuitenkin osittain perustua konsernin, yhtiön tai liiketoiminta-alueen tulokseen.

Kaikki yhtiöt vastasivat, että salkunhoito ei osallistu millään tavalla rahaston varojen arvostukseen. Yhtiöiden sisäisten ohjeiden perusteella neljässä yhtiössä salkunhoidolla voi kuitenkin olla avustava tai neuvova antava rooli erityisesti epälikvidien sijoituskohteiden arvostuksessa tai rahaston varojen arvostuksessa poikkeuksellisessa markkinatilanteessa. Yhden yhtiön kohdalla asiasta ei voitu varmistua, koska

²² AIFML 9 luku 2 §

²³ AIFM-asetus 67 artikla 4 kohta

arvostuskomitean kokoonpano henkilötasolla ei käy ilmi toimitetuista asiakirjoista. Vastausten ja yhtiöiden sisäisten ohjeiden perusteella kaikkien yhtiöiden rahastojen varojen päivittäinen arvostus suoritettiin salkunhoidosta itsenäisesti.

4.3 Finanssivalvonnan näkemys

Yhtiön on järjestettävä arvostustoiminto siten, että se on toiminnallisesti ja muutoin riippumaton salkunhoidosta.

Yhtiöissä, joissa toimivaan tai ylimpään johtoon kuuluu myös salkunhoidosta vastaavia henkilöitä, tulee järjestää arvostukseen liittyvä päätöksenteko siten, että salkunhoidon ja arvostustoiminnon väliset eturistiriidat tunnistetaan ja hallitaan asianmukaisesti.

Rahastojen tuotto ei saa vaikuttaa arvostustoiminnon palkitsemiseen. Arvostustoiminnon ulkoistamisesta huolimatta palkitsemisen asianmukaisuudesta tulee varmistua.

Finanssivalvonta pitää tärkeänä, että rahaston salkunhoitaja ei saa puuttua tai vaikuttaa rahaston varojen arvostukseen. Arvostuksen riippumattomuus salkunhoidosta on säilyttävä läpi koko arvostusprosessin. Lopullisen päätöksen arvostuksesta tulee tehdä salkunhoidosta täysin riippumattoman tahon toimesta.

5 Arvostusmenetelmien tarkistaminen

5.1 Kriteerit

Arvonmäärittämissä on määrättävä politiikkojen ja menettelyjen, mukaan lukien arvonmäärittämissä menetelmät, säännöllisestä uudelleentarkastelusta. Uudelleentarkastelu on suoritettava vähintään kerran vuodessa ja ennen kuin vaihtoehtoinen sijoitusrahasto ottaa käyttöön uuden sijoitusstrategian tai uuden omaisuususerätyypin, joka ei kuulu voimassa olevan arvonmäärittämissä politiikan soveltamisalaan.²⁴

Arvonmäärittämissä on käsiteltävä muun muassa arvonmäärittämissä syötetietojen, tietolähteiden ja menetelmien valintaan kohdistuvat tarkistukset.²⁵

Jos varojen arvonmäärittämissä käytetään mallia, arvonmäärittämissä ja -politiikoissa olisi ilmoitettava mallin pääpiirteet. Ennen mallin käyttöä se on validoitava prosessilla, jonka toteuttaa sisäinen tai ulkoinen henkilö, joka ei ole osallistunut mallin suunnitteluprosessiin. Henkilöllä olisi katsottava olevan varojen arvonmäärittämissä käytetyn mallin validoinnin edellyttämä kelpoisuus, jos hänellä on riittävästi pätevyyttä ja kokemusta varojen arvonmäärittämissä suorittamiseen kyseisenkaltaisten mallien avulla; kyseinen henkilö voisi olla tilintarkastaja.²⁶

²⁴ AIFM-asetus 70 artikla 1 kohta

²⁵ AIFM-asetus 67 artikla 2 kohta 2 alakohhta

²⁶ AIFM-asetus johdantokappale 77

Arvonmäärityspolitiikoilla ja -menettelyillä on varmistettava, että ennen mallin käyttöä sen validoi henkilö, jolla on riittävästi asiantuntemusta ja joka ei ole osallistunut kyseisen mallin kehittämisprosessiin. Validointiprosessi on dokumentoitava asianmukaisesti.²⁷

5.2 Havainnot

Kaikissa yhtiöissä rahastojen varojen arvostusmenetelmät, mukaan luettuna menetelmiin sisältyvä hinnoittelu- ja markkinadata ja niiden lähteet, tarkistettiin säännöllisesti. Lisäksi kaikkien yhtiöiden vastauksissa ja/tai ohjeissa kuvattiin päivittäisiä tarkistuksia, joita arvostustoiminto suorittaa rahaston varojen arvoille (esimerkiksi tilanteissa, joissa havaitaan suuria hintamuutoksia, hinta puuttuu, hinta ei ole muuttunut).

Yhtä yhtiötä lukuun ottamatta kaikki yhtiöt käyttivät arvostusmalleja (*mark-to-model*) tietyille omaisuuslajeille. Arvostusmalleja käytettiin muun ohessa johdannaisten, rahamarkkinainstrumenttien, listaamattomien osakkeiden, kiinteistöjen ja muiden epälikvidien sijoituskohteiden arvostuksessa. Kaksi yhtiötä kertoi tarkastavansa arvostusmallit säännöllisesti. Loput yhtiöistä eivät tarkastaneet arvostusmalleja säännöllisesti. Tämä johtui muun muassa siitä, että esimerkiksi johdannaisissa käytettiin ulkopuolisten palveluntarjoajien toimittamia standardimalleja, jotka ovat markkinoilla yleisesti käytössä.

5.3 Finanssivalvonnan näkemys

Yhtiön tulee säännöllisesti arvioida ja tarkistaa arvostusmenetelmiä ja niihin sisältyvää hinnoittelu- ja markkinadataa myös silloin, kun tarkistusten seurauksena ei ole syntynyt erityisiä havaintoja. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan yhtiöiden tulee rahaston varojen arvostuksen yhteydessä suorittaa sellaisia kontrolloja, joilla pyritään tunnistamaan tilanteet, joissa hinnoittelu- ja markkinadatassa voi olla virhe, kuten poikkeuksellisen suuret hintamuutokset, puuttuvat tai muuttumattomat hinnat. Arvostuksen yhteydessä suoritettavien säännöllisten tarkistusten lisäksi suoritettavien hinnoittelu- ja markkinadatan luotettavuuden arvioinnin asianmukainen tiheys voi riippua esimerkiksi rahaston aukiolosta, omaisuuslajeista, markkinatilanteesta ja tietolähteestä. Esimerkiksi high yield -yrityslainojen hinnoittelu- ja markkinadatan luotettavuutta on markkinoiden kriisitilanteessa tarkistettava normaalia useammin.

Mikäli yhtiö käyttää varojen arvostuksessa itse kehittämiään malleja, tulee malli tarkastaa vähintään vuosittain ja mallin tarkastuksen tulee suorittaa taho, joka ei ole ollut mukana mallin rakentamisessa. Mikäli yhtiö käyttää ulkopuolisten palveluntarjoajien standardimalleja, yhtiön tulee arvioida vähintään vuosittain arvostuspolitiikan tarkastuksen yhteydessä, soveltuuko standardimalli edelleen käyttötarkoitukseensa.

²⁷ AIFM-asetus 68 artikla 2 kohta

6 Sijoittajille annettavat tiedot arvostuksesta

6.1 Kriteerit

Sijoitusrahaston säännöissä on mainittava tarkemmat perusteet rahasto-osuuden arvon sekä merkintä- ja lunastushinnan laskemiseksi ja missä, milloin ja miten rahasto-osuuden arvo julkistetaan sekä tiedot rahasto-osuuksien merkintä- ja lunastushinnoista ovat yleisön saatavilla.²⁸

Vaihtoehtorahaston hoitajan on pidettävä sijoittajan saatavilla ennen rahastoon sijoittamista kuvaus vaihtoehtorahaston arvonmääritysmenettelystä ja hinnanmuodostusmenetelmistä, joita arvonmäärityksessä käytetään.²⁹

Vaihtoehtorahastojen osuus- tai osakekohtainen nettoarvo on ilmoitettava sijoittajille vähintään kerran vuodessa, jollei kyseessä olevan vaihtoehtorahaston säännöistä muuta johdu. Sijoittajille ilmoitetaan arvonmäärityksistä ja nettoarvon laskelmista vaihtoehtorahaston säännöissä kuvatulla tavalla.³⁰

Finanssivalvonta on määräyksissä ja ohjeissa 3/2011 suosittanut, että objektiiviset arvostusperiaatteet julkistetaan tai että ne olisivat muutoin vaivattomasti sijoittajien saatavilla.³¹

6.2 Havainnot

Kaikki yhtiöt vastasivat antavansa sijoittajille tiedot sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen varojen arvostusmenetelmistä, mukaan lukien tiedot high yield -yrityslainojen arvostusmenetelmistä.

Viisi yhtiötä julkaisi verkkosivuillaan ainakin rahaston varojen arvostusta normaalissa markkinatilanteessa käsittelevän arvostuspolitiikan tai poikkeuksellisessa markkinatilanteessa käsittelevän objektiiviset arvostusperiaatteet. Yksi yhtiö vastasi arvostuspolitiikan olevan sijoittajan saatavilla tämän pyynnöstä eikä sitä ole julkaistu verkkosivuilla.

Kolmen yhtiön verkkosivuillaan julkaisemista rahaston varojen arvostusta käsittelevistä asiakirjoista sijoittaja sai tiedon poikkeuksellisessa markkinatilanteessa käytettävistä arvostusmenetelmistä omaisuuslajikohtaisesti. Kahden yhtiön julkaisemista asiakirjoista sijoittaja sai tiedon, että normaalissa markkinatilanteessa käytettävistä arvostusmenetelmistä voidaan poiketa, mutta varsinaisia poikkeuksellisessa markkinatilanteessa käytettäviä arvostusmenetelmiä ei ollut tarkemmin kuvattu sijoittajille.

Lisäksi kaikkien yhtiöiden hallinnoimien sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen säännöt sisälsivät ainakin yleisellä tasolla tiedot rahastoon sovellettavista arvostusmenetelmistä normaalissa markkinatilanteessa ja viittauksen menetelmiin, joita käytetään poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.

Kaikkien yhtiöiden mukaan sijoittajille annettiin tiedot arvostusprosessin hallintojärjestelyistä. Kuitenkaan yhden yhtiön viittaamista asiakirjoista ei käynyt ilmi arvostustoiminnon ulkoistusta, vaan hallintojärjestelyjen osalta kuvattiin ainoastaan arvostuskomitean rooli.

²⁸ SRL 8 luku 2 § 1 momentti kohdat 9 ja 13

²⁹ AIFML 12 luku 4 §, Valtiovarainministeriön asetus vaihtoehtorahastojen hoitajien toiminnasta (226/2014) 5 § kohta 12

³⁰ AIFML 9 luku 5 §

³¹ MOK 3/2011 10.1.2 (5)

Vain yksi yhtiö ilmoitti kuvaavansa salkunhoidon roolin arvostusprosessissa objektiivisissa arvostusperiaatteissa. Kuitenkin, kuten kohdasta 4.2 käy ilmi, myös kolmen muun yhtiön salkunhoidolla voi arvostusdokumentaation perusteella olla rooli arvostusprosessissa poikkeuksellisessa markkinatilanteessa, vaikka kyseiset yhtiöt vastasivat, ettei salkunhoidolla ole mitään roolia arvostusprosessissa.

6.3 Finanssivalvonnan näkemys

Yhtiön tulee antaa sijoittajalle tai pitää sijoittajan saatavilla tiedot rahaston varojen arvostuksesta ennen rahastoon sijoittamista. Tiedot omaisuuslajikohtaisista arvostusmenetelmistä tulee antaa rahaston säännöissä.

Rahaston säännöissä tulee lisäksi antaa tiedot siitä, että ilmoitetuista arvostusmenetelmistä voidaan poiketa poikkeuksellisessa markkinatilanteessa. Poikkeuksellisessa markkinatilanteessa sovellettavia arvostusmenetelmiä voidaan kuvata tarkemmin esimerkiksi sijoittajan saatavilla pidettävissä objektiivisissa arvostusperiaatteissa.

Sijoittajalle tulee antaa tai pitää sijoittajan saatavilla myös yleisellä tasolla tiedot arvostuksen järjestämisestä ja hallintojärjestelyistä, mikäli arvostustoiminto tai osa siitä on ulkoistettu tai mikäli salkunhoito osallistuu arvostuksen toteuttamiseen. Finanssivalvonta muistuttaa, että Valtiovarainministeriön asetuksen³² 4 luvun 5 §:n 1 momentin 2) kohdan mukaan rahastoesitteessä on kerrottava, miltä osin rahastoyhtiö käyttää toiminnassaan asiamiehiä.

7 Eturistiriitojen hallinta

7.1 Kriteerit

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan on otettava käyttöön eturistiriitoja koskeva politiikka, pantava se täytäntöön ja sovellettava sitä. Tällainen politiikka on laadittava kirjallisesti, ja sen on oltava asianmukainen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan kokoon ja organisaatioon sekä sen liiketoiminnan luonteeseen, laajuuteen ja monitahoisuuteen nähden. Jos vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitaja kuuluu ryhmään, politiikassa on otettava huomioon myös kaikki sellaiset olosuhteet, joista kyseinen sijoitusrahastojen hoitaja on tai joista sen pitäisi olla tietoinen ja jotka voivat ryhmän muiden jäsenten rakenteen ja liiketoiminnan johdosta aiheuttaa eturistiriitoja. Eturistiriitoja koskevassa politiikassa on määritettävä seuraavat:

- a) vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan harjoittaman tai sen lukuun harjoitettavan toiminnan, mukaan lukien sen, jolle tehtäviä on siirretty, sen, jolle tehtäviä on siirretty edelleen, ulkopuolisen arvonmäärittäjän tai vastapuolen harjoittama toiminta, osalta erittely olosuhteista, jotka aiheuttavat tai voivat aiheuttaa eturistiriidan, johon liittyy vaihtoehtoisen sijoitusrahaston tai sen sijoittajien etuihin kohdistuva merkittävä vahinkoriski;
- b) tällaisten eturistiriitojen ehkäisemiseksi, hallitsemiseksi ja valvomiseksi noudatettavat menettelyt ja toteutettavat toimenpiteet.³³

³² Valtiovarainministeriön asetus rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön lupahakemuksiin liitettävistä selvityksistä, palkitsemisjärjestelmästä, rahastoesitteestä ja sijoitusrahastolain 13 luvussa tarkoitetuista rahoitusvälineistä sekä yhteissijoitusyrityksen saatavilla pidettävien tietojen laajuudesta (257/2019)

³³ AIFM-asetus 31 artikla

Eturistiriitatilanteiden välttämistä ja hallintaa koskevat toimintaperiaatteet on laadittava kirjallisesti ja niissä on otettava huomioon rahastoyhtiön koko, toiminnan järjestäminen sekä liiketoiminnan laatu, laajuus ja monimuotoisuus. Mikäli valvottava kuuluu konserniin tai muuhun ryhmittymään, periaatteissa on otettava huomioon konsernin tai ryhmän rakenne ja sen eri osien harjoittama toiminta. Toimintaperiaatteiden on katettava tilanteet, jotka voivat aiheuttaa eturistiriidan, johon liittyy sijoitusrahaston tai yhden tai useamman asiakkaan etuihin kohdistuva merkittävä riski. Finanssivalvonta suosittaa, että valvottavan hallitus hyväksyy em. eturistiriitatilanteiden välttämistä ja hallintaa koskevat toimintaperiaatteet. Valvottavan tulisi myös huolehtia siitä, että hyväksytyt periaatteet noudatetaan ja että ne pidetään ajan tasalla.³⁴

7.2 Havainnot

Kaikki yhtiöt toimittivat sääntelyn edellyttämän eturistiriitoja koskevan politiikan ja toimintaperiaatteet (jatkossa eturistiriitapolitiikka). Neljällä yhtiöllä eturistiriitapolitiikka oli laadittu konsernitasolla ja kahdella yhtiöllä yhtiötasolla.

Mikään yhtiö ei eturistiriitapolitiikassa ottanut suoraan kantaa nimenomaisesti arvostusta koskeviin eturistiriitoihin. Viisi yhtiötä toi kuitenkin vastauksissaan esille eturistiriitojen hallintakeinoja, joita olivat muun ohella se, että arvostustoiminto on toiminnallisesti erotettu salkunhoidosta, arvostustoiminnon palkitseminen ei ole riippuvainen rahastojen tuotosta, henkilöstölle järjestetään säännöllistä koulutusta eturistiriitatilanteiden tunnistamisesta, arvonlaskennassa työskentelevien omaa kaupankäyntiä rahastojen kanssa on rajoitettu ja sitä valvotaan sekä manuaalisissa arvostuksissa sovelletaan neljän silmän periaatetta. Lisäksi kaksi yhtiötä vastasi, että arvostukseen on havaittu liittyvän mahdollisia tai toteutuneita eturistiriitoja.

Kahdella yhtiöllä, joilla arvostustoiminto oli ulkoistettu, eturistiriitapolitiikassa huomioitiin erityisesti ulkoistukseen liittyvät tai konsernin eri yhtiöiden väliset eturistiriitatilanteet.

Yksi yhtiö, joka oli ulkoistanut arvostustoiminnon, viittasi vastauksessaan arvostuskomitean erottamiseen salkunhoidosta yhtenä eturistiriitatilanteiden hallintakeinona, mutta ei vastauksessaan tai eturistiriitapolitiikassa käsitellyt päivittäistä arvostusta suorittavaan yhtiöön mahdollisesti liittyviä eturistiriitoja.

7.3 Finanssivalvonnan näkemys

Finanssivalvonta arvioi eturistiriitapolitiikkaa ja vastauksia ainoastaan rahastojen varojen arvostuksen näkökulmasta. Kohdan 4.2 mukaisesti kaikki yhtiöt olivat niiden vastausten perusteella asianmukaisesti eriyttäneet salkunhoidon arvostustoiminnosta, joten lähtökohtaisesti yhtiöiden riski rahaston varojen arvostukseen liittyvistä eturistiriitatilanteista on pienempi kuin sellaisilla yhtiöillä, joilla toimintoja ei ole eriytetty, salkunhoidolla on jokin rooli arvostuksen toteuttamisessa tai hallintojärjestelyt ovat muutoin puutteelliset.

Yhtiöillä, joilla arvostustoiminto tai jokin muu toiminto on ulkoistettu, eturistiriitoja koskevan politiikan ja toimintaperiaatteiden tulee käsittää myös ulkoistettuun toimintoon liittyvät eturistiriidat.

Vaikka eturistiriitapolitiikka olisi laadittu yleisellä tasolla eikä siinä käsiteltäisi erityisesti arvostustoimintoa, yhtiöiden tulee kuitenkin aina arvioida, liittyykö arvostukseen eturistiriitoja. Mikäli eturistiriitoja havaitaan, tulee niitä hallita asianmukaisesti ja dokumentoida sekä tunnistetut eturistiriidat että niiden hallintakeinot.

³⁴ MOK 3/2011 4.9.2

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan niiden yhtiöiden, joilla sekä arvostustoiminto että salkunhoito on ulkoistettu, tulee kiinnittää eturistiriitojen hallinnassa erityistä huomiota arvostukseen liittyviin eturistiriitoihin, koska kummankaan toiminnon päivittäistä valvontaa ei tällöin ole järjestetty yhtiössä. Erityisesti tähän tulee kiinnittää huomiota silloin, kun toiminnot on ulkoistettu samalle taholle.

8 Arvonlaskentavirheiden ja arvostusvirheiden ehkäiseminen, tunnistaminen ja korvaaminen

8.1 Kriteerit

Rahastoyhtiön on viipymättä oikaistava julkistetun rahasto-osuuden arvon olennainen virhe. Julkistetun rahasto-osuuden arvon virheestä on välittömästi tehtävä ilmoitus Finanssivalvonnalle, joka ratkaisee virheen olennaisuuden.³⁵

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan on varmistettava, että käytössä on korjausmenettelyjä nettoarvon virheellisen laskennan varalta.³⁶

Jotta rahastoyhtiö voisi viipymättä oikaista julkistetun rahasto-osuuden arvon olennaiset virheet, Finanssivalvonta suosittaa, että rahastoyhtiö laatii kirjallisen ohjeen toimintaperiaatteista ja menettelytavoista, joiden tarkoituksena on estää arvonlaskentavirheiden syntyminen, varmistaa arvonlaskentavirheiden havaitseminen sekä määritellä toimintatavat ja päätöksentekomenettely arvonlaskentavirheiden korjaamiseen sekä korvaamiseen sijoittajille.³⁷

Finanssivalvonta suosittaa, että rahastoyhtiö korvaa ainakin olennaiset arvonlaskentavirheet. Finanssivalvonta suosittaa, että rahastoyhtiö korvaa sijoitusrahastolle ja sijoitusrahastoon merkintöjä tai lunastuksia tehneille osuudenomistajille aiheutuneen tappion niin, että sijoitusrahaston ja osuudenomistajien tilanne palautuu sen mukaiseksi (tai paremmaksi) kuin jos virhettä ei olisi tapahtunut.

8.2 Havainnot

Kaikkien yhtiöiden vastausten mukaan niillä oli käytössä menettelyjä rahaston nettoarvon arvonlaskentavirheiden ja arvostusvirheiden aikaiseksi tunnistamiseksi ja ehkäisemiseksi.

Neljällä yhtiöllä nämä menettelyt kävivät ilmi kirjallisista toimintaperiaatteista. Yhtiöiden mukaan rahaston nettoarvon arvonlaskentavirheitä tunnistetaan ja ehkäistään muun ohella vertaamalla rahaston nettoarvon muutosta vertailuindeksiin arvon muutokseen, suorittamalla säännöllisesti erilaisia tapahtumakirjausten ja omaisuuden täsmäytyksiä.

Lisäksi yhtiöt viittasivat vastauksissaan yksittäisten sijoituskohteiden arvostuksiin kohdistuviin säännöllisiin tarkistuksiin, joita käsiteltiin myös luvussa 5.

³⁵ SRL 15 luku 9 § 3 momentti

³⁶ AIFM-asetus 72 artikla 3 kohta

³⁷ MOK 3/2011 10.2.1 (10)

Kaikki yhtiöt toimittivat sisäisen ohjeen, jossa kuvataan eskalaatiomenettelyt arvonalaskentavirheen sattuessa ja miten arvonalaskentavirheet korvataan asiakkaille. Kaikki yhtiöt korvasivat ainakin olennaiset arvonalaskentavirheet.

8.3 Finanssivalvonnan näkemys

Finanssivalvonta muistuttaa, että tilanteissa, joissa arvonalaskentavirheitä tai arvostusvirheitä havaitaan, tulee niiden syyt selvittää huolellisesti. Jos arvonalaskentavirheet ovat toistuvia, tulee kiinnittää erityistä huomiota arvonalaskentavirheiden estämiseen.

Yksittäisen sijoituskohteen tasolla suoritettavat arvostuksen tarkistukset ehkäisevät myös arvonalaskentavirheiden syntymistä.

9 Likviditeettistressitestien huomioiminen arvostuksessa

9.1. Kriteerit

Rahastoyhtiön on kunkin hoitamansa sijoitusrahaston osalta tehtävä määräajoin tarkoituksenmukaisia stressitestejä ja skenaarioanalyysyjä puuttuakseen markkinaolosuhteiden mahdollisista muutoksista johtuviin riskeihin, jotka saattavat vaikuttaa kielteisesti sijoitusrahastoon. Rahastoyhtiön on tehtävä tarkoituksenmukaisia stressitestejä, joiden avulla voidaan arvioida sijoitusrahaston likviditeettiriskiä poikkeuksellisissa olosuhteissa.³⁸

Vaihtoehtorahastojen hoitajan on maksuvalmiuden varmistamiseksi säännöllisesti suoritettava maksuvalmiusriskiä arvioivia stressitestejä.³⁹

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien on säännöllisesti suoritettava sellaisia stressitestejä tavanomaisissa ja poikkeuksellisissa maksuvalmiusolosuhteissa, joiden perusteella ne voivat arvioida kunkin hoitamansa vaihtoehtoisen sijoitusrahaston maksuvalmiusriskiä.⁴⁰

9.2 Havainnot

Kaikki yhtiöt vastasivat, etteivät ne suoraan huomioi likviditeettistressitestien tuloksia arvostuksessa. Yksi yhtiö kuitenkin vastasi tarkistavansa arvostusprosessin luotettavuuden, mikäli likviditeettistressauksessa nousee esille likviditeettihaasteita.

Kaikki yhtiöt yhtä lukuun ottamatta vastasivat tarkistaneensa likviditeettistressitestauksen politiikkoja, malleja tai ohjeita koronaviruksen⁴¹ tapahtumien johdosta, esimerkiksi muokkaamalla stressitestien oletuksia tai skenaarioita siten, että niissä huomioidaan myös koronaviruksen aikainen markkinatilanne.

³⁸ MOK 3/2011 8.2 (11) c) ja (13)

³⁹ AIFML 8 luku 6 § 2 momentti

⁴⁰ AIFM-asetus 48 artikla 2 kohta

⁴¹ Koronakriisillä tarkoitetaan ajanjaksoa maaliskuusta 2020 kesäkuuhun 2020.

9.3 Finanssivalvonnan näkemys

AIFM-asetuksen 48 artiklan 2 kohdan d) alakohdan mukaan likviditeettistressitestien on otettava huomioon arvonnääritykseen liittyvät herkkyudet stressitilanteissa. Tietyn omaisuuserän arvostus voi vaihdella huomattavasti riippuen markkinatilanteesta, mistä johtuen on olennaista, että tämä herkkyys otetaan huomioon kyseisen omaisuuserän ja koko rahaston likviditeettiä arvioitaessa. Mikäli omaisuuserän arvonnäkökulmaa laskevan poikkeuksellisessa markkinatilanteessa voimakkaasti, voi tällä olla olennainen vaikutus omaisuuserän likviditeettiin.

Arvostuksen ja likviditeetin välinen suhde toimii myös toiseen suuntaan. Erityisesti likviditeetiltään heikkojen omaisuuserien arvo voi laskea voimakkaasti poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.

Finanssivalvonta katsoo, että omaisuuserän odotettu likviditeetti sekä normaalissa että poikkeuksellisessa markkinatilanteessa tulee ottaa huomioon arvostuksessa. Jos stressitestien perusteella havaitaan, että rahaston sijoituskohteeseen kohdistuu erityinen riski heikosta likviditeetistä, voi olla tarpeen tarkastella myös sitä, otetaanko tämä riski riittävällä tavalla huomioon arvostusprosessissa ja tarvittaessa tehdä muutoksia arvostusprosessiin.

10 Arvostuksen kontrollitoiminnot

10.1 Kriteerit

Riskienhallinta

Vaihtoehtorahastojen hoitajalla on oltava toimintaansa nähden riittävä sisäinen valvonta ja riittävät riskienhallintajärjestelyt. Järjestelyjen asianmukaisuutta on tarkasteltava ja tarvittaessa päivitettävä vähintään vuosittain. Riskienhallinta tulee järjestää niin, että voidaan tunnistaa, mitata, hallita ja valvoa kaikkia olennaisia riskejä, jotka liittyvät kunkin vaihtoehtorahaston sijoituspolitiikkaan ja joille kukin mainittu rahasto altistuu tai voi altistua.⁴²

Riskienhallintajärjestelmien on katsottava tarkoittavan järjestelmiä, jotka koostuvat vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan organisaatorakenteen merkityksellisistä osatekijöistä, joissa ovat keskeisessä asemassa pysyvä riskienhallintatoiminto, kunkin vaihtoehtoisen sijoitusrahaston sijoitusstrategian kannalta merkitykselliseen riskienhallintaan liittyvät politiikat ja menettelyt sekä riskien mittaamiseen ja hallintaan liittyvät järjestelyt, prosessit ja tekniikat, joita vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitaja käyttää suhteessa kuhunkin hoitamaansa vaihtoehtoiseen sijoitusrahastoon.⁴³

Rahastoyhtiön on ylläpidettävä pysyvää riskienvalvontatoimintoa.⁴⁴

Compliance-toiminto

⁴² AIFML 8 luku 1 §

⁴³ AIFM-asetus 38 artikla 1 kohta

⁴⁴ MOK 3/2011 7.3

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien on otettava käyttöön ja pantava täytäntöön asianmukaiset politiikat ja menettelyt, joilla tunnistetaan riskit siitä, että kyseinen sijoitusrahastojen hoitaja ei pysty noudattamaan AIFM-direktiivin mukaisia velvoitteitaan, sekä muut tähän mahdollisuuteen liittyvät riskit, ja ylläpidettävä näitä politiikkoja ja menettelyjä sekä otettava käyttöön asianmukaiset toimenpiteet ja menettelyt, joilla minimoidaan tällaiset riskit ja joiden avulla toimivaltaisilla viranomaisilla on mahdollisuus käyttää tehokkaasti mainitun direktiivin mukaista toimivaltaansa.⁴⁵

Rahastoyhtiöllä on oltava asianmukaiset toimintaperiaatteet ja menettelyt, joilla tunnistetaan riskit siitä, että rahastoyhtiö ei pysty noudattamaan SRL:n mukaisia velvoitteitaan. Rahastoyhtiön on noudatettava ja ylläpidettävä kyseisiä toimintaperiaatteita ja menettelyjä sekä oltava käytössään asianmukaiset toimenpiteet ja menettelyt, joilla minimoidaan tällaiset riskit. Rahastoyhtiöiden on otettava huomioon liiketoimintansa luonteen, laajuuden ja monimutkaisuuden sekä kyseisen liiketoiminnan osana toteutettujen palvelujen ja toiminnan luonteen ja laajuuden.⁴⁶

Sisäinen tarkastus

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien on otettava käyttöön muista toiminnoistaan ja toiminnastaan erillinen ja riippumaton sisäisen tarkastuksen toiminto ja ylläpidettävä sitä, jos se on kyseisen sijoitusrahastojen hoitajan liiketoiminnan luonteen, laajuuden ja monitahoisuuden sekä kyseisen liiketoiminnan osana harjoitetun yhteisen salkunhoidon luonteen ja laajuuden perusteella asianmukaista ja oikeasuhteista.⁴⁷

Rahastoyhtiöllä on oltava muista toiminnoistaan ja toiminnastaan erillinen ja riippumattoman sisäisen tarkastuksen toiminto ja sen on ylläpidettävä sitä, jos se on rahastoyhtiön liiketoiminnan luonteen, laajuuden ja monimutkaisuuden sekä kyseisen liiketoiminnan osana harjoitetun yhteisen salkunhoidon luonteen ja laajuuden perusteella asianmukaista ja oikeasuhteista.⁴⁸

Säilytisyhteisö

Säilytisyhteisön on varmistettava, että arvonmäärityspolitiikat ja -menettelyt pannaan tehokkaasti täytäntöön ja että niitä tarkastellaan säännöllisesti uudelleen.⁴⁹

Säilytisyhteisön katsotaan täyttävän direktiivin 2009/65/EY 22 artiklan 3 kohdan b alakohdassa vahvistetut vaatimukset, kun se ottaa käyttöön menettelyjä

- a) todentaakseen jatkuvasti, että yhteissijoitusyrityksen varojen arvon määrittämiseksi otetaan käyttöön ja sovelletaan asianmukaisia ja johdonmukaisia menettelyjä sovellettavan kansallisen lainsäädännön mukaisesti, kuten direktiivin 2009/65/EY 85 artiklassa säädetään, samoin kuin yhteissijoitusyrityksen sääntöjen tai perustamisasiakirjojen mukaisesti;
- b) varmistaakseen, että arvonmäärityspolitiikat ja -menettelyt pannaan tehokkaasti täytäntöön ja että niitä tarkastellaan säännöllisesti uudelleen.⁵⁰

Tilintarkastaja

⁴⁵ AIFM-asetus 61 artikla 1 kohta

⁴⁶ MOK 3/2011 7.2

⁴⁷ AIFM-asetus 62 artikla 1 kohta

⁴⁸ MOK 3/2011 7.4

⁴⁹ AIFM-asetus 94 artikla 1 kohta b) alakohhta

⁵⁰ UCITS-asetus (Komission delegoitu asetukset 2016/438, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täydentämisestä säilytisyhteisöjen velvollisuuksien osalta, annettu 17 päivänä joulukuuta 2015) 5 artikla 1 kohta a), b) alakohdat

Ainakin yhden KHT-tilintarkastajan tai sellaisen tilintarkastusyhteisön, jonka päävastuullinen tilintarkastaja on KHT-tilintarkastaja, on vähintään vuosittain tarkastettava rahasto-osuuden arvonlaskennan oikeellisuus sekä tarkastettava kalenterivuoden viimeisen arvonlaskentapäivän arvo, jolle sijoitusrahaston arvot on laskettu.⁵¹

10.2 Havainnot

Kolme yhtiötä vastasi riskienhallintatoiminnon suorittavan arvostukseen liittyviä säännöllisiä tarkistuksia, kuten esimerkiksi päivittäisiä tai kuukausittaisia lähtötietojen tai hintojen tarkistuksia.

Lisäksi vastausten perusteella riskienhallintatoiminto osallistui yhtiöissä muun ohessa epälikvidien varojen arvostukseen, arvonlaskentavirheistä raportointiin ja ulkoistetun arvostustoiminnon valvontaan.

Compliance-toiminto oli neljässä yhtiössä suorittanut tarkastuksen rahastojen varojen arvostukseen liittyen vuosina 2021–2022.

Sisäinen tarkastus oli suorittanut tai tulee suorittamaan viidessä yhtiössä tarkastuksen rahastojen varojen arvostukseen liittyen vuosina 2020–2023. Yhden yhtiön sisäinen tarkastus teki kielteisiä havaintoja arvostukseen liittyen, jotka oli myöhemmin korjattu asianmukaisesti.

Viisi yhtiötä vastasi säilytysyhteisön suorittaneen säännöllisen rahastojen arvojen seurannan lisäksi arvostuksiin tai arvostusprosessiin liittyviä erillisiä tarkistuksia.

Kaikki yhtiöt vastasivat tilintarkastajan suorittaneen rahaston arvonlaskennan oikeellisuuden tarkistuksen lisäksi arvostuksiin tai arvostusprosessiin liittyviä erillisiä tarkistuksia.

10.3 Finanssivalvonnan näkemys

Finanssivalvonta pitää hyvänä käytäntönä, että päivittäistä arvostusta suorittavasta tahosta riippumaton taho, esimerkiksi riskienhallintatoiminto, varmistaa arvostuksen johdonmukaisuuden esimerkiksi tarkistamalla säännöllisesti arvostuksen lähtötietoja tai hintoja. Erityisen hyödyllistä tämä on silloin, kun arvostustoiminto on ulkoistettu tai silloin kun omaisuusarvon arvostukseen liittyy epävarmuutta esimerkiksi poikkeuksellisen markkinatilanteen takia tai silloin kun on käytetty normaalista poikkeavaa arvostusmenetelmää.

Riskienhallinnan osallistuminen epälikvidien varojen arvostukseen tai arvostukseen poikkeuksellisessa markkinatilanteessa voi tehokkaasti tukea arvostuksen suorittamista näissä erityistilanteissa.

Yhtiön sisäisten valvontatoimintojen (compliance-toiminto ja sisäinen tarkastus) on syytä tietyin väliajoin tarkastella rahaston varojen arvostusta.

⁵¹ SRL 7 luku 3 § 1 momentti

11 High yield -yrityslainojen arvostuskäytännöt

11.1 Kriteerit

Aiemmissa luvuissa esitetyt kriteerit soveltuvat myös high yield -yrityslainojen arvostukseen. Lisäksi Finanssivalvonta katsoo, että erityisesti seuraavat kriteerit tulee huomioida high yield -yrityslainojen arvostuksessa.

Arvonmäärityspolitiikoissa ja -menettelyissä on määritettävä varojen yksittäisten arvojen uudelleentarkastelussa noudatettava prosessi, kun epäasianmukaisen arvonmäärityksen riski on olennainen, kuten seuraavissa tapauksissa:

- a) arvonmääritys perustuu vain yhdeltä vastapuolelta tai välittäjältä saataviin hintoihin;
- b) arvonmääritys perustuu epälikvideihin pörssihintoihin;⁵²

Arvonmäärityspolitiikoissa ja -menettelyissä on ilmoitettava, kuinka arvonmäärityspolitiikkaan, mukaan lukien arvonmääritysmenetelmä, voidaan tehdä muutoksia ja missä olosuhteissa muutosten tekeminen olisi tarkoituksenmukaista. Politiikkoihin ja menettelyihin tehtäviä muutoksia koskevat suositukset on esitettävä ylimmälle johdolle, joka arvioi mahdollisia muutoksia ja hyväksyy ne.⁵³

Arvonmäärityspolitiikoissa ja -menettelyissä on kuvailtava uudelleentarkasteluprosessia, mukaan lukien yksittäisten arvojen kohtuullisuutta koskevat riittävät ja asianmukaiset tarkastukset. Kohtuullisuutta on arvioitava prosessin riittävän objektiivisuuden kannalta. Tarkastuksissa on otettava esille vähintään seuraavat seikat:

- a) arvojen tarkistaminen vertaamalla niitä vastapuolilta saatuihin hintoihin ja arvoihin ja pidemmällä aikavälillä;
- b) arvojen validointi vertaamalla toteutuneita hintoja viimeaikaisiin kirjanpitoarvoihin;
- c) arvonmäärityksessä käytetyn tietolähteen maineen, johdonmukaisuuden ja laadun tarkastelu;
- d) vertaaminen kolmannen osapuolen tuottamiin arvoihin;
- e) poikkeusten tutkiminen ja dokumentointi;
- f) epätavallisilta vaikuttavien tai kyseisen omaisuuserätyypin arvonmääritykselle asetetusta vertailuarvosta eroavien poikkeamien osoittaminen ja tutkiminen;
- g) vanhentuneiden hintojen ja implisiittisten muuttujien testaaminen;
- h) vertaaminen mahdollisten asiaan liittyvien varojen tai niiden suojausten hintoihin;
- i) mallipohjaisessa hinnoittelussa käytettyjen syötetietojen ja erityisesti niiden syötetietojen, joille mallin hinta osoittaa merkittävää herkkyyttä, uudelleentarkastelu.⁵⁴

11.2 Havainnot

Kaikki yhtiöt vastasivat, että high yield -yrityslainojen arvostus toteutetaan arvostuspolitiikan mukaisesti samalla tavalla kuin muille yrityslainoille sekä normaalissa että poikkeuksellisessa markkinatilanteessa. Kaikki yhtiöt sovelsivat high yield -yrityslainojen arvostuksessa ensisijaisesti hintatietojärjestelmistä saatavia hintatietoja. Lisäksi yksi yhtiö oli ottamassa käyttöön erityisesti high yield -yrityslainoille tarkemman

⁵² AIFM-asetus 71 artikla 2 kohta

⁵³ AIFM-asetus 70 artikla 2 kohta

⁵⁴ AIFM-asetus 71 artikla 3 kohta (Alakohdassa a) on Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan käännösvirhe. Alkuperäinen käännös on *arvojen tarkistaminen vertaamalla niitä vastapuolilta saatuihin hintoihin ja arvoihin eri pidemmällä aikavälillä*)

arvostusmenetelmien etusijajärjestystä osana arvostuspolitiikkaa. Yhtiö käytti kyseistä etusijajärjestystä aiemmin ainakin koronakriisin aikana.

Yhtiöt vastasivat tekevänsä high yield -yrityslainojen arvoille samoja säännöllisiä tarkistuksia kuin muille sijoituskohteille, joita käsiteltiin myös luvussa 5. Yhtiöt esimerkiksi varmistivat kolmansilta osapuolilta saatujen hintatietojen luotettavuuden siten, että high yield -yrityslainojen hintatietoja tarkistettiin käyttämällä useampaa kuin yhtä hintalähdettä. Lisäksi yhtiöt vertasivat arvostuksessa käytettyjä hintoja toteutuneiden kauppajen hintoihin.

Yhtiöt vastasivat varmistavansa arvostuksen luotettavuuden poikkeuksellisessa markkinatilanteessa esimerkiksi eskaloimalla yksittäisten high yield -yrityslainojen hinnoittelun arvostuskomitealle tai ottamalla käyttöön erityiset poikkeuksellisten markkinatilanteiden arvostusmenetelmät.

Neljä yhtiötä ei käyttänyt high yield -yrityslainojen arvostuksessa erityisiä arvostusmalleja (mark-to-model). Kaksi yhtiötä kertoi käyttävänsä arvostusmalleja poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.

Havainnot high yield -yrityslainojen arvostuksesta koronakriisin aikana

Yhtä yhtiötä lukuun ottamatta kaikilla yhtiöillä oli ollut haasteita high yield -yrityslainojen arvostuksessa koronakriisin aikana. Yhtiöiden mukaan haasteena oli erityisesti se, että hintatietolähteistä saatavat hinnat eivät vastanneet high yield -yrityslainojen todellista markkinahintaa, jonka seurauksena yhtiöt olivat tehneet hintatiedoille ylimääräisiä tarkistuksia. Kaikki yhtiöt olivat tunnistaneeet, että high yield -yrityslainojen arvostukseen liittyi riskejä (mm. hintojen epäluotettavuus, osuudenomistajien yhdenmukaisen kohtelun vaarantuminen). Mikään yhtiö ei kuitenkaan ollut havainnut virheitä high yield -yrityslainojen arvostuksessa. Kaksi yhtiötä oli joutunut keskeyttämään väliaikaisesti tiettyjen rahastojen merkinnät ja lunastukset ja yksi yhtiö oli ottanut käyttöön joustavan hinnoittelumenetelmän (swing pricing) rahaston arvostuskennassa. Neljässä yhtiössä oli aktivoitu rahastojen varojen arvostukseen liittyviä eskalaatiomenetelmiä.

Havainnot ennalta määritetyn high yield -yrityslainan arvostuksesta

Yhtiöitä pyydettiin kuvaamaan ennalta määritellyn high yield -yrityslainan arvostusprosessi ja siihen liittyvät tarkistukset tietynä ajankohtana. Kaikki yhtiöt olivat suorittaneet kyseisen high yield -yrityslainan arvostuksen ja siihen liittyvät tarkistukset arvostuspolitiikkansa mukaisesti. Saman yrityslainan arvostuksen lopputuloksessa oli kuitenkin yhtiöiden välisiä eroja johtuen siitä, että osa yhtiöistä käytti hinnoittelussa hintalähteestä saatavaa ostohintaa (bid price) ja osa yhtiöistä käytti osto- ja myyntihinnan keskiarvoa (mid price).

11.3 Finanssivalvonnan näkemys

Finanssivalvonta katsoo, että high yield -yrityslainojen arvostukseen voidaan lähtökohtaisesti soveltaa samoja peruseriaatteita kuin muiden omaisuuslajien arvostukseen ja se on arvostuksen johdonmukaisuuden varmistamiseksi myös suositeltavaa. Finanssivalvonta katsoo, että high yield -yrityslainoilla on kuitenkin ominaispiirteitä, jotka tulee ottaa huomioon niiden arvostuksessa. Kuten koronakriisin aikana voitiin havaita, high yield -yrityslainojen markkinahinta ja likviditeetti voivat olla poikkeuksellisessa markkinatilanteessa muita omaisuuslajeja herkempiä negatiivisille muutoksille. Lisäksi high yield -yrityslainoilla ei välttämättä käydä kauppaa säännellyllä markkinalla tai muulla kauppapaikalla, toteutuneiden

kauppojen todellisia hintatietoja ei välttämättä ole saatavilla ja eri vastapuolten tarjoamat hinnat ovat indikaattivisia eivätkä välttämättä ole toteutettavissa erityisesti poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.

Kyseisiä high yield -yrityslainojen ominaispiirteitä voidaan huomioida arvostuksessa esimerkiksi seuraavien menettelyiden kautta:

- vältetään käyttämästä vain yksittäistä vastapuolta hintalähteenä, sen sijaan käytetään esimerkiksi yhdistelmähintaa tai ainakin verrataan hintalähdettä yhteen tai useampaan muuhun hintalähteeseen
- dokumentoidaan käytettävien arvostusmenetelmien etusijajärjestys, jotta varmistetaan arvostuksen johdonmukaisuus (kuvattu tarkemmin luvussa 3)
- tunnistetaan, missä tilanteissa ensisijaisesta arvostusmenetelmästä voidaan poiketa sekä mikä taho päättää, arvioi ja hyväksyy mahdolliset poikkeamiset arvostusmenetelmissä
- tarkistetaan hintalähteiden luotettavuus ja oikeellisuus säännöllisten ja asianmukaisten tarkistusten kautta. High yield -yrityslainojen tarkistuksissa tulee huomioida ainakin seuraavat AIFM-asetuksen 71 artiklan 3 kohdassa kuvatut seikat, jotka Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan ovat olennaiset erityisesti high yield -yrityslainojen näkökulmasta. Suoritettujen tarkistusten tiheys voi vaihdella kuten myös se, suoritetaanko niitä normaalissa vai poikkeuksellisessa markkinatilanteessa vai molemmissa.
 - arvojen tarkistaminen vertaamalla niitä vastapuolilta saatuihin hintoihin ja arvoihin ja pidemmällä aikavälillä;
 - arvojen validointi vertaamalla toteutuneita hintoja viimeaikaisiin kirjanpitoarvoihin;
 - arvonmäärityksessä käytetyn tietolähteen maineen, johdonmukaisuuden ja laadun tarkastelu;
 - poikkeusten tutkiminen ja dokumentointi;
 - vanhentuneiden hintojen ja implisiittisten muuttujien testaaminen;
 - mallipohjaisessa hinnoittelussa käytettyjen syötetietojen ja erityisesti niiden syötetietojen, joille mallin hinta osoittaa merkittävää herkkyyttä, uudelleentarkastelu.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan näitä tarkistuksia voi olla tarpeen tehdä myös muille yritysliiketoimintayksiköille.

High yield -yrityslainojen ja myös muiden epälikvidien omaisuuslajien arvostuksessa käytettävät menetelmät tulee dokumentoida omaisuuslajikohtaisesti arvostuspolitiikkaan tai muuhun sisäiseen ohjeeseen. Jos ensisijaisesta arvostusmenetelmästä poiketaan, tulee dokumentoida poikkeamisen syyt.

High yield -yrityslainojen erityispiirteiden johdosta erityisesti poikkeuksellisessa markkinatilanteessa tulee kiinnittää huomiota hintalähteiden luotettavuuden arviointiin ja päivittäisiin hintatietojen tarkistuksiin, jotka voivat vaatia syvällisempää ja laajempaa arviointia kuin normaalissa markkinatilanteessa.

Yhtiöiden on syytä tiedostaa, mitkä vaikutukset rahaston varojen arvostukseen on sillä valinnalla, käytetäänkö arvostuksessa yrityslainan osto- (bid), myynti- (ask) vai keskihintaa (mid). Erityisesti poikkeuksellisessa markkinatilanteessa osto- ja myyntihintojen erotus voi kasvaa huomattavasti. Käytännön vaikutukset riippuvat myös siitä, kohdistuuko rahastoon enemmän merkintä- vai lunastustoimeksiantoja. Erityisesti poikkeuksellisessa markkinatilanteessa lunastusten määrä voi kasvaa huomattavasti normaalitilanteeseen verrattuna. Yksi keino hallita osto- ja myyntihintojen erotuksen kasvua voi olla joustavan hinnoittelumenetelmän (swing pricing) käyttöönotto. Ennen kyseisen menetelmän käyttöönottoa on kuitenkin varmistuttava menetelmän soveltuvuudesta kyseiselle rahastolle, riittävästä henkilö-, IT- ja muista resursseista sekä siitä, että sijoittajat ymmärtävät menetelmän käytännön vaikutukset.