



# VFF

VERDIPAPIRFONDENES  
FORENING

## **Bransjeanbefaling for medlemmene i Verdipapirfondenes forening**

### **Verdivurdering av lite likvide egenkapitalinstrumenter**

---

(Fastsatt av styret i Verdipapirfondenes forening 6. oktober 2003. Revidert 12. september 2012. Redaksjonelle endringer 22. august 2019)

## 1. Formell status og ikrafttredelse

Verdipapirfondenes forening fastsetter to typer bransjenormer; anbefalinger og standarder. Bransjestandarder, som vedtas av foreningens generalforsamling, er medlemsselskapene forpliktet til å følge. Bransjeanbefalinger vedtas av foreningens styre og er ikke forpliktende, men representerer veiledning og råd på utvalgte områder.

Denne bransjeanbefalingen trer i kraft 1. november 2003.

## 2. Bakgrunn

Hovedregelen i verdipapirfondloven innebærer at et verdipapirfond skal plassere sine midler i likvide finansielle instrumenter, jf. verdipapirfondloven § 6-5. For verdipapirfond som oppfyller kravene i UCITS-direktivet (UCITS-fond) er det adgang til å plassere inntil 10 prosent av fondets midler i finansielle instrumenter som ikke tilfredsstillere likviditetskravene i § 6-5. Finanstilsynet kan dessuten samtykke til etablering av nasjonale fond (non-UCITS) som ytterligere kan fravike disse likviditetskravene.

Det følger av verdipapirfondloven § 4-5 første ledd at hver andel i et verdipapirfond skal gi lik rett i fondet. Det følger videre av § 4-8 første ledd at forvaltningsselskapet skal beregne og kunngjøre andelsverdien minst en gang i uken, og oftere dersom vedtektene bestemmer det.

For finansielle instrumenter hvor det hyppig foregår omsetninger og dette prisbildet er kjent, er det normalt ukomplisert å fastsette markedsverdien på det aktuelle papiret (for eksempel ved å benytte sluttkursen for en børsnotert aksje). Når det er få og sjeldne omsetninger i et papir og tilgangen på prisinformasjon er begrenset («tynn likviditet») vil markedsverdien på papiret måtte anslås og dermed være beheftet med usikkerhet. Dette vil være situasjonen hvis for eksempel siste omsetning i papiret ligger langt tilbake i tid slik at denne kursen således ikke lenger nødvendigvis representerer dagens markedsverdi.

Formålet med denne anbefalingen er å bidra til fastsettelse av rutiner som innebærer en god og systematisk verdivurdering av lite likvide papirer som inngår i fondets portefølje. Dersom forvaltningsselskapet ved beregningen av andelsverdien verdivurderer enkeltpapirer i porteføljen feil, vil dette representere en risiko for en forfordeling mellom andelseierne og dermed bryte med det sentrale prinsippet om at alle andelseiere skal behandles likt: Er andelsverdien satt for høyt, vil det representere en begunstiging av andelseiere som innløser på bekostning av fondets øvrige andelseiere, og vice versa hvis andelsverdien er satt for lavt. Fortegnet blir motsatt i forhold til andelseiere som tegner. Effekten av eventuell feil i verdivurderingen blir høyere jo større andel dette papiret utgjør av fondets portefølje.

Det er således meget sentralt at forvaltningsselskapene ved beregning av andelsverdien har etablert rutiner som minimerer usikkerheten ved verdivurderingen av lite likvide papirer. Særlig gjelder dette dersom slike papirer utgjør en ikke uvesentlig andel av fondets portefølje.

I vurderingen av hvor mye ressurser som skal benyttes for å verdivurdere et lite likvid papir, må det i utgangspunktet ses hen til hvor stor andel det aktuelle papiret utgjør av fondets portefølje. På generelt grunnlag er det imidlertid vanskelig å fastsette en eksplisitt grense for når et lite likvid papir utgjør en ikke uvesentlig andel av fondets portefølje. Både andelen dette utgjør av porteføljens samlede verdi, men også graden av usikkerhet i verdivurderingen vil her være avgjørende: Dess større andel av fondets portefølje lite likvide papirer utgjør, dess mindre usikkerhet i verdivurderingen kan aksepteres for at en eventuell feilprising kun skal gi neglisjerbar effekt for

andelsverdien. Vurderingen av hvor denne grensen går, må imidlertid det enkelte forvaltningsselskap gjøre ut fra sitt eget skjønn. Forvaltningsselskap bør i interne retningslinjer fastsette slike eksplisitte grenser for hvert enkelt fond det forvalter.

Vurderingen av hvor grensene bør gå vil kunne bli forskjellig i et massemarkedsfond med mange andelseiere, enn i et storkundefond med få andelseiere, jf. at forvaltningsselskapet for sistnevnte fond vil kunne skaffe seg oversikt over hvorvidt det kommer til å skje tegninger eller innløsninger i fondet. (Dersom ingen andelseiere tegner eller innløser medfører ikke en eventuell feilprising problemer i forhold til likebehandlingen av andelseierne).

Denne bransje anbefalingen gir en beskrivelse av rutiner som forvaltningsselskaper kan følge ved verdivurderingen av lite likvide papirer med sikte på å minimere usikkerheten.

### 3. Anbefalte rutiner

Det kan være hensiktsmessig å inndelegge lite likvide egenkapitalinstrumenter i følgende tre kategorier:

- i) Lite likvide børnoterte egenkapitalinstrumenter.
- ii) Unoterte egenkapitalinstrumenter med kvoterte priser på Internet (OTC-papirer).
- iii) Egenkapitalinstrumenter med utdatert prisinformasjon.

Denne tredelingen representerer ikke nødvendigvis en rangering etter hvor lite likvid papirene er, men det normale vil være at de minst likvide papirene befinner seg i den siste kategorien.

Ved verdivurdering av egenkapitalinstrumenter som inngår i disse tre gruppene anbefales selskapene å legge til grunn følgende rutiner:

#### Ad i)

For lite likvide børnoterte egenkapitalinstrumenter anbefales selskapene ved verdivurderingen å benytte børsens indeksalgoritme<sup>1</sup>. Dette gjelder så lenge prisbildet ikke anses som utdatert, jf. punkt iii).

---

<sup>1</sup> Oslo Børs' indeksalgoritme er designet mhp raskt å fange opp markedsbevegelser samt gi en reell markedsverdi på lite likvide papirer. Bakgrunnen for dette er at Oslo Børs har hatt et betydelig innslag av lite likvide aksjer sammenlignet med andre markedsplasser. Børsens algoritme er derfor noe utradisjonell i den forstand at informasjon fra ordreboken benyttes i tillegg til offisielle omsetninger i verdivurderingen slik at endringer i ordreboken alene kan medføre endringer i verdivurderingen av ett bestemt verdipapir.

Avkastningen i indeksen bestemmes av den markedsveide avkastningen i enkelpapirene. Avkastningen i ett enkelt verdipapir bestemmes av endring i markedsverdi sammenholdt med gårsdagens markedsverdi (evt. justert for utbytte og utvanning). Markedsverdien til hvert enkelt papir som inngår i indeksen fastsettes i utgangspunktet ut fra siste offisielle omsetning. Kjøper velges dersom denne er høyere enn siste omsetning. Selger velges dersom denne er lavere enn siste omsetning. Gårsdagens markedsverdi benyttes som siste omsetning i algoritmen dersom papiret ikke er omsatt.

Markedsverdien av enkeltpapirer kan derfor fluktuere over tid på bakgrunn av endringer i ordreboken uten at papiret er omsatt.

Det kan argumenteres for at midtkurs i flere tilfeller er en mer indikativ størrelse på markedsverdi ved manglende omsetninger. I denne sammenhengen kan Børsens bruk av ordreboksinformasjon anses som mer konservativ siden det kun foretas en betinget bruk av enten kjøper eller selger. En vesentlig og positiv egenskap er imidlertid at dette vil hindre muligheten til å "drive" markedsverdien ved å øke spread som ellers er mulig dersom midtkurs benyttes i verdivurderingen.

I markeder hvor det til forskjell fra Oslo Børs ikke settes bindende kjøps- og salgskurser, kan denne bruken av ordreboksinformasjon gi uriktig verdivurdering siden kursene kan "drives" uten å bli "tatt". Algoritmen bør derfor ikke benyttes ukritisk i slike markeder.

#### Ad ii)

Også for unoterte egenkapitalinstrumenter med kvoterte priser på Internet (OTC-papirer) anbefales selskapene ved verdivurderingen å benytte de samme prinsipper som er nedfelt i Børsens indekسالgoritme, jf. punktet over. Dette gjelder så lenge prisbildet ikke anses som utdatert, jf. punkt iii).

#### Ad iii)

Dersom prisbildet er å anse som utdatert (uavhengig av om papiret er notert eller unotert), anbefales selskapene å foreta en avledet verdivurdering ved bruk av en relevant «proxy» (for eksempel en aksjeindeks), jf. avsnitt 3.1 nedenfor. Denne avlede verdivurderingen benyttes inntil et nytt relevant prisbilde er dannet.

Dersom prisbildet vedvarer å være utdatert, bør det periodevis og minimum årlig foretas en skjønsmessig verdivurdering av papiret, jf. avsnitt 3.2 nedenfor. (I vurderingen av hvor ofte slike verdivurderinger bør foretas, må det generelt legges til grunn et vesentlighetskriterium, jf. drøftingen i avsnitt 2).

Eksplisitte kriterier for når et prisbilde må anses som utdatert er vanskelig å fastsette generelt. Et utdatert prisbilde kan både oppstå langs en ren tidsdimensjon (lenge siden siste omsetning) og langs en markedsdimensjon (selskapsspesifikke hendelser eller generelle markedsbevegelser). Det må derfor vurderes løpende og separat for hvert enkelt papir hvorvidt prisbildet er å anse som utdatert eller ikke.

### **3.1 Nærmere om bruk av avledet verdivurdering («proxy»)**

Med avledet verdivurdering menes at kursen på det aktuelle papiret knyttes opp mot utviklingen til en relevant «proxy». En slik «proxy» vil normalt være en aksjeindeks som er relevant for det aktuelle papiret. Dersom det ikke eksisterer en relevant aksjeindeks kan i særtilfeller også kursutviklingen til andre relevante enkeltpapirer benyttes. Det bør foreligge en skriftlig begrunnelse for valget av «proxyen».

Det bør vurderes hvorvidt den avlede verdien på det aktuelle papiret skal følge i eksakt samme takt som kursutviklingen til den valgte «proxyen», eller om det skal benyttes en justeringsfaktor slik at kursbevegelsene medfører mindre eller større utslag for det aktuelle papiret. Som hovedregel bør «proxyen» brukes symmetrisk (samme utslag både når kursene stiger og synker).

### **3.2 Nærmere om skjønsmessig verdivurdering**

Med skjønsmessig verdivurdering menes at kursen på det aktuelle papiret fastsettes på bakgrunn av beste faglige skjønn, for eksempel med basis i en analyse av finansielle nøkkeltall fra det aktuelle selskapet som har utstedt egenkapitalinstrumentet (fundamentalanalyse) korrigert for ev. likviditetspremie eller andre relevante forhold.

---

Det henvises til Børsens dokumentasjon for ytterligere detaljer:

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Markedsdata/Aksjeindekser>

En skjønnsmessig verdivurdering kan enten foretas internt av forvaltningsselskapet selv eller den kan innhentes fra eksternt hold. Dersom den skjønnsmessige verdivurderingen foretas internt, bør ansvaret for dette ligge hos andre enn den eller de personene som forvalter fondet.

I visse situasjoner vil verdivurderingen også kunne baseres på direkte kontakt med utvalgte verdipapirforetak (meglere) for å forsøke å etablere en konsensuskurs. I mange tilfeller vil imidlertid dette kunne være utilstrekkelig fordi det sjelden foretas løpende analyser og verdivurderinger av mindre selskaper uten at dette er bestilt på forhånd.

I vurderingen av hvor mye ressurser som skal benyttes ved en skjønnsmessig verdivurdering, må det generelt legges til grunn et vesentlighetskriterium, jf. drøftingen i avsnitt 2.