

OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien rahastojen arvonmäärittysperiaatteet



Sisällysluettelo

1	Asiakirjan tarkoitus.....	3
2	Arvonmäärittämisprosessiin osallistuvien osapuolten velvoitteet, tehtävät ja vastuut.....	3
2.1	Hallitus ja toimitusjohtaja.....	3
2.2	Riskienhallinta ja compliance.....	3
2.3	Hinnoittelu ja arvonalaskenta.....	3
2.3.1	Pätevyys.....	4
2.3.2	Riippumattomuus ja suojaustoimet.....	4
2.4	Arvonmäärittämisestä koskevan ohjeistuksen ajantasaisuuden ja arvonalaskennan toimivuuden valvonta.....	4
2.5	Ulkopuoliset arvonalaskentajärjestäjät.....	5
2.6	Arvonalaskentaa.....	5
3	Arvonmäärittämisperiaatteet ja menettelyt.....	5
3.1	Rahaston sijoitusstrategiat ja sijoituskohteet.....	6
3.2	Arvonmäärittämisen säännöllisyys ja raportointi.....	6
3.3	Arvonmäärittämisen johdonmukaisuus ja objektiivisuus.....	6
3.4	Arvonmäärittämisessä käytettävät menetelmät.....	7
3.5	Arvonmäärittämis poikkeus- ja markkinastressitilanteissa.....	7
3.6	Likviditeetin ja maksuvalmiuden stressitestien huomioiminen arvonalaskennassa.....	8
3.7	Hinnoittelun syötteet, mallit ja markkinainformaatiolähteet sekä niihin liittyvät tarkistukset.....	8
3.8	Käyvän arvon käsite listattomissa osakkeissa.....	8
4	Instrumenttikohtaiset arvonalaskennan periaatteet.....	9
4.1	Noteeratut osakkeet ja merkintäoikeudet.....	9
4.1.1	Noteeratettujen osakkeiden arvonalaskennan poikkeustilanteissa.....	9
4.2	Joukkovelkakirjalaina.....	10
4.3	Diskonttoinstrumentit.....	10
4.4	Rahastot.....	11
4.5	Lainaus sopimukset.....	11
4.6	Pörssijohdannaiset.....	11
4.7	OTC-johdannaiset.....	11
4.7.1	Korkokäyrät.....	11
4.8	Kiinteistösijoitukset.....	11
4.9	Pääomarahastosijoitukset.....	13
4.10	Talletukset.....	13
4.11	Noteeraamattomat osakesijoitukset.....	13
4.11.1	Valitut arvonalaskennan menetelmät.....	14
4.11.2	Arvon päivitys.....	15
4.12	Velkakirjat - Suorat lainasijoitukset.....	15
5	Arvonmäärittämisen dokumentointi ja varojen yksittäisten arvojen uudelleentarkistus.....	16

1 Asiakirjan tarkoitus

Tämän asiakirjan tavoitteena on määritellä periaatteet, järjestelyt ja vastuut, joita OP-Rahastoyhtiö Oy ("Rahastoyhtiö") noudattaa hallinnoimiensa rahastojen (myöhemmin Rahasto) arvonmäärittämisessä. Rahastoyhtiö vastaa hallinnoimansa Rahaston arvonmäärittämisestä ja voi tarvittaessa teettää ulkopuolisia arvioita Rahaston sijoituskohteiden arvosta kolmansilla osapuolilla tässä ohjeistuksessa määritellyillä tavoilla. Tällä ohjeistuksella varmistetaan, että Rahaston arvonmäärittämisprosessi on sekä UCITS- että AIFM-sääntelyn mukainen, läpinäkyvä, kattava ja asianmukaisesti dokumentoitu.

Arvonmäärittäminen tavoitteena on määritellä Rahastolle arvo, joka on viimeisimpään saatavilla olevaan tietoon perustuva paras arvio Rahaston käyvistä arvosta raportointihetkellä. Rahastoyhtiöllä on Finanssivalvonnan myöntämät UCITS ja AIFM-toimiluvat. Arvonmäärittämisperiaatteet täyttävät sekä UCITS- että AIF-sääntelyn mukaiset vaatimukset. Tämän asiakirjan sisältämien periaatteiden ja prosessien ajantasaisuutta arvioidaan vuosittain.

Tämän arvonmäärittämispolitiikan lisäksi Rahaston arvonmäärittäystä käsitellään kunkin Rahaston säännöissä sekä OP-Rahastojen virallisessa rahastoesitteessä. Kaikki nämä asiakirjat yhdessä muodostavat Rahaston arvonmäärittäystä koskevan ohjeistuksen.

Tässä osuudenomistajille ja asiakkaille tarkoitettussa asiakirjassa (OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien rahastojen arvonmäärittämisperiaatteet) on kuvattu yleisellä tasolla arvonmäärittäminen periaatteet.

Arvonmäärittämisperiaatteet perustuvat Sijoitusrahastolakiin, Fivan MOKiin 3/11 (Sijoitusrahastotoiminnan järjestäminen ja menettelytavat), lakiin Vaihtoehtorahastojen hoitajista ja AIFM-asetuksen 67 artiklaan.

2 Arvonmäärittämisprosessiin osallistuvien osapuolten velvoitteet, tehtävät ja vastuut

2.1 Hallitus ja toimitusjohtaja

Rahastoyhtiön hallitus vastaa Rahaston arvonmäärittämisperiaatteista sekä hyväksyy arvonmäärittäminen periaatteet. Rahastoyhtiön hallitus arvioi tämän ohjeistuksen ajantasaisuutta vähintään kerran vuodessa. Rahastoyhtiön hallitus arvioi tätä ohjeistusta uudelleen myös, mikäli Rahastoyhtiön hoitama Rahasto ottaa käyttöön uuden sijoitusstrategian tai omaisuuserätyypin, joka ei kuulu voimassa olevan arvonmäärittämispolitiikan soveltamisalaan. Rahastoyhtiön hallitus on vastuussa siitä, että Rahastoyhtiön hallinnoiman Rahaston sijoittaessa ensimmäistä kertaa uudelleen omaisuuserään, on kyseiselle omaisuuserälle yksilöity asianmukainen arvonmäärittäminen menetelmä. Rahastoyhtiön hallituksen tulee tarkastella ja hyväksyä kaikki ehdotetut muutokset arvonmäärittämisperiaatteisiin tai -menettelyihin liittyen. Hallitus päättää vuosittain arvostuskomitean kokoonpanon ja valitsee sen jäsenet. Arvostuskomitean tehtävät on määritelty tämän ohjeen kohdassa 2.6. Yhtiön toimitusjohtaja vastaa arvonmäärittämisprosessin ja siihen liittyvän dokumentaation ajantasaisuudesta.

2.2 Riskienhallinta ja compliance

Rahastoyhtiön riskipäälliköt vastaavat Rahaston markkina-, sijoitus- ja operatiivisten riskien valvonnasta sekä riskiraportoinnista toimivalle johdolle ja hallitukselle. Riskipäälliköt raportoivat mahdollisista arvonalaskennan virheistä hallitukselle kvartaaliraportoinnin yhteydessä. Compliance officer raportoi mahdollisista arvonalaskentaan liittyvistä poikkeamista hallitukselle kvartaaliraportoinnin yhteydessä.

2.3 Hinnoittelu ja arvonalaskenta

Rahastoyhtiön back office tiimien asiantuntijat vastaavat Rahaston arvonmäärittäminen ja hinnoittelun toteutuksesta. Tiimien tehtävänä on laatia tarvittavat laskelmat arvonmäärittäminen varten muun muassa

Rahaston ja sen sijoituskohteiden kirjanpidon tietojen perusteella. Mikäli Rahastoyhtiö pyytää kolmannelta osapuolelta arvion Rahaston sijoituskohteiden arvosta, vastaavat tiimit kaikesta kommunikoinnista kolmansien osapuolien kanssa.

2.3.1 Pätevyys

Arvonmääritykseen osallistuvalla henkilöstöltä edellytetään soveltuvaa koulutusta ja/tai riittävää työkokemusta sekä säännöllistä osaamisen ja markkinatiedon ylläpitämistä. Epälikvidien varojen arvonmäärityksessä vaaditaan henkilöstöltä erityistä osaamista sekä kokemusta yrityksen arvonmäärittämisestä.

2.3.2 Riippumattomuus ja suojatoimet

Arvonmääritys tehdään riippumattomasti rahastosääntöjen ja arvonmäärityksperiaatteiden mukaisesti. Rahastoyhtiö on ulkoistanut salkunhoidon OP Varainhoito Oy:lle, OP Kiinteistösijoitus Oy:lle ja OP ryhmän ulkopuolisille salkunhoitajille sekä myynnin OP Varainhoito Oy:lle ja Osuuspankeille. Rahastoyhtiön back officen asiantuntijat toimivat erillään ja riippumattomasti näistä toiminnoista. Rahaston salkunhoitajalla ei ole roolia arvonmäärityksessä, ja Rahastoyhtiö tekee arvonmäärityksen päätökset itsenäisesti. Arvonmäärityksestä vastaavat asiantuntijat ovat työssään riippumattomia rahastojen menestyksestä eivätkä osallistu rahastojen kohdevalintaan tai muuhun sijoitustoimintaan. Lisäksi suojaustoimista on huolehdittu salkunhallinta-järjestelmässä rajaamalla käyttöoikeuksia niin, että salkunhoito-organisaation kuuluvilla käyttäjillä ei ole oikeuksia tallentaa tai muuttaa hintoja.

2.4 Arvonmääritystä koskevan ohjeistuksen ajantasaisuuden ja arvonmääritysprosessin toimivuuden valvonta

Rahastoyhtiön riskipäälliköt valvovat arvonmäärityksperiaatteiden ja arvonmääritystä koskevan ohjeistuksen ajantasaisuutta ja sääntelynmukaisuutta. Rahastoyhtiön Back office -tiimit vastaavat arvonmäärityksperiaatteiden päivityksestä ja ajantasaisuudesta sekä tekevät ehdotuksen Arvostuskomitealle uusien omaisuusserien vaatimasta ohjeistuksesta, ohjeistuksen muutoksesta markkinatilanteen tai säädösten muuttuessa tai sen havaittua mahdollisia muita puutteita tai virheitä ohjeistuksessa. Riskipäälliköt tarkistavat muutokset ja arvonmäärityksperiaatteet viedään hyväksyttäväksi Arvostuskomitealle. Riskipäälliköt valvovat myös arvonmääritysprosessin toimivuutta vuosittain arvostusperiaatteiden hyväksynnän jälkeen tehtävillä tarkastuksilla. Tarkastusten havainnot raportoidaan Arvostuskomitealle.

Tarve päivitykselle voi syntyä esimerkiksi:

- Lainsäädännössä ja muussa sääntelyssä tapahtuvat muutokset
- Markkinakäytänteiden muutoksissa
- Rahaston säännöissä, ehdoissa tai toiminnassa tapahtuvat merkittävät muutokset
- Merkittävät muutokset IPEV-ohjeissa (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines)

Epälikvidien sijoituskohteiden arvonmäärityksperiaatteet tarkistetaan ja tarvittaessa päivitetään kerran vuodessa. Tarve päivitykselle voi syntyä esimerkiksi:

- Yhtiön liiketoiminnassa tapahtuvat merkittävät muutokset
- Yhtiön kassavirroissa, esim. kannattavuudessa tapahtuvat merkittävät muutokset
- Verrokkijoukon yhtiöissä tapahtuvat muutokset

Tiimit raportoivat Finanssivalvonnalle, mikäli Rahastoyhtiön hoitaman Rahaston arvonmäärityksessä tapahtuu virhe.

2.5 Ulkopuoliset arvonmäärittäjät

Rahastoyhtiö voi ostaa riippumattomilta kolmansilta osapuolilta arvion sen hallinnoiman Rahaston sijoituskohteiden arvosta Rahastoyhtiön arvonmäärittämisestä antaman ohjeistuksen mukaisesti. Ulkopuoliset arviot tulee laatia perustuen kansainvälisiin arviointistandardeihin, mikäli arviointistandardi on käytössä. Mikäli sopivia arviointistandardeja ei löydy, määrittelee Arvostuskomitea käytettävän menetelmän. Ulkoisen arvion lisäksi kohde arvioidaan Rahastoyhtiön toimesta ja päätös arvostuksesta tehdään itsenäisesti.

Arvostuskomitea hyväksyy käytettävät ulkopuoliset arvonmäärittäjät. Ulkopuoliset arvonmäärittäjät arvioidaan säännöllisin väliajoin ja vaihdetaan tarvittaessa. Arvioinnista raportoidaan ja mahdolliset havaintojen pohjalta tehtävät toimenpiteet hyväksytään Arvostuskomiteassa.

2.6 Arvostuskomitea

Arvostuskomitea seuraa ja varmistaa käytettyjen arvonmäärittämisprosessien oikeellisuutta ja ajantasaisuutta. Dokumentaatio tarkistetaan vähintään vuosittain ja ohjeistusta päivitetään tarvittaessa. Arvostuskomitean kokoonkutsujana toimii Rahastoyhtiön edustaja.

Valvonnan lisäksi Arvostuskomitean tehtävät:

- Hyväksyy ulkoisen arvonmäärittäjän
- Varmistaa, että Rahastoyhtiön hallitus hyväksyy vuosittain Rahastoyhtiön hallinnoimien rahastojen arvonmäärittämisperiaatteet ja niiden soveltamisohjeet.
- Valvoo että arvonmäärittämisprosessi on arvonmäärittämisperiaatteiden mukainen
- Seuraa ja varmistaa käytettyjen arvostusprosessien sekä niihin liittyvän dokumentaation oikeellisuutta ja ajantasaisuutta. Dokumentaatio tarkistetaan vähintään vuosittain ja ohjeistusta päivitetään tarvittaessa.
- Seuraa ja varmistaa poikkeavien hinnoittelujen dokumentointia (esim. pidempikestoisen poikkeava hintalähde tai vanha hinta).
- Päättää uuden omaisuususerän arvostusperiaatteet.
- Päättää uusien arvostusprosessien käyttöönotosta.
- Päättää joustavan hinnoittelumenetelmän yhteydessä käytetyt oikaisukertotimet ja käyttöönotot.
- Toimii eskaloitikanavana sijoituskohteiden hinnoittelussa ja arvonmäärittämisessä esiintyvissä poikkeustilanteissa mm. markkinastressitilanteet, markkinahäiriöt, liikkeeseenlaskijan tilanteeseen tulleet äkilliset muutokset, maksukyvyttömyystilanteet (default), isot lunastusmäärät.
- Päättää, edellyttääkö muutos tai suunnitellut toimenpiteet käsittelyä Rahastoyhtiön hallituksessa.

3 Arvonmäärittämisperiaatteet ja menettelyt

Tässä kohdassa määritetään Rahaston arvonmäärittämisessä käytettävät yleiset periaatteet ja -menettelyt. Yleisiä periaatteita ja menettelyitä täydentävät tietyille rahastoille erikseen laaditut rahastokohtaiset arvonmäärittämisperiaatteet, jotka täydentävät tässä dokumentissa mainittuja arvonmäärittämisperiaatteita. Lisäksi asiantuntijoilla on käytössä työohjeet, joissa ohjeistetaan rahaston arvonmäärittämisprosessin käytännön toteutus.

Rahaston arvo lasketaan sääntöjen mukaisesti seuraavalla kaavalla: Rahaston arvo = Rahaston varat (arvonmäärittämisessä määritelty sijoituskohteen arvo + Rahaston kassavarat + saamiset) - Rahaston velat (mm. hallinnointipalkkio, tuottosidonnainen palkkio).

3.1 Rahaston sijoitusstrategiat ja sijoituskohteet

Rahaston sijoitusstrategia ja sijoituskohteet on kerrottu rahaston säännöissä tai sopimusdokumentaatiassa, kuten rahastosopimuksessa ja sijoitusmuistiossa.

3.2 Arvonmäärityksen säännöllisyys ja raportointi

Rahaston arvo määritellään rahaston säännöissä tai sopimusdokumentaatiassa mainitulla frekvenssillä. Samoin rahastojen arvot julkaistaan rahaston säännöissä tai sopimusdokumentaatiassa mainitulla tavalla. Sijoitus- ja erikoissijoitusrahastojen arvot julkaistaan pääosin OP-ryhmän verkkosivuilla. Muiden rahastojen arvojen julkaisusta on sovittu rahaston rahastosopimuksessa.

Lähtökohtaisesti sijoitus- ja erikoissijoitusrahastojen tilinpäätös ja vuosiraportit julkaistaan ja ovat sijoittajan saatavilla rahastoluokasta riippuen viimeistään kolmen (3) kuukauden kuluttua tilikauden päätyttyä.

Kommandiittiyhtiömuotoisten rahastojen tilinpäätös ja vuosiraportit julkaistaan sopimusdokumentaatiassa sovitulla tavalla. Näiden rahastojen sijoituskohteiden arvonmääritys tehdään lähtökohtaisesti kerran vuodessa. Arvonmääritys voidaan tehdä kesken tilikauden, jos:

1. Rahaston sijoituskohteessa tapahtuu muutos, joka muuttaa sen arvoa pysyvästi, kuten konkurssi, velkasaneeraukseen joutuminen, rakennustoiminnan keskeytyminen muutoin kuin tilapäisesti tai muu vastaava syy. Tällöin koko rahaston arvo määritellään uudestaan.
2. Muu erityinen syy vaatii rahaston arvonmääritystä kesken tilikauden. Tällaisia voivat olla esim. sijoituskohteiden likviditeetin muutos, muutos kohteen omistuksen suuruudessa, markkinoilla tapahtuva poikkeuksellinen muutos tai Rahaston sijoituskohteen ottaminen julkisen kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla.

3.3 Arvonmäärityksen johdonmukaisuus ja objektiivisuus

Rahaston sijoitukset vaihtelevat Rahaston säännöissä tai sopimusdokumentaatiassa mainitun sijoitusstrategian mukaan. Rahastoyhtiön velvollisuus on varmistaa, että Rahaston hallussa olevien varojen arvo määritetään oikeudenmukaisesti ja asianmukaisesti.

Rahastojen varat arvostetaan Rahastoyhtiön hallituksen vahvistamien OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien rahastojen arvonmäärityisperiaatteiden mukaan. Rahaston arvo määritellään johdonmukaisesti koko rahaston toimikauden ajan. Kohdassa 4 kerrotaan tarkemmin instrumenttikohtaiset arvonmäärityisperiaatteet ja niille ensisijaiset arvostusmenetelmät. Lisäksi kullekin instrumentille on määritelty vaihtoehtoinen, tai useampi, arvostusmenetelmä, jota voidaan käyttää poikkeuksellisessa tilanteessa, jossa ensisijaisen menetelmän käyttäminen ei ole mahdollista.

Poikkeavassa tilanteessa vaihtoehtoinen arvostusmenetelmä valitaan huomioiden kunkin yksittäisen instrumentin erityispiirteet ja arvostusmahdollisuudet. Salkunhoidon asiantuntemusta voidaan hyödyntää arvostusmenetelmän tai hintalähteen määrittämisessä sekä arvostusmenetelmän tai hintalähteen vaihdon tarpeen arvioimisessa. Tilanteessa, jossa markkinahintoja ei saada jonkin ylivoimaisen esteen kuten teknisten ongelmien vuoksi, voidaan arvostus tehdä viimeisiin saatavilla oleviin markkinahintoihin tai edellisen arvonlaskennan arvostustasoihin.

Rahastojen tilintarkastaja valvoo omalta osaltaan arvonmääritysprosessin oikeellisuutta sekä johdonmukaisuutta sääntelyn mukaisilla säännöllisillä tarkastuksilla.

3.4 Arvonmäärittämisessä käytettävät menetelmät

Rahastoyhtiön hallinnoimien kaikkien rahastojen yhteisten sääntöjen 13 §:ssä määrätään rahaston arvon laskennasta. Rahastokohtaisten sääntöjen 3 §:ssä on tarvittaessa määritelty rahastokohtaiset poikkeukset ko. rahaston arvonlaskentaan.

Rahaston likvidien sijoitusten arvostus tehdään ensisijaisesti markkinoilta saataviin arvostustasoihin, jotka perustuvat joko toteutuneisiin kauppoihin tai markkinaosapuolien antamiin noteerauksiin. Näistä voidaan poiketa erityistilanteissa, joissa markkinoilta saatava arvostustaso ei anna oikeaa kuvaa kyseisen arvopaperin arvosta. Tällainen erityistilanne saattaa johtua esim. yhtiön tilanteesta tapahtuneesta muutoksesta tai markkinatilanteen yleisestä muutoksesta. Markkinapaikan ollessa kiinni esim. paikallisena vapaapäivänä arvostus tehdään ensisijaisesti viimeisiin saatavilla oleviin markkinahintoihin ja toissijaisesti edellisen arvonlaskennan arvostustasoihin.

Listamattomien sijoitusten arvonmäärittämisessä Rahastoyhtiö seuraa toimialalla yleisesti käytössä olevaa International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines ("IPEV-ohjeet"). IPEV-ohjeita päivitetään säännöllisesti, joten myös Rahastoyhtiö seuraa näitä mahdollisia muutoksia ohjeistuksessa. Nämä arvonmäärittämisperiaatteet on laadittu hyödyntäen joulukuussa 2022 julkaistuja IPEV-ohjeita.

Kiinteistöjen osalta yleisesti käytettyjä arviointilähestymistapoja ovat markkinalähestymistapa, tuottolähestymistapa, kustannuslähestymistapa ja yhdistelmämenetelmä. Markkinalähestymistavassa arvo perustuu vertailukaupoista saatavaan hintaan, jossa hintatiedot saadaan julkisilta markkinoilta tai transaktioista. Tuottolähestymistavassa arvo perustuu kohteen tulevaisuudessa tuottamiin taloudellisiin hyötyihin, jotka muunnetaan arvopäivän mukaisiksi nykyarvoiksi huomioiden odotettuihin taloudellisten hyötyjen toteutumiseen liittyvä riski ja rahan aika-arvo. Kustannuslähestymistavassa arvo perustuu joko kohteen kanssa samanlaisen kohteen tai samanlaisen hyödyn antavan kohteen jälleenhankintahintaan. Yhdistelmämenetelmässä omaisuusarvon arvo määritetään laskemalla yhteen sen osien arvot. Osien arvot voidaan määrittää edellä käsitellyillä kolmella peruslähestymistavalla.

Riippumaton arvioitsija valitsee itsenäisesti kunkin kohteen arviointiin parhaiten sopivan menetelmän. Kansainvälinen arviointistandardikomitea (International Valuation Standards Council, IVSC) julkaisee kansainvälisiä arviointistandardeja, joiden soveltaminen on myös Suomessa otettu arviointitoiminnan lähtökohdaksi. Kansainväliset arviointistandardit ovat myös Kansainvälisten kirjanpitostandardien (IFRS) mukainen toimintaperiaate (ks. tarkemmin esim. Suomen Kiinteistöarviointiyhdistyksen sivulta www.skayry.fi).

3.5 Arvonmäärittämispoikkeus- ja markkinastressitilanteissa

Mikäli yleisessä tai eri omaisuuslajien markkinatilanteessa, tai yksittäistä liikkeeseenlaskijaa tai arvopapereita koskevassa arvonmäärittämisessä havaitaan häiriöitä, on kyse poikkeus- tai markkinastressitilanteesta. Näissä tilanteissa noudatetaan myöhemmin näissä periaatteissa mainittuja omaisuuslaji- tai instrumentikohtaisia poikkeustilanteiden arvostusmenetelmiä ja -ohjeita. Mikäli näissä arvonmäärittämisperiaatteissa ei ole määritelty poikkeustilanteiden arvostusmenetelmiä, tai niitä ei ole mahdollista tarkoituksenmukaisesti soveltaa, tai niiden perusteella tehdyn arvonmäärittämisarvon ei katsota riittävän luotettavasti kuvastavan sijoituksen käypää arvoa, tulee asia eskaloida käsiteltäväksi Arvostuskomitealle, joka päättää poikkeustilanteen toteamisesta sekä siinä käytettävästä arvostusmenetelmästä.

Tässä mainittuja poikkeus- ja markkinastressitilanteita voivat olla esimerkiksi voimakkaasti heikentyneet yleiset markkinaolosuhteet, yksittäistä toimialaa, omaisuuslajia tai liikkeeseenlaskijaa koskevat heikentyneet taloudelliset sekä markkinaolosuhteet, häiriöt koskien yleistä arvopapereiden hintojen saatavuutta tai luotettavuutta sekä yksittäisen sijoituskohteen hinnoitteluhäiriöt, kuten luotettavien hintalähteiden

puuttuminen ja poikkeavien hintalähteiden käyttö, tai pitkäaikainen vanhojen arvostusten käyttö tilanteessa, jossa markkinanoteerauksia tai mitään arvonmäärityksessä tarvittavia syöttötietoja ei ole saatavilla.

3.6 Likviditeetin ja maksuvalmiuden stressitestien huomioiminen arvostuksissa

Arvopapereiden arvostukseen vaikuttaa muiden tekijöiden ohella myös arvopaperin likviditeetistä johtuva likviditeettipremio. Tehokkailla markkinoilla kaupankäynnin kohteena olevilla arvopapereilla likviditeettipremio on pieni, mutta vähemmän likvidien varojen arvostuksissa likviditeetin vaikutus voi olla merkittävä. Alhaisen likviditeetin varojen arvonmääritys voi myös olla haasteellista, mikäli niille ei ole toimivia markkinoita, ja niiden arvostuksen luotettavuuteen on kiinnitettävä erityistä huomiota, etenkin poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa. Tämän vuoksi likviditeettiä ja sen mahdollista vaikutusta sijoitusten arvonmääritykseen on hinnoitteluprosessissa arvioitava aina kun sijoituksille ei saada toteutuneisiin kauppoihin tai luotettaviin markkinaosapuolien antamiin noteerauksiin perustuvia arvostuksia. Tämä koskee yksittäisiä sijoituskohteita ja laajemmissa markkinaskenarioissa koko sijoitussalkkua, mikäli alhainen likviditeetti johtuu systeemisistä häiriöistä.

Rahastojen maksuvalmiuden stressitesteissä voidaan myös havaita yksittäisiä sijoituskohteita, omaisuusluokkia tai kokonaisia sijoitussalkkuja koskevia mahdollisia likviditeettihäiriöitä erilaisissa skenarioissa. Likviditeettistressitestauksesta vastaa rahastoyhtiön riskienhallinta ja riskipäälliköt ilmoittavat mahdollisista arvonmääritykseen vaikuttavista havainnoista Back Office:n arvonmäärityksestä vastaaville asiantuntijoille. Tarvittaessa havainnot eskaloidaan rahastoyhtiön arvostuskomitealle.

3.7 Hinnoittelun syötteet, mallit ja markkinainformaatiolähteet sekä niihin liittyvät tarkistukset

Pääsääntöisesti arvostushinnat saadaan markkinainformaatiojärjestelmistä (esim. Bloomberg, Refinitiv) perustuen ennalta valittuihin hintalähteisiin. Hinnoittelu voi perustua myös markkinoilla yleisesti tunnettuihin ja käytettyihin teoreettisiin arvostusmalleihin. Tällöin laskennan kannalta olennaiset taustatiedot kuten korkokäyrät saadaan markkinainformaatiolähteistä. Hinnoittelussa voidaan käyttää myös riippumattoman kolmannen osapuolen laskemaa laskentamalleihin perustuvaa hintaa.

Asiantuntijat tarkastavat arvostushinnat päivittäin vertaamalla hintaa mahdollisiin toisiin hintalähteisiin, edelliseen hintaan ja mahdollisiin viimeisiin kauppoihin. Yleisestä tasosta poikkeavien hintamuutosten syyt selvitetään. Lisäksi valvotaan muuttumattomia hintoja.

3.8 Käyvän arvon käsite listaamattomissa osakkeissa

IPEV-ohjeissa käyvän arvon käsite määritellään seuraavalla tavalla: Käypä arvo on hinta, joka saataisiin sijoituksen mynnistä markkinaosapuolten välillä järjestetyssä kaupassa arvonmäärityshetkellä. Käypää arvoa arviotaessa arvonmäärittäjä siis olettaa, että kauppa tehtäisiin arvonmääritysajankohtana markkinaosapuolten kesken vapaaehtoisesti huolimatta siitä, onko sijoitusta todellisuudessa valmisteltu myytäväksi arvonmääritysajankohtana tai lähitulevaisuudessa. Käypä arvo arvioidaan arvonmääritysajankohdan mukaisten markkinaolosuhteiden mukaisesti.

Käypä arvo tulee arvioida kunakin arvonmääritysajankohtana jokaiselle sijoitukselle. Käypää arvoa arviotaessa käytetään menetelmiä, jotka ovat soveltuvia ottaen huomioon sijoituksen luonne, tosiseikat ja olosuhteet. Arvonmäärityksessä käytetään saatavilla olevaa markkinainformaatiota sekä markkinaosapuolten näkökulmasta perusteltuja oletuksia. Listaamattomien osakesijoitusten käypää arvoa arviotaessa määritetään ensisijaisesti kunkin sijoituksen yritysarvo ("Enterprise Value" tai "EV"), josta johdetaan osakekannan käypä arvo mm. vähentämällä yritysarvosta korolliset nettovelat.

Käyvän arvon arvioimiseen käytettävät arvonmääritysmenetelmät kalibroidaan. Kalibroitua varten tehdään arvonmääritys valituilla arvonmääritysmenetelmillä käyttäen sijoitushetken mukaista markkinainformaatiota ja lopputulosta arvioidaan suhteessa toteutuneeseen kauppahintaan. Mikäli nämä eroavat merkittävästi toisistaan, pyritään tunnistamaan syitä erolle, sekä tehdään perusteltuja oikaisuja käytettyihin oletuksiin. Kalibroinnilla lisätään valittujen arvonmääritysmenetelmien luotettavuutta käyvän arvon arvioinnissa.

4 Instrumenttikohtaiset arvonmääritysperiaatteet

4.1 Noteeratut osakkeet ja merkintäoikeudet

Osakkeet voidaan arvostaa hankintahintaan esim. liikkeeseenlaskun yhteydessä. Osakkeiden ja merkintäoikeuksien hintana käytetään vallitsevaa päätöskurssia, jolla tarkoitetaan kunkin markkinapaikan julkistamaa kyseisen arvostuspäivän virallista päätöstasoa (close). Jos markkinapaikka ei julkista päätöskurssia, käytetään viimeistä kaupankäyntitasoa. Mikäli kyseiselle osakkeelle ei saada päätöskurssia eikä sillä ole käyty kauppaa arvostuspäivänä, käytetään osto- ja myyntinoteerausten aritmeettista keskiarvoa. Mikäli keskihintaa ei voida arvostuspäivälle laskea, arvostetaan pääsääntöisesti viimeiseen saatavilla olevaan tasoon.

Paikallisista vapaapäivistä johtuen markkinapaikat voivat olla satunnaisesti suljettuina, tällöin arvostus tehdään viimeisimmilla saatavilla olevilla markkinahinnoilla.

Säännöt: "Rahastoon kuuluvat osakkeet ja vakiodut johdannaissopimukset arvostetaan julkisessa hinnanseurantajärjestelmässä vallitsevaan päätöskurssiin".

4.1.1 Noteerattujen osakkeiden arvostus poikkeustilanteissa

Mikäli markkinapaikka on auki, mutta yksittäiselle arvopaperille saadaan vain satunnaisia noteerauksia tai arvopaperilla ei ole lainkaan markkinanoteerauksia, voidaan arvopaperille käyttää enintään kahden viikon vanhoja noteerauksia. Tällöin on kuitenkin arvioitava ovatko yleiset markkinaolosuhteet muuttuneet merkittävästi viimeisimmän noteerauksen jälkeen. Esimerkiksi toimialan yleinen taloudellinen kehitys, sijoitusta koskevan tieto, riskitön korkotaso tai muu vastaava tekijä, jolla voitaisiin katsoa olevan merkittävä vaikutus arvopaperin arvoon. Mikäli markkinaolosuhteiden perusteella pystytään osoittamaan, että viimeisin noteeraus ei kuvasta arvopaperin käypää arvoa, tulee viimeisimmän noteerauksen hintaa oikaista ottamalla huomioon olosuhteiden muutos vastaavanlaisten arvopaperien hintojen tai tuotto prosenttien perusteella.

Vastaavasti, mikäli on oletettavaa, että arvopaperin viimeisin noteeraus ei kuvasta käypää arvoa, tulee hintaa oikaista. Esimerkiksi siten, että se kuvastaa hintaa, joka saataisiin tai maksettaisiin pakkotilanteessa toteutuvassa kaupassa, selvitystilassa tai panttihuutokaupassa.

Mikäli julkisista hinnanseurantajärjestelmistä saatava viimeisin arvostustaso ei yhtiön tilanteesta tai markkinatilanteen yleisestä muutoksesta johtuen anna oikeaa kuvaa arvopaperin arvosta, käytetään arvostuskomitean päätöksellä vaihtoehtoisia arvonmääritysmenetelmiä seuraavassa etusijajärjestyksessä:

Julkisen kaupankäynnin ulkopuolella toteutuneet kaupat

Mikäli virallista markkinanoteerausta ei ole saatavilla voidaan huomioida julkisen kaupankäynnin ulkopuolella toteutuneiden kauppajointojen hintoja, mikäli voidaan todeta, että kaupoista saadaan riittävän luotettavaa tietoa. Lisäksi kauppahintoja arvioitaessa on huomioitava kaupankäynnin volyymi, joka saattaa julkisen kaupankäynnin ulkopuolella olla ohutta ja siten kaupat eivät kuvastaisi osakkeen todellista käypää arvoa.

Myynti/toissijainen myynti tai osake/listautumisanti

Liikkeeseenlaskijan myydessä omia osakkeitaan sijoittajille, voidaan myynnin hintaa käyttää markkinahintana/käypänä arvona mikäli osakkeelle ei ole saatavilla muuta julkista noteerausta.

Vertailuhinta (peer group evaluation)

Kohdeyhtiölle muodostetaan 2-5 yhtiön vertailuryhmä, jonka yritykset toimivat samalla tai samankaltaisella liiketoiminta-alueella kohdeyhtiön kanssa. Vertailuryhmän kurssikehityksen perusteella voidaan seurata toimialan yleistä kehitystä. Kohdeyhtiön hankinta-arvoa tai sen viimeisintä markkinahintaa muutetaan vertailuryhmän kurssikehityksestä lasketulla keskiarvolla siten, että vertailuryhmän kurssikehityksen keskiarvo lasketaan markkina-arvoilla painotettuna. Vertailuryhmään valittavien yhtiöiden tulee olla aktiivisen kaupankäynnin kohteena ensisijaisesti kohdeyhtiön markkinapaikalla. Tästä voidaan kuitenkin poiketa, mikäli kyseisellä markkinapaikalla ei ole noteerattuna riittävästi ehdot täyttäviä yhtiöitä, joiden voitaisiin katsoa edustavan sopivaa vertailuryhmää.

Osakkeen arvon muokkaaminen markkinaindeksin tuotolla

Kohdeyhtiön viimeisintä hintaa voidaan muokata indeksituoton perusteella, mikäli on tunnistettavissa markkinaindeksi, jonka voidaan relevantisti katsoa kuvaavan kohdeyhtiön toimialaa, markkinasektoria tai kohdeyhtiön maantieteellisen alueen osakemarkkinoiden yleistä kehitystä.

Muu tapauskohtainen arvostustapa

Arvotuskomitea hyväksyy ehdotetun muun tavan.

4.2 Joukkovelkakirjalaina

Säännöt: Joukkovelkakirjalainat arvostetaan markkinoiden sulkeutumisajan käypään markkina-arvoon, joka pääsääntöisesti on julkisesta hinnanseurantajärjestelmästä tai muusta luotettavasta lähteestä saatu osto- ja myyntinoteerausten keskiarvo tai päätöskurssi.

Poikkeuksellisissa tilanteissa, joissa lainalle ei saada käypää arvostusta mistään edellä mainitusta lähteestä, käytettävä hinta arvioidaan parhaan saatavilla olevan luotettavan informaation avulla käyttämällä alla mainittuja menetelmiä seuraavassa etusijajärjestyksessä.

Markkinatakaajien antamat ostonoteeraukset (bid runs)

Poikkeuksellisissa tilanteissa, jossa yksittäisille lainoille ei ole saatavissa päätöstasoja edellä mainituista lähteistä voidaan arvostuksessa käyttää tunnettujen markkinatakaajien antamia ostotarjouksia. Ostotarjoukset voidaan hakea esimerkiksi Bloomberg Quotes Managerista.

Arvostus swap-käyrän perusteella

Joukkovelkakirjalaina voidaan arvostaa swap-käyrän perusteella. Laina arvostetaan relevanttiin swap-käyrään, johon lisätään lainan ja liikkeellelaskijan mukainen tuottoero. Tuottoero tulee tarkistaa säännöllisesti ja sitä muutetaan tarvittaessa.

Viitelainaan perustuva arvostus

Joukkovelkakirjalaina arvostetaan viitelainan keskituottoon, johon lisätään hankintahetken tuottoero. Tuottoero tulee tarkistaa säännöllisesti ja sitä muutetaan tarvittaessa.

4.3 Diskonttoinstrumentit

Säännöt: Rahamarkkinavälineet arvostetaan jäljellä olevaa juoksuaikaa vastaavaan arvopaperikohtaisella riskillisellä korjattuun markkinakorkoon tai markkinoiden sulkeutumisajan käypään markkina-arvoon, joka pääsääntöisesti on julkisesta hinnanseurantajärjestelmästä tai muusta luotettavasta lähteestä saatu osto- ja myyntinoteerausten keskiarvo tai päätöskurssi.

Diskonttoinstrumentit arvostetaan markkinahintaan tai hinnoittelumallin avulla relevantin mukaisen korkokäyrän kautta.

4.4 Rahastot

Säännöt: Sijoitusrahastojen, yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtorahastojen osuudet arvostetaan kunkin rahaston viimeiseen saatavilla olevaan rahasto-osuuden arvoon.

4.5 Lainaussopimukset

Säännöt: Laina- ja takaisinostosopimukset arvostetaan sopimusten kohteena olevien rahoitusvälineiden markkinahinnan perusteella.

4.6 Pörssijohdannaiset

Säännöt: Rahastoon kuuluvat pörssijohdannaisopimukset arvostetaan julkisessa hinnanseurantajärjestelmässä vallitsevaan päätöskurssiin.

Pörssijohdannaiset arvostetaan ensisijaisesti markkinapaikan julkistamaan arvostuspäivän viimeiseen selvityshintaan. Toissijaisesti käytetään muuta päätöskurssia tai viimeistä kaupankäyntitasoa. Jollei kyseisellä johdannaisella ole käyty kauppaa arvostuspäivänä, käytetään osto- ja myyntihintojen aritmeettista keskiarvoa. Teoreettista arvostusmallia voidaan tarvittaessa käyttää, mikäli hintaa ei saada tai kaupankäynnin likviditeetti on pieni.

4.7 OTC-johdannaiset

Säännöt: OTC-johdannaisopimukset arvostetaan yleisesti hyväksytyjä arvostusmalleja hyväksikäyttäen.

4.7.1 Korkokäyrät

OTC-johdannaisten arvostusmallien laskentatietona tarvitaan tuotteesta riippuen korkokäyriä esimerkiksi tulevien kassavirtojen diskonttausta varten. Korkokäyrien estimointi tehdään salkunhallintajärjestelmässä automatisoidusti osana päivittäistä prosessia. Tarvittavat syöttötiedot saadaan markkinainformaatiolähteistä.

4.8 Kiinteistösijoitukset

Säännöt: rahastoon kuuluvat kiinteistöt ja muut kuin julkisen kaupankäynnin kohteena olevat kiinteistö-arvopaperit arvostetaan käypään arvoon neljännesvuosittain pääsääntöisesti Keskuskauppakamarin hyväksymän kiinteistöarvioijan toimesta hyvää kiinteistönarviointitapaa noudattaen.

Asunto- ja toimitilaosakkeet

Säännöt: Mikäli Rahasto hankkii omistukseensa useisiin eri asuntoihin oikeuttavia asunto-osakeyhtiön tai -osakeyhtiöiden osakkeita samalla kertaa, voidaan arvostuksen osalta menetellä kahdella eri tavalla. Mikäli osakkeet on hankittu Rahastolle pitkäaikaisiksi sijoituskohteiksi ja ne on tarkoitus myydä yksittäisinä asuntoina, arvostetaan ne yksittäisten asuntojen käypiin arvoihin. Mikäli asunnot on hankittu yhtenä kokonaisuutena eikä niitä ole hankittu pitkäaikaisiksi sijoituskohteiksi eikä luovutettavaksi yksittäisinä asuntoina, arvostetaan ne yhtenä asuntojen käypiin arvoihin perustuvana kokonaisuutena, jolloin arvostukseen saattaa sisältyä kohteeseen kuuluvien asuntojen määrästä johtuvaa paljousalennusta. Jos asunnot on hankittu osana suurempaa kokonaisuutta ja arvostettu paljousalennus huomioiden, on niiden arvostuksessa mahdollista siirtyä käyttämään 12 kuukauden kuluttua kohteen hankinnasta

yksittäisten asuntojen arvostukseen perustuvaa arvoa, joka vastaa asuntojen todennäköistä realisoituarvoa ja joka ei pidä sisällään mitään paljousalennusta. Edellytyksenä on tällöin se, että nämä asunnot on tarkoitettu Rahaston pitkäaikaisiksi sijoituskohteiksi ja ne aiotaan myydä yksittäisinä asuntoina. Kohteiden luokitus tarkastetaan säännöllisin väliajoin.

Jos sijoituskohteen pitoaikaan tulee muutoksia, se käsitellään asianmukaisesti ja muutokset dokumentoidaan.

Kaikista sijoituskiinteistöistä tilataan arviokirja ulkopuoliselta kiinteistöarvioitsijalta.

Asuinkiinteistöt tai niihin vertautuvat asunnot arvioidaan pääsääntöisesti markkinalähestymistavalla. Muiden kuin asuinkiinteistöjen osalta kohteet arvioidaan pääsääntöisesti tuottolähestymistavalla. Ns. hybridi-kohteissa, joissa on sekä liiketoimintaan vuokrattuja tiloja että vapaasti vuokrattavia asuntoja, arvioitsijat käyttävät yhdistelmää kauppa-arvosta ja tuottoarvosta, eli asunnot arvioidaan kauppa-arvomenetelmällä ja liiketoimintaan vuokratut tilat tuottoarvolla.

Metsäkiinteistöt

Säännöt: Metsäkiinteistöjen osalta arvostuksen perustana on seuraava laskentamenettely: Puuvarannon arvostus tapahtuu puutavaralajeittain ja puun hintana käytetään viiden (5) vuoden liukuvaa pystykaupoin myydyin puun hintaa. Hinta-aineistona käytetään Metsäntutkimuslaitoksen puun virallista hintatilastoa. Puuvarannon hinnoittelu tapahtuu valtakunnallista yhtä hintaa käyttäen. Taimikoiden arvostuksessa käytetään eri arvoja Etelä- ja Pohjois-Suomessa ja samoin eri arvoja pienille ja suurille taimikoille. Taimikoiden hinta tarkistetaan vuosittain Maanmittauslaitoksen kiinteistöjen kauppahintatilaston metsämaan yleisen hintakehityksen perusteella. Rahaston sijoittaessa varoja Suomen ulkopuolelle Euroopan talousalueelle noudatetaan metsän arvostuksessa samanlaisia periaatteita ja tarkemmat arvostusohjeet kirjataan kunkin kohdemaan osalta rahaston arvonnaskennan objektiivisiin periaatteisiin.

- Metsän arvo perustuu puuvarannon hakkuuarvoon ja taimikoiden arvoon arvostusajankohtina. Puuvaranto jaetaan puutavaralajeihin ja arvostetaan pidemmän ajan (5 vuoden) liukuvaan (pystykaupoin myydyin) puun hintakeskiarvoon. Puun hinta-aineistona käytetään Luonnonvarakeskuksen (aik. Metsäntutkimuslaitos) puun virallista hintatilastoa. Puuvaranto hinnoitellaan valtakunnallisesti yhtä hintaa käyttäen. Metsien puustotiedot perustuvat kuvioittaiseen arviointiin. Puustotietojen päivityksessä otetaan huomioon laskentajaksolla hakkuissa poistunut puumäärä.
- Taimikoiden hinta tarkistetaan vuosittain Maanmittauslaitoksen kiinteistöjen kauppahintatilaston metsämaan yleisen hintakehityksen perusteella ja arvostuksessa käytetään eri arvoja pienille taimikoille (T1), isoille taimikoille (T2) sekä eri hintoja Etelä-Suomessa ja Pohjois-Suomessa.
- Näiden lisäksi voidaan metsäkiinteistön arvoa laskettaessa huomioida sen mahdollisia muita kuin metsätaloudellisia arvoja esimerkiksi kaavoitettuja tontteja ja yhteismetsäosuuksia, jos näillä on olennainen merkitys ko. kiinteistön arvostuksessa.
- Suomen ulkopuolelle tehtävien sijoitusten osalta noudatetaan metsän arvostuksessa samanlaisia periaatteita, jotka kirjataan kunkin kohdemaan osalta arvonnäätysperiaatteisiin.

4.9 Pääomarahastosijoitukset

Pääomarahaston manageri toimittaa rahastoraportin, jonka mukaisesti arvostus päivitetään salkunhallintajärjestelmään. Rahaston arvostus muodostuu raportin arvostuksesta korjattuna sen jälkeen mahdollisesti tulleilla kassavirroilla. Raportoidussa arvossa tiedossa olevat puutteet tai virheet oikaistaan arvostukseen. Tällaisia ovat esimerkiksi puuttuvat palkkiojaksotukset ja tiedossa olevat jo maksettujen tuottojen osuudet arvossa.

4.10 Talletukset

Säännöt: Talletukset arvostetaan huomioiden niiden pääoma ja pääomalle jaksotettu korko.

4.11 Noteeraamattomat osakesijoitukset

Säännöt: Jos Rahaston käyttämälle sijoituskohteelle ei ole saatavissa edellä mainittua luotettavana pidettävää ja käypää arvoa tai kyse on jostain muusta kuin edellä mainitusta sijoituskohteesta, kyseinen sijoituskohte arrostetaan Rahastoyhtiön hallituksen vahvistamien objektiivisten periaatteiden mukaan.

Arvonmäärittämenetelmän valinta edellyttää harkintaa. Arvonmäärittämenetelmän valintaan liittyvä harkinta ja valinta tulee tehdä kullekin sijoitukselle erikseen. Valittaessa arvonmäärittämenetelmää seuraavia seikkoja tulee arvioida:

- Onko menetelmän soveltamista varten saatavilla riittävästi riittävän laadukasta sekä soveltuva dataa
- Arvonmäärittäksen kohteen kyky tuottaa tuottoja tai positiivista kassavirtaa
- Missä vaiheessa elinkaartaan arvonmäärittäksen kohde on
- Menetelmän soveltuvuutta kyseiselle toimialalle
- Menetelmän soveltuvuutta arvonmäärittäsjankohdan mukaisessa markkinatilanteessa
- Mahdolliset muut tapauskohtaiset erityispiirteet

Arvonmäärittämenetelmän valinnassa pyritään suosimaan markkinatietoon perustuvia menetelmiä erityisesti riskien ja tuoton osalta. Vahvasti markkinatietoon perustuvat menetelmät ovat tyypillisesti vähemmän subjektiivisia kuin Rahastoyhtiön tekemiin oletuksiin perustuvat menetelmät. Markkinatietoon perustuvien menetelmien käyttö saattaa kuitenkin vaatia tekemään oikaisuja, joiden päämääränä on saattaa arvonmäärittäksen kohde vertailukelpoiseksi markkinatiedon kanssa. Tällaiset oikaisut voivat liittyä esimerkiksi kohteen likviditeetin ja määräysvaltaan. Tällaisten oikaisujen ei katsota automaattisesti heikentävän arvioidun käyvän arvon luotettavuutta.

Arvonmäärittäksessä tulee harkita, käytetäänkö käyvän arvon arviointiin yhtä vai useampaa arvonmäärittämenetelmää. Mikäli käytetään useampaa menetelmää, voidaan silti yhtä menetelmää pitää ensisijaisena arvonmäärittämenetelmänä. Noteeraamattomien sijoituskohteiden arvonmäärittäksessä voidaan käyttää ensisijaisesti menetelmää, mikä sopii parhaiten kyseiselle kohteelle ottaen huomioon sijoituksen luonne, liiketoiminta, markkinat sekä muut sijoitukseen vaikuttavat tekijät. Poikkeustilanteissa käytetään juuri kyseiselle sijoitukselle sopivaa menetelmää siinä tilanteessa. Noteeraamattomilla osakesijoituksilla ei voi lähtökohtaisesti määrittellä ensisijaisia tai toissijaisia yleisiä periaatteita, vaan ne valitaan yhtiökohtaisesti tilanteesta ja yhtiöstä riippuen.

Valittua menetelmää tulee soveltaa johdonmukaisesti ja yli ajan, paitsi kun menetelmän vaihtaminen johtaa luotettavampaan arvioon käyvästä arvosta. Rahastoyhtiö dokumentoi mahdolliset menetelmän vaihdot, sekä vaihtamispäätökseen vaikuttaneet tosiseikat ja perustelut.

Mahdollisia käytettäviä arvonmäärittämenetelmiä ovat:

- Markkinahinta

OP - Julkinen
21.12.2023

- o Kauppahinta sijoitushetkellä
- o Kohteesta myöhemmin käytävät kaupat ml toissijainen myynti/anti
- o Mahdollisesti myös kohteesta annettu sitova tarjous, joka ei kuitenkaan johtanut kauppaan
- o Listautumisanti tai listautumismyynti
- Markkinaperusteinen arvonmääritys (vertailuhinta)
 - o Arvostuskertoimet listatuista yhtiöistä
 - o Arvostuskertoimet verrokitransaktioista
- Kassavirtaperusteinen arvonmääritys
 - o Discounted cash flows (DCF)
- Substanssiarvo
- Muu tapauskohtainen arvostustapa

Päätös valitusta menetelmästä dokumentoidaan arvonlaskentamateriaaliin.

4.11.1 Valitut arvonmääritysmenetelmät

Yllä kuvatuista arvonmääritysmenetelmistä erityisesti markkinahinta ja markkinaperusteinen arvonmääritys perustuvat vahvimmin markkinatietoon, joten näitä menetelmiä käytetään ensisijaisesti listaamattomien osakesijoitusten arvonmääritykseen ja ne kuvataan laajemmin tässä dokumentissa.

Kauppahintaa pidetään käypänä arvona hankintahetkellä. Lisäksi, mikäli sijoituskohteen osakkeilla käydään kauppaa myöhemmin sijoitusaikana, tätä markkinahintaa pidetään käypänä arvona. Markkinahinnan soveltuvuutta arvioitaessa on kuitenkin selvitettävä täyttääkö osakekauppoihin perustuva markkinahinta riittävän luotettavasti kriteeristön käyvän hinnan määrittämiseksi. Kriteeristön mukaan tarkastellaan seuraavia seikkoja:

Osakekauppojen määrä ja koko

- Minkälaisten osapuolten välillä kauppaa on käyty
- Ovatko osapuolet toisistaan riippumattomia
- Onko osakkeen hinta määräytynyt vapaasti osapuolten välillä
- Ovatko kaupat olleet riittävän läheisessä ajallisessa yhteydessä arvonmääritysjanakohtaan

Mikäli kriteeristön voidaan katsoa täyttyneen riittävän luotettavasti, pidetään markkinahintaan ensisijaisena menetelmänä käyvän arvon arviointiin arvonmäärityshetkellä.

Hankintahintaa tai muuta myöhempää arvostustasoa voidaan korjata, mikäli sijoituskohteeseen kohdistuu jokin merkittävä ja poikkeuksellinen tapahtuma (esim. yrityskauppa, yrityssaneeraus, markkinaosuuden muutos, listaus julkiselle markkinapaikalle), jonka voidaan perustellusti katsoa vaikuttavan kohdeyhtiön arvostukseen. Sijoituskohteiden arvonmäärityksessä hyödynnetään tarvittaessa kolmannen osapuolen analyysijä sijoituskohteiden arvon kehityksestä.

Markkinaperusteinen arvonmääritys on yleensä soveltuva menetelmä sijoitukselle vakiintuneeseen yritykseen, jolla on selkeästi tunnistettava jatkuva tuottovirta tai tasainen, säilytettävissä oleva liikevaihtotaso.

Markkinaperusteinen arvonmääritys perustuu yritysarvon johtamiseen verrokkijoukon arvostuskertomista. Tyypillisimmät kertoimet ovat EV/Sales (Yritysarvo/Liikevaihto), EV/EBITDA (Yritysarvo/Käyttökate) ja EV/EBIT (Yritysarvo/Liikevoitto), P/B (Hinta/Kirja-arvo), P/AUM (Hinta/Markkina-arvo). Kulloinkin soveltuva kerroin valitaan ottaen huomioon kohteen koko, riskisyys ja kasvumahdollisuudet.

Markkinaperusteisessa arvonmäärityksessä kerroin voidaan johtaa joko listatuista verrokeista tai yritys-kauppaverrokeista. Lähtökohtaisesti käytetään listatuista verrokeista johdettuja kertoimia. Verrokkijoukkoa laatiessa tarkoitus on tunnistaa yhtiötä, jotka ovat kasvunäkymien ja riskien kannalta samankaltaisia kuin sijoituskohde. Tätä tarkastellaan seuraavien kriteerien näkökulmasta:

- Liiketoimintojen samankaltaisuus
- Millä markkinoilla yhtiö toimii
- Koko
- Maantieteellinen alue

Kertoimien perusteella johdetussa yritysarvossa, listatuista verrokeista saadulla kertoimella kerrotaan sijoituskohteen eli listaamattoman yrityksen jokin tunnusluku, tyypillisesti liikevaihto, käyttökate tai liikevoitto. Kertoimien sekä tunnuslukujen osalta voidaan käyttää joko toteutuneita lukuja tai ennusteita. Sijoituskohteen tilintarkastettuja toteutuneita lukuja voi lähtökohtaisesti pitää luotettavampina. Arvo on kuitenkin käsitteenä eteenpäin katsova, joten arvonmäärityksessä pyritään ottamaan huomioon nykytilan lisäksi myös perustellut ennusteet tulevasta. Rahastoyhtiö kuitenkin käyttää lähtökohtaisesti viimeisimpiä saatavilla olevia toteutuneita lukuja sekä kertoimia.

Kunkin sijoituksen yksityiskohtaisessa arvonmääritysohjeessa on kuvattu verrokkijoukon valintakriteerit, valittu kerroin sekä käytetäänkö toteutuneita lukuja vai ennusteita, sisältäen valintoihin vaikuttaneet perustelut.

4.11.2 Arvon päivitys

Listaamattoman osakesijoituksen kauppahintaa pidetään lähtökohtaisesti käypänä arvona hankintahetkellä. Kohde arvostetaan hankintahintaan, kunnes on mahdollista määritellä käypä arvo luotettavasti arvonmääritysmenetelmien avulla.

Hankintahintaan määritettyjen sijoitusten arvonkehitystä on seurattava ja arvoa on oikaistava, kun arvonmuutos on perusteltu. Hankintahintaa voidaan pitää käypänä arvona, kunnes peruste arvonmuutokselle havaitaan.

Listaamattomien sijoitusten arvonmääritykseen liittyy epävarmuutta, jonka vuoksi hankintahetken kauppahinnasta johdettua markkinahintaa pidetään lähtökohtaisesti luotettavimpana arvona käyvästä arvosta. Arvonmääritys laaditaan ja dokumentoidaan jokaiselle listaamattomalle sijoituskohteelle arvonmääritysajankohtana, vaikka arvonmäärityksen lopputulos ei johtaisi muutokseen käyvässä arvossa.

4.12 Velkakirjat - Suorat lainasijoitukset

Velkakirjatyyppejä sijoituksia voivat olla esim. investointilainat, pääomalainat tai vaihtovelkakirjalainat. Hankintahinnan katsotaan kuvastavan luotettavaa arvoa hankintahetkellä.

Velkakirjasijoituksen hankintahintaa pidetään lähtökohtaisesti käypänä arvona hankintahetkellä. Arvonmääritys käyvän arvon arvioimiseksi laaditaan jokaiselle sijoituskohteelle säännöllisesti samana arvonmääritysajankohtana tilikauden viimeisenä pankkipäivänä noudattaen näitä arvonmäärityisperiaatteita sekä jokaisen yksittäisen sijoituskohteen arvonmääritysohjeita.

Koska velkakirjasijoitukseen liittyvät kassavirrat ja pääoma-arvot voidaan ennustaa, tyypillisesti nämä sijoitukset arvostetaan diskontattujen kassavirtojen perusteella (DCF). Näin ollen velkakirjasijoituksen tulevat kassavirrat, eli velkakirjasopimuksessa määritellyt korot ja lyhennyssuunnitelman mukaisesti saatavat lyhennykset diskontataan arvonmäärityspäivän mukaiseen nykyhetkeen.

Velkakirjan arvostusta tehtäessä diskonttokorkona käytetään lähtökohtaisesti samaa diskonttokorkoa, jota käytettiin sijoituspäätöstä tehtäessä. Diskonttokoron tasossa huomioidaan luottoriski ja velkakirjasijoituksen ehdot, kuten laina-aika sekä etusijaisuus.

Mahdollisten optio-oikeuksien arvo erotetaan lainasijoituksen arvosta kalibroitaessa velan ja option alkuperäistä tuottoa ja käypää arvoa. Käyvän arvon määrittelyssä otetaan huomioon mm. tilinpäätösriski, kuponkikorko, odotettavissa oleva takaismaksuaika ja muut markkinaolosuhteet. Luottoriskin ja markkinatuottoprosentin muutoksiin perustuvat indikaatiot voivat vaikuttaa käypään arvoon. Toteutuneet kaupat vaikuttavat arvostukseen, mikäli niitä voidaan pitää riittävän edustavina ottaen huomioon kaupan koko ja hinnan määrittymiseen vaikuttaneet tekijät.

Mikäli velkasijoitukseen liittyy myös optio-oikeuksia esimerkiksi warrantti, erotetaan se arvonmäärityksessä omaksi komponenttikseen velkasijoituksesta. Optio-oikeuden esim. warrantin arvoa voidaan arvioida laatimalla kohdeyhtiöstä arvonmääritys soveltuvalla menetelmällä ja kertomalla tämä prosenttiosuudella, jonka warrantti oikeuttaisi, mikäli se käytetään. Mikäli optio-oikeus, esim. warranttipositio on merkittävä, sen arvonmääritys voidaan tehdä myös kehittyneemmällä optioiden hinnoittelumalleilla.

Kun kyseessä on kovenanttien rikkominen tai hakeutuminen velkajärjestelyyn mahdollinen alaskirjaus päätetään tapauskohtaisesti. Päätöstä tehtäessä otetaan huomioon mm. onko velkajärjestelyyn hakeutuminen strateginen päätös vai pakon sanelema tai onko kovenanttien rikkoutumiselle looginen liiketoimintaa edistävä syy vai huono taloudellinen tilanne.

5 Arvonmäärityksen dokumentointi ja varojen yksittäisten arvojen uudelleentarkistus

Avoimet sijoitusrahastot ja erikoissijoitusrahastot

Näissä rahastoissa arvonmäärityksessä käytettävät dokumentit säilytetään rahastojen normaalien dokumenttien säilytysaikojen mukaisesti kuitenkin vähintään kuusi vuotta niiden laatimisesta.

Suljetut kutsupohjaiset määräaika- ja määräpäivättömät ky-muotoiset rahastot ja erikoissijoitusrahastot

Näissä rahastoissa arvonmäärityksessä käytettävät dokumentit säilytetään rahaston koko toimikauden ajan. Laskelmat ja sijoituskohteiden ulkopuoliset arvonmääritykset tallennetaan siten, että niiden päivityshistoria on todennettavissa Rahaston koko toimikauden ajalta.

Rahastoyhtiö varmistaa, että arvonmääritysprosessissa on kokonaisuudessaan riittävästi tarkistuspisteitä mahdollisten virheiden havaitsemista varten. Arvonmäärityksessä ilmenneet virheet korjataan välittömästi virheen havaitsemisen jälkeen sekä raportoidaan ohjeiden (Sijoitusrahastotoiminnan järjestäminen ja nettelytavat kohta 10.2.4) mukaisesti valvojalle.