

# InvesteringsForeningsRådets brancheanbefalinger til politik for værdiansættelse

Vedttaget af InvesteringsForeningsRådets bestyrelse den 28. oktober 2009.

## Indhold:

- 1) Om brancheanbefalingerne
- 2) Værdiansættelsespolitik og -metoder
  - 2.1 Ansvarsfordeling
  - 2.2 Priskilder og værdiansættelsesmodeller
  - 2.3 Værdiansættelse af forskellige aktivtyper
  - 2.4 Justering af finansielle instrumenters værdi
- 3) Emissionstillæg, indløsningsfradrag og suspension
  - 3.1 Væsentlighed & likviditet
  - 3.2 Ændring af emissionstillæg og/eller indløsningsfradrag
  - 3.3 Suspension af emission og/eller indløsning

Appendix I: Værdiansættelseskema

Appendix II: Relationer mellem likviditet og illikvide aktiver

Appendix III: Relevant litteratur

## 1. Om brancheanbefalingerne

Brancheanbefalingerne er udarbejdet af en arbejdsgruppe under InvesteringsForeningsRådet og er godkendt af Rådets bestyrelse på dens møde den 28. oktober 2009. Arbejdet blev igangsat i forlængelse af, at EFAMA udarbejdede en Valuation Practise Note i efteråret 2008. EU kommissionen hilste initiativet velkomment og bad om, at rapporten fik en central rolle i den europæiske industris bestræbelser på at forbedre de eksisterende værdiansættelsesprincipper og -praksis i lyset af de indhøstede erfaringer under finanskrisen. EU kommissionen pegede også på, at området nyder både tilsynsmæssig og reguleringsmæssig opmærksomhed.

Hovedformålet med anbefalingerne er at beskrive principper og metoder, som gør det nemt for foreningerne at udarbejde eller forbedre deres politik for værdiansættelse. På denne måde understøtter anbefalingerne, at værdiansættelsen af alle finansielle instrumenter i danske investeringsforeningers<sup>1</sup> afdelinger hviler på høje og gennemarbejdede standarder i alle situationer.

---

<sup>1</sup> I dette notatet menes med "investeringsforeninger" alle de foreningstyper, som er reguleret i Lov om investeringsforeninger m.v.

Værdifastsættelse af en afdeling<sup>2</sup>, og hermed beregning af en retvisende indre værdi, er essentielt for investeringsforeningerne. En retvisende indre værdi

- har betydning for opgørelsen af investorernes afkast
- sikrer at alle investorer behandles ens og fair - nye medlemmer kan træde ind, og eksisterende medlemmer træde ud - uden at påvirke værdien af investeringerne for de øvrige medlemmer i foreningen<sup>3</sup>.

En brancheanbefaling er ikke forpligtende, men det har stor betydning, at investeringsforeningerne så vidt muligt følger den. Gældende lovgivning har dog altid forrang over principper og metoder, som er beskrevet i dette notat.

Desuden beskriver notatet en metodik, som kan anvendes til støtte ved beslutninger om ændringer i emissionstillæg og indløsningsfradrag og/eller suspension af emissioner og indløsninger i de enkelte afdelinger. Notatet er ikke en udtømmende beskrivelse af alle facetter i værdiansættelsen i investeringsforeningerne, men er primært en vejledning til, hvilke overordnede principper en sådan politik bør omfatte.

I notatet beskrives følgende emner, som relaterer sig til ovenstående forhold:

- værdifastsættelsesproces – og politik
- aktiver, som er vanskelige at prisfastsætte
- fair value justeringer
- likviditet
- fastsættelse af emissionstillæg og indløsningsfradrag
- suspension af emission og/eller indløsning

## 2. Værdiansættelsespolitik- og metoder

Foreningen skal have en nedskreven værdiansættelsespolitik, som beskriver de væsentlige forhold, som er relevante for værdiansættelsen i foreningen. Investeringsforvaltningsselskabet (IFS) bør sikre, at der udarbejdes en værdiansættelsespolitik for samtlige foreninger, som skal omfatte samtlige afdelinger i foreningen. Det skal fremgå af værdiansættelsespolitikken, hvilke foreninger i Investeringsforvaltningsselskabet (IFS), som værdiansættelsespolitikken gælder.

Det overordnede princip for værdiansættelsen er, at indre værdi altid skal give et retvisende billede af den enkelte afdelings (eller andelsklasses) aktiver og passiver.

Det endelige ansvar for værdiansættelse og værdiansættelsespolitikken påhviler den øverste ledelse, som kan træffe den endelige afgørelse om specifikke værdier på aktiver.

Værdiansættelsespolitikken anbefales at have særligt fokus på behandling af komplekse aktiver eller finansielle instrumenter, som er vanskelige at værdiansætte.

---

<sup>2</sup> Efterfølgende i dette notat menes med afdeling enten afdeling eller en andelsklasse

<sup>3</sup> Ved anvendelse af dobbeltpris-metoden

Værdiansættelsespolitikken anbefales minimum revurderet en gang årligt og forelægges øverste ledelse til godkendelse. Der kan eksempelvis være behov for opdatering ved investering i nye aktivtyper, ændrede markedsforhold, nye værdiansættelsesmodeller.

Værdiansættelsespolitikken er ikke offentlig tilgængelig, da den primært er en forvaltningsmæssig forskrift og som sådan bør den afstemmes med foreningens revision.

## 2.1. Ansvarsfordeling

Direktionen bør sikre, at alle parter involveret i værdiansættelsen har klarhed over deres rolle og ansvar. Disse parters roller og ansvar skal være beskrevet i værdiansættelsespolitikken.

Værdiansættelse af finansielle instrumenter skal så vidt muligt udføres af en enhed, der er uafhængig af ansvarlige for køb og salg af aktiver samt investeringsrådgivning, og som har de fornødne ressourcer og udstyr til dette formål.

For afledte finansielle instrumenter skal værdiansættelsen altid ske af en uafhængig enhed, der ikke er modparten.

Enheden skal have særligt fokus på behandling af finansielle instrumenter, som er vanskelige at værdiansætte, og komplekse finansielle instrumenter, eksempelvis illikvide instrumenter, strukturerede produkter, afledte finansielle instrumenter, som handles OTC, og unoterede finansielle instrumenter.

Det anbefales, at der nedsættes en Valuation Committee, med følgende overordnede ansvar:

- udformning af en værdiansættelsespolitik
- implementering og vedligeholdelse af samme
- sikring af en konsistent værdiansættelsesproces
- deltagelse i værdiansættelsen, såfremt det skønnes påkrævet

Valuation Committee bør bestå af medarbejdere, som er involveret i den daglige værdiansættelse, men kan også bestå af eksempelvis medlemmer af direktionen og porteføljemanagere. Valuation Committee kan inddrage eksterne eksperter efter behov. Risikostyringsfunktionen bør også involveres i værdiansættelsesprocessen for at sikre konsistens med den anvendte risikomålingsmetodik. Valuation Committee kan efter behov, og når det vurderes relevant, inddrages i værdiansættelsen af instrumenter, som er komplekse eller vanskelige at værdiansætte.

Såfremt foreningen fravælger en Valuation Committee må foreningens ledelse på anden vis sikre betryggende varetagelse af nævnte ansvar og opgaver.

## 2.2 Priskilder og værdiansættelsesmodeller

Værdiansættelsen af de enkelte finansielle instrumenter skal tage udgangspunkt i anbefalingerne for de enkelte typer af finansielle instrumenter, som fremgår af afsnit 2.3.

Der skal til støtte og overblik over værdiansættelsen udarbejdes et skema, som indeholder aktivtype, værdiansættelsesmetode og priskilde. Eksempel på skema er vist i appendiks 1.

Prisinformationerne, der danner basis for værdiansættelsen, skal som udgangspunkt være fra uafhængige kilder, som også er uafhængig af investeringsrådgiver. Den primære kilde er et aktivt marked, hvor der løbende noteres priser, og hvor priserne afspejler normale handler mellem uafhængige parter. Såfremt ingen priser er tilgængelige, kan værdiansættelsen foretages ved hjælp af anerkendte værdifastsættelsesmodeller, der gør maksimalt brug af observerbare markedsdata og som løbende verificeres og kontrolleres. Alternativt kan det finansielle instrument værdiansættes på basis af informationer fra en uafhængig tredje part.

I de tilfælde hvor flere værdiansættelsesmetoder er brugbare må værdiansættelsespolitikken foreskrive en prioriteret rækkefølge af de forskellige muligheder, hvor prioriteringen primært baseres på datavaliditeten.

Ved anvendelse af værdiansættelsesmodeller anbefales valg af passende og anerkendte standardmodeller, der inkorporerer faktorer, som markedsdeltagerne normalt tager i betragtning i deres prisfastsættelse som f.eks. volatilitet, likviditet, rentestruktur og valutakursudvikling. Såfremt dette ikke er muligt, skal IFS etablere og dokumentere modeller i en relevant funktion, hvor vedligeholdelse og kontrol af modellen finder sted i en anden funktion. Modelværdier skal så vidt muligt verificeres mod markedspriser.

Alle væsentlige forhold i anvendte værdiansættelsesmodeller skal beskrives, herunder forudsætninger og begrænsninger.

## 2.3 Værdiansættelse af forskellige finansielle instrumenter

### 2.3.1 Simple finansielle instrumenter

- *Noteret på en børs eller handlet på et reguleret marked*

Værdiansættelsen af finansielle instrumenter noteret på en børs eller handlet på et reguleret marked baseres på lukkekursen på værdipapiret ved beregning af den daglige regnskabsmæssige indre værdi. Ved beregning af en intra-dags<sup>4</sup> indre værdi anvendes den senest kendte markedskurs for instrumentet.

Markedskursen er som udgangspunkt seneste handelskurs. Såfremt denne ikke foreligger anvendes alternative markedskurser i prioriteret rækkefølge<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Intra dags indre værdi er indre værdier, investeringsforvaltningsselskabet stiller i løbet af dagen

<sup>5</sup> Foreningen bør præcisere prioriteringen som en del af værdiansættelsesskemaet i bilag 1.

For noterede finansielle instrumenter, hvor seneste markedskurs ikke vurderes retvisende, eksempelvis pga. manglende likviditet i markedet eller suspendering, kan aktivet værdiansættes på basis af information fra tredje part eller ved anvendelse af værdiansættelsesmodeller, jfr. afsnit 2.2.

For danske obligationer skal anvendes den offentliggjorte kurs, som bedst afspejler dagsværdien. Til brug for beregning af den regnskabsmæssige indre værdi anbefales lukkekursen fra NASDAQ OMX Copenhagen. For ikke-handlede obligationer kan historiske lukkekurser anvendes. For ikke-handlede obligationer med ikke retvisende historiske lukkekurser anvendes en værdiansættelsesmodel, der opfylder ovenstående kriterier i afsnit 2.2.

- *Unoterede*

For unoterede simple finansielle instrumenter kan foreningen basere værdiansættelsen på tredje parts værdier. Denne information behandles ud fra konsistens, validitet og uafhængighed. For disse værdipapirer kan en prioriteret rækkefølge af tredje parter benyttes, hvilken kan præciseres i værdiansættelsespolitikken. Alternativt kan anvendes en værdiansættelsesmodel, der opfylder kriterierne i afsnit 2.2.

### 2.3.2 Afledte finansielle instrumenter

- *Noterede*

For noterede afledte finansielle instrumenter foretages værdiansættelsen ud fra markedskursen på instrumenterne. Ved beregning af intra-dags indre værdier anvendes den seneste kendte børskurs.

- *Unoterede - OTC-handlet*

Da en markedsværdi ikke foreligger, kan instrumentet værdiansættes ud fra værdiansættelsesmodeller. Værdiansættelsen skal løbende sammenlignes med modpartens priser som kontrol.

### 2.3.3. Investeringsforeninger, specialforeninger, CIS<sup>6</sup> mv.

Til beregningen af regnskabsmæssige indre værdi anvendes seneste tilgængelige regnskabsmæssige indre værdi, eller alternativt handelskursen, for de foreninger, fonde mv., som afdelingen har investeret i. Ved beregning af en intra-dags indre værdi anvendes den seneste tilgængelige indre værdi<sup>7</sup>, eller alternativt handelskursen.

### 2.3.4 Pengemarkedsinstrumenter og kontanter

Pengemarkedsinstrumenter værdiansættes efter den amortiserende metode, således at fremtidige renter periodiseres til udbetalingen. Værdiansættelsen af kontantbeholdningen er den nominelle værdi af beholdningen plus den påløbne rente.

---

<sup>6</sup> Collective Investment Schemes

<sup>7</sup>Den seneste indre værdi skal være enten den regnskabsmæssige indre værdi eller intradags indre værdi

### **2.3.5. Valuta & valutaterminskontrakter**

Til beregning af den regnskabsmæssige indre værdi anvendes WM Reuters Close 1600 kurser for udenlandske værdipapirer og valutabeholdninger.

Valutainstrumenter værdiansættes ud fra markedskurser og egnede rentekurver. Ved intra-dags beregning anvendes de senest tilgængelige markedskurser.

## **2.4 Justering af instrumenters værdi**

Værdien af et finansielt instrument kan altid justeres af den øverste ledelse, eller af foreningens valuation committee, således at værdien reflekterer en fair værdi med udgangspunkt i likviditetsforhold, markedsforskel, kreditkvalitet m.m.. Justeringen skal begrundes.

Beregningen af intra-dag indre værdi for afdelinger i løbende handel skal baseres på tilsvarende priskilder som den regnskabsmæssige indre værdi. For finansielle instrumenter, der ikke værdiansættes løbende kan foreningerne udøve fornødent skøn for at tage højde for udviklingen på alle markederne over handelsdagen.

Skøn skal foretages i det omfang det vil give et mere retvisende billede end ved at undlade dette. Såfremt ikke alle relevante markeder er åbne, vil der ikke foreligge aktuelle kurser på alle finansielle instrumenter i afdelingen. Hvis foreningen eksempelvis forventer, at et marked, som er lukket på opgørelsestidspunktet, vil åbne med væsentlige ændrede kurser i forhold til seneste markedskurs, skal dette afspejles i den indre værdi. Det kan eksempelvis ske ved at tage højde for udviklingen i kursen på en handlet future på det pågældende marked eller ved lignende metoder, fx et benchmark. Foreningen skal beskrive de foretagne skøn.

### 3. Emissionstillæg, indløsningsfradrag og suspension

De aktuelle markedsvilkår vil have betydning for afdelingernes emissions- og indløsningsfradrag, og markedsvilkårene vil også have indflydelse på foreningens mulighed for at foretage emissioner og indløsninger på basis af en retvisende indre værdi.

Ved fx forøget markedsvolatilitet og/eller store indløsninger har en forening mulighed for at forøge afdelingens emissions- og indløsningssatser, eller alternativt midlertidigt at suspendere emissioner og/eller indløsninger (samt børshandel) med afdelingens beviser. Dette afsnit beskriver nogle centrale forhold og begreber, som foreningen bør medtage ved fastsættelse af en politik til håndtering af sådanne situationer.

Foreningen skal være i stand til at fastsætte retvisende vilkår for emissioner og indløsninger for alle afdelinger, også i vanskelige markedsvilkår, og det er derfor nødvendigt at have overblik over den i afdelingen samlede usikkerhed vedr. henholdsvis

- værdiansættelsen
- likviditeten

Usikkerhed vedr. værdiansættelsen relaterer sig primært til afdelingens indre værdi, mens den likviditetsmæssige usikkerhed primært relaterer sig til, hvor store indløsninger afdelingen er i stand til at honorere.

Med henblik på at reducere usikkerheden vedr. værdiansættelsen og likviditeten bør foreningen løbende have overblik over, hvorledes en afdelings aktiver fordeler sig på

- likvide aktiver (herunder kontanter),
- illikvide aktiver, som er lette at prisfastsætte, og
- illikvide aktiver, som er vanskelige at prisfastsætte.

For hver aktivtype bør foreningen desuden have overblik over, hvilke kursspænd som de respektive aktiver handles til i markedet.

Det uddybes i det næste afsnit, hvorledes andelene af likvide og illikvide aktiver kan have betydning for afdelingens samlede likviditet og værdiansættelse.

#### 3.1 Væsentlighed og likviditet

##### 3.1.1 Væsentlighed

Begrebet "væsentlighed" spiller en vigtig rolle i forbindelse med prisfastsættelse af en afdeling, som indeholder finansielle instrumenter, som er vanskelige at prisfastsætte og/eller indeholder illikvide finansielle instrumenter. At finansielle instrumenter kan være vanskelige at prisfastsætte skyldes typisk, at de handles på et illikvidt marked.<sup>8</sup> Graden af illikviditet kan være forskellig for forskellige

---

<sup>8</sup> Omvendt kan illikvide aktiver være forholdsvis lette af prisfastsætte.

aktivtyper og kan ændres over tid.

Væsentlighed relaterer sig således både til

- den samlede likviditet for en afdelings finansielle instrumenter og
- den andel af en afdelings formue, som udgøres af illikvide finansielle instrumenter, der er vanskelige af prifsætte
- spredning på enkeltpapirer

Jo større disse andele er, desto flere forholdsregler bør foreningen tage for at henholdsvis at

- sikre tilstrækkelige likvide midler til eventuelle indløsninger og
- sikre at prissætningen, herunder fastsættelse af emissionstillæg og indløsningsfradrag, retvisende reflekterer markedsforholdene, således at alle medlemmerne i afdelingen sikres en fair behandling ved emission og indløsning i afdelingen.

Overvejelserne omkring væsentlighed har relevans for anbefalingerne vedrørende håndtering af likviditet, emissionstillæg og indløsningsfradrag samt suspension, jf. afsnit 3.2 og appendix II.

### 3.1.2 Likviditet

Væsentlighed hænger sammen med, hvor stor en andel de likvide aktiver udgør af en afdelings formue. Denne andel vil typisk blive reduceret i forbindelse med indløsninger, idet de likvide midler, som anvendes til honorering af indløsningerne, oftest skaffes ved salg af likvide aktiver. Dette øger andelen af illikvide aktiver, hvilket også kan have indflydelse på fastsættelsen af afdelingens indre værdi.

Foreningen kan derfor overveje at fastsætte et mål for likviditeten i de enkelte afdelinger, hvor man relaterer de forventede daglige indløsninger (I) med beholdningen af likvide aktiver i afdelingerne (LA) og fastsætter et mål for, hvad dette forhold mindst skal være:

$$LA/I > x \text{ handelsdage}$$

Nærmer dette forhold sig den målsatte værdi, bør foreningen overveje, hvorledes den sikrer tilstrækkelig likviditet i afdelingen til honorering af forventede indløsninger. I situationer, hvor indløsningsaktiviteten falder sammen med øget markedsvolatilitet og øgede kursspænd, bør foreningen overveje at ændre størrelsen af indløsningsfradrag, og eventuelt også emissionstillæg. Ultimativt kan foreningen vælge at suspendere handlen med afdelingens beviser, idet der i suspensionsperioden vil være mulighed for at forøge andelen af likvide aktiver i afdelingen.

### 3.2 Ændring af emissionstillæg og/eller indløsningsfradrag

En ændring på størrelsen af emissionstillæg og indløsningsfradrag kan være nødvendigt for at sikre en fair behandling af alle medlemmerne i en afdeling, herunder også ind- og udtrædende medlemmer. En forhøjelse af emissionstillæg og indløsningsfradrag kan være nødvendigt af primært følgende årsager:

- Emissioner og indløsninger kan påvirke aktivernes fordeling på likvide og illikvide aktiver. Dette kan føre til ændring af størrelsen af indløsningsfradrag og emissionstillæg, da illikvide aktiver typisk har højere kursspænd.
- En udvidelse af kursspændene på aktiverne i afdelingens portefølje. Størrelsen af ændringen i indløsningsfradrag og emissionstillæg afledt af ændrede kursspænd og aktivsammensætning kan tage udgangspunkt i (1) eller (2) i appendix II.

### 3.3 Suspension af emission og/eller indløsning

Som beskrevet ovenfor kan manglende likviditet til honorering af indløsninger ultimativt forårsage suspension af emission og/eller indløsning i en afdeling, idet andelen af illikvide aktiver (og især illikvide aktiver, som er vanskelige at prisfastsætte) får en for væsentlig betydning for den samlede formue.

Overvejelserne ovenfor vedrørende ændringer af emissionstillæg og indløsningsfradrag kan ligeledes føre til overvejelser om suspension. Kursspænd for aktiver, som er vanskelige at prisfastsætte, ( $\alpha_3$  i appendix II), kan være variable, fx forårsaget af, at de kan være meget høje, hvis foreningen er nødsaget til en hurtig realisation af aktiverne. Suspension kan derfor i visse tilfælde være en mulighed for at undgå store ændringer i indløsningsfradrag og emissionstillæg. En suspension<sup>9</sup> giver således foreningen tid til at få justeret afdelingens aktiver til en mere optimal aktivsammensætning.

Det anbefales, at investeringsforvaltningsselskabet udarbejder forretningsgange for, hvorledes foreningen skal håndtere situationer, hvor der sker suspension af en afdeling, med henblik på at få informeret alle relevante parter på bedste vis.

#### 3.3.1 Implikationer for de enkelte afdelinger

Det følger af afsnit 3.2 at vanskelige markedsforhold kan have forskellige implikationer for de enkelte afdelinger, også selvom de investerer inden for samme investeringsområde. Væsentligheden for afdelingens samlede værdifastsættelse er afgørende for, hvordan foreningen kan vælge at handle.

Inden for samme forening kan der ske suspension af en afdeling, hvor et ringe fungerende marked indgår med stor vægt og derfor har stor betydning for prisfastsættelsen, hvorimod det indgår med en mindre vægt i en anden afdeling, og hvor effekten på prisfastsættelsen derfor er marginal (ingen suspension).

---

<sup>9</sup>En suspension af indløsninger kan dog kun ske efter foreningernes vedtægter herom, jf. Lov om Investeringsforeninger § 48, stk. 3 og 4.

Mønsteret i emissions- og indløsningsaktiviteten kan ud fra likviditetsbetragtninger også være årsagen til, at en forening vælger at suspendere en afdeling, samtidig med at en anden forening ikke vælger en suspension af en afdeling med investeringer indenfor samme investeringsområde.

## Appendix I: Eksempel på værdiansættelseskema

Aktivtype	Værdiansættelsespolitik	Primære priskilde	Sekundære priskilde	Tertiære priskilde
Kontanter				
Unoterede aktier				
Noterede obligationer				
Unoterede obligationer				
Noterede optioner				
OTC-optioner				
Værdipapirer, som omfatter afledte finansielle instrumenter				
Pengemarkedsinstrumenter, som omfatter afledte finansielle instrumenter				

## Appendix II: Relationer mellem likviditet og illikvide aktiver

I forbindelse med overvejelserne kan det være nyttigt at have følgende forhold i mente:

$$LA + IA_L + IA_V = 1,$$

hvor  $LA$  angiver andelen af likvide aktiver, herunder kontanter,  
 $IA_L$  angiver andelen af illikvide aktiver, som er lette at prisfastsætte, og  
 $IA_V$  angiver andelen af illikvide aktiver, som er vanskelige at prisfastsætte.

Det gennemsnitlige kursspænd,  $GKS$ , på aktiverne, som er et af de variable elementer, som indgår i beregning af emissionstillæg og indløsningsfradrag, kan beregnes som det vægtede gennemsnit af kurspændene på de forskellige aktivtyper:

$$GKS = \alpha_1 * LA + \alpha_2 * IA_L + \alpha_3 * IA_V$$

hvor  $\alpha_1, \alpha_2$  og  $\alpha_3$  angiver kursspændene i udgangspunktet på henholdsvis  $LA, IA_L$  og  $IA_V$ .

Til brug for overvejelser i forbindelse med ændringer i emissionstillæg og indløsningsfradrag er det relevant at kigge på det marginale kursspænd,  $MKS$ , ved ændringer i aktivsammensætning og kursspreadene på aktiverne.

$$\begin{aligned} MKS &= \alpha_1 * \Delta LA + \alpha_2 * \Delta IA_L + \alpha_3 * \Delta IA_V \\ &+ \Delta \alpha_1 * LA + \Delta \alpha_2 * IA_L + \Delta \alpha_3 * IA_V \\ &+ \Delta \alpha_1 * \Delta LA + \Delta \alpha_2 * \Delta IA_L + \Delta \alpha_3 * \Delta IA_V, \quad (1) \end{aligned}$$

hvor  $\Delta$  symboliserer ændringer.

I mange tilfælde kan man betragte  $\alpha_1$  og  $\alpha_2$  som konstante, idet nogle af aktiverne i tilfælde med udvidelse af kursspændet skifter status fra at være lette at prisfastsætte til at være vanskelige at prisfastsætte. Under disse forudsætninger reduceres ovenstående til:

$$MKS = \alpha_1 * \Delta LA + \alpha_2 * \Delta IA_L + \alpha_3 * \Delta IA_V + \Delta \alpha_3 * IA_V + \Delta \alpha_3 * \Delta IA_V \quad (2)$$

Det vil sige, at ændringer i emissionstillæg og indløsningsfradrag, som er afledt af ændrede markedsforhold og aktivsammensætning i en afdeling, er en funktion af de oprindelige kursspænd, ændringer i den relative aktivsammensætning samt ændringerne i kursspændet på aktiver, som er vanskelige at prisfastsætte.

## Eksempel

Vi betragter en afdeling, hvor fordelingen på forskellige finansielle instrumenter med tilhørende kursspænd ved handel i udgangspunktet har følgende andele og kursspænd:

Aktivtype	Andel	Kursspænd
Likvide let prisfastsatte	75 %	1 %
Illikvide let prisfastsatte	15 %	2 %
Illikvide vanskeligt prisfastsatte	10 %	3 %
<b>I alt/gennemsnit</b>	<b>100 %</b>	<b>1,35 %</b>

Vi antager nu, at markedsforholdene bliver forværret, hvilket kommer til udtryk ved at kursspændet på de illikvide vanskeligt prisfastsatte aktiver stiger fra 3 % til 10 %. Samtidig oplever afdelingen indløsninger som følge af de ændrede markedsforhold. Likvider til honorering af indløsningerne skaffes ved salg af likvide finansielle instrumenter. Hermed falder andelen af likvide aktiver, og andelen af illikvide aktiver stiger tilsvarende.

Aktivtype	Andel	Kursspænd
Likvide let prisfastsatte	50 %	1 %
Illikvide let prisfastsatte	25 %	2 %
Illikvide vanskeligt prisfastsatte	25 %	10 %
<b>I alt/gennemsnit</b>	<b>100 %</b>	<b>3,50 %</b>

Stigningen i det gennemsnitlige kursspænd som følge af de ændrede markedsforhold og den ændrede aktivsammensætning kan opgøres til 2,15 %-point.

Det samme resultat kan man nå frem til ved hjælp af formel (2)

$$MKS = \alpha_1 * \Delta LA + \alpha_2 * \Delta IA_L + \alpha_3 * \Delta IA_V + \Delta \alpha_3 * IA_V + \Delta \alpha_3 * \Delta IA_V \quad (2)$$

$$MKS = 1 \% * (50 - 75) \% \text{-point} + 2 \% * (25 - 15) \% \text{-point} + 3 \% * (25 - 10) \% \text{-point} + (10 - 3) \% \text{-point} * 10 \% + (10 - 3) \% \text{-point} * (25 - 10) \% \text{-point}$$

$$= -0,25 \% \text{-point} + 0,2 \% \text{-point} + 0,45 \% \text{-point} + 0,7 \% \text{-point} + 1,05 \% \text{-point} = 2,15 \% \text{-point}$$

## Appendix III: Relevant litteratur

**Bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.**  
[www.ftnet.dk](http://www.ftnet.dk)

### EFAMA Valuation Practice Paper

The paper includes considerations of the parties responsible in the valuation process, the issues of illiquidity and materiality, the role of valuation committees, the benefit of pricing policies and detailed analysis of the valuation process covering illiquid market prices and model valuations. The paper also examines the circumstances and effects of fund disruption events such as an inability to value a fund and insufficient liquidity to meet redemptions etc. The paper aims to highlight good valuation practice irrespective of the fund and business model.

Rapporten danner baggrundsmateriale for den danske anbefaling til indholdet i en værdiansættelsespolitik i danske foreninger.

### **IASB Expert Advisory Panel: Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active**

The panel was formed in May 2008 in response to recommendations made by the Financial Stability Forum to assist the IASB in:

- reviewing best practices in the area of valuation techniques, and
- formulating any necessary additional guidance on valuation methods for financial instruments and related disclosures when markets are no longer active.

Rapportens fokus er værdiansættelse i forbindelse med regnskabsafslutningen, men mange af dens betragtninger har også relevans i den løbende værdiansættelse

<http://www.iasb.org/Current+Projects/IASB+Projects/Fair+Value+Measurement/Fair+value+of+financial+instruments+in+markets+that+are+no+longer+active.htm>