

Finansmarkedsavdelingen
Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Oslo, 4. februar 2005

Forskrift om forvaltningsselskapers periodiske rapportering

1 Innledning

Vi viser til at Finansdepartementet 2. desember i fjor utsatte fristen for forvaltningsselskapenes rapportering i henhold til forskrift om periodisk rapportering. Samtidig ble også fristen til å utarbeide forenklet prospekt utsatt. Verdipapirfondenes Forening er tilfreds med at departementet etterkom bransjens anmodning om å utsette ikrafttredelsen. Som vi ved flere anledninger har påpekt overfor departementet inneholder begge disse to forskriftene uklare og til dels villedende opplysningskrav. Det er således etter vårt skjønn nødvendig at enkelte av bestemmelsene revideres før rapporteringsplikten i henhold til forskriftene trer i kraft.

Vi er kjent med at Kredittilsynet i brev til departementet datert 11. oktober har gitt uttrykk for at prospektforskriften som følge av EU-anbefalingen (2004/384) om innholdet i det forenklete prospektet bør endres. Vi registrerer dessuten av Kredittilsynet i nevnte brev varsler at det vil «vurdere forskrift om forvaltningsselskapenes periodiske rapportering i sammenheng med gjennomgangen av prospektforskriften». Som vi ga uttrykk for i vårt brev til departementet datert 19. oktober i fjor, har vi forståelse for at utformingen av krav til innholdet i det forenklete prospektet avventer den harmoniseringsprosess som foregår i EU. De to forskriftene inneholder til dels identiske bestemmelser, og vi er derfor enig i at det vil være nødvendig å koordinere revideringen av dem. Vår oppfatning er imidlertid at forskrift om periodisk rapportering bør kunne revideres og tre i kraft uavhengig av de pågående EU-prosesser, jf. at dette er et norsk initiativ utenom de forpliktelser som følger av UCITS-direktivet. For norsk fondsbransje er det sterkt ønskelig at krav om periodisk rapportering innføres parallelt med at verdipapirfondloven § 7-1 endres slik at lovpålagt informasjon etter denne bestemmelsen bare må sendes de andelseierne som eksplisitt har bedt om dette, jf. blant annet vårt brev om dette datert 3. august 2004. Etter vår oppfatning bør det siktes mot at denne lovrevisjonen og revidert forskrift om periodisk rapportering, begge er på plass med virkning fra utgangen av første halvår 2005.

På denne bakgrunn vil Verdipapirfondenes Forening i det følgende fremme forslag til endringer og presiseringer som vi mener bør gjennomføres i forskrift om periodisk rapportering.

2 Forslag til endringer i forskrift om periodisk rapportering

Etter vår oppfatning er det flere av bestemmelsene i forskriftens § 2 (krav til informasjon) som bør endres. Nedenfor følger våre konkrete forslag til endringer og begrunnelsen for dem:

§ 2 punkt 2:

I henhold til gjeldende forskriftsbestemmelse skal det gis informasjon om: «*avkastningen justert for tegningsgebyrer for den enkelte andelseier i perioden og inneværende år oppgitt i prosent av netto andelsverdi*». Etter vår oppfatning vil informasjon om avkastningen oppgitt i kroner være den beste måten å informere andelseierne om sin individuelle avkastning. Kroneavkastningen er en relevant opplysning som andelseierne forstår og lett kan forholde seg til. Dersom det også skal opplyses om den individuelle avkastningen oppgitt i prosent, vil det erfaringsmessig ofte skape et større informasjonsbehov enn det i utgangspunktet er ment å skulle løse, jf. nedenfor. Vi mener derfor at det ikke bør settes som krav at den enkeltes avkastning skal oppgis i prosent, men at det heller skal opplyses om kroneavkastningen.

Individuelle avkastningsopplysninger oppgitt i prosent må – dersom dette skal beregnes – defineres nærmere (dvs. hva som skal inngå i teller og nevner). Innenfor finasteorien skilles det mellom «tidsvektet» og «pengevektet» avkastningsberegninger: En tidsvektet avkastningsberegning innebærer at resultater oppnådd med en «stor portefølje» tillegges samme vekt som resultater oppnådd med en «liten portefølje». Dette til forskjell fra en pengevektet avkastningsberegning hvor resultater oppnådd med en stor portefølje blir tillagt størst vekt. En pengevektet avkastningsberegning tar således hensyn til kontantstrømmer til eller fra porteføljen i perioden (tegning og innløsninger) og tidspunktene for disse. Dersom det i en periode verken har vært fortatt tegninger eller innløsninger i den enkeltes portefølje vil den tidsvektede og den pengevektede avkastningen være identiske.

De avkastningsberegninger som på daglig basis foretas i verdipapirfond (jf. foreningens informasjonsopplegg som Oslo Børs Informasjon (OBI) daglig distribuerer til aviser og andre medier) viser fondets tidsvektede avkastning (altså avkastningen per andel). Krav om å anvende tidsvektet avkastning ved resultatmåling av porteføljeforvaltere følger av internasjonale anerkjente standarder som GIPS (Global Investment Performance Standards) som blant annet er anbefalt av Norske Finansanalytikerens Forening. Det kan nevnes at også Petroleumsfondet benytter tidsvektet avkastning ved sine avkastningsberegninger.

Individuelle avkastningsberegninger oppgitt i prosent vil måtte forstås som en pengevektet avkastningsberegning – hvor det altså skal tas hensyn til den enkeltes tegninger og innløsninger i perioden. Det finnes flere metoder for beregning av pengevektet avkastning. De to vanligste metodene kalles modifisert Dietz metode og internrentemetoden:

- Ved modifisert Dietz metode blir de enkelte kontantstrømmene i løpet av perioden vektet etter hvilket tidspunkt de kom inn i porteføljen. Kontantstrømmen fordeles på inngangsverdi og utgangsverdi, vektet etter hvor mange dager kontantstrømmen har vært i porteføljen av totale dager i måleperioden.
- Internrenten er den renten som gjør at nåverdien av alle kontantstrømmer i perioden pluss porteføljens verdi på slutten av perioden er lik porteføljens startverdi.

Internrentemetoden antas i utgangspunktet ikke å være særlig egnet som beregningsmetode da den i gitte situasjoner vil gi flere matematisk «riktige svar»¹. Selv om det kan være mulig å etablere «filtre» som i de fleste tilfeller automatisk sorterer ut de mindre fornuftige svarene, vil man ikke kunne gardere seg mot å måtte foreta manuelle vurderinger av hvilket av svarene metoden gir som vil være mest korrekt. Dette vil igjen kreve betydelige ressurser, særlig i forvaltningsselskaper med mange andelseiere. På denne bakgrunn vil internrentemetoden ikke være et realistisk alternativ for beregning av pengevektet avkastning til den enkelte andelseier.

Den generelle utfordringen med å skulle beregne og presentere pengevektet avkastning for den enkelte andelseier, ligger i at det i gitte situasjoner vil kunne være dramatiske forskjeller mellom fondets tidsvektede avkastning og den enkeltes pengevektede avkastning². Eksemplet i fotnote 2 illustrerer en situasjon hvor fondets tidsvektede avkastning i perioden har vært 16,67 %, mens andelseieren – fordi han foretok en betydelig tegning midt i perioden hvor kursen hadde steget kraftig (for deretter å falle) – kun har oppnådd en pengevektet avkastning på -33,3 %. For forvaltningsselskapene vil det representere en betydelig kommunikasjonsmessig utfordring å forklare andelseieren forskjellen mellom disse to proSENTSATSENE.

Generelt innebærer pengevektede avkastningsberegninger betydelige utfordringer i de situasjoner hvor det pengevektede beløpet nærmer seg (med motsatt fortegn) startverdien. Nevneren i avkastningsberegningen (modifisert Dietz) består av startverdi pluss pengevektet verdi. Dersom disse to beløpene er like (med motsatt fortegn) finnes ikke noe svar (fordi nevneren da blir null). Er de nesten like vil verdiene bli ekstremt høye (enten positiv eller negativ) fordi man da deler på et tall som er nær null³. (Tilsvarende resultater vil man få også ved andre metoder for beregning av pengevektet avkastning – internrentemetoden vil dog ikke gi like ekstreme utslag, men denne metoden anses ikke velegnet siden den kan gi flere svar, jf. over). Poenget er at slike ekstreme avkastningsproSenter vil bli oppfattet som meningsløse for de fleste. Ikke minst vil det i beste fall være utfordrende å meddele en andelseier at den individuelle avkastningen ikke kan beregnes.

Det skal nevnes at eksemplene som er gjengitt i fotnote 3 representerer situasjoner med ekstrem kursvolatilitet. Historien viser imidlertid at enkelte aksjefond har doblet seg på kort tid for deretter å falle igjen. Det er også nokså utbredt med hyppige tegninger med små beløp (månedlige spareavtaler) og færre, men større beløp som innløses. Eksemplene er etter vår oppfatning således relevant i forhold til å understreke de utfordringer som et eventuelt krav om beregning av pengevektet avkastning vil kunne medføre.

¹ Anta for eksempel at andelseierens portefølje har en startverdi på 1000 og sluttverdi på 100. I perioden er det først foretatt to innløsninger hver på 1000 (dvs. at andelene har steget kraftig i verdi), deretter er det tegnet for 1000. Internrentemetoden gir i dette tilfellet tre ”riktige” svar når det gjelder den pengevektede avkastning: -88,56 %, -28,58 % og +19,52 %.

² Anta for eksempel at porteføljens startverdi er 100. Kursstigningen er deretter 100 prosent slik at porteføljens øker til 200. Andelseieren tegner på dette tidspunktet for 1000 slik at markedsverdien på hans samlede andeler er 1200. Anta deretter at disse ved periodens slutt er falt til en markedsverdi på 700. Fondets tidsvektede avkastning i perioden er **16,67 %** $[(1200-1000)/100*(700/1200) - 1]$, mens den pengevektede avkastningen for andelseieren er (beregnet etter modifisert Dietz metode) **-33,3 %** $[(700-100-1000)/(100+(1000/2))]$.

³ Formel for modifisert Dietz er: $r = (Ve - C/2) / (Vs + C/2)$, der Ve er sluttverdi, Vs er startverdi og C er kontantstrøm (negativ hvis innløsning). Anta startverdi 100, innløsninger i perioden 200 og sluttverdi 10. Pengevektet avkastning kan da ikke beregnes (fordi nevneren blir null). Hvis innløsningene i stedet er 199 blir pengevektet avkastning + 21800 %. Er innløsningene 201 blir pengevektet avkastning - 22200 %.

Enkelte av foreningens medlemsselskaper innførte for noen år siden på eget initiativ et prøveprosjekt med å gi samtlige andelseiere opplysninger om sin pengevektede avkastning. Erfaringene som ble høstet viste at svært mange andelseiere ble forvirret over denne opplysningen som de ikke klarte å relatere til fondets tidsvektede avkastning, og dette utløste en stor pågang til forvaltningsselskapet fra usikre andelseiere. Erfaringen som ble høstet var således at opplysningen om pengevektet avkastning bidro til å skape et enda større informasjonsbehov hos mange andelseiere. Det er også svært ressurskrevende for forvaltningsselskapet å gi klare svar på slike kundehenvendelser fordi det krever detaljinnnsikt både i fondets kursutvikling og den enkelte andelseiers tegninger og innløsninger i fondet. Basert på denne erfaringen valgte selskapene derfor å kutte ut obligatorisk informasjon om pengevektet avkastning til andelseiere. I dag er det imidlertid en rekke selskaper som gir andelseierne informasjon om (urealisert) kroneavkastning på sine andeler, og erfaringene tilsier at slik informasjon vil andelseierne lettere kunne forholde seg til uten at det skaper behov for mer informasjon.

Vi viser dessuten til at verdipapirfondlovens § 6-3 annet ledd krever at forvaltningsselskapet skal opplyse om «*avkastningen for andelseieren*». Det foreligger således ikke noe lovkrav om at avkastningen også skal oppgis i prosent. Vi er heller ikke kjent med andre land der det er innført krav om å rapportere den enkeltes andelseiers avkastning i prosent.

På denne bakgrunn vil vi tilrå at kravet om at den enkeltes avkastning skal oppgis i prosent tas ut av forskriften. I stedet bør det settes som krav at avkastningen skal oppgis i kroner. Etter vår oppfatning er det videre tilstrekkelig at det opplyses om den urealiserte kroneavkastningen i perioden, jf. at andelseiere som har innløst andeler i løpet av et kalenderår vil motta informasjon om realisert kroneavkastning fra forvaltningsselskapet en gang etter nyttår gjennom en særskilt realisasjonsoppgave.

Oppsummert vil vi tilrå at § 2 punkt 2 gis følgende ordlyd:

*«Forvaltningsselskapet skal påse at den enkelte andelseier får skriftlig informasjon om:
(...)
2. urealisert avkastning i kroner justert for tegningsgebyrer for den enkelte andelseier i perioden og inneværende år.»*

§ 2 punkt 3

Ordlyden under dette punktet i forskriften er: «*de kostnadene én andel har blitt belastet med i perioden*». I henhold til siste punkt i forskriftens § 2 skal dette opplyses i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital i perioden. Med tanke på at det ikke vil være noen forskjell mellom de kostnadene én andel har blitt belastet med i perioden i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital og de kostnader fondet har blitt belastet med i perioden i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital, synes vi forskriftsteksten heller bør formuleres som: «*de kostnadene fondet har blitt belastet med i perioden*».

§ 2 punkt 6

Bestemmelsen innebærer at det skal opplyses om at «*historiske tall ikke er noen garanti for framtidig avkastning*». Etter vår oppfatning er dette en utilstrekkelig ordlyd. Vi viser i denne forbindelse til foreningens markedsføringsstandard hvor følgende ordlyd er anbefalt benyttet: «*Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, fondets risiko og provisjoner, samt forvalterens*

dyktighet. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap». Etter vår oppfatning gir dette en langt mer utfyllende informasjon, og vi vil derfor anbefale at § 2 punkt 6 erstattes med dette forslaget.

§ 2 punkt 7

Bestemmelsen krever at det skal opplyses om «at avkastningen kan variere betydelig innenfor et år og at realisert tap eller gevinst ved å investere i fondsandeler derfor vil avhenge av de eksakte tidspunktene for kjøp og salg». Som vi har påpekt overfor departementet vil dette opplysningskravet for eksempel være villedende for et kort pengemarkedsfond. I endringsforskriften som departementet fastsatte 2. desember i fjor ble derfor ordlyden i prospektforskriften § 3 første ledd pkt. 2.11 tredje ledd endret slik at dette opplysningskravet kun gjøres gjeldende for «fond hvor det kan antas at avkastningen kan variere betydelig innenfor et år». Vi legger derfor til grunn at tilsvarende endring også bør foretas i den tilsvarende bestemmelsen i forskriften om periodisk rapportering.

← **Formatert:** Hold sammen med neste

§ 2 siste ledd

Siste ledd i § 2 har i dag følgende ordlyd:

«De kostnadene som skal oppgis i henhold til første ledd nr. 3, oppgis i prosent av netto andelsverdi og omfatter forvaltningsgodtgjørelse, tegningskostnader, innløsningskostnader og transaksjonsdrevne kostnader unntatt kurtasjekostnader som påløper ved utføring av transaksjoner for fondet. Kostnadene skal oppgis både som en totalkostnad og spesifisert. Det skal fremgå at kurtasjekostnaden ikke er oppgitt som en del av totalkostnaden. Verdien av én andel fratrukket innløsningskostnader skal oppgis.»

Etter vår oppfatning er det særlig kravet om at fondets totalkostnader (som består av summen av samtlige kostnader fondet har blitt belastet i perioden utenom transaksjonsdrevne kostnader) skal summeres med fondets tegnings- og innløsningsgebyrer, som er problematisk. Som vi har påpekt overfor departementet tidligere innebærer dette innføring av et særnorsk kostnads mål i strid med de anbefalinger EU-kommisjonen har utarbeidet (vedrørende innholdet i det forenklete prospektet). Vi har ingen innvendinger mot at også tegnings- og innløsningsgebyrer skal opplyses (dette gjøres allerede i dag gjennom foreningens informasjonsopplegg), men vi er sterkt kritiske til at disse gebyrene skal summeres med fondets totale kostnader. En slik oppstilling vil medføre at et fond med lav totalkostnad, men med relativt høye tegnings- eller innløsningsgebyrer, vil framstå som «billigere» enn et fond med langt høyere totalkostnad og relativt lave tegnings- eller innløsningsgebyrer. En slik oppstilling vil derfor kunne lede hen til feilaktig inntrykk hos andelseiere ved sammenligninger av kostnader. Vi vil derfor tilrå at bestemmelsene vedrørende kostnadsinformasjon endres slik at dette blir i tråd med EU-kommisjonens anbefalinger. Foreningens informasjonsopplegg er nå blitt utvidet til å inkludere opplysninger om fondets totalkostnader (Total Expense Ratio – TER) i henhold til kommisjonens anbefalinger. Dette tallet inngår nå i informasjonsopplegget som OBI på daglig basis distribueres til aviser og andre medier.

Gjennom diskusjoner med Kredittilsynet har vi fått bekreftet at også tilsynet har kommet til at totalkostnadene ikke bør summeres med tegnings- og innløsningsgebyrer. Vi legger således til grunn at det neppe er kontroversielt å endre bestemmelsen på dette punkt.

Vi har også merknader til den innledende ordlyden i siste ledd i forskriftens § 2, som lyder:

«De kostnadene som skal oppgis i henhold til første ledd nr. 3, oppgis i prosent av netto andelsverdi...»

Kostnadene bør etter vår oppfatning oppgis i prosent av fondets gjennomsnittlige forvaltningskapital og ikke i prosent av netto andelsverdi. Følgende eksempel illustrerer dette:

Anta et fond med netto andelsverdi 100 per 1. januar, og der andelsverdien i løpet av året synker til 50. Anta også at fondets årlige forvaltningshonorar er på 1,5 %. Ettersom forvaltningshonoraret trekkes løpende gjennom året vil kostnadene bli vesentlig høyere enn 1,5 %, hvis man bruker netto andelsverdi på rapporteringstidspunktet (50) i nevneren ved en slik beregning.

Et slikt beregningsopplegg vil ikke gi et presist grunnlag for å sammenligne kostnader, fordi kostnadmålet ikke bare vil bli bestemt av fondets kostnadsnivå, men også bli påvirket av fondets kursutvikling i måleperioden. (Fallende kurser gjennom året gir for høyt kostnadmål og stigende kurser gjennom året gir for lavt kostnadsmål.) Vårt forslag til definisjon (se under), som ikke tar utgangspunkt i et regnskap for en andel i fondet, men fondets samlede kostnader (teller) og gjennomsnittlige forvaltningskapital (nevner) gir et kostnadmål som er upåvirket av verdisvingninger i fondet i måleperioden.

Vi vil også tilrå at kravet om at «verdien av én andel fratrukket innløsningskostnader» bør tas ut av forskriften. Vi har vanskelig for å se hvilken informasjonsverdi som ligger i å få opplyst verdien av én andel på rapporteringstidspunktet, som vil være historisk og lite relevant informasjon når andelseieren mottar periodisk rapportering for fondet vedkommende har investert i. Vi viser til at andelsverdien fastsettes daglig og er lett tilgjengelig via aviser, internett, tekst-TV etc, der også innløsningsgebyr (oppgitt i prosent) vil framgå.

På denne bakgrunn vil vi tilrå at siste ledd i § 2 gis følgende ordlyd:

«Kostnadene som skal oppgis i henhold til første ledd nr. 3 skal oppgis i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital i perioden. Fondets totalkostnader defineres som alle kostnader som ble belastet fondet i perioden, bortsett fra kurtasjekostnader og øvrige transaksjonsdrevne kostnader. Det skal framgå at transaksjonsdrevne kostnader ikke er oppgitt som en del av totalkostnaden. Videre skal årlig forvaltningsgodtgjørelse samt tegningsgebyr og innløsningsgebyr oppgis i prosent».

Avslutningsvis vil vi be departementet prioritere arbeidet med å vurdere en endring i verdipapirfondlovens § 7-1 og innholdet i forskrift om periodisk rapportering, slik at norsk fondsbransje har de nødvendige avklaringer i god tid før rapporteringstidspunktet. Utsendelse av slike rapporter planlegges relativt lang tid i forveien fra forvaltningsselskapenes side, og usikkerhet opp mot rapporteringsfristene vedrørende krav til innhold medfører lett merkostnader.

Med vennlig hilsen
Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud
Adm. direktør