

Global standard for investeringsresultater (GIPS®)

GIPS sikrer at historiske investeringsresultater beregnes og presenteres etter ensartede prinsipper. Artikkelen gir en innføring i de internasjonale anbefalingene for presentasjon og beregning av historiske investeringsresultater, samt en gjennomgang av hvordan prosessen for porteføljeregnskap og avkastningsmåling bør innrettes.



Autorisert finansanalytiker
Jørn Gunnar Kleven

(33) er Autorisert Finansanalytiker (AFA), CEFA, MBM (handelsøkonom) og har avlagt forsikringseksamen. Han er tidligere ansvarlig for bl.a. investeringsrapportering i KLP Forsikring og Storebrand Kapitalforvaltning ASA. Han er i dag controller i Oppland Energi AS og leder av Norske Finansanalytikers Forenings komité for avkastningsmåling (GIPS-komité). Han er og deputy i European Investment Performance Committee (EIPC).

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Det norske finansmarkedet har i løpet av de siste årene gjennomgått vesentlige endringer. Et område hvor det norske finansmarkedet har hatt behov for ytterligere profesjonalisering, er ved beregning og presentasjon av historiske investeringsresultater. Flere aktører i markedet har ønsket seg en mer standardisert form for å beregne og presentere investeringsresultater fra verdipapirporteføljer.

Tiden har løpt fra typiske nasjonale standarder innenfor investeringsverdenen. Norske Finansanalytikers Forening (NFF) har anbefalt at Global Investment Performance Standards (GIPS) benyttes i Norge ved beregning og presentasjon av investeringsresultater. GIPS ble oversatt til norsk i 1999 og senere revidert i juli 2001 (Norsk GIPS). Den kan finnes på NFFs hjemmeside (www.finansanalytiker.no).

For revisorer, økonomi- og regnskapssjefer, controllere og andre er standarden viktig av flere årsaker. For det første er det viktig å kunne avlegge et porteføljeresultat med god teknisk kvalitet. Derne vil kjennskap til grunnleggende metoder i standarden forenkle vurderingen av formsforvaltningen av verdipapirer i ethvert foretak, i tillegg til å forbedre og stimulere den generelle internkontrollen. Standarden vil også ha betydning for revisjonsselskapene siden disse ofte benyttes til å utstede erklæringer om etterlevelse av standarden hos forvalteren. De fleste forvaltere som etterlever standarden foretrekker en slik attestasjon. I 96 % av tilfellene blir denne attestasjonen gjort av et revisjonsselskap¹². I tillegg bistår revisorer ofte foretak med implementering av standarden. Delen som dekker prosessen ved verifisering (bekreftelse på etterlevelse) utgjør i underkant av 40 % av standarden i antall sider. Til sist vil kjøpere av kapitalforvaltningstjenester ha stor nytte av GIPS, siden innholdet fokuserer på objektivitet og transparens i beregning og presentasjon av historiske resultater.

Oppslutningen omkring GIPS har overrasket mange. I 2001 svarte 95 % av forvaltere på global basis at de innen kort tid ønsket å etterleve GIPS, eller nasjonale varianter av GIPS.¹³ I den store oppslut-

ningen ligger det imidlertid et lite paradoks. Få bransjer har flere forholdstall, nøkkeltall og rentekonvensjoner enn finansnæringen. Det er derfor et paradoks at man først i år 2000 utformet en standard for å vurdere egne investeringsresultater etter objektive kriterier.

Standarden har raskt fått innpass i de fleste regioner. I flere land, som Norge og Japan, er det finansanalytikerorganisasjoner som promoterer og sponser standarden. Andre eksempler på nasjonale sponsorer er National Association of Pension Funds (UK) og The Swiss Bankers Association.

Denne artikkelen gjennomgår de viktigste punktene fra porteføljeregnskap til beregning av avkastning og verifisering av forvaltningsresultater.

Min gjennomgang er ikke uttømmende for alt hva standarden dekker.¹ Jeg har valgt å legge mest vekt på de områdene som i praksis har vist seg krevende ved praktisering av standarden.

1.2 Innholdet i GIPS

GIPS er å anse som en minimumsstandard for beregning og presentasjon av forvaltningsresultater. Standarden inneholder både anbefalinger og krav. Dagens anbefalinger forventes å bli krav i fremtiden. På enkelte områder inneholder standarden overgangsregler. Det er anbefalt at man tilpasser seg overgangsreglene på et så tidlig tidspunkt som mulig.

Etterlevelse av standarden er frivillig. Et viktig mål med standarden er å øke egenreguleringen i bransjen innen området investeringsresultater.

Ved avvik mellom GIPS og andre lokale standarder fra bransjeorganisasjoner og tilsynsmyndigheter, anbefaler standarden at begge standarder etterleves. Formålet til GIPS vil hovedsakelig være å gi retningslinjer for hvordan man skal presentere og beregne et transparent historisk investeringsresultat.

Standarden består av fem hoveddeler. I tillegg kommer en fyldig dekning av emnet verifisering (etterlevelseskontroll). De fem hoveddelene er grunnlagsinformasjon, beregningsmetodikk, portefølje-grupper, utfyllende informasjon og presentasjon og rapportering.

Standarden er ment å omfatte forvaltning av verdipapirer. Det ligger fremme et forslag om å inkludere eiendom og venture-capital etter hvert, mest trolig først i 2005.

Det er prospektive og eksisterende kunder til forvaltningsselskapene standarden primært ivaretar. Selskap som kun driver egenforvaltning vil imidlertid ha stor nytte av delene grunnlagsinformasjon og beregningsmetodikk.

Standardens «faneparagraf» er at all presentasjon av investeringsresultater skal være «true and fair». Forvalteren har ansvar for å treffe nødvendige tiltak utover GIPS, i de tilfeller det er nødvendig for å oppnå standardens intensjon. Etterlevelse av GIPS må omfatte hele foretaket. Det er ikke anledning til å hevde at deler av investeringsvirksomhet er i henhold til standarden.

I tillegg til selve standarden foreligger det ulike Guidance Statements, som er dype-regående tolkninger av deler innenfor GIPS.

1.3 Administrering av GIPS

Arbeidet med vedlikehold og utvikling av GIPS er styrt av Investment Performance Council (IPC). IPC støttes av Association for Investment Management and Research (AIMR), som er den amerikanske søsterorganisasjonen til Norske Finansanalytikeres Forening. IPC er organisert i ulike regionale og faglige enheter. Norge ble representert i den regionale enheten, European Investment Performance Committee (EIPC) i 1999.

I tillegg til vedlikehold og utvikling av standarden skal IPC påse at oversettelse og utgivelse av standarden på nasjonalt nivå skjer etter fastsatte retningslinjer.

IPC godkjente i september 2001 den norske oversettelsen av GIPS (Norsk GIPS). Norge er dermed et av de første land i verden som har en godkjent oversettelse. NFF har som sponsor av standarden i Norge ulike forpliktelser overfor IPC om bruk, støtte og utvikling av standarden her i landet.

European Investment Performance Committee (EIPC) vil i juni d.å. avholde et av sine regelmessige møter i Oslo. Norske Finansanalytikeres Forening planlegger å tilby et seminar om GIPS i tilknytning til dette møtet.

2 Porteføljeregnskapet

Dekkes i GIPS 1.A.1 – 1.B.1 og benevnes grunnlagsinformasjon i standarden.

Tidlig på 1990-tallet kunne Beardstown (Illinois) Ladies Investment Club vise til en fremragende langsiktig avkastningshistorikk, som overgikk selv de beste institusjonelle forvalterne. Historikken til klubben fikk etter hvert så stor oppmerksomhet at profesjonelle aktører begynte å interessere seg for investeringsresultatene. Det man raskt kunne konstatere var at spareklubben hadde sin egen metode for å beregne resultatet. All vekst i kapital, også tilførsler fra medlemmene, ble betraktet som resultat. Guruene i Illinois gikk fra å være helter, til å bli latterliggjort. Med erfaringen fra Illinois, kan vi slå fast at tilgang av kapital til en portefølje aldri skal resultatføres, men balanseføres.

Utgangspunktet for standarden er at alle resultatposter skal periodiseres. For enkelte poster er det inntil 2005 anledning til å benytte kontantprinsippet.

Byggestenene i GIPS er de ulike porteføljer, siden det er disse som skal resultatmåles. Det vil således være en nødvendighet

at alle resultat- og balanseposter kan identifiseres i en porteføljedimensjon, enten i regnskapssystemet eller i forvaltningssystemet.

Enkelte porteføljer vil av forskrifter og lover være forpliktet til å bokføre alle poster i en porteføljedimensjon, f.eks. verdipapirfond.² For alle andre porteføljer vil styring og oppfølging forenkles betydelig om alle transaksjoner registreres i en porteføljedimensjon. Man bør i størst mulig utstrekning unngå å ha balanseposter som anvendes av flere porteføljer og som må fordeles i en porteføljedimensjon i ettertid.

Frem til 2004 er det anledning til å registrere transaksjoner på betalingstidspunktet, den såkalte oppgjørsdagen. Etter 2004 må transaksjoner registreres ved tidspunktet for risikoens overgang. Denne datoen benevnes handelsdatoen, G 1.A.4. Det vil som regel være 3–5 dagers forskjell på oppgjørs- og handelsdato.

Frem til 2004 er det anledning å registrere utbytter når det utbetales. Etter 2004 må utbytte registreres når aksjen noteres eksklusive utbytte. Tidsforskjellen mellom dato for notering eksklusive utbytte og utbetalingsdato kan utgjøre flere dager og i enkelte tilfeller opp til uker. Alle renteinntekter på obligasjoner og bankinnskudd skal periodiseres.

Det er videre anbefalt at refusjon av kilde-skatt ved utbetaling av utbytter og renteterminer i utlandet blir periodisert, G 2.B.2. Alle periodiserte resultatposter skal også naturligvis balanseføres.

Regnskapsloven § 5–8 krever at markedsbaserte finansielle omløpsmidler verdsettes til virkelig verdi. Dette er også utgangspunktet i GIPS, G 1.A.2. Standarden sier ikke når verdien skal fastsettes, men det vil være naturlig at slutt-

NRSP-BEREGNINGER OG AKTUARTJENESTER

AFP og kollektiv pensjonsforsikring. Aktuarberegning av pensjonsforpliktelser utføres av NIA til konkurransedyktige priser. Hurtig leveringstid.

E-mail: nia@aktuar.com

Tlf: 88 00 36 77 / 22 95 82 70 Fax: 22 95 82 71

NIA – Nordic Insurance Administration
Forskningsparken, Gaustadalleen 21, N-0349 Oslo

kurser i de ulike markeder legges til grunn. Siden valutamarkedet aldri stenger, vil det ikke finnes noen internasjonal sluttkurs for valuta. Det er derfor anbefalt at man omregner poster i valuta på samme tidspunkt som man omregner den benchmark¹⁴ porteføljen evt. styres mot.

For verdipapirer hvor det ikke finnes offisielle priser, kan disse beregnes etter konservative og konsistente metoder ut fra f.eks. løpetid og kredittrisiko (rentebærende papirer).

For å være i stand til å beregne en riktig avkastning er det avgjørende at portefølje-regnskapet er avlagt for hver kontantstrøm (årsaken blir belyst i del 3). Krav til tidspunkt for regnskapsavleggelse vil derfor bli gjennomgått i del 3.

3 Porteføljeavkastning

Dekkes i GIPS 2.A.1 – 2.B.2 og benevnes beregningsmetodikk i standarden.

Jeg vil i dette punktet belyse at påliteligheten av en beregnet avkastning er avhengig av lengden på regnskapsperiodene.

I det etterfølgende vil delperiode og regnskapsperiode anvendes synonymt. Flere regnskapsperioder benevnes en historikk. Med regnskapsavslutning menes det at man minimum har en porteføljebalanse, et porteføljeresultat og oversikt over kontantstrømmer i regnskapsperioden. Med kontantstrøm menes det innskudd eller uttak av kapital fra en portefølje.

Resultat- og balanseregnskap er absolutte og nominelle størrelser. Det er imidlertid vanlig å resultatmåle en portefølje ut fra den avkastningen som er oppnådd. Avkastningen vil være resultatet som er oppnådd i forhold til den kapitalen som har vært investert i den samme perioden. For den enkelte porteføljen vil det foreligge et objektivt resultatregnskap når regnskapet er avlagt. Ved kontantstrømmer i porteføljen i løpet av regnskapsperioden, vil det ikke foreligge en *entydig* balanseverdi å relatere resultatregnskapet til.

Jeg vil i det etterfølgende vise hvordan avkastningen til en portefølje beregnes når det forekommer flere kontantstrømmer i løpet av en regnskapsperiode.

Periode	Uke 52	Uke 1	Uke 2	Uke 3	Uke 4
Verdi start, IB	-	1000	1300	1700	1000
Verdiendring/resultat	-	100	100	-100	250
Kontantstrøm	-	200	300	-600	400
Verdi slutt, UB	1000	1300	1700	1000	1650

Porteføljens verdi varierer som en følge av kontantstrømmene. I tillegg kommer endring i markedsverdier. Resultatet kan beregnes som UB – IB – kontantstrøm.

Periode	Uke 1	Uke 2	Uke 3	Uke 4
Resultat akkumulert	100	200	100	350

Det finnes forskjellige metoder for å beregne en porteføljes avkastning for en gitt periode. De ulike metodene vil gi samme svar når det beregnes avkastning for en regnskapsperiode hvor det ikke har forekommet kontantstrømmer. I fravær av kontantstrømmer vil avkastningen være forskjellen mellom utgående og inngående markedsverdi dividert på inngående markedsverdi ((UB – IB) / IB).

For å korrigere for variasjoner i den forvaltede kapital kreves en tidsvektet avkastningsberegning, G 2.A.2.

Metoden for tidsvektet avkastning er vist under.

$$R_t = (1+r_1) * (1+r_2)...*(1+r_n) - 1$$

R_t = avkastning for hele historikken t
 r_i = avkastning i delperiode i

Som vi ser betyr alle delperioder like mye om avkastningen er lik ($r_1 = r_2 = r_n$). Hensikten med en tidsvektet beregning er nettopp at resultater oppnådd med en liten portefølje skal bety det samme som resultater oppnådd med en stor portefølje. Dette til forskjell fra en pengevektet metode, hvor resultater oppnådd med en stor portefølje betyr mer enn resultater oppnådd med en liten portefølje.

Etter å ha korrigert for at kapitalen kan variere mellom de ulike regnskapsperiodene (tidsvekting), gjenstår det å korrigere for at kapitalen kan variere innenfor den enkelte regnskapsperiode.

GIPS krever at avkastningen innenfor en regnskapsperiode (r_n) beregnes som en internrente³. Siden den klassiske internrenteformelen innebærer regning med potenser, er det utviklet en enklere metode som har fått navnet modifisert Dietz⁴. Metoden sier at avkastningen er verdijus-

tert resultat, dividert på et vektet kapitalgrunnlag.

$$r_1 = \frac{MV_E - MV_B - \sum_{j=1}^n K_j}{MV_B + \sum_{j=1}^n D_j * K_j}$$

MV_E = sluttverdi av porteføljen
 MV_B = startverdi av porteføljen
 D_j = brøk som skalerer kontantstrømmen j etter # dager.
 W = antall dager i løpet av delperioden
 d = dag nr. for kontantstrøm i delperioden
 K_j = kontantstrøm j delperioden t
 t = delperiode t
 r_t = avkastning for delperiode t
 n = antall tilganger

Kontantstrømmen (K) skaleres etter hvor stor andel (D) av regnskapsperioden den har vært investert. Siden alle kontantstrømmer skaleres med tiden, forutsetter metoden at avkastningen er lineær innenfor regnskapsperioden. Formelen forutsetter at avkastning for 10 dager utgjør 1/3 av avkastningen for 30 dager. Dette er også metodens svakhet.

Forutsetningen kan være gyldig ved et realprosjekt, men den er høyst tvilsom ved investering i verdipapirer. For verdipapirer vil det være en observerbar objektiv avkastning før og etter hver kontantstrøm.

For at forutsetningen om en lineær avkastning ikke skal bli for misvisende, finnes det overgangsregler for hvor hyppig porteføljerregnskapet skal avlegges. Ved korte regnskapsperioder vil forutsetningen om linearitet være mindre feil enn ved lengre perioder. Om vi deler opp periodene slik at hver delperiode utgjør intervaller mellom to kontantstrømmer, vil den kalkulerede avkastningen bli helt rett.

Frem til 2000 kan regnskapet avlegges kvartalsvis. For perioden 2001–2009 kan regnskapet avlegges månedlig. For perioden 2010 og senere forventes det i tillegg krav om regnskapsavleggelse hver gang det skjer en tilførsel av kapital til porteføljen.⁵ Det er intet krav om at regnskapsavslutningen skal være den siste i hvert kvartal eller måned, selv om det i de fleste tilfeller vil være mest naturlig og praktisk.

For å belyse svakheten ved ulike metoder for avkastningsberegning, har jeg i tabel-

len under beregnet avkastning for porteføljen gjennomgått tidligere. Som vi skal se kan resultatet på 350 gi avkastning varierende fra 30,43 % til 23,33 % for en og samme portefølje! Variasjonen skyldes utelukkende ulike forutsetninger omkring hvilken avkastning kontantstrømmene har oppnådd.

Case nr.	Gyldighet	Avkastning uke 1-4	Beskrivelse av metoder og forutsetninger (minimumskrav)**.	Antall regnskapsperioder
1	Før 2001	Ikke beregnet *	Krav til kvartalsvis porteføljerregnskap.	1
2	2001–2004	30,43 % ⁶	Krav til månedlig porteføljerregnskap Tilførsel midt i måneden, D = 0,5	1
3	2005–2009	28,57 %	Krav til månedlig porteføljerregnskap. Tilførsel vektet utfra # dager	1
4	2010 og senere	23,33 % ¹⁰	Krav til porteføljerregnskap ved hver tilførsel av kapital forventes innført.	4

* Frem til 2001 er det tilstrekkelig med kvartalsvis verdsettelse. Siden vår periode er en måned, har vi ikke beregnet avkastning for perioden.

** Det er anbefalt at man implementerer korte regnskapsperioder på et så tidlig tidspunkt som mulig.

Som en siste kontroll kan vi etterregne at vår kalkulerende avkastning virkelig gir porteføljes resultat på 350. Ved denne beregningen ønsker vi å belyse nødvendigheten av hyppig regnskapsavleggelse i porteføljer med stort innslag av kontantstrømmer.

Case 3:

Beløp	Tilførsel	Regnskapsperiode	Andel av periode	Avkastning i perioden	Resultat
1000	IB uke 1	Mnd 1	100 %	28,57 %	285,7
200	IB uke 1	Mnd 1	100 %	28,57 %	57,1
300	IB uke 2	Mnd 1	75 %	28,57 %	64,3
-400	IB uke 3	Mnd 1	50 %	28,57 %	-57,1
600	IB uke 4	Mnd 1	25 %	28,57 %	42,9
Sum					350,0

Som vi ser forutsetter vi at avkastningen i uke 4 er den samme som i uke 1–3. Vi skalerer tilførselen kun for tiden og ikke for avkastningen. Dette er feil siden avkastningen i vårt tilfelle ikke er lineær.

Case 4:

Som vi ser er den virkelige avkastningen etter hver tilgang forskjellig.¹⁰ Det er denne avkastningen vi benytter i avkastningsberegningen.

Beløp	Tilførsel	Regnskapsperiode	Andel av periode	Avkastning i perioden	Resultat
1200	IB uke 1	Uke 1	100 %	8,33 %	100,0
1600	IB uke 2	Uke 2	100 %	6,25 %	100,0
1100	IB uke 3	Uke 3	100 %	-9,09 %	100,0
1400	IB uke 4	Uke 4	100 %	17,86 %	250,0
Sum					350,0

Variasjon på mellom 23,33 % og 30,43 % i avkastning for samme porteføljeresultatet på 350 er uakseptabelt. Forvalteren vil i et slikt tilfelle trolig ikke kunne påberope seg at fremstillingen er «true and fair».

Ved kontantstrømmer som overstiger 10 % av porteføljes verdi, anbefaler GIPS at det blir avlagt regnskap hyppigere enn månedlig, G 2.B.2. I vårt tilfelle burde forvalteren således hatt regnskapsavslutning ukentlig. Om det var praktiskert ville avkastningen blitt 23,33 %. Dette er også den korrekte avkastningen.

4 Portefølje grupper⁷

Dekkes i GIPS 3.A.1 – 3.B.2.

Når avkastning skal vises til prospektive kunder, er det et mål at avkastningen er mest mulig representativ for forvalteren. Viser forvalteren den lengste historikken til en portefølje, vil dette representere en av de mest fornøyde kundene til forvalte-

ren. En misfornøyd kunde vil aldri kunne bli en lang historikk. Derfor vil den langsiktige avkastningen av en individuell portefølje nesten alltid innebære seleksjon av klienter med fremragende avkastning. GIPS løser dette ved at forvalteren pålegges å vise avkastningen til portefølje grupper.

Portefølje gruppen skal representere en distinkt strategi eller prosess. Innenfor gruppen skal porteføljene være mest mulig homogene. Portefølje gruppene seg i mellom skal være heterogene.

Portefølje grupper kan dannes med utgangspunkt i strategier, restriksjoner, benchmarks¹⁴, størrelse, grad av valuta-sikring etc. Gode investerings grupper er et vilkår for at et historisk investeringsresultat kan betraktes som «true and fair».⁸

Avkastningen til portefølje gruppen skal beregnes med utgangspunkt i den enkelte porteføljes andel av portefølje gruppen, G 2.A.4. En variant for å beregne portefølje gruppe avkastning er vist under.

$$c(t) = \sum_{i=1}^n r_i(t) a_i(t)$$

c = portefølje gruppens avkastning i regnskapsperiode t .
 r_i = portefølje avkastning nr. i for regnskapsperiode t
 a_i = portefølje nr. i andel av den total portefølje gruppen ved inngangen av delperioden
 n = antall porteføljer i portefølje gruppen
 t = delperiode t

Nye og avviklede porteføljer skal inkluderes og fjernes fra portefølje gruppen etter entydige prinsipper. De ulike portefølje gruppene kan ha ulike prinsipper, avhengig av instrumentenes likviditet. En portefølje gruppe for pengemarkedsporteføljer vil kunne ha kortere frist enn en portefølje gruppe for aksjer i de fremvoksende økonomiene, G 3.A.3-4. Det er opp til forvalteren å lage entydige prinsipper.

Forvalteren er pålagt å dokumentere i hvilken grad han er i stand til å gi alle porteføljer i samme gruppe lik avkastning. Den naturlige perioden for en slik vurdering er årlig avkastning. GIPS angir ikke hvilket mål som skal benyttes for variasjon, men de mest benyttede er høyeste/laveste-avkastning, standardavvik, kvartiler og desentiler, 5.A.1.

5 Utfyllende informasjon

Dekkes i GIPS 4.A.1 – 4.B.5.

Utfyllende informasjon er viktig, men siden emnet er lett tilgjengelig i standarden, velger jeg kun å oppsummere innholdet.

Utfyllende informasjon skal være av deskriptiv art. Den kan sammenlignes med beskrivelse av regnskapsprinsipper i et ordinært årsregnskap. Forvalteren skal beskrive metodevalg, definisjon av virksomheten, forvalterens størrelse i volum, bruk av derivater, periodiseringsprinsipper m.m. Det skal og opplyses om det finnes nasjonale lover og reguleringer som er i konflikt med GIPS.

6 Presentasjon og rapportering

Dekkes i GIPS 5.A.1 – 5.B.2.

Presentasjon og rapportering kan sammenlignes med noter og resultat- og balanseregnskap i et ordinært årsregnskap.

Overfor prospektive kunder skal forvalteren alltid vise minst fem års resultatshistorikk. Om forvalteren har eksistert for en kortere periode enn fem år, må nødvendigvis denne epoken legges til grunn. Forvalteren skal deretter for hvert år inkludere ett nytt år i resultatshistorikken, inntil ti års historikk kan fremlegges. Resultatene til forvalteren bør relateres til en relevant benchmark¹⁴. Det er også anbefalt at det blir opplyst om relevante risikomål for investeringsstrategien.

En uoversiktlig situasjon kan lett oppstå ved reorganiseringer, fusjoner og sammenslåing av kapitalforvaltningsselskaper. Hva er historisk avkastning når selskap fusjonerer og kjøpes opp? Er det begge enheter, kun en, eller er det de beste resultatene det skal vises til? Hvem eier en avkastningshistorikk når et forvalterteam slutter? Slike vanskelige og viktige problemstillinger er behandlet i et eget Guidance Statement til GIPS.¹⁵

For å få frem forskjell i avkastning mellom store og små porteføljer innenfor den enkelte porteføljegruppe, anbefales forvalteren å opplyse om både likevektet og volumvektet avkastning, G 5.B.1.

Kostnader forbundet med forvaltningen reduserer det resultat forvalteren kan oppnå. De fleste vil derfor foretrekke å få

presentert en nettoavkastning etter fratrukk for forvaltningshonorar og transaksjonskostnader. På samme måte som en portefølje med lang historikk vil innebære seleksjon av positive resultater for forvalteren, vil en nettoavkastning i de fleste tilfeller *undervurdere* det virkelige kostnadsbildet for en prospektiv kunde. I forvaltningsindustrien er kostnadene for utførte tjenester sterkt avhengig av volum. Mens en stor portefølje kan forvaltes til promille av de underliggende verdier, vil flertallet av kunder måtte betale prosenter for de samme tjenester. Dersom en stor portefølje inngår i nettoavkastningen til en porteføljegruppe, vil denne nettoavkastningen være urealistisk for et flertall av kundene når historisk avkastning skal vurderes og sammenlignes, G 5.B.1. Det foreligger derfor forslag fra IPC om at kun bruttoavkastning skal benyttes ved presentasjon av avkastning til prospektive kunder.⁹

I rapportering til eksisterende kunder vil kundens ønsker være avgjørende for hvilken form for avkastning som skal vises. Det er uttalt at man bør vurdere å benytte nettoavkastning i presentasjoner til eksisterende klienter. Nettoavkastning vil gi best samsvar mellom avkastning og oppnådd formuesøkning for klienten.

Ved presentasjon av bruttoavkastning ligger det fremme forslag om at forvalteren samtidig skal opplyse om relevant forvaltningshonorar til kunden.

GIPS inneholder et eksempel på presentasjon av et tenkt investeringsresultat i appendix A.

7 Verifisering

Dekket i del III av GIPS.

Verifisering er en ekstern bekreftelse på etterlevelse av standarden. En ekstern bekreftelse på resultatshistorikken vil øke troverdigheten til at standarden er etterlevd i hele foretakets virksomhet. Ekstern gjennomgang vil over tid medføre at metoder og prinsipper harmoniseres mellom de ulike selskapene. Ekstern bekreftelse forventes å bli et krav, men ikke før tidligst i 2005. Inntil da er det å anse som en frivillig handling. I den siste undersøkelsen til PricewaterhouseCoopers¹² fra 2001 fremgår det at 75 % av alle selskap som etterlever standarden velger å gjennomføre en ekstern gjennomgang og bekreftelse av resultatshistorikken. I 96 % av tilfellene ble gjennomgangen utført av et revisjonsselskap.

En verifisering vil ha mindre omfang enn en ordinær revisjon. Den kan kanskje best sammenlignes med RS 800 – Revisors uttalelser ved revisjonsoppdrag med spesielle formål. For å sikre ensartede prinsipper ved gjennomgangen inneholder standarden anbefalte prosedyrer som bør følges av den som utfører kontrollen. Prosessen vil i de fleste tilfeller bestå i at forvalteren dokumenterer sine prinsipper, definisjoner og prosedyrer. Deretter vil kontrolløren foreta en vurdering av om de beskrevne prosesser er i henhold til standarden, og om de er egnet til å gi en «true and fair» presentasjon av forvalteren, investeringsprosessen og den øvrige virksomhet.

Kontrolløren anbefales å etterprøve beregninger utført av forvalteren for ulike kundeforhold. Det vil være naturlig å ha en verdiorientert tilnærming til hvilke forhold som bør avstedkomme ytterligere kontroll. Slike forhold kan være unormalt høy eller lav avkastning i forhold til porteføljegruppen. I tillegg vil porteføljens størrelse i verdi være et nyttig utgangspunkt for ytterligere kontroll. Kontrolløren vil også legge betydelig vekt på å påse at alle kundeforhold er representert i den historiske avkastningen, og at forvalteren ikke praktiserer «cherry-picking» i sitt utvalg av resultater.

Kontrolløren vil i sitt arbeid benytte det som finnes av tilgjengelig dokumentasjon for å etterprøve forvalteren. Slik informasjon kan være VPS-oppgaver, bankutskrift, investeringsrapporter, kundemagasin, rapportering til tilsynsmyndigheter, regnskapsrapporter, årsrapporter m.m.

8 Avslutning

En global standard vil ikke gjøre det lettere for en seriøs forvalter å skaffe nye kunder. Den vil derimot gjøre det betydelig vanskeligere for de useriøse aktørene. I utlandet er etterlevelse av bransjestandarder for avkastningshistorikk ansett for å være en «hygienefaktor» for i det hele tatt å få forvaltningsoppdrag.

Oppslutningen om standarden i Norge har vært økende. Storebrand Fondene AS og Storebrand Kapitalforvaltning ASA var først ute med å få sertifisert sin avkastningshistorikk. Senere har Gjensidige Nor Kapitalforvaltning ASA fått sin historikk sertifisert. Antall forvaltningsselskap som er sertifisert i Norge er imidlertid betydelig lavere enn i Danmark og Sverige. KPMG Norge har gjort et overslag på at det finnes i over-

kant av 400 selskap som «produserer» avkastningshistorikk.¹⁶ I tillegg kommer alle som driver egenforvaltning og som har stor nytte av standarden. Hvor mange som til syvende og sist velger å etterleve standarden, vil avhenge av hvor flink eierne er til å stille de rette ubehagelige spørsmålene omkring forvaltningen, enten denne er organisert internt eller ekstern hos et forvaltningsselskap.

Noter og henvisninger:

- ¹ Viktige forhold som ikke dekkes er definisjon av forvalter og begrepet diskresjonær status. Det vises til forslag for Guidance Statements fra IPC som omhandler definisjon av forvalter og begrepet diskresjon. http://www.aimr.org/standards/pps/gips_library.html
- ² Standarden anbefales for alle former for forvaltning, både egenforvaltning, aktiv forvaltning og verdipapirfond.
- ³ Den klassiske internrenteformelen omskrevet. Metoden kan gi flere løsninger om fortegnen på kontantstrømmene skifter flere enn to ganger.

$$MV_x = MV_x(1+r) + \sum_{t=1}^n K_t(1+r)^{-t}$$

- ⁴ Om vi forutsetter at all tilgang skjer midt i delperioden, vil $D = 0,5$. Denne varianten benevnes Dietz. Etter standarden kan man gjøre en slik forutsetning tom. 2004.
- ⁵ Om vi avlegger porteføljeregning for hver tilgang, vil den tidsvektede avkastningen kunne beregnes som

$$R_t = \left[\frac{MV_1}{MV_2} \right] \cdot \left[\frac{MV_2}{MV_1 + K_1} \right] \cdot \left[\frac{MV_3}{MV_2 + K_2} \right] \cdot \dots \cdot \left[\frac{MV_n}{MV_{n-1} + K_{n-1}} \right] - 1 \cdot 100$$

$$r_t = \left[\left(\frac{350}{1000 + 0,5 \cdot 300} \right) \right] = 30,4\%$$

- ⁷ Dersom forvalteren kun har en portefølje som utgjør en valgt strategi, vil denne ene porteføljen være identisk med porteføljegruppen.
- ⁸ Det vises til forslag for Guidance Statement fra IPC vedr. konstruksjon av portefølje-grupper. Se http://www.aimr.org/standards/pps/gips_library.html
- ⁹ Når vi skal regne avkastning før forvaltningshonorar, kan honoraret betraktes som en ordinær avgang av kapital, som ikke skal belastes resultatet. I formlene vil da K inneholde forvaltningshonoraret. Andre metoder for å omregne nettoavkastning til bruttoavkastning er og tilgjengelige. Det vises til forslag til Guidance Statement fra IPC som omhandler hvordan ulike kostnader skal behandles.

¹⁰

Periode	Uke 52	Uke 1	Uke 2	Uke 3	Uke 4
Verdi IB + tilførsel	-	1200	1600	1100	1400
Verdi UB	-	1300	1700	1000	1650
Avkastning	-	8,33%	6,25%	-9,09%	17,86%

$$(1+0,0833) \cdot (1+0,0625) \cdot (1-0,0909) \cdot (1+0,1786) - 1 = 23,33 \%$$

- ¹¹ PricewaterhouseCoopers: 1999 / 2000 Trends in Performance Measurement: A European Survey of Compliance with Performance Presentation Standards.
- ¹² PricewaterhouseCoopers: 2001 Global Trends in Performance Measurement.

- ¹³ Forskrift om kommuner og fylkeskommuners finansforvaltning «Fastsatt av Kommunal- og regionaldepartementet med hjemmel i lov av 25.09.1992 nr. 107 om kommuner og fylkeskommuner § 52 nr. 2».
- ¹⁴ En benchmark er en referanse som porteføljen sammenlignes mot. For en norsk aksjeportefølje kan en slik benchmark være Oslo Børs Hovedindeks.
- ¹⁵ Det vises til Guidance Statement fra IPC vedr. performance portability. Se http://www.aimr.org/standards/pps/gips_library.html
- ¹⁶ KPMG Finansnytt 1/2001.

VIDEREGÅENDE STUDIER NHH

Høyere avdelingsstudium

To årig studium på hovedfagnivå med eksamen som gir rett til å ta en åttiden Cand. Merc. eller Cand. Oecon.

Høyere revisorstudium

Intensivt og yrkesrettet studium over tre semestere. Med visse vilkår gir bestått eksamen og praktisk opplæring som erstatning for utveksel.

Master's Program in International Business

Intensivt og yrkesrettet mastergradstudium som gir rett til å ta den Master of International Business (MIB). Studiet er på engelsk og tar 1 ½ år.

Praktisk pedagogikk

Eitårig studium vettret mot kandidater som tar sild på adjunkto- eller doktorgrad eller som bidrar innen utdanning og formidling.

FOR MER INFORMASJON:
Kontakt Studieadministrasjonen
Tlf. 55 95 92 00
E-post: stud@nhh.no




NORGES HANDELSHØYSKOLE