



Jørn Gunnar Kleven (33) er autorisert finansanalytiker (AFA), CEFA, MBM (handelsøkonom) og har avlagt forsikringseksamen. Han var tidligere ansvarlig for bl.a. investeringsrapportering i KLP Forsikring og Storebrand Kapitalforvaltning ASA. Han er i dag controller i Oppland Energi og leder av Norske Finansanalytikeres Forenings komité for avkastningsmåling (GIPS-komité).

Løgn, forbannet løgn, avkastningshistorikk eller GIPS

Som kjent er det tre former for løgn: løgn, forbannet løgn og statistikk. De fleste kjenner bakgrunnen for utsagnet og hva gal statistikk kan (mis)brukes til. For kapitalforvaltningsindustrien hevder enkelte at utsagnet kan omskrives til løgn, forbannet løgn og avkastningshistorikk.

De fleste forvaltere vil for utvalgte perioder kunne vise til fremragende resultater og avkastning. I alle fall kan den som har fått presentert en avkastningshistorikk fra ulike forvaltere, sitte igjen med inntrykket av at alle gjør det bedre enn totalmarkedet. På samme måte som statistikk er avkastningshistorikk enkel å manipulere ved utvelgelse av perioder eller porteføljer. Positiv seleksjon av forvaltningsresultater vil i fremtiden ikke være mulig om forvalteren velger å underlegge seg prinsippene i den globale standarden for presentasjon av investeringsresultater, Global Investment Performance Standards (GIPS).

Tiden har løpt fra typiske nasjonale standarder innenfor investeringsverdenen. I utlandet er etterlevelse av bransjestandarder for avkastningshistorikk ansett for å være en «hygienefaktor» for å få forvaltningsoppdrag.

Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) har anbefalt at norske forvaltere benytter Global Investment Performance Standards (GIPS) ved beregning og presentasjon av investeringsresultater. GIPS er oversatt til norsk (Norsk

GIPS) og finnes på NFFs hjemmeside (www.finansanalytiker.no).

Oppslutningen omkring GIPS har overrasket mange. I 2000 svarte 78 prosent av forvaltere i Europa at de innen to år ønsket å etterleve standarden (PriceWaterhouseCoopers Survey 1999/2000). I den store oppslutningen ligger det imidlertid et lite paradoks. Få bransjer har flere forholdstall, nøkkeltall og rentekonvensjoner enn finansnæringen. Det er derfor litt rart 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, for eksempel 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.

Standarden har til hensikt å gi svar på hvordan investeringsresultatet skal beregnes, presenteres og etterprøves. Mange tror dette er en enkel jobb, men all praksis viser at det ikke er tilfellet.

Alle som investerer i kapitalmarkedene, er opplært til å legge et langt tidsperspektiv til grunn for investeringene. Det lange tidsperspektivet underbygges ved å vise til en lang, positiv historisk avkastning i de ulike kapitalmarkedene, gjerne representert med brede avkastningsindekser, som for eksempel S & P 500. En slik langsiktighet er riktig og nødvendig, men vil den gi rett svar når man skal velge blant et stort utvalg av ulike kapitalforvaltere? Forvaltere er tilbøyelige til å gjøre en seleksjon av de beste resultatene når de skal definere en lang avkastningshistorikk. Dette kan gjø-

res ved at porteføljen med lengst historikk representerer en fornøyd kunde eller en kunde som har en sterk binding til kapitalforvalteren. En misfornøyd kundes avkastningshistorikk vil aldri kunne bli lang ... Den nye standarden løser dette ved at forvalteren pålegges å vise avkastningen til portefølje grupper, hvor alle likelydende oppdrag skal være representert. Det skal også opplyses om hvor flink forvalteren er til å gi alle klienter lik avkastning. For en prospektiv kunde er det svært viktig at også de misfornøyde kundene som velger å forlate forvalteren, blir representert i den historiske avkastningen.

En annen uoversiktlig situasjon kan også lett oppstå ved reorganiseringer, fusjoner og sammenslåing av kapitalforvaltningsselskaper. Konsolideringen i finansnæringen de senere år medfører at det i dag er få finanskonsern som er et resultat av kun organisk vekst. Hva er historisk avkastning når selskap fusjoner og kjøpes opp? Er det begge enheter eller bare én, eller er det de beste resultatene det vises til? Hvorfor viser enkelte forvaltere tre års historikk, mens andre viser ti? Er det mulig å sammenligne forvaltere om de fortsetter å vise avkastning over forskjellige perioder? Hvorfor viser enkelte forvaltere bare til modellporteføljer, ikke til virkelig avkastning? (Er historikken for kort for alle porteføljer?) Disse og mange andre spørsmål omkring presentasjon av investeringsresultater gir den nye standarden svar på.

Tidlig på 1990-tallet kunne Beardstown Ladies Investment Club i Illinois vise til en fremragende langsiktig avkastningshistorikk som overgikk selv de beste forvalterne. Historikken til syklubben fikk etter hvert så stor oppmerksomhet at pro-

fesjonelle aktører begynte å interessere seg for investeringsresultatene. Det man raskt kunne konstatere var at syklubben hadde sin egen metode for å regne avkastning. All vekst i kapital, også tilførsler fra medlemmene, ble betraktet som resultat. Gurruene i Illinois gikk fra å være helter til å bli latterliggjort.

Selv om beregning av investeringsresultater er en jobb for profesjonelle, vil uenighet om prinsipper og metoder for porteføljeresultater kunne gi ulikheter i den historiske avkastningen. Inntil for noen år siden eksisterte det to ulike avkastningshistorikker for den samme porteføljen bestående av londonbørsens All-Share Index, avhengig av hvem av byråene i UK du spurte (CAPS vs. WM).

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 sammenliknes.

Bakgrunnen for den globale standarden GIPS er å øke egenreguleringen i bransjen. For å sikre troverdigheten til at forvalter virkelig etterlever standarden, er det anbefalt at all resultathistorikk blir etterprøvd av en uavhengig tredjepart. Denne gjennomgangen kalles en sertifisering. I praksis har tredjeparten vist seg å være et av de større revisjonsselskapene. Etter en gjennomgang av forvalterens prinsipper og vurderinger vil revisjonsselskapet kunne utstede en erklæring på at standarden er etterlevd av forvalteren, og at avkastningshistorikken har en tilstrekkelig «god hygiene».

En global standard vil ikke gjøre det lettere for en seriøs forvalter å kapre nye kunder. Den vil derimot gjøre det betydelig vanskeligere for de useriøse aktørene. Oppslutningen om standarden i Norge har vært økende. Likevel er det foreløpig svært få norske selskaper som er sertifisert. 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 dermed betydelig lavere enn i Danmark og Sverige. KPMG Norge har gjort et overslag på at det finnes i overkant av 400 selskap som «produserer» avkastningshistorikk her i landet. Hvor mange som til slutt velger å etterleve standarden, vil avhenge av hvor flinke klientene er til å stille de rette ubehagelige spørsmålene til forvalteren. □