



Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Oslo, 22. juni 2005

Deres ref:
03/2935 FM KAR

Høring – Forslag om endringer i forskrifter om verdipapirfond som følge av EU-kommisjonens anbefalinger om forenklet prospekt

1 Innledning

Det vises til departementets høringsbrev datert 25. april 2005 vedrørende forslag om endringer i prospektforskriften og forskriften om periodisk rapportering.

Begge disse to forskriftene, som ble fastsatt 13. august 2003, har vært preget av så store mangler og uklarheter at de ved tre anledninger har blitt utsatt, siste gang gjennom departementets endringsforskrift datert 2. desember i fjor. Det er således viktig at de endringer som nå skal gjennomføres, rydder avveien alle de svakheter som ligger i de eksisterende forskriftene slik at disse kan tre i kraft uten ytterligere forsinkelser.

Etter vår oppfatning har Kredittilsynet i de forliggende forslagene langt på vei foretatt den opprydding og klargjøring som Verdipapirfondenes Forening ved flere anledninger har påpekt behovet for. Kredittilsynet har imidlertid ikke fullt ut gjennomført den oppryddingen som vi mener er nødvendig – særlig gjelder dette forskriften om periodisk rapportering, jf. senest vårt brev til departementet datert 4. februar i år. På enkelte punkter er vi dessuten uenig i de endringer som Kredittilsynet foreslår. Våre konkrete merknader til de foreslåtte endringene i de to forskriftene framkommer nedenfor.

2 Prospektforskriften

Kredittilsynets forslag til endringer i prospektforskriften er i all hovedsak basert på EU-anbefalingen av 27. april 2004 (Commission Recommendation 2004/384/EC) som omhandler innhold i og utformingen av det forenklete prospektet i henhold til Rådskonklusjon 85/611/EØF.

Kredittilsynet viser til at norske myndigheter ikke er rettslig pålagt å implementere disse anbefalingene, men mener at anbefalingene som hovedregel bør følges fordi dette vil kunne bidra til en harmonisert forståelse av UCITS-direktivets krav til forenklet prospekt. Dette synet deler vi. Vi er samtidig helt enige med Kredittilsynet når det videre uttaler at en «*harmonisert forståelse bidrar til at norske investorer får den samme informasjon om norske fond som de vil få om utenlandske fond*» og at dette gir «*et bedre grunnlag for å kunne sammenligne norske fond med utenlandske fond*». Vi mener at disse hensynene bør tillegges avgjørende vekt ved forskriftsfastsettelsen. Etter vår oppfatning bør norske myndigheter

derfor være tilbakeholden med å inkludere andre informasjonskrav i det forenklete prospektet enn det som følger av direktivet og anbefalingen. Innføring av særnorske tilleggskrav vil bidra til å undergrave et svært viktig formål med det forenklete prospektet – nemlig å lette sammenligningen mellom fond registrert i ulike jurisdiksjoner.

De konkrete forslagene som Kredittilsynet har fremmet når det gjelder endringer i prospektforskriften, representerer etter vårt syn i hovedsak en fornuftig forståelse og fortolkning av EU-anbefalingen, og vi kan derfor i det alt vesentlige slutte oss til de foreslåtte forskriftsendringene. Enkelte av de foreslåtte endringene er vi imidlertid uenige i. Dette gjelder følgende punkter:

2.1

Vi er sterkt uenige med Kredittilsynet når det gjelder forslaget om at norskregistrerte fond som har eksistert i minst ett år skal sammenligne fondets avkastning med tre måneders NIBOR, jf. forslaget § 3 punkt 2.11 fjerde ledd. Dette er et krav som ikke følger av EU-anbefalingen, men som Kredittilsynet mener kan fortolkes innenfor anbefalingens punkt 1.5.4. Under dette punktet oppfordres medlemsstatene til å vurdere å kreve at et referansemål («benchmark») skal opplyses for alle fond uavhengig av om fondets investeringsmandat refererer til et referansemål eller ikke. Vi mener at det er nærliggende å forstå dette punktet som at det forenklete prospektet bør inneholde opplysninger om fondets referanseindeks, og at denne opplysningen bør kreves gitt selv om fondet i henhold til sitt investeringsmandat ikke har definert en egen referanseindeks (eller annet referansemål). Med tanke på at så godt som samtlige norskregistrerte verdipapirfond har definert en referanseindeks, bør EU-anbefalingen på dette punkt implementeres gjennom å kreve at det forenklete prospektet skal inneholde opplysninger om fondets referanseindeks. Dette er da også fulgt opp av Kredittilsynet både i forslaget § 3 punkt 2.9 og i punkt 2.11.

Vi mener at Kredittilsynet i beste fall drar EU-anbefalingen svært langt når det med basis i anbefalingens punkt 1.5.4 i tillegg foreslår at fondets avkastning hvert kvartal siste ti år skal sammenlignes med tre måneders NIBOR. Vi viser til at Kredittilsynet også ved forrige forskriftsrevisjon fremmet om lag tilsvarende forslag, men dette ble avvist av departementet ved forskriftsfastsettelsen. Vår klare tilrådning er at departementet også denne gang bør avvise forslaget.

Vår motstand mot å innføre dette kravet er i første rekke av prinsipiell karakter: Formålet med det forenklete prospektet er at investorene i de enkelte nasjonale markeder skal få tilgang til likeartet og mest mulig sammenliknbar informasjon, uavhengig av hvilken jurisdiksjon fondet er registrert i. Etter vår oppfatning bør det derfor foreligge en meget god begrunnelse dersom norskregistrerte verdipapirfond skal gi tilleggsinformasjon som ikke kreves av utenlandsregistrerte fond som markedsføres i Norge. Innføring av særnorske tilleggskrav i forenklet prospekt (som dette forslaget fra Kredittilsynet representerer) innebærer ulikt informasjonsinnhold i de forenklete prospektene som norske kunder blir forelagt, avhengig av om fondet er registrert i Norge eller i utlandet. Dette svekker ideen om enkelhet og sammenliknbarhet – hvilket står direkte i motstrid til Kredittilsynets framheving av viktigheten av harmoniserte regler, jf. omtalen over.

Kredittilsynet foreslår videre at kravet om sammenlikning mot NIBOR også skal gjelde for norskregistrerte fond ved markedsføring i andre EØS-land. Etter vår oppfatning blir det bort imot meningsløst å kreve at norskregistrerte fond ved markedsføring i andre land skal sammenlikne fondets avkastning mot norsk interbankrente. Dette er irrelevant og forvirrende

informasjon for andelseiere i andre land, og vil på marginen framstå som en konkurranseulempe for norske forvaltningsselskaper som markedsfører fond utenfor Norge. Vi vil på dette grunnlag be departementet om å avvise dette forslaget.

Vi vil også vise til at Kredittilsynets forslag om å sammenligne mot NIBOR innebærer at fondets avkastning sammenlignes med en referanserente og ikke en referanseavkastning. Dette mener vi er prinsipielt sett feil. Særlig for korte rentefond vil en slik sammenligning framstå som lite relevant. Dersom departementet skulle velge å følge Kredittilsynets forslag om at norskregistrerte fond (ved markedsføring innenlands) må sammenlikne avkastningen mot alternativavkastningen i sikre plasseringer (som vi antar er formålet bak Kredittilsynets forslag), vil vi derfor sterkt anbefale at man i stedet for NIBOR benytter Norges Banks rentestatistikk. Vi viser til nærmere drøfting av dette i punkt 3.3 i vår høringsuttalelse datert 3. juli 2003 (vedlagt).

2.2

I henhold til gjeldende prospektforskrift § 3a punkt 5.3 skal det opplyses om at *«det ved investeringer i verdipapirfond ikke gjelder noen garanti for det investerte beløpet, tilsvarende den innskuddsgaranti som gjelder for bankinnskudd inntil to millioner kroner som følge av banksikringsloven av 6. desember 1997 nr. 75.»* Videre framgår det av § 3b at dette opplysningskravet ikke gjelder ved markedsføring av fondet i andre EØS-land. Kredittilsynet foreslår at bestemmelsen i punkt 5.3 skal videreføres (jf. forslag til ny § 3b punkt m), samt at dette opplysningskravet også skal gjelde ved markedsføring av fondet i andre EØS-land. Kredittilsynet mener at EU-anbefalingens punkt 1.1 støtter opp om disse forslagene.

Vi har svært vanskelig for å se hvordan Kredittilsynet kan mene at punkt 1.1 i anbefalingen kan fortolkes på denne måten. I henhold til det aktuelle punktet bør det i beskrivelsen av fondets formål gis: *«a clear statement of any guarantees offered by third parties to protect investors and any restrictions on those guarantees»*. Dette mener vi må forstås som at dette gjelder opplysninger om eventuelle garantier som eksisterer ved investeringer i det aktuelle fondet (og de begrensninger som ev. måtte eksisterer). Vi kan ikke se at dette kan leses antitetisk ved å kreve at det også skal opplyses om fravær av slike garantier, og i hvert fall ikke at det skal opplyses om garantiordninger som eksisterer i andre plasseringsprodukter (bankinnskudd).

Vi er videre særlig kritiske til forslaget om at denne opplysningen også skal inntas i det forenklete prospektet ved markedsføring av fondet i andre land. Etter vår oppfatning er opplysninger om den norske innskytergarantiordning en irrelevant og til dels villedende opplysning for andelseiere i andre land, og vil på marginen medføre en konkurranseulempe for norske forvaltningsselskaper som markedsfører fond utenfor Norge.

Etter vår oppfatning vil dette opplysningskravet framstå som et særnorsk krav som bidrar til å svekke sammenliknbarheten mellom fond registrert i ulike jurisdiksjoner. På prinsipielt grunnlag vil vi derfor gå imot forslaget om at dette opplysningskravet skal inntas i det forenklete prospektet.

2.3

Kredittilsynet foreslår å endre definisjon av fondets totalkostnader (TER) slik at den blir i tråd med definisjonen som er gitt i EU-anbefalingen og innarbeidet internasjonal praksis, jf. forslaget til ny § 3a. Dette er i samsvar med hva Verdipapirfondenes Forening i tidligere høringsrunder og senere innspill til departementet har argumentert for. Vi er således tilfreds

med at den tidligere særnorske definisjonen der man også skulle legge tegnings- og innløsningsgebyr til de løpende totalkostnadene (som vi har vært sterkt kritiske til) nå foreslås endret.

På ett punkt har vi imidlertid en litt annen forståelse av EU-anbefalingen enn det Kredittilsynet har lagt til grunn. Kredittilsynet foreslår nemlig at kun kurtasjekostnader skal trekkes ut ved beregningen av totalkostnaden. Det kan neppe være noen tvil om at anbefalingen er å forstå slik at kurtasjekostnader skal trekkes ut, men etter vår oppfatning er det ikke logisk at det bare er dette elementet av transaksjonskostnadene (selv om det er det desidert største elementet) som skal trekkes ut. Slik vi forstår anbefalingen bør transaksjonskostnader i sin helhet trekkes ut ved beregningen av TER. I anbefalingen defineres transaksjonskostnader på følgende måte: «*Transaction costs which are costs incurred by a UCITS in connection with transactions on its portfolio*». Videre framgår det av anbefalingen at transaksjonskostnadene inkluderer «*brokerage fees, taxes and linked charges*» (vår understreking).

I henhold til Kredittilsynets likelydende brev til forvaltningsselskapene datert 24. oktober 1996, framgår det at – foruten forvaltningsgodtgjørelsen – er det kun transaksjonsdrevne kostnader som kan belastes fondet. Transaksjonsdrevne kostnader er i brevet igjen definert som kurtasjekostnader, samt bankgebyrer og depotkostnader som påløper ved utføring av transaksjoner for fondet (dvs. kostnader utenom de "faste" bank- og depotkostnader). Vår forståelse er således at også transaksjonsdrevne bank- og depotkostnader i henhold til anbefalingen skal trekkes ut ved beregningen av TER. Denne fortolkningen har vi da også (med virkning fra slutten av fjoråret) allerede implementert i foreningens informasjonsstandard – der forvaltningsselskapene rapporterer nøkkeltall som publiseres i aviser og andre medier. Den europeiske fondsforeningen EFAMA (tidligere FEFSI) har lagt en slik forståelse til grunn i sin anbefaling overfor nasjonale fondsforeninger (hvilket blant annet den svenske bransjeforeningen har fulgt).

TER er med andre ord allerede tilgjengelig informasjon for andelseiere på daglig basis – der de også kan foreta kostnadssammenligninger både mellom ulike norskregistrerte og utenlandsregistrerte fond. Det inngår et stort antall utenlandsregistrerte fond i disse oversiktene, men der få av dem foreløpig rapporterer TER. Dette vil imidlertid endre seg i løpet av nærmeste framtid, der de utenlandsregistrerte fondene i all hovedsak forventes å rapportere TER i tråd med foreningens definisjon av transaksjonsdrevne kostnader. Hvis Kredittilsynets definisjon blir lagt til grunn, vil vi måtte endre definisjonen i foreningens informasjonsstandard, for å unngå den forvirring som vil bli resultatet dersom det opereres med to ulike TER (én i det forenklede prospektet og én i foreningens informasjonsopplegg). I så fall vil norskregistrerte fond ha med et kostnadselement i TER som det ikke vil være vanlig praksis at utenlandsregistrerte fond har med. Selv om dette kostnadselementet er relativt lite for de fleste (men ikke alle) fond, vil det på marginen medføre en urettferdig kostnadssammenligning mellom norskregistrerte og de aller fleste utenlandsregistrerte fond. Dette vil norsk fondsbransje oppfatte som urimelig.

På denne bakgrunn vil vi tilrå at samtlige kostnader som belastes fondet ved transaksjoner skal trekkes ut ved beregningen av TER. For norskregistrerte verdipapirfond betyr dette i praksis at også transaksjonsdrevne bank- og depotkostnader som belastes fondet – i tillegg til kurtasje – skal trekkes ut ved beregningen av TER.

2.4

Kredittilsynet drøfter i avsnitt 2.3.1 anbefalingens punkt 1.5.1 hvor det framgår at: «*If the UCITS has been in existence for fewer than 10 years but at least for a period of one year, it is recommended that the annual returns, calculated net of tax and charges, be given for as many years as are available*». Kredittilsynet legger til grunn at «*annual returns*» er å forstå som at det er kalenderårsavkastningen som skal oppgis, og foreslår derfor at et fond må ha eksistert i minst ett kalenderår før det er kan opplyses om fondets avkastning i prospektet. Etter vår oppfatning misforstår Kredittilsynet anbefalingen på dette punktet. Vi leser dette punktet slik at alle avkastningstall utover ett år skal annualiseres (dvs. omregnes til årlig rate), mens det ikke er anledning til å annualisere avkastningstall som er kortere enn ett år. Dette er i tråd med internasjonale standarder og inkludert i flere av foreningens bransjestandarder. Vi mener at anbefalingen må forstås slik at fond som har kortere avkastningshistorikk enn 12 måneder kan opplyse om avkastningen i perioden, men at det ikke er anledning til å annualisere denne. Vi vil derfor tilrå at § 3 punkt 2.11 endres i tråd med en slik forståelse.

2.5

Kredittilsynet foreslår at § 3 punkt 2.11 annet ledd skal lyde: «*Geometriske gjennomsnitt av verdipapirfondets avkastning siste tre, fem og ti år.*» Etter vår oppfatning vil det være mest korrekt å formulere dette kravet på følgende måte: «*Geometrisk annualisert avkastning siste tre, fem og ti år.*» Det samme gjelder for § 2 første ledd nr. 5 i forskrift om periodisk rapportering.

3 Forskrift om periodisk rapportering

Vi viser til vårt brev til departementet datert 4. februar i år hvor vi la fram konkrete forslag til de endringer som vi mener bør gjennomføres i forskriften om forvaltningsselskapers periodiske rapportering. Etter vår oppfatning er de forslag som Kredittilsynet har fremmet ikke tilstrekkelig til å rydde opp i uklarhetene i den eksisterende forskriften. I det følgende vil vi derfor gjenta mange av de synspunkter som vi allerede har gitt uttrykk for i brevet av 4. februar.

3.1

Kredittilsynet foreslår kun en mindre teknisk justering av ordlyden i § 2 første ledd nr. 2 slik at den skal lyde: «*avkastningen for den enkelte andelseier i perioden og inneværende år justert for tegningsgebyrer, oppgitt i prosent av netto andelsverdi*».

Innledningsvis vil vi minne om at vi ved en rekke anledninger har anført at denne ordlyden er så upresis at den knapt nok er tolkbar, og vi beklager derfor at Kredittilsynet ved en fornyet gjennomgang ikke har ryddet opp i dette. Uklarheten kan illustreres med et eksempel, der vi for enkelt hets skyld legger til grunn at det ikke er noe tegnings- og innløsningsgebyr:

- Anta at et fonds netto andelsverdi ved inngangen til et år er 100, at den faller til 50 ved utgangen av juni og deretter øker til 100 igjen ved årets slutt. Anta videre at en andelseier investerer 1 000 kroner ved inngangen til året og investerer ytterligere 10 000 kroner i utgangen av juni. Prosentvis endring i den aktuelle kundens netto andelsverdi gjennom hele kalenderåret er null (hvilket også vil samsvare med fondets tidsvektede avkastning). Andelseieren i eksempelet vil imidlertid gjennom året ha hatt en gevinst på 10.000 kroner og vel 90 % i forhold til investert beløp.

Forskriftens ordlyd om at man skal oppgi avkastning til den enkelte – men målt i prosent av netto andelsverdi – er forvirrende, og gir dels signaler om at det skal oppgis tidsvektet

avkastning (altså fondets avkastning slik den er oppgitt i avisen, men der man på en eller annen måte trekker fra de tegnings- og innløsningsgebyrer som er betalt av den enkelte) og dels signaler om at det skal oppgis individuell pengevektet avkastning (i så fall blir det som eksempelet over viser meningsløst å beregne denne i prosent av netto andelsverdi, hvilket vi har påpekt en rekke ganger).

Selv om det er uklart ut fra den valgte forskriftsordlyden, legger vi i det følgende til grunn at Kredittilsynets intensjon med ordlyden har vært at det skal rapporteres individuell pengevektet avkastning oppgitt i prosent (der en entydig forskriftsordlyd i så fall kunne ha vært «den pengevektede avkastningen for den enkelte andelseier i perioden og inneværende år justert for tegningsgebyrer, oppgitt i prosent»).

Etter vår oppfatning vil imidlertid 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 finansteorien 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. Utforming av slik individuell rapportering, oppgitt som prosentvis avkastning, er ikke triviell. I denne sammenheng kan det nevnes at såkalt «*individual client reporting*» står på listen over aktiviteter for videreutvikling av GIPS, og vi mener det kan være hensiktsmessig å avvente en avklaring av dette arbeidet før man ev. innfører krav om individuell pengevektet avkastningsrapportering til kunder i norskregistrerte fond. Vi vil også bemerke urimeligheten i et slikt rapporteringskrav isolert for fondsprodukter, når det ikke er slike krav for noen andre norske spare- eller forsikringsprodukter – der kundenes løpende innsikt om kostnader og (netto)avkastning er vesentlige dårligere enn for fondsproduktet.

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 matematiske «riktige svar»¹ (jf. at n-te gradsligninger gir n ulike matematiske riktige løsninger). Selv om det kan være mulig å etablere «filtre» som i mange tilfeller automatisk sorterer ut de mindre fornuftige svarene, vil man trolig 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

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 porteføljen 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 %.

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 avkastningsprosent vil bli oppfattet som meningsløse eller skape grobunn for misforståelser og endog mistillit. 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 unormal høy 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.

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 kundeforholdelser fordi det krever detaljinnsett 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 gjennom en særskilt realisasjonsoppgave.

Oppsummert vil vi tilrå at § 2 først ledd nr. 2 gis følgende ordlyd:

«Forvaltningsselskapet skal påse at den enkelte andelseier får skriftlig informasjon

om:

(...)

2. urealisert avkastning i kroner for den enkelte andelseier i perioden og inneværende år, justert for tegningsgebyrer.»

3.2

Kredittilsynet foreslår ingen endringer i § 2 første ledd nr. 3 som krever at det skal opplyses om: *«de kostnadene én andel har blitt belastet med i perioden»*. I henhold til Kredittilsynets forslag til § 2 annet ledd skal dette opplyses *«i prosent av netto gjennomsnittlig andelsverdi for rapporteringsperioden»*. Dette er etter vår oppfatning en omstendelig og uvanlig måte å definere TER på, som kan virke noe forvirrende for bransjeaktørene. Med tanke på at det ikke vil være noen forskjell mellom de kostnadene én andel har blitt belastet med i perioden og de kostnader fondet har blitt belastet med i perioden i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital, synes vi § 2 første ledd nr. 3 heller bør lyde: *«de kostnadene fondet har blitt belastet med i perioden»*, og at det presiseres i § 2 annet ledd at dette skal opplyses *«i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital i fondet i rapporteringsperioden»*.

3.3

I tråd med forslaget om å endre definisjonen av totalkostnad i prospektforskriften foreslår Kredittilsynet visse endringer i § 2 annet ledd. Vi viser i den forbindelse til våre merknader i avsnitt 2.3 over. Vi legger videre til grunn at formuleringen vedrørende definisjonen av totalkostnad blir identiske i de to forskriftene, hvilket ikke er tilfellet i tilsynets forslag.

3.4

Kredittilsynet foreslår ingen endringer i § 2 første ledd nr. 6 som krever 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 gjennom en veletablert ordlyd som også benyttes i en del andre sammenhenger. Vi vil derfor anbefale at § 2 første ledd nr. 6 erstattes med dette forslaget, ev. gis samme ordlyd som er gitt i prospektforskriftens § 3 punkt 2.11 fjerde ledd.

3.5

Kredittilsynet foreslår at det i § 2 første ledd inntas et nytt nr. 8 som gir krav om at også den periodiske rapporten skal inneholde en sammenligning av fondets avkastning mot tremåneders NIBOR.

Vi minner om at Kredittilsynet i sitt opprinnelige forslag til forskrift om periodisk rapportering fremmet om lag tilsvarende forslag. Dette ble avvist av departementet ved forskriftsfastsettelsen, og vi vil anmode departementet om å avvise forslaget også denne gang.

Vi viser for det første til at Kredittilsynet i liten grad synes å ha lagt vekt på at verdipapirfond i økende grad selges grenseoverskridende. Flere norskregistrerte verdipapirfond har etter hvert et betydelig antall utenlandske andelseiere. For disse vil en sammenligning av fondets avkastning med NIBOR være irrelevant, jf. drøftingen over. I henhold til Kredittilsynets forslag pålegges imidlertid norske forvaltningsselskaper å rapportere denne opplysningen også til utenlandske andelseiere. Dette mener vi framstår som både umotivert og urimelig.

Selv om dette kravet ble begrenset til å gjelde rapporteringen til norske andelseiere, finner vi det urimelig at verdipapirfond alene skal pålegges å informere om avkastning som andelseiere alternativt kan oppnå ved andre plasseringsformer. Dersom dette skal pålegges

verdipapirfond, bør det som et minimum også gjelde rapportering fra andre tilbydere av plasseringsprodukter. På prinsipielt grunnlag mener vi derfor at forslaget bør avvises.

Dersom departementet likevel beslutter å innføre et krav om at den periodiske rapporten skal inneholde en sammenligning av fondets avkastning med en alternativ plassering, vil vi anmode om at denne sammenligningen i så fall ikke gjøres mot NIBOR (som representerer en referanserente og ikke en referanseavkastning). Vi viser til at NIBOR representerer en overvurdering av den avkastning som andelseiere i massemarkedet alternativt vil kunne oppnå. Som en subsidiert tilrådning vil vi derfor foreslå at sammenligning gjøres mot gjennomsnittlig innskuddsrente slik den framkommer i Norges Banks rentestatistikk. I denne rentestatistikken inngår samtlige innskudd – både rene folioinnskudd (lønnkonto), men også høyeste rente som institusjonelle kunder er i stand til å framforhandle med banken. Etter vår oppfatning gir et veid gjennomsnitt av alle innskuddsrenter en bedre tilnærming for å illustrere alternativavkastningen i bank enn NIBOR. For enkelte vil gjennomsnittrenten åpenbart være lavere enn hva en faktisk kunne ha oppnådd, mens det for andre vil være omvendt.

4 Endring av verdipapirfondloven § 7-1

Avslutningsvis vil vi minne om vår anmodning om at kravet om periodisk rapportering bør innføres samtidig med at den nåværende § 7-1 i verdipapirfondloven endres, slik at årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter bare sendes til de andelseiere som eksplisitt ber om dette. Vi viser til at Kredittilsynet har støttet foreningen i dette synet (jf. brev til departementet av 3. august 2004). Det burde således ligge til rette for at dette blir fulgt opp av departementet, jf. at dette vil bidra til at kortfattet informasjon som er essensiell for andelseierne (definert i forskrift om periodisk rapportering) ikke drukner i en mengde annen informasjon.

Med vennlig hilsen
Verdipapirfondenes Forening



Lasse Ruud
Adm. direktør

Vedlegg: Brev fra foreningen til departementet datert 3. juli 2003.