



Forte Fondsforvaltning AS  
Kjøpmannsgata 32  
7011 TRONDHEIM

**VÅR REFERANSE**  
21/12764

**DERES REFERANSE**

**DATO**  
24.01.2022

## Bruk av referanseindeks

Finanstilsynet har gjennomført et begrenset dokumentbasert tilsyn knyttet til Verdipapirfondet Forte Obligasjon, forvaltet av Forte Fondsforvaltning AS (Foretaket). Finanstilsynet har sett nærmere på fondets plasseringer i henhold til mandatet, samt bruken av referanseindeks og presentasjonen av historisk avkastning i fondets nøkkelinformasjon.

Finanstilsynets observasjoner og foreløpige vurderinger følger av brev til Foretaket av 2. desember 2021, og Foretakets kommentarer fremgår i brev av 22. desember 2021.

### Rettslig utgangspunkt

Forvaltningsselskap skal etter verdipapirfondloven § 8-3 utarbeide nøkkelinformasjon for hvert fond. Nøkkelinformasjonen skal gjøre det mulig for investor å foreta en investeringsbeslutning på informert grunnlag. Dette betyr blant annet at den informasjon som gis om fondets avkastning må fremstilles på en balansert, klar og ikke villedende måte.

Nærmere krav til innholdet i nøkkelinformasjonen følger av Kommisjonsforordning nr. 583/2010, som etter verdipapirfondforskriften § 13-7 gjelder som forskrift. Av særlig relevans for saken vises det til artikkel 3 om at informasjonen skal være balansert, tydelig og ikke villedende, artikkel 7 om informasjon om fondets målsetting og artikkel 17 og 18 som regulerer hvordan eventuelle vesentlige endringer i fondets målsetning og investeringsstrategi skal behandles, samt hvordan historisk avkastning skal fremstilles når det vises til en referanseindeks under kapitlet om fondets målsetting og investeringsstrategi.

Bruk av referanseindekser som et mål på prestasjon anses generelt som hensiktsmessig. Referanseindekser benyttet til dette formålet skal i utgangspunktet være relevante og gjenspeile fondets investeringsunivers. jf. også uttalelser i Finanstilsynets [likelydende brev til forvaltningsselskapene av 18. desember 2018](#). Der historiske avkastningstall sammenlignes mot en ikke-relevant referanseindeks, må dette som et minimum følges opp med forklarende opplysninger som setter ikke-profesjonelle investorer i stand til å forstå betydningen av misforholdet mellom fond og referanseindeks.

Verdipapirfond skal forvaltes i samsvar med det investeringsmandatet som følger av fondets vedtekter, prospekt og nøkkelinformasjon. Å forvalte verdipapirfond i henhold til fondsdokumentasjonen følger av kravet til god forretningsskikk, jf vpfl § 2-15. Uten andre holdepunkter utfra beskrivelsen av et fonds investeringsmandat legger Finanstilsynet til grunn at fondets plasseringer over tid må reflektere hele det investeringsuniverset som følger av mandatet.

### **Finanstilsynets observasjoner og foreløpige vurderinger**

Finanstilsynet påpekte følgende i brevet til Foretaket av 2. desember 2021:

Verdipapirfondet Forte Obligasjon er ifølge punkt 3.1 i fondets vedtekter et obligasjonsfond i henhold til Verdipapirfondenes forenings definisjoner. I henhold til prospektet er fondet klassifisert i klassen "øvrige norske obligasjonsfond". Fondets målsetning er å oppnå høyest mulig relativ avkastning.

Investeringsstrategien er videre beskrevet slik i fondets prospekt:

*"Fondet investerer i omsettelige rentebærende verdipapirer utstedt i norske kroner av stat, fylker, kommuner, banker, forsikringsselskaper og utvalgte kredittforetak."*

Investeringsstrategien og risikoen er beskrevet slik i nøkkelinformasjon pr 28. januar 2021:

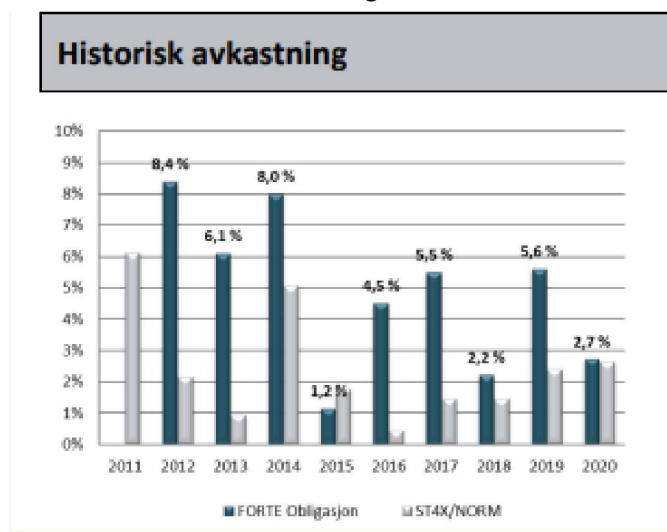
*"Fondet investerer i rentebærende verdipapirer med risiko for kurssvingninger. Disse er knyttet til kredittrisiko og renterisiko. Det er risiko knyttet til fare for mislighold, endringer i utstedernes lånekostnader, likviditetsrisiko og renteendringer i det generelle markedet."*

I fondets prospekt er følgende opplyst om hvor fondet plasserer seg på risikoskalaen innenfor sitt investeringsunivers:

*"Fondets risikoprofil er vurdert som middels av forvaltningsselskapet i forhold til andre sammenlignbare fond i samme aktive klasse. For oppdatert informasjon knyttet til risiko henviser vi til fondets nøkkelinformasjon."*

Fondets referanseindeks frem til 1. januar 2019 var statsobligasjonsindeksen ST4X. I nøkkelinformasjonen sammenlignes historisk avkastning frem til 1. januar 2019 med ST4X. Denne referanseindeksen er uten kredittrisiko og er derfor ikke relevant for fondets investeringsstrategi. Finanstilsynet legger til grunn at avviket fra referanseindeksen over tid ikke vil være nøytralt, men at porteføljen systematisk kan forventes å slå referanseindeksen. Porteføljen vil dessuten ha en høyere volatilitet ettersom fondets plasseringer har en høyere risikoprofil.

Fondets historiske avkastning vises slik i nøkkelinformasjonen:



I nøkkelinformasjonen gis det følgende opplysninger om historisk avkastning:

*"Stolpene viser årlig avkastning per kalenderår for fondets tidligere referanseindeks, ST4X fra 2011 til 2018, samt fondets årlige avkastning siden 2012."*

*"Fra 1. januar 2019 er fondets referanseindeks NORM (NBP Norwegian RM Aggregated Index NOK)."*

I prospektet er det ingen ytterligere opplysninger.

Finanstilsynet har sett nærmere på fondets faktiske portefølje over tid og vurdert denne opp mot fondets investeringsstrategi. Etter investeringsstrategien skal fondet investere i rentebærende verdipapirer utstedt i norske kroner av stat, fylker, kommuner, banker, forsikringselskaper og utvalgte kredittforetak.

Finanstilsynet legger til grunn at "stat" utgjør lavest risiko, deretter følger "fylker, kommuner" med noe høyere risiko, mens "banker, forsikringselskaper" utgjør høyeste risikokategori blant disse. Foretaket kategoriserer risikoen på lignende måte i fondets årsrapporter:

**\*\*)** Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.  
Klasse 1 har laveste kredittrisiko og klasse 6 har høyeste kredittrisiko.

Risikoklasse 1:	Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2:	Statsgaranterte papirer innen EØS
Risikoklasse 3:	Statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4:	Fylker og kommuner
Risikoklasse 5:	Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6:	Industri

Fondets investeringsstrategi tilsier etter Finanstilsynets vurdering et investeringsunivers som spenner fra "Risikoklasse 2 til Risikoklasse 5" etter denne inndelingen.

På bakgrunn av opplysningene i Forte Fondsforvaltnings årsrapporter fra 2017 til og med 2020, samt for halvårsrapporten for 2021, ser det ut til at fondet mer eller mindre har vært konstant investert i ytterpunktet av investeringsstrategiens risikoskala (banker og forsikringsselskaper). Forte har oppgitt samtlige investeringer til å være "Risikoklasse 5" i årsrapportene.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at en sammenligning av avkastning mot en statsobligasjonsindeks, når en større del av fondets portefølje plasseres i renteinstrumenter med høyere risiko, er egnet til å villed. Historisk avkastningen frem til og med 2018, fremstår som betydelig bedre enn det faktiske resultatet. Finanstilsynet anså dette som en målefeil.

Når referanseindeksen ikke har vært relevant for fondets portefølje og risikoprofil, må forvaltningsselskapet, slik Finanstilsynet ser det, som minimum følge opp med forklarende opplysninger som setter ikke-profesjonelle investorer i stand til å forstå betydningen av misforholdet mellom avkastningen og indeksen. Til dette formålet er det avgjørende å forklare at den historiske avkastning målt mot referanseindeksen fremstår som bedre enn hva den i realiteten er.

Det er grunn til å anta at visuelle fremstillinger, som stolpediagram og tabeller, fanger oppmerksomheten i større grad enn tekst. Dette forsterker behovet for å informere om avvikene på en tydelig og forståelig måte både gjennom tekst og igjennom illustrasjoner.

Verdipapirfondet Forte Obligasjon skal i henhold til fondets mandat over tid være plassert i flere risiko-grupper. Finanstilsynet har ikke funnet holdepunkter i fondsdokumentasjonen som tilsier at fondet kan være konstant investert i ytterpunktet av investeringsuniverset.

Finanstilsynet legger til grunn at den nåværende referanseindeks *NBP Norwegian RM Aggregated Index* er valgt fordi den er vurdert som et relevant sammenligningsgrunnlag for fondet. En systematisk høyere risiko i porteføljen enn det som følger av denne indeksen, vil gi lignende skjevheter når denne benyttes som sammenligningsgrunnlag for avkastning, som ved bruk av en statsobligasjonsindeks.

### **Foretakets kommentarer**

Ifølge Foretaket var bruken av ST4X frem til 1. januar 2019, vurdert som det mest naturlige alternativet blant tilgjengelige norske obligasjonsindekser. Vurderingene var primært basert på durasjonen i indeks og fond. Foretaket viser likevel til at en sammenligning av avkastning for et fond med kredittobligasjoner og en indeks med norske statsobligasjoner gir lite informasjon av betydning til investorene og har endret nøkkelinformasjonen for fondet. Foretaket viser videre til at fondets avkastning før 2019 ikke lenger sammenlignes med en referanseindeks, og skriver at denne endringen burde ha vært gjort tidligere.

Fra 1. januar 2019 har fondets referanseindeks vært *NBP Norwegian RM Aggregated Index NOK (NORM)*. Ifølge Foretaket samsvarer den nye indeksen relativt godt med dagens investeringsunivers for Verdipapirfondet Forte Obligasjon. Foretaket opplyser videre at fondet er aktivt forvaltet, og vil kunne ha betydelige avvik fra indeksen. Dersom det over tid skulle vise seg at fondets portefølje systematisk gir en annen risiko enn valgt indeks, vil Foretaket sørge for løpende å informere om dette og å vurdere referanseindeksen på nytt.

Foretaket bekrefter at fondets investeringsunivers omfatter obligasjoner utstedt av stat, fylker, kommuner, banker, forsikringsselskaper og utvalgte kredittforetak, og at investeringene mellom 2017 og første halvår 2021 har vært i banker og forsikringsselskaper (risikoklasse 5). Foretaket viser videre til at porteføljen er noe justert høsten 2021, slik at fondet nå også er plassert i obligasjoner utstedt av kommuner (risikoklasse 4).

Foretaket er enig i at det burde vært større samsvar mellom fondsdokumentasjonen og fondets faktiske plasseringer over tid. Med det som bakgrunn har styret vedtatt et revidert prospekt for fondet. Fondets investeringsstrategi beskrives nå slik i prospektet:

*Fondet kan investere i omsettelige rentebærende verdipapirer utstedt i norske kroner av stat, fylker, kommuner, banker, forsikringsselskaper og utvalgte kredittforetak. Fondet vil i hovedsak være investert i obligasjoner utstedt av kommuner, banker, forsikringsselskaper og utvalgte kredittforetak. I perioder vil fondet kunne ha allokert det meste av sine investeringer i to eller tre av disse segmentene.*

Foretaket opplyser at statspapirer er beholdt i investeringsuniverset. Fondet vil normalt ikke være investert i slike obligasjoner, men i visse markedssituasjoner kan hensynet til å ivareta andelseiernes interesser likevel gjøre det aktuelt. Samtidig fremgår det av det nye prospektet at fondet kan ha plasseringer konsentrert i deler av investeringsuniverset. Ifølge Foretaket vil omtalen av risiko i fondets prospekt bli revidert, og lagt frem for Foretakets styre primo februar.

Foretaket viser videre til at oppdatert prospekt og nøkkelinformasjon for fondet ble lagt ut på Foretakets nettsider i etterkant av styremøtet 15. desember 2021, og at andelseierne vil bli gjort oppmerksom på justeringene i forbindelse med månedsrapporteringen for fondet.

Det vises ellers til at Foretaket siden våren 2020 har fullført en full revisjon av Foretakets instruksjer og prinsippdokumenter, og at nytt instruksverk ble vedtatt i oktober 2021. En viktig oppfølging av instruksene vil være gjennomgang av investeringsmandatene for verdipapirfondene, sett opp mot dokumentene for det enkelte fond.

### **Finanstilsynets endelig merknader**

Den referanseindeksen som ble benyttet frem til 1. januar 2019 var ikke representativ for fondets portefølje og risikoprofil. Finanstilsynet ser alvorlig på at Foretaket gjennom fremstillingen i nøkkelinformasjonen har presentert fondets historiske resultat frem til 2019 som betydelig bedre enn det faktisk har vært. Slik Finanstilsynet ser det er sammenligningen mot en ikke-relevant indeks egnet til å villedde, og det vises til Finanstilsynets foreløpige vurderinger.

Finanstilsynet gjør oppmerksom på at eventuell tilsvarende fremstilling av avkastningen sammenlignet med en ikke-relevant indeks i annen fondsdokumentasjon eller markedsføringsmateriale, på samme måte vil bli sett på som villedende.

Finanstilsynet noterer at Foretaket har iverksatt tiltak og har fjernet sammenligningen mot den tidligere referanseindeksen i fondets nøkkelinformasjon.

Artikkel 18 i Kommisjonsforordning (EU) nr. 583/2010 regulerer situasjonen der det i omtalen av fondets målsetting og investeringsstrategi i nøkkelinformasjon refereres til en referanseindeks. I så fall er utgangspunktet at en søyle som viser resultatet til indeksen skal inkluderes i diagrammet sammen med fondets historiske avkastning.

Som nevnt er det Finanstilsynets vurdering at en slik sammenligning mellom fondets avkastning og referanseindeksen gir et villedende bilde av fondets prestasjoner, når deler av den historiske avkastning måles mot en ikke-relevant indeks slik som her. Finanstilsynet ser også at det er krevende å få rettet opp inntrykket med tilstrekkelig forklarende tekst. Når sammenligningen som her vil gi et misvisende bilde av fondets avkastning, er det Finanstilsynets vurdering at det er et bedre tiltak å fjerne sammenligningen for perioden forut for skifte av indeks. På denne bakgrunn tar Finanstilsynet Foretakets tilpasninger til etterretning.

Finanstilsynet har ikke tatt stilling til relevansen av den nye indeksen, men har notert Foretakets opplysninger om at fondet er aktivt forvaltet, og vil kunne ha betydelige avvik fra indeksen. Finanstilsynet viser her til artikkel 7 første ledd i Kommisjonsforordning (EU) nr. 583/2010 om at graden av frihet i relasjon til referanseindeksen skal oppgis i nøkkelinformasjonen når det henvises til en referanseindeks. Finanstilsynet kan ikke se at det gis slik informasjon i nøkkelinformasjonen, og ber foretaket gjennomgå dette. I spørsmål 8 i ESMA's "Q&A on the application of the UCITS Directive" gis det nærmere veiledning.

Finanstilsynet tar til etterretning de endringer som er gjort i porteføljen, samt i investeringsstrategien. Finanstilsynet vil samtidig påpeke at et verdipapirfond til enhver tid skal forvaltes i samsvar med det investeringsmandatet som følger av fondets vedtekter, prospekt og nøkkelinformasjon. Forut for den siste endringen skulle fondet i henhold til fondsdokumentasjonen investere i " ... *omsettelige rentebærende verdipapirer utstedt i norske kroner av stat, fylker, kommuner, banker, forsikringsselskaper og utvalgte kredittforetak*,". Når det ikke er gitt nærmere detaljer eller anvisninger med hensyn til investeringsstrategien, er Finanstilsynet kritisk til at porteføljen over en lang periode ikke har bestått av rentebærende verdipapirer utstedt av stat, fylke eller kommune.

For Finanstilsynet

Britt Hjellegjerde  
seksjonssjef

Geir Ormseth  
seniorrådgiver

*Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.*