



FINANSTILSYNET
THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Tematilsyn kombinasjonsfond

Oppsummering av tematilsyn med
kombinasjonsfond

DATO:
30.09.2016

Innhold

1	Bakgrunn	4
2	Honorarnivå	4
3	Utnyttelse av allokeringsrammer	5
4	Separat rapportering av aksje- og renteavkastning	6
5	Referanseindeks	7
6	Valg av underliggende fond	7

1 Bakgrunn

Det lave rentenivået de senere årene har gjort det krevende å oppnå avkastning innenfor ønsket risikoprofil. Mange investorer har valgt å benytte fond som kombinerer eksponering mot både rente- og aksjemarkedet. Siden inngangen til 2013 har forvaltningskapitalen i norske kombinasjonsfond vokst med over 170 prosent, og utgjør nå 57 mrd. kroner.

Som et ledd i det løpende tilsyn med verdipapirfond, har Finanstilsynet i 2015 og 2016 analysert totalt 47 norske kombinasjonsfond som tilbyr eksponering både mot aksjemarkedet og rentemarkedet¹. Gitt den store økningen i nyttegning i kombinasjonsfond, ønsket Finanstilsynet å se nærmere på egenskapene ved disse fondene, spesielt kostnadsnivå, utnyttelse av allokeringsrammer og bruk av referanseindeks.

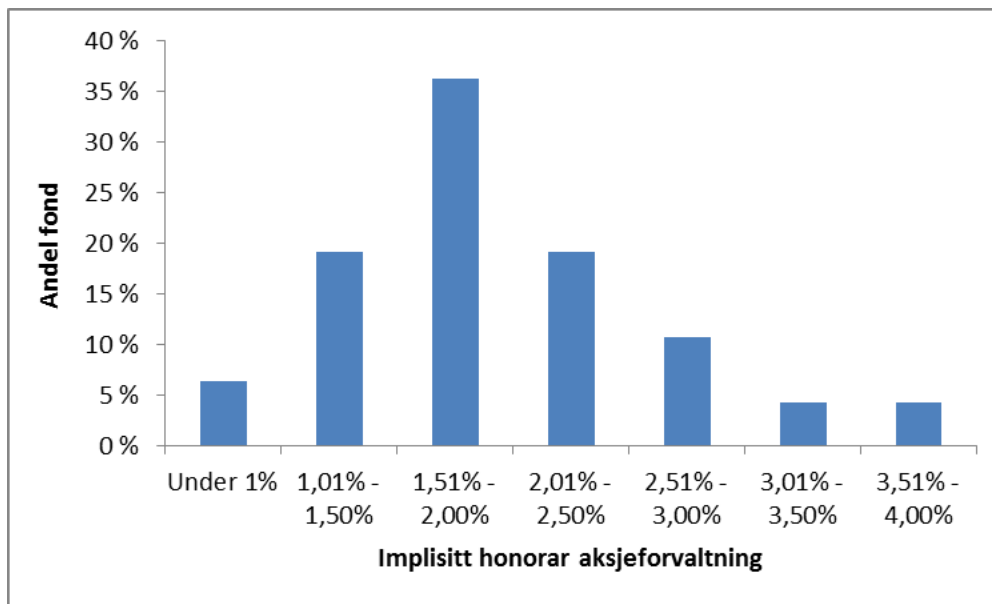
I denne rapporten redegjøres det nærmere for observasjoner og vurderinger Finanstilsynet har gjort i forbindelse med tematilsynet.

2 Honorarnivå

Finanstilsynet har sett nærmere på forvaltningsgodtgjørelsen i kombinasjonsfondene. Forvaltningsgodtgjørelsen i aktivt forvaltede aksjefond er normalt betydelig høyere enn forvaltningsgodtgjørelsen i rene rentefond, da aksjefond forutsetter en høyere grad av analysekapasitet og således er mer kostnadskrevene å forvalte. Et kombinasjonsfond med høy aksjeandel kan dermed forsvare et høyere honorar enn et fond med liten aksjeandel.

For å kunne sammenlikne honorarene på tvers av kombinasjonsfond med ulik aksjeandel, har Finanstilsynet beregnet honorarandelen som tilfaller aksjeforvaltningen på bakgrunn av en antatt markedsprising av renteforvaltningen på 0,5% p.a. Dette nivået ligger i øvre del av skalaen for rene rentefond i det norske markedet i dag. Den resterende andel av forvaltningsgodtgjørelsen henføres til aksjeforvaltningen (implisitt honorar), og er i analysen fordelt på bakgrunn av gjennomsnittlig aksjeandel de siste tre år.

¹ Med kombinasjonsfond forstås et verdipapirfond som normalt har en aksjeeksponering under 80 prosent, og med resterende beholdning investert i rentebærende instrumenter, jf. Verdipapirfondenes forenings bransjestandard for informasjon og klassifisering av aksjefond og kombinasjonsfond.

Figur 1: Beregnet pris for aksjeforvaltningen i kombinasjonsfond²

Analysen viser at 38% av kombinasjonsfondene har en beregnet forvaltningsgodtgjørelse på over 2,0% p.a. for aksjeforvaltningen. Høyest beregnede honorar for aksjeforvaltningen er 3,8% p.a.

En stor andel av kombinasjonsfondene er priset høyt. Mange investorer kan oppnå lavere forvaltningsomkostninger ved å investere separat i rene aksjefond og rentefond. Reallokeringen mellom andelen aksjer og andelen rentebærende verdipapirer i kombinasjonsfond kan berettige noe høyere kostnader i et kombinasjonsfond enn de som totalt påføres ved å investere direkte i henholdsvis aksje- og rentefond. Dagens honorarnivå synes likevel for mange fond høyt, særlig tatt i betraktning begrenset utnyttelse av allokeringssrammer, jf neste punkt.

3 Utnyttelse av allokeringssrammer

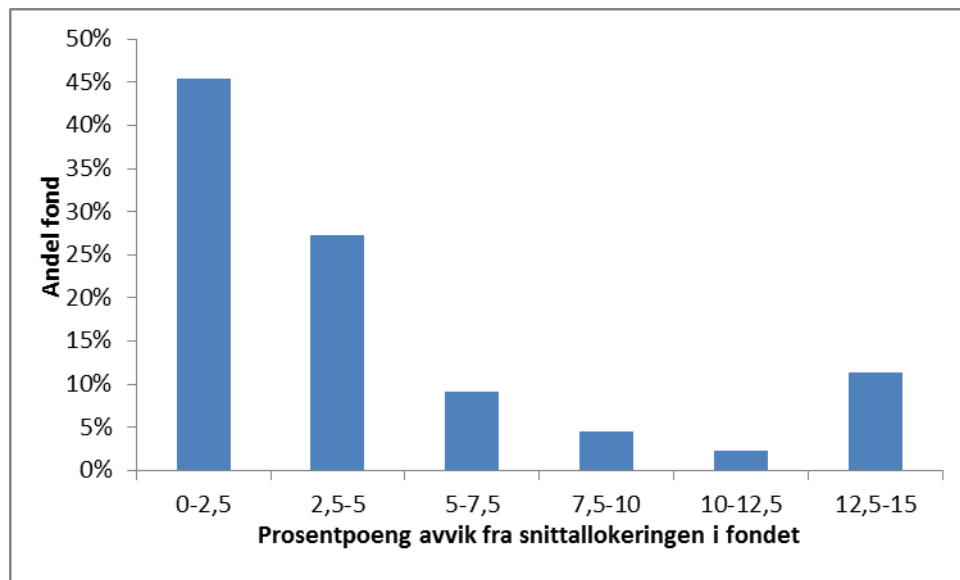
Forvaltningskapitalen i kombinasjonsfond plasseres i aksjer og rentebærende verdipapirer etter en fordeling som er nærmere fastsatt i fondets vedtekter og prospekt. Normalt kan beholdningen av aksjer og rentebærende verdipapirer variere innenfor et fastsatt intervall. En viktig egenskap som markedsføres ved salg av mange kombinasjonsfond, er at fordelingen mellom aksjer og rentebærende verdipapirer løpende vurderes innenfor rammen, og at det foretas reallokering når dette anses optimalt i henhold til forvalters markedssyn.

For å identifisere i hvilken grad rammene for reallokering utnyttes, har Finanstilsynet beregnet avvik fra gjennomsnittlig aksjeandel de siste tre år. Beregningen er foretatt ved å benytte gjennomsnittlig andel av forvaltningskapitalen plassert i aksjer i en treårsperiode, for så å regne nominelt avvik ved hver månedsslutt basert på dette gjennomsnittet. Til slutt beregnes gjennomsnitt av de nominelle avvikene i perioden. Finanstilsynet har valgt å måle

² Alle beregninger er foretatt ut fra data innhentet fra Morningstar august 2016

månedlige avvik mot faktisk aksjenivå. Dette er gjort for å hensynta at forvalter over en lengre periode kan velge en aksjeeksponering som avviker fra fondets posisjonering i en normalsituasjon.³

Figur 2: Utnyttelse av allokeringsrammen i kombinasjonsfond, månedlige observasjoner mot snitt siste 3 år



De fleste kombinasjonsfond tillater at investeringer i aksjer kan variere med 10 til 20 prosentpoeng opp og ned fra forventet aksjeandel. Som det fremgår av figur 2, avviker 45% av fondene mindre enn 2,5 prosentpoeng og 73% mindre enn 5 prosentpoeng fra gjennomsnittlig aksjeandel i perioden. Dette viser at mange fond i liten grad utnytter muligheten for å variere allokeringen mellom rente- og aksjeinvesteringer ut fra forvalters markedssyn⁴. Ved en høy prising av kombinasjonsfond kombinert med en lav utnyttelse av allokeringsrammene over tid, vil andelseierne i mange fond være bedre tjent med å investere direkte i henholdsvis aksje- og rentefond.

4 Separat rapportering av aksje- og renteavkastning

Det er Finanstilsynets oppfatning at det vil være i kundens interesse at forvaltningsselskapene i tillegg til rapporteringen av samlet avkastning for fondet, også spesifiserer avkastning på henholdsvis aksje- og renteforvaltningen målt mot de respektive referanseindekser. Utvidet rapportering av historisk avkastning fordelt på renter og aksjer vil forbedre investors grunnlag for å kunne foreta informerte investeringsbeslutninger, blant annet for lettere å kunne vurdere kombinasjonsfond opp mot investering i separate aksje- og rentefond. Forvaltningsselskapene bør derfor i den periodiske rapporteringen til andelseierne og gjennom

³ Finanstilsynet har også analysert bruk av investeringsrammen målt mot midtpunktet i intervallet definert i fondets vedtekter. Denne analysen gir i hovedtrekk samme resultat.

⁴ En fast allokering mellom aksjer og renter kan også være et strategivalg fra forvalters side. Informasjonen i prospektene for de fleste fondene i undersøkelsen legger opp til at forvalter løpende vurderer allokeringen og over tid utnytter rammen aktivt.

markedsføringsmateriell spesifisere avkastningen fra henholdsvis rente- og aksjeforvaltningen.

5 Referanseindeks

Mange av de norske kombinasjonsfondene benytter Oslo Børs statsobligasjonsindeks som referanseindeks for renteeksponering mot det norske markedet. Kombinasjonsfondenes renteplasseringer er derimot vanligvis i rentepapirer utstedt av finansforetak og industriselskaper, og som innehar både kreditt- og likviditetsrisiko. Oslo Børs statsobligasjonsindeks vil da ikke representere et relevant sammenlikningsgrunnlag ettersom denne indeksen verken har kredittrisiko eller risiko for manglende likviditet.

Det finnes per i dag ikke en renteindeks som dekker kredittelementet for norske rentepapirer. I den utstrekning fondet benytter en referanseindeks som ikke er relevant, er det Finanstilsynets oppfatning at prospektet, og eventuelt annet markedsføringsmateriell, må inneholde informasjon om at fondets referanseindeks på rentedelen ikke gjenspeiler risikoen i fondets plasseringer. Det vises blant annet til at prospektet skal inneholde den informasjon som kreves for å kunne foreta en velbegrunnet bedømmelse av fondet og risikoen forbundet ved investering i fondet.

6 Valg av underliggende fond

Kombinasjonsfondene er ofte strukturert slik at de oppnår eksponering mot henholdsvis aksjer og renter gjennom å investere i underliggende aksje- og rentefond, framfor å foreta direkteplasseringer i enkeltpapirer. Fondskunder har de senere årene valgt å plassere en økende andel av sine aksjefondsinvesteringer i passivt forvaltede indeksfond eller indeksnære aksjefond. Ettersom denne type fond er mindre kostnadskrevende å forvalte, er forvaltningsgodtgjørelsen normalt betydelig lavere enn for aktivt forvaltede fond.

Finanstilsynet merker seg at kun to av kombinasjonsfondene benytter seg av indeksfond for å oppnå aksjeeksponeringen. Disse to fondene har et samlet forvaltningshonorar på ca 0,3% p.a., som er betydelig lavere enn aktivt forvaltede kombinasjonsfond. Dagens tilbud av kombinasjonsfond egner seg således dårlig for kunder som ønsker en passiv og mer kostnadseffektiv eksponering mot både renter og aksjer.

