



Nordea Funds, Norwegian Branch
Postboks 1166 Sentrum
0107 OSLO

VÅR REFERANSE
14/5784

DERES REFERANSE

DATO
19.05.2015

Forvaltning av aksjefond - merknader

1. Innledning

Det finske forvaltningsselskapet Nordea Funds Ltd (Foretaket) har siden 1. januar 2014 forvaltet det norske Verdipapirfondet Nordea Avkastning (Fondet).¹ Fondet ble tidligere forvaltet av Nordea Fondene Norge AS, som gjennom en omstrukturering av fondsvirksomheten i Nordea-konsernet, ble innfusjonert i Nordea Funds Ltd. Fondet retter seg hovedsakelig mot ikke-profesjonelle investorer, og hadde en forvaltningskapital på ca 1.9 milliarder kroner juni 2014.

Finanstilsynet har sett nærmere på hvordan Fondet har vært forvaltet i fem-års perioden, fra juni 2009 til juni 2014. Resultatene viser at Fondet i denne perioden har vært forvaltet nært referanseindeksen OSEFX. Det er Finanstilsynets vurdering at den faktiske forvaltningen har avvirket fra det som forutsettes i Fondets prospekt og nøkkelinformasjon, og som investorene er forespeilet. Foretaket har etter Finanstilsynets syn ikke ivaretatt andelseiernes interesser godt nok når Fondet ikke har vært forvaltet i samsvar med fondsdokumentasjonen, og når andelseierne som følge av hvordan Fondet faktisk har vært forvaltet og forvaltningshonoraret på 2 prosent p.a., ikke er gitt en reell mulighet til meravkastning.

Foretaket har i brev av 15. august 2014 kommentert Finanstilsynets foreløpige analyse av 26. juni 2014. Foretaket peker særlig på to forhold. Det ene er at det har vært lav volatilitet i markedet i perioden. Videre vises det til at Fondet har oppnådd bedre risikojustert avkastning enn referanseindeksen. I e-post fra Foretaket 4. september 2014, gis det blant annet opplysninger om "active share" på gitte tidspunkter.

Foretaket har ikke hatt bemerkninger til det tallmaterialet Finanstilsynet har lagt til grunn.

¹ ISIN NO0010325699

2. Nærmere om Verdipapirfondet Nordea Avkastning og Finanstilsynets observasjoner

Fondet er et UCITS-fond som hovedsakelig investerer i det norske aksjemarkedet. Fondet kan investere inntil 15 % av forvaltningskapitalen i selskaper notert på utenlandske børser. Fondets referanseindeks er Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX). Fondet har minste tegningsbeløp på 100 kr og hadde inntil 2015 et årlig forvaltningshonorar på 2 prosent.

Fondets investeringsmål beskrives slik i prospektet:

"Aksjefondet Nordea Avkastnings formål er å gi en bred eksponering til det norske aksjemarked for fondets andelseiere, og oppnå en størst mulig risikojustert meravkastning til fondets referanseindeks, Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX). Fondet søker å oppnå meravkastning i forhold til referanseindeks ved å ta kontrollerte avvik i forhold til denne (relativ forvaltningsstil). Fondet egner seg for langsiktige plasseringer av midler i aksjemarkedet. Egen analyse danner grunnlag for forvalters investeringsbeslutninger. Gjennom en veldefinert og strukturert investeringsprosess analyserer forvalterteamet trender, sektorer og selskaper med det formål å generere investeringsbeslutninger som kan gi bedre avkastning for fondet enn fondets referanseindeks. Hovedtyngden av fondets investeringer foretas i selskaper notert på Oslo Børs".

Nøkkelinformasjonen har følgende formulering om Fondets mål:

"Fondet søker å oppnå meravkastning i forhold til referanseindeksen (det vi måler fondets avkastning mot) ved å ta kontrollerte avvik i forhold til denne".

På Foretakets nettside "Fondskurser og fakta om våre fond" presenteres Fondets investeringsprofil slik:

"Fondet er aktivt forvaltet og fondets målsetting er å gi bedre avkastning enn utviklingen på Oslo Børs Fondsindeks over tid."

Etter Fondets prospekt, nøkkelinformasjon og markedsføringsmateriale skal Fondet forvaltes aktivt. Dette bekrefter også Foretaket i korrespondansen. Finanstilsynet har derfor lagt til grunn at Fondet tilbys i markedet som et aktivt forvaltet fond med mål om å gi en bedre avkastning enn Fondets referanseindeks.

Analysen av NA er basert på følgende tallmateriale:

Nordea Avkastning Tall pr 04.06.2014	Forvaltningshonorarer 2 %		Størrølse på Fondet 1,9 mrd		
	Siste 5 år	Siste 4 år	Siste 3 år	Siste 2 år	Siste 1 år
Avkastning ²	15,40 %	12,75 %	9,99 %	25,78 %	22,30 %
Diff. Avkastning ³	-0,50 %	-1,37 %	-1,15 %	-2,04 %	-0,24 %

² Annualisert avkastning – kilde Oslo Børs

³ Differanseavkastning er målt mot OSEFX Mutual Fonds

IR ⁴		-23,37	-61,35	-48,72	-100,93	-11,49
Tracking error ⁵		2,14 %	2,23 %	2,36 %	2,02 %	2,09 %
R-kvadrat ⁶	97,60					

Tallmaterialet er innhentet fra Oslo Børs og Morningstar pr. 4. juni 2014.

Det er lagt til grunn følgende tall for "active Share" på gitte tidspunkter (opplyst fra Foretaket):

	31.03.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
Active share	29 %	27 %	29 %	31 %

"Tracking error" har vært lav og "active share" har vært på om lag 30 prosent i den analyserte perioden. En "active share" over tid på 30 % innebærer at Fondet, med et årlig forvaltningshonorar på 2 prosent, må oppnå en betydelig meravkastning over tid (6,7 prosentpoeng) på den del av porteføljen som avviker fra indeksen for å oppnå en avkastning lik Fondets referanseindeks. Dette illustrerer at det er lite sannsynlig å oppnå en bedre avkastning enn referanseindeksen med en "active share" på 30 prosent og et årlig forvaltningshonorar på 2 prosent.

Foretaket begrunner en lav "tracking error" med at det i de siste årene har vært lav volatilitet i aksjemarkedet, og viser til at underliggende volatilitet i aksjemarkedet er en avgjørende forutsetning for å generere "tracking error". Finanstilsynet er enig i at redusert volatilitet i aksjemarkedet kan medføre lavere "tracking error" mot referanseindeks hvis investeringsstrategien ikke endres og "active share" ikke økes. Finanstilsynet vil bemerke at vedvarende lav "tracking error" gjør det lite sannsynlig at investor over tid kan oppnå en avkastning som forsvarer et forvaltningshonorar på 2 prosent p.a.

I følge Foretaket har Fondet i hovedsak levert høyere risikojustert avkastning målt som "sharpe ratio", enn referanseindeksen. Foretaket viser til følgende tabell:

	Nordea			Oslo Børs		
	Avkastning	Risiko ⁷	Sharpe	Avkastning	Risiko	Sharpe
1 år	21,5%	10,4%	1,89	21,9%	11,0%	1,81
3 år	11,4%	19,5%	0,48	13,0%	20,0%	0,55
5 år	16,2%	20,4%	0,70	16,9%	21,4%	0,69
7 år	2,2%	28,2%	0,01	1,7%	28,8%	-0,01
10 år	10,9%	25,7%	0,35	11,1%	27,0%	0,34

Som tabellen viser, er "sharpe ratio" tilnærmet lik for Fondet og referanseindeksen. Gjennomsnittlig "sharpe ratio" for Fondet i fem års perioden har vært 0,69, mens den for referanseindeksen har vært 0,68. Finanstilsynet konstaterer at risikojustert avkastning målt som "sharpe ratio" er tilnærmet lik indeksen.

⁴ Kilde Oslo Børs

⁵ Tracking error (TE) er beregnet som $(TE = \text{Diff. Avkastning} / IR)$

⁶ Kilde Morningstar - R viser samvariasjon med OSEBX som er 98,8 % (korrelasjonskoeffisienten)

⁷ Risiko er volatilitet i Nordea Avkastning

I Foretakets årsrapport for 2014 oppgis følgende differanseavkastning for Fondet (kolonne 1). Kolonne 2 viser differanseavkastningen dersom forvaltningsgodtgjørelsen på 2 prosent p.a. sees bort fra ("gross asset value").

År	Kolonne 1	Kolonne 2
2014	-0,4	1,6
2013	0,5	2,5
2012	-3,7	-1,7
2011	0,5	2,4
2010	0,6	2,6
Gjennomsnitt	-0,5	1,5

En "active share" på ca. 30 prosent i femårs perioden 2010 – 2014, har generert en gjennomsnittlig differanseavkastning på ca. 1,5 prosent. "Active share" har dermed i perioden generert en meravkastning på ca. 5 prosent (1,5/0,3). Denne meravkastningen går i sin helhet med til å dekke 75 prosent av det faste forvaltningshonoraret. Tabellen viser at det er lite sannsynlig at en investor vil oppnå en meravkastning over tid med et forvaltningshonorar på 2 prosent og en "active share" på 30 prosent.

3. Rettslig utgangspunkt og Finanstilsynets nærmere vurderinger

Reglene for hvordan det enkelte fond skal forvaltes, skal fastsettes i Fondets vedtekter og prospekt. Fondets nøkkelinformasjon skal inneholde sammenstilt og lett forståelig informasjon om fondet. Dokumentene skal inneholde nødvendige opplysninger for å kunne foreta en velbegrunnet vurdering av fondet.

Verdipapirfond skal forvaltes i samsvar med den investeringsstrategi som følger av fondets vedtekter, prospekt, nøkkelinformasjon og eventuelt annet markedsføringsmaterieell. Når investorer tegner andeler i et verdipapirfond som skal forvaltes aktivt og betaler forvaltningsgodtgjørelse deretter, skal investor kunne gjøre det i tillit til at fondet i praksis forvaltes som forutsatt og ikke tilnærmet som et indeksfond (indeksnær forvaltning). Fondets investeringer skal velges ut fra forvalters egne vurderinger og analyser, og ikke skygge eller ligge tett opp til en indeks, slik som strategien er for passivt forvaltede verdipapirfond. Forvaltningen skal gi andelseierne en reell mulighet til en avkastning utover referanseindeksen.

At investeringsstrategien overholdes, fremheves i verdipapirfondforskriften § 2-9 (2) som en sentral del av ledelsens ansvar i et forvaltningsselskap. Det er den øverste ledelse som er ansvarlig for at den generelle investeringsstrategien for hvert enkelt verdipapirfond gjennomføres i samsvar med vedtekter og prospekt. Den øverste ledelse skal påse at investeringsstrategien for hvert fond overvåkes og skal sikre, og jevnlig kontrollere, at den generelle investeringspolitikk, investeringsstrategi og risikogrenser for hvert verdipapirfond overholdes. Dessuten skal den øverste ledelse godkjenne og jevnlig kontrollere at de interne rutinene for investeringsbeslutninger er tilstrekkelige for hvert verdipapirfond for å sikre overholdelse av investeringsstrategier.

En sentral del av kravet til god forretningsskikk i vpfl § 2-15 er å påse at verdipapirfondenes og andelseiernes interesser ivaretas på beste måte ved blant annet at forvaltningsselskapet opptrer ryddig og korrekt i utøvelsen av virksomheten. Det er viktig å unngå interessekonflikter ved blant annet å sørge for at andelseiernes og fondenes interesser går foran foretakets interesser. Porteføljeforvaltningen utgjør kjernevirksomheten til forvaltningsselskapene og er den sentrale delen av den konsesjonspliktige virksomheten. Å forvalte verdipapirfond i samsvar med bestemmelser i fondets vedtekter, og som nærmere angitt i fondets prospekt og annen fondsdokumentasjon, følger av kravet til god forretningsskikk. Forvaltningsselskapene ivaretar ikke andelseiernes interesser godt nok dersom fondene forvaltes så tett opp mot referanseindeksen at andelseierne, i lys av de kostnader som er forbundet ved å være andelseier i fondet, ikke gis en reell mulighet til meravkastning.

Tallmaterialet viser at Fondet over den analyserte perioden ble forvaltet nært referanseindeksen, og således ikke i samsvar med fondets aktive investeringsprofil. Foretaket har samtidig priset Fondet som et aktivt forvaltet fond. Det er Finanstilsynets vurdering at den faktiske forvaltningen over lengre tid har avveket fra det som forutsettes i Fondets prospekt og nøkkelinformasjon, og som investorene er forespeilet.

Lav "tracking error" i perioden juni 2009 – juni 2014, kombinert med en active share på ca. 30 prosent og et årlig forvaltningshonorar på 2 prosent indikerer at andelseierne i Verdipapirfondet Nordea Avkastning ikke har fått det produkt de er tilbudt og har betalt for. R- kvadrat på 97,60, som viser en samvariasjon mot indeks på 98,8 prosent (korrelasjonskoeffisienten), underbygger dette. Når Fondet innrettes slik, er det lite sannsynlig at det oppnås en meravkastning over tid, slik målsettingen er.

Slik Foretaket har innrettet forvaltningen av Verdipapirfondet Nordea Avkastning, har ikke Foretaket etter Finanstilsynets vurdering ivare tatt andelseiernes interesser i samsvar med verdipapirfondlovens regler om god forretningsskikk.

4. Avsluttende kommentarer

Finanstilsynet ser alvorlig på at fondet ikke har vært forvaltet i samsvar med opplysningene fondsdokumentasjonen, og at forvaltningen over lang tid har vært innrettet med en lav "tracking error" og "active share" rundt 30 prosent, slik at resultatet har ligget tett opp til Fondets referanseindeks. Når Foretaket samtidig har opprettholdt et høyt forvaltningshonorar, er ikke andelseierne gitt en realistisk mulighet til meravkastning. Kritikken forsterkes på bakgrunn av Fondets betydelige størrelse og at det rettes inn mot ikke-profesjonelle investorer.

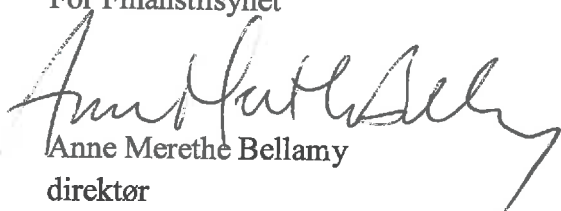
Finanstilsynet har ikke tatt stilling til om Foretakets tiltak er tilstrekkelig, men har notert at Foretaket høsten 2014 tok initiativ til å redusere forvaltningshonoraret fra 2 til 1,5 prosent årlig.⁸ Dette bedrer mulighetene til å nå målsettingen om å oppnå en meravkastning i Fondet.

⁸ Vedtektsendring ble godkjent av Finanstilsynet 18. desember 2014.

Finanstilsynet har særlig vektlagt reduksjonen i forvaltningshonoraret når tilsynet etter en konkret og samlet vurdering har kommet til at det i denne saken ikke fattes vedtak om retting.

Finanstilsynet forutsetter at Foretaket fremover forvalter Fondet i samsvar med investeringsprofilen, og at den faktiske forvaltningen gir andelseierne en realistisk mulighet til å oppnå meravkastning. Finanstilsynet vil også understreke viktigheten av at Foretakets øverste ledelse følger opp og jevnlig kontrollerer at investeringsstrategien overholdes.

For Finanstilsynet



Anne Merethe Bellamy
direktør



Britt Hjellegjerde
seksjonssjef

Kopi:
Nordea Funds Ltd
Finanssivalvonta