

Global investment performance standards (GIPS®)

1 Vad är GIPS?

Global Investment Performance Standards (GIPS) är en internationell, frivillig standard för hur kapitalförvaltare ska beräkna och presentera sina avkastningsresultat. Syftet är att i en tilltagande global finansmarknad åstadkomma full genomlysning, konsistens, rättvisande presentation och jämförbarhet av avkastning från olika kapitalförvaltares produkter. CFA Institute initierade GIPS 1995 och antog den första versionen av GIPS 1999. Sedan dess har GIPS reviderats två gånger, 2005 och 2009. Den senaste uppdaterade versionen har gällt sedan den 1 januari 2011.

Principerna är frivilliga och SFF har som sponsor för GIPS i Sverige till uppgift att sprida information och kunskap om standarden till investerare, kapitalförvaltare och andra intressenter. Information om GIPS, dokument och annan relaterad information kan laddas ned från www.gipsstandards.org.

Principerna består av krav och rekommendationer och lämnar i viss mån öppet för förvaltaren att besluta om grad av tillämpning, dock måste alla krav uppfyllas för att förvaltaren ska kunna kvalificera sig som GIPS-certifierad. Förvaltaren ska tydligt redogöra för de metoder som använts och följa dem konsekvent över tiden. Argumenten för att tillämpa GIPS väger allt tyngre. Antalet länder som stödjer och sponsrar GIPS ökat sakta men säkert och vid utgången av 2014 var antalet 37. Bland dessa länder – som är utspridda över jordens alla kontinenter finns alla utvecklade kapitalmarknader med, exempelvis USA, England, Australien, Sydafrika, Japan och Tyskland men också tillväxtmarknader som Ryssland, Ungern, Pakistan och Sydafrika m fl. Samtliga länder i Norden, med undantag för Island, har antagit GIPS. Vidare pågår en tydlig trend där både finansiella tillsynsmyndigheter och politiker ställer högre krav på finansindustrins kvalitet i redovisning och dess marknadsföringsmetoder. Att exempelvis vid en revision kunna visa att man uppfyller GIPS utgör en kvalitetsstämpel och är därför rimligen en fördel.

Att principerna syftar till full genomlysning och en ärlig och rättvisande presentation av avkastning är naturligt – GIPS kräver att förvaltare redovisar en komplett bild av hela sin avkastning på ett korrekt sätt. Att bilden ska vara komplett är också naturligt och följer av en tänkt jämförelse med företagsredovisning. Det skulle inte vara acceptabelt om ett bolag utelämnade affärsområden med dåliga eller negativa resultat från sin årsredovisning.

Målen för GIPS är:

- att etablera en internationell standard för att beräkna och presentera resultat och avkastning som väcker investerares intresse och inger förtroende,
- att nå acceptans över hela världen för en gemensam rättvisande och transparent standard för att beräkna och presentera avkastning,
- att säkra relevanta, korrekta och konsistenta data,
- att skapa förutsättningar för ärlig och global konkurrens mellan förvaltare och
- att självreglera branschen globalt.

1.2 Vem har nytta av GIPS?

GIPS vänder sig till alla användare av avkastningsinformation – institutioner, privatpersoner och retail. Det ska dock sägas att GIPS är mest till nytta för institutionella kapitalägare – och då i den situation när de letar efter leverantörer, det vill säga i en upphandlingssituation. Vidare inkluderar standarden alla, eller i vart fall de mest vanliga, tillgångslag och instrument: aktier, räntor, fastigheter, venture capital, private equity, derivat och hedgefonder.

Ur en kapitalägares perspektiv finns det två regler som är av väsentligt intresse:

- Förvaltaren måste gruppera samtliga sina uppdrag inom en given produkt/strategi – till exempel svensk obligationsförvaltning – i ett så kallat komposit. Den avkastning som förvaltaren sedan ska redovisa för kunden är kompositets avkastning, det vill säga den (tids- och volymviktade) genomsnittliga totala avkastningen för samtliga dessa mandat. Innebörden av regeln är att förvaltaren inte kan dölja några (dåliga) uppdrag för kunden eller ”cherry pick”, det vill säga bara framhålla den bästa portföljen.
- Den historiska avkastningen måste redovisas för minst fem år bakåt i tiden (kortare tid tillåts om produkten är nystartad). När ytterligare ett år har gått måste förvaltaren lägga till detta i sin redovisning till dess att tio års historik kan presenteras. Konsekvensen av denna regel är att förvaltaren inte kan redovisa avkastning för en godtyckligt vald (bra) period.

Enbart om och när en förvaltare uppfyller samtliga de krav som GIPS ställer, får förvaltaren i sitt presentationsmaterial inkludera det så kallade Compliance Statement och utgör därför en tydlig kvalitetsstämpel.

Förvaltaren kan också låta en kvalificerad oberoende tredje part revidera förvaltarens beräkningsmetoder och presentationsmaterial i syfte att säkerställa att företaget uppfyller GIPS (eller inte). Verifiering är frivillig, men tillför ökad trovärdighet. En verifiering utfärdas med avseende på hela förvaltarens verksamhet, ett enskilt komposit kan inte verifieras. Om förvaltaren genomfört en verifiering ska detta framgå av Compliance Statement.

1.3 Varför GIPS?

Den grundläggande innebörden av GIPS är att möjliggöra en bättre dialog och öka förtroendet mellan investerare och förvaltare. Med en gemensam beräkningsstandard, ökad transparens, öppenhet och jämförbarhet ökar förtroendet för de resultat som olika förvaltare redovisar och därmed också investerarens vilja att investera i de produkter som visar en god avkastning över tid. Med det ökade förtroendet ökar också intresset för kapitalförvaltare och i längden också deras lönsamhet.

GIPS strävar sålunda efter att kunden får ökat förtroende för branschen och dess sätt att beräkna och presentera historiska förvaltningsresultat (performance). Även om historisk avkastning inte är någon garanti för framtida avkastning är performance över tid en faktor som investerare brukar fästa stort avseende vid när de väljer förvaltare. Om då dessa resultat är beräknade och presenterade på ett enhetligt sätt, dessutom över hela världen, innebär det dels att kunden får lättare att välja leverantör och dels att sannolikheten ökar för att han väljer ”rätt” leverantör. Investerare gynnas således i allra högsta grad av GIPS.

Kundernas ökade förtroende främjar industrin, dels direkt genom fler affärer och dels mer övergripande genom att kapitalförvaltningsbranschens rykte stärks. Härutöver kommer förvaltaren, genom att uppfylla GIPS, även i åtnjutande av andra vinster.

1.4 Ytterligare vinster med GIPS

Det rent ekonomiska incitamentet att uppfylla GIPS som kommenterades ovan är givetvis skäl nog att uppfylla standarden. Likväl finns det fler fördelar med att göra det. Kapitalförvaltning är en global bransch. Genom att uppfylla GIPS ökar förvaltarens möjligheter att komma in och konkurrera på nya marknader och därmed möjligheterna för tillväxt och ytterligare ökad intjäning.

Att se till att uppfylla GIPS för första gången är en process, som samtidigt är en investering. Det fordrar i de flesta fall att ett projekt startas upp som tilldelas såväl personella som monetära resurser. Inte heller är det lätt att därefter, när projektet väl är slutfört och förvaltaren uppfyller GIPS, löpande upprätthålla de processer som krävs. Men många företag vittnar om de sidovinster de skapat i och med projektet. Det handlar främst om att de äntligen fått grepp om – och ordning på – en mängd rutiner, som tidigare var dåligt dokumenterade, manuella och inte sällan bestått av kalkylblad i Excel, som bara en person i firman förstod sig på. GIPS kan bli ett inslag i både hanteringen av operativa risker och förvaltarens risk management.

I ljuset av den ökade reglering som kapitalförvaltningsindustrin genomgår har förvaltare ett betydande incitament att uppfylla GIPS. Det finns exempelvis ett antal krav i MiFID som sådana företag enkelt kan uppfylla.

Även för investerare finns det ytterligare vinster. I och med att spelplanen för förvaltare globaliseras ökar utbudet av potentiella leverantörer och därmed, åtminstone teoretiskt, kundens potentiella avkastning på sin investering. Att en förvaltare uppfyller GIPS säger dessutom någonting om företagets interna rutiner, dess vilja att följa ”best practice” samt långsiktighet och seriositet. Kunden kan naturligtvis råka illa ut även om han väljer sådan leverantör. Men risken är rimligen mindre än om han väljer ett bolag som inte uppfyller GIPS.

1.5 GIPS i Sverige

Många svenska förvaltare uppfyller GIPS, men verifieringen är ibland oklar och vissa uppfyller inte alls standarden. De bolag som uppfyller GIPS finns på SFF:s hemsida www.finansanalytiker.se. Där kan man också se om de är verifierade, och senaste tidpunkt för verifiering.

2 Riskredovisning

För att kunna utvärdera utfallet av investeringsportföljer är det – utöver en utförlig presentation av avkastningen – även av intresse vilken risk en portfölj har uppvisat.

2.1 Standardavvikelse

I GIPS 2010 som trädde i kraft den 1 januari 2011 infördes krav på att redovisa risk i form av standardavvikelse. Kravet gäller såväl för kompositet som för kompositets jämförelseindex. Vidare gäller att standardavvikelsen ska redovisas för varje kalenderår såsom gäller för avkastningen. Perioden som ska ligga till grund beräkningen av standardavvikelsen är de senaste tre åren, och frekvensen på observationerna av avkastningen ska vara månatliga. I en presentation som uppfyller GIPS är det den årliga (annualiserade) standardavvikelsen som

ska redovisas, varför förvaltaren måste räkna upp den månatliga risken till årstakt vilket också får anses vara standard i branschen.

Om förvaltaren menar att standardavvikelse inte är ett lämpligt riskmått för kompositets strategi, måste företaget beskriva varför så är fallet och också redovisa (minst) ett ytterligare riskmått – som är baserat på tre års ex-post data och varför det har valts.

Enligt GIPS är det fullt tillåtet att redovisa ytterligare mått på risk utöver standardavvikelse. I det följande ges några exempel på kompletterande riskmått.

2.2 Aktiv risk

Portföljens benägenhet att avvika från sitt jämförelseindex kan uppskattas med så kallad aktiv risk ofta kallat tracking error. En tidsserie, vanligen månatlig, tas fram för skillnaden mellan portföljens och jämförelseindexets avkastning. För denna tidserie beräknas standardavvikelsen i årstakt. Detta riskmått används ofta för att beräkna den så kallade informationskvoten det vill säga årlig meravkastning mot jämförelseindex dividerat med årlig aktiv risk.

2.3 Marknadsrisk

En portföljs följsamhet med en viss marknad kan uppskattas genom att göra en enkel linjär regression mellan avkastningen för portföljen och ett index som representerar marknaden. Följsamheten med marknaden kallas marknadsrisk, systematisk risk eller beta. Detta riskmått kan användas för att beräkna olika mått på riskjusterad avkastning såsom Jensens alfa och Treynor-kvot.

2.4 Förklaringsgrad

Ett vanligt förekommande riskmått för portföljer är förklaringsgrad (R^2). Det anger i vilken utsträckning marknadens utveckling, marknadsindex, förklarar avkastningen för en portfölj. En helt marknadsneutral hedgefond bör ha en förklaringsgrad nära noll, medan en indexfond bör ha en förklaringsgrad nära 100 procent. Den del av den totala risken som inte förklaras av marknaden kallas ofta för specifik risk.

3 Komposit

3.1 Definition av komposit

Ett komposit kan liknas vid en produktgrupp; syftet är att gruppera likartade portföljer i komposit eller produktgrupper för att återspegla en förvaltares strategi, risktagande och kompetens. Kompositet är ett primärt marknadsföringsverktyg.

3.2 Hur skapas komposit?

Komposit skapas genom att aggregera en eller flera portföljers avkastning. Metoder och principer för detta ska definieras i samband med bildandet av ett komposit och måste tillämpas konsekvent över tiden. Att skapa komposit innebär till stor del att sätta gränser för hur och varför portföljer ska inkluderas respektive exkluderas i ett särskilt komposit. Kompositet ska inkludera alla portföljer som speglar en viss strategi eller mandat. GIPS föreslår en hierarki som stöd vid definition av ett komposit; mandatets utformning, tillgångsklass, stil/strategi, jämförelseindex/benchmark, risk-/avkastningskaraktäristika.

Det är förvaltarens ansvar att skapa komposit så att förvaltarens tillgångar under förvaltning avspeglas på ett meningsfullt och rättvisande sätt men också med hänsyn till det universum inom vilket förvaltaren konkurrerar. Utgångspunkten för en förvaltare bör vara att inkludera

samtliga portföljer med liknande investeringsstrategi och jämförelseindex i samma komposit. Företag inom diskretionär förvaltning säljer kundanpassade tjänster snarare än standardiserade produkter. Detta innebär att såväl antalet som utseendet på komposit kommer att variera mellan företag. Kapitalförvaltning är långt ifrån statisk. Komposituppsättningen kommer likaledes att variera mellan företag och över tiden i takt med förändringar i produktutbud. En förvaltares utbud av komposit eller kompositstruktur blir ett sätt att profilera sin organisation.

Förvaltaren ska inte bara redogöra för kompositets performance, i GIPS 2010 är det ett krav att förvaltaren redogör för de risker som strategin innebär på ett sådant sätt att kunden kan förstå och göra en bedömning av dessa.

Nedan följer en genomgång av de viktigaste aspekterna vid utformningen av ett företags kompositstruktur. De referenser som görs i följande avsnitt gäller GIPS 2010, www.gipsstandards.org

3.3 Vikten av benchmark

Benchmarks, eller jämförelseindex, fyller en mycket viktig funktion vid utvärdering av komposit. GIPS slår fast att när avkastning för ett komposit redovisas måste även avkastning för ett relevant benchmark presenteras (5.A.1). Företag ska lägga stor vikt vid att definiera relevanta jämförelseindex för sina komposit. Ett jämförelseindex ska definieras samtidigt som ett komposit bildas, och verifierare ska noga pröva om jämförelseindex uppfyller rimliga krav på relevans och väl reflekterar kompositets strategi och mål. Namn på jämförelseindex ska framgå.

I de presentationsmaterial som används ska klart framgå eventuella skillnader mellan jämförelseindexets och kompositets sammansättning (om till exempel kompositet kan investera i länder som inte täcks av indexet), hur rebalanseringsprinciperna ser ut, återinvestering av utdelningar etc. För blanduppdrag ska vikterna för de i jämförelseindexets ingående tillgångsslagen framgå och gränserna för den taktiska allokeringen presenteras.

3.4 Varje portfölj ska ingå i minst ett komposit

Samtliga avgiftsbelagda diskretionära portföljer ska ingå i minst ett komposit (3.A.1). Eftersom en och samma portfölj kan komma att ingå i flera olika komposit, kan den sammanlagda kompositavkastningen skilja sig från företagets totalavkastning.

3.5 Definition av investeringsmål och -strategi

De portföljer som ingår i ett komposit ska definieras enligt liknande investeringsmål och investeringsstrategi (3.A.4).

En förvaltares kompositstruktur ger en bild av vilka förvaltningstjänster och strategier som förvaltaren erbjuder. För att bilden ska bli tydlig bör kompositen vara relativt snävt definierade, det vill säga de portföljer som ingår i ett komposit ska inte avvika väsentligt från varandra vad avser investeringsmål och -strategi.

Givetvis får kompositen inte bli så snäva att portföljer tvingas skifta mellan komposit utan att strategi och allokering ändrats väsentligt. Restriktioner såsom när, hur och varför portföljer inkluderas eller exkluderas i ett komposit ska specificeras för varje komposit.

Att definiera komposit för rena tillgångsslag är betydligt lättare än att konstruera ränte- och blandkomposit. En generell regel är att hålla de tillåtna intervallen avseende duration respektive tillgångsfördelning för ränte- respektive blanduppdrag snäva. Givetvis bör korta

räntekomposit ha ett mindre durationsintervall än långa. Samtidigt måste indelningen göras praktisk, för att undvika alltför små och ej representativa komposit.

3.6 Avgränsningar

En viktig del i arbetet med att skapa komposit rör precisering av gränsdragningar för när portföljer ska ingå respektive inte ingå i ett komposit. Dessa gränsdragningar måste vara tydliga, väl dokumenterade och möjliga att granska. Eftersom ett företag säljer kundanpassade tjänster, snarare än produkter, skulle i princip varje portfölj kunna utgöra ett eget komposit. Men, förutom att administrationen skulle bli ohanterlig, skulle hela poängen med GIPS gå förlorad. Ett visst mått av gruppering och generalisering är nödvändig för att skapa transparens och jämförbarhet. Användandet av komposit ska bland annat bidra till att ett selektivt urval av portföljer vid presentation av förvaltningsresultat undviks.

Av restriktionerna ska tydligt framgå kriterierna för när en enskild portfölj ska ses som diskretionär och "fri" att förvaltas enligt kompositets mål och strategi. Restriktionerna kan se olika ut för olika komposit. Det är viktigt att endast en begränsad del av företagets portföljer under förvaltning "sällas" bort på detta sätt. I annat fall har företaget eller restriktionerna definierats fel.

Möjliga restriktioner inkluderar förbud att investera i visst företag, bransch eller region ("portfölj som ej kan investera i enskilt värdepapper med benchmark-vikt större än x procent ska ej ingå i komposit Y"), gränser för risknivåer, användande av derivat, skattegynnade respektive skattehämmande portföljer, olika nivåer för taktisk allokering och, den kanske vanligaste restriktionen, en minsta kapitalgräns för när en portfölj ska ingå i ett komposit.

Ett grundkriterium för sammanvägning av blandkomposit är att delportföljerna var för sig ska vara jämförbara. Om en delportfölj av någon anledning, som till exempel skillnader i strategi/jämförelseindex, inte kan ingå i samma "rena" komposit som ett annat blanduppdrags motsvarande delportfölj, bör heller inte delportföljerna ingå i samma komposit.

3.7 Derivatinstrument

Konvertibler, terminer, optioner eller andra derivatinstrument ska hanteras på ett konsekvent sätt över tiden i samtliga komposit. Om ett instrument används i en portfölj utan att dess karaktär ändras, och utan att eventuella restriktioner beträffande användningen av derivatinstrument för kompositet överträds, bör portföljen fortsätta mätas i samma komposit. Om portföljen väsentligt förändras bör den byta komposit (3.A.7).

3.8 Nya och likviderade portföljer samt skifte av komposit

Portföljer ska inkluderas i och exkluderas ur komposit på ett sådant sätt att de inte snedvrider kompositets utveckling. Tillvägagångssätt för inkludering och exkludering ska vara utformade enligt likartade principer.

Nya uppdrag bör ingå i ett komposit när portföljen blivit fullinvesterad och börjar mätas mot ett relevant benchmark. Portföljen ingår i ett komposit från och med den första hela mätperiod som den förvaltas (3.A.5). Definitionen av under förvaltning ska vara dokumenterad och tillämpas konsekvent.

Portföljer bör ingå i komposit fram till och med den sista mätperiod de förvaltas. Från och med att avveckling påbörjats ska portfölj ej längre redovisas i något komposit. Däremot ska

avvecklade portföljer kvarstå i kompositets avkastningshistorik (3.A.6). Likt nya uppdrag ska avveckling av portföljer ske efter dokumenterade principer och på ett konsekvent sätt.

Principer för hur och när portföljer ska skifta komposit är en angränsande fråga. Portföljer ska inte byta komposit såvida inte det diskretionära uppdraget har ändrat karaktär. Denna förändring måste vara till följd av att strategin förändrats på ett väsentligt sätt (3.A.7). Den historiska avkastningen ska stanna kvar i det gamla kompositet. Under den period portföljen förändras tills dess den är "rätt" investerad ingår den inte i ett komposit. Det kan alltså hända att portföljen inte ingår i något komposit under till exempel en mätperiod.

För att undvika subjektivitet ska en definierad och väl dokumenterad strategi för inkludering, exkludering samt portföljers skifte av komposit utformas för varje komposit. Utomstående verifierare kan ytterligare bidra till transparens och trovärdighet i dessa avseenden.

3.9 Delportföljer "carve-outs" utan egen kassa får inte blandas med vanliga portföljer

Om en delportfölj från ett blanduppdrag (så kallad carve-outs) redovisas i ett rent komposit måste likviditet allokeras till delportföljen. Vald allokeringsmetod ska beskrivas.

3.10 Simulerade eller modellportföljer får inte ingå i komposit

Komposit får endast innehålla tillgångar under förvaltning, det vill säga inte resultat från simulerade portföljer eller modellportföljer (3.A.3).

4 Värdering

4.1 Inledning

Fundamentet för GIPS är att standarden är baserad på principerna om rättvisande representation och fullständig redovisning (full disclosure). För att beräkningen av avkastning ska vara meningsfull måste värderingen av en portfölj omgärdas av integritet och reflektera innehavens skäliga värde. Till denna ände kräver GIPS dels att företaget ska ha en värderingspolicy och dels att man för värdering applicerar en metod om fair value. Noterbart är att definitionen av fair value enligt GIPS inte är den samma som används av IASB och FASB, men att dessa organisationers arbete har legat till grund för GIPS definition.

4.2 Definition av fair value

GIPS definition av fair value lyder som följer i svensk översättning (observera dock att i Sverige gäller den ursprungliga, engelska lydelsen): det belopp till vilket ett innehav kan omsättas i en transaktion på armlängds avstånd mellan parter som agerar kunnigt och omdömesgillt och som har ett intresse av att transaktionen genomförs. Beloppet måste bestämmas utifrån objektiva, observerbara, kvoterade, icke-justerade marknadspriser för identiska innehav på en marknad som är aktiv på dagen för värderingen. Om detta inte är möjligt, ska värderingen representera företagets bästa uppskattning av marknadsvärdet (som finns definierat i standarden). Fair value måste inkludera upplupen ränta.

4.3 Illikvida instrument

Av företagets värderingspolicy ska det framgå hur man hanterar situationer då det exempelvis inte föreligger något observerbart pris eller då marknaden inte är aktiv. För sådana fall finns det i GIPS en rekommenderad värderingshierarki. Rangordningen innefattar fem steg, där det andra steget, om det inte föreligger "objektiva, observerbara, kvoterade och ej justerade marknadspriser för identiska innehav ...", innebär att värderingen ska utgå

från objektiva, observerbara, kvoterade, icke-justerade marknadspriser för liknande innehav. Det sista steget i hierarkin innebär att värderingen ska baseras på subjektiv indata och att de antaganden som företaget gör ska reflektera de antaganden som andra aktörer skulle göra i motsvarande situation.

Om företaget inte använder den värderingshierarki som rekommenderas i GIPS ska detta redovisas.