

FINANSDEPARTEMENTET
Postboks 8008 DEP
0030 OSLO
Norway

Dato: 17. desember 2024
Deres ref.: 18/1854
Vår ref.: 23/09518

Statens pensjonsfond utland - Referanseindeksen for aksjer

Vi viser til brev fra Finansdepartementet 31. oktober 2024 om referanseindeksen for aksjer for Statens pensjonsfond utland (SPU). Referanseindeksen for aksjer tar utgangspunkt i indeksen FTSE Global All Cap. Departementet viser i brevet til at antallet små selskaper i FTSE Global All Cap har økt betydelig i etterkant av departements beslutning i 2021 om å redusere antallet små selskaper i referanseindeksen. Økningen reflekteres også i SPUs referanseindeks, spesielt i delindeksen for fremvoksende markeder.

I brevet ber departementet Norges Bank vurdere konsekvenser av økningen i antallet selskaper i FTSE Global All Cap for sammensetningen av den nye referanseindeksen med 96 prosent markedsdekning, og å vurdere den nye indeksen opp mot det som ble kommunisert i fondsmeldingen 2021. Departementet ber også om en vurdering av om det er hensiktsmessig å justere reglene for referanseindeksen og hvordan eventuelle justeringer kan gjøres for at referanseindeksen for aksjer blir mer i tråd med omtalen i fondsmeldingen 2021.

Bakgrunn

Investeringsstrategien for SPU innebærer at fondets avkastnings- og risikoegenskaper i all hovedsak følger av referanseindeksen. Utformingen av referanseindeksen spiller derfor en viktig rolle i forvaltningen. Antallet selskaper i indeksen har økt over tid, og utgjorde i 2021 nær 9 000.¹ Finansdepartementet besluttet i 2021 at antallet skulle reduseres med 25–30 prosent, tilsvarende en markedsdekning på 96 prosent. Departementet antok dette ville gi 6 600 selskaper i indeksen. Referanseindeksen med 96 prosent markedsdekning omtales i resten av dette brevet som «FTSE 96».

Som bakgrunn for beslutningen i 2021 pekte departementet på at de minste selskapene utgjør en svært liten del av den samlede markedsverdien av indeksen. Diversifiseringsgevinstene ved å inkludere de aller minste selskapene ble derfor vurdert som begrenset. I tillegg ble det trukket frem at et stort antall små selskaper i indeksen kan bidra til å øke både kompleksiteten i forvaltningen og forvaltnings- og transaksjonskostnadene. Departementet viste også til at det generelt er mindre

¹ Referanseindeksen for SPU er blant annet tilpasset med geografiske justeringsfaktorer. I tillegg er enkelte selskaper og bransjer ekskludert med utgangspunkt i de etiske retningslinjene for observasjon og utelukkelse, samt departementets beslutning om å fjerne oppstrøms olje- og gasselskaper fra referanseindeksen.

tilgjengelig informasjon om små selskaper.

Vurderinger

Antallet små selskaper i indeksen FTSE Global All Cap har økt betydelig i etterkant av departementets beslutning om å redusere antallet små selskaper i referanseindeksen. Som vist i tabell 1 i vedlegget har antall selskaper i FTSE 96 økt til 7 300 siden 2021, som følge av at flere selskaper i fremvoksende markeder er tatt inn i indeksen.² Selskaper notert i Kina representerer en stor del av økningen. Bakgrunnen for dette er at flere kinesiske selskaper ble gjort tilgjengelige for handel gjennom det såkalte stock connect-programmet, og dermed tatt inn i FTSE Russells indekser i august 2023.³

Økningen i antallet selskaper siden 2021 er ventet å ha liten betydning for indeksens langsiktige avkastnings- og risikoegenskaper, se tabell 2 i vedlegget. Samtidig som antallet små selskaper i fremvoksende markeder har økt, har indeksens samlede eksponering mot små selskaper falt noe. Også indeksens samlede eksponering mot fremvoksende markeder har falt siden 2021. Ulike markedssegmenters andel i referanseindeksen vil variere over tid med prisutviklingen. For en nærmere beskrivelse av den oppdaterte beregningen av sammensetningen av FTSE 96, se tabell 1.

Dersom departementet ønsker å opprettholde en reduksjon i antall selskaper som kommunisert i fondsmeldingen 2021 er det flere måter å oppnå dette på. Ett alternativ vil være å redusere markedsdekningen i aksjeindeksen ytterligere ned fra 96 prosent. Forholdet mellom markedsdekning og antall selskaper i indeksen vil imidlertid ikke være konstant. En indeks med 95 prosent markedsdekning vil i dag gi om lag tilsvarende antall selskaper i indeksen som lagt til grunn i 2021 for en indeks med 96 prosent markedsdekning, se tabell 1. Hvordan antallet selskaper i en indeks med 95 prosent markedsdekning vil utvikle seg over tid vil følge av markedsutviklingen og valg som tas av indeksleverandøren.

Antallet børsnoterte selskaper i fremvoksende markeder har vært den viktigste driveren av økningen i antall selskaper i FTSE Global All Cap over perioden. En indeks som ikke inkluderer segmentet små selskaper i fremvoksende markeder vil kunne ha et mer stabilt antall selskaper fremover. Departementet bør derfor heller vurdere å ta små selskaper (såkalte *small caps*, definert av FTSE Russell som selskaper som representerer den minste 10 prosent av samlet markeds kapitalisering) i fremvoksende markeder ut av referanseindeksen.

Små selskaper i fremvoksende markeder utgjør om lag 22 prosent av antallet selskaper i FTSE 96, men i underkant av 1 prosent av markedsverdien. Dersom segmentet tas ut, anslår vi at den samlede referanseindeksen for aksjer vil bestå av om lag 5 700 selskaper.⁴ Den største nedgangen i antall selskaper vil være i Kina, etterfulgt av India og Taiwan. Med unntak av en reduksjon i antallet selskaper vil virkningene av å ta små selskaper i fremvoksende markeder ut av referanseindeksen være små, se tabell 2 for en nærmere oversikt over våre analyser. Indeksens

² Økningen i antallet selskaper begrenses av departementets beslutning om å redusere markedsdekningen til 96 prosent. En referanseindeks med 98 prosent markedsdekning vil til sammenligning per oktober 2024 inneholde rundt 10 000 selskaper.

³ Stock Connect er en handelsmekanisme som forbinder de kinesiske børsene i Shanghai og Shenzhen med børsen i Hong Kong og gjøre det mulig for utenlandske investorer å handle aksjer i Kina.

⁴ FTSE Russells globale indeks er satt sammen av et sett av regionale indekser. Fremvoksende markeder inngår i flere av disse regionale indeksene. Indeksene er konstruert slik at markedsdekningen vil være lik i hver region. Fordi størrelsen på selskapene varierer kraftig på tvers av regioner, vil størrelsen på de minste selskapene også variere kraftig på tvers av regioner. I en hypotetisk global indeks med én global markedsdekning istedenfor flere regionale, vil antall selskaper (globalt og i fremvoksende markeder) være forholdsvis likt FTSE 96 uten små aksjer i fremvoksende markeder.

historiske avkastnings- og risikoegenskaper ville i liten grad vært påvirket. Det vil være kun mindre endringer i vektingen mellom ulike fremvoksende markeder. Fremvoksende markeders andel i aksjeindeksen vil imidlertid falle noe. Dersom fremvoksende markeders andel i aksjeindeksen skal holdes uendret, må justeringsfaktoren for fremvoksende markeder økes fra 1,5 til 1,65.

En eventuell justering av referanseindeksen vil medføre engangskostnader. Slike endringer bør fases inn over tid for å holde kostnadene lave. Vi legger til grunn at Norges Bank vil involveres tidlig i prosessen med å lage en plan for hvordan en eventuell overgang bør gjennomføres. Tilpasningen kan gjennomføres uavhengig av overgangen til FTSE 96.

Med hilsen

Ida Wolden Bache

Nicolai Tangen

Elektronisk signert / Signed electronically:

17.12.2024, Ida Wolden Bache

17.12.2024, Nicolai Tangen

Vedlegg

Vedlegg

Kopi til:

Norges Banks representantskap

Vedlegg

Tabell 1: Indekssammensetning for ulike indekser basert på FTSE Global All Cap

Tabellen viser egenskaper ved indekser med markedsdekning på henholdsvis 98, 96, 95 og 94 prosent, samt en alternativ indeks med 96 prosent markedsdekning der små aksjer i fremvoksende markeder (FM) er ekskludert og tilsvarende indeks der justeringsfaktoren for fremvoksende markeder er justert til 1,65.

	FTSE 98	FTSE 96 (Okt 2020)	FTSE 96	FTSE 95	FTSE 94	FTSE 96 uten små selskaper FM	FTSE 96 uten små selskaper FM FM- faktor 1,65
Antall selskaper							
Totalt	9 778	6 585	7 266	6 491	5 854	5 693	5 693
Fremvoksende markeder	4 373	2 565	3 613	3 284	2 999	2 040	2 040
Kina	2 373	1 318	2 006	1 800	1 633	1 149	1 149
Konsentrasjon							
Effektivt antall aksjer	195	289	187	183	180	184	186
Top 10 aksjevekt (%)	17.2	13.6	17.6	17.8	18.0	17.8	17.7
Eksposering FM							
Fremvoksende markeder vekt (%)	10.8	12.3	10.8	10.8	10.8	9.9	10.7
Eksposering mot størrelsessegmenter							
Store (%)	73.5	75.3	75.0	75.8	76.6	75.8	75.9
Mellomstore (%)	17.0	16.3	17.3	17.5	17.6	17.5	17.4
Små (%)	9.5	8.4	7.7	6.7	5.8	6.7	6.7

Kilder: FTSE og NBIM-beregninger per 31. oktober 2024.

Tabellen viser ulike modellerte versjoner av referanseindeksen for SPU og vil ikke stemme fullstendig med faktisk referanseindeks. Verdier for FTSE 96 (okt. 2020) (markert) er estimert for 30. oktober 2020. Alle beregninger inkluderer de nye justeringsfaktorene og utelukkelse i henhold til mandatet fra Finansdepartementet. Endringer i referanseindeksen mellom rebalanseringsdatoer er ikke hensyntatt. Effektivt antall aksjer er den inverse av Herfindahl-Hirschman-indeksen. En mer konsentrert portefølje vil ha en lavere verdi, mens en mindre konsentrert portefølje vil ha en høyere verdi. Alle vektene beregnes ved å bruke den investerbare markedsverdien til aksjene.

Tabell 2: Risiko- og avkastningsegenskaper for ulike indekser basert på FTSE Global All Cap

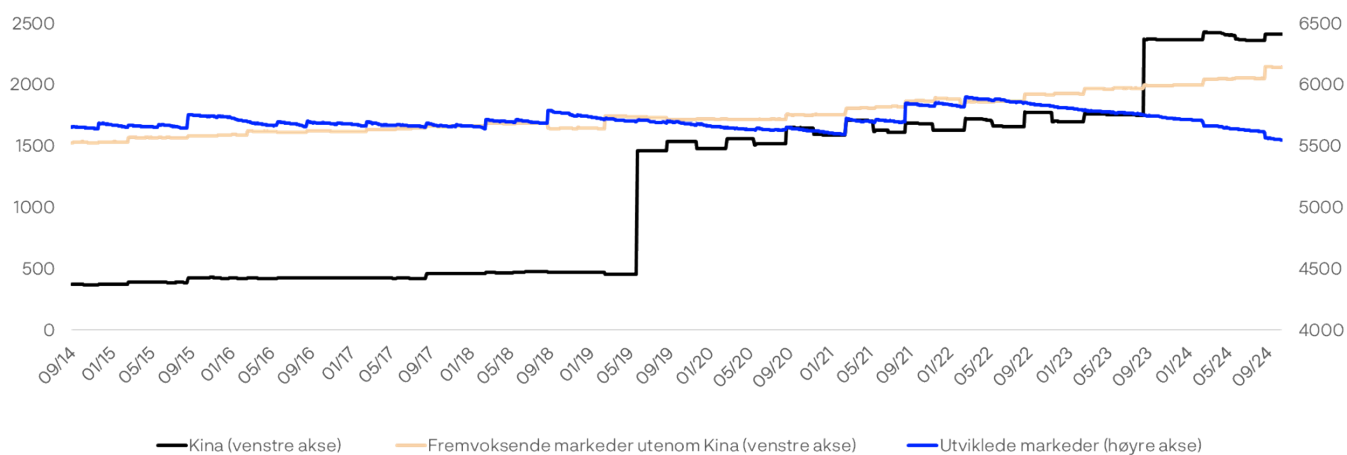
Tabellen viser indekser med markedsdekning på henholdsvis 98, 96, 95 og 94 prosent, samt en alternativ indeks med 96 prosent markedsdekning der små aksjer i fremvoksende markeder (FM) er ekskludert og tilsvarende indeks der justeringsfaktoren for fremvoksende markeder er justert til 1,65.

	FTSE 98	FTSE 96	FTSE 95	FTSE 94	FTSE 96 uten små selskaper FM	FTSE 96 uten små selskaper FM FM- faktor 1,65
Annualisert avkastning, %	8,79	8,80	8,79	8,79	8,81	8,80
Annualisert risiko, %	15,76	15,69	15,67	15,64	15,67	15,68
Risk reward ratio	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56
Max Drawdown, %	-56,1	-56,0	-56,0	-55,9	-55,8	-55,9
Value at Risk (VaR), %	-7,5	-7,5	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4
Conditional Value at Risk (CVaR), %	-12,0	-11,9	-11,9	-11,9	-11,9	-11,9
Annualisert forventet relativ volatilitet, basispunkter	-	14	20	25	19	16

Kilder: FTSE og NBIM-beregninger per 31. oktober 2024.

Tabellen viser estimater for annualisert avkastning og risiko for ulike modellerte indekser. Estimaten vil ikke stemme fullstendig med faktisk referanseindeks. Alle beregninger inkluderer de nye justeringsfaktorene og utelukkelse i henhold til mandatet fra Finansdepartementet. Forventet relativ volatilitet (tracking error) er annualisert og beregnet relativt til FTSE Global All Cap (98%). Beregningsgrunnlaget er data for perioden 30. desember 2003 til 30. oktober 2024.

Figur 1: Utvikling i antall aksjer i FTSE Global All Cap siden 2014



Kilder: FTSE og NBIM.