



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 16.02.2022

Statens pensjonsfond utland - referanseindeksen for aksjer

Finansdepartementet startet i 2018 arbeidet med en bredere gjennomgang av fondets referanseindeks for aksjer. Som et resultat av dette arbeidet er det besluttet å endre de geografiske justeringsfaktorene, samt å redusere antallet selskaper i indeksen med om lag 25-30 prosent. Departementet ber i brev 7. september Norges Bank utarbeide et forslag til innfasingsplan for disse endringene. Departementet ber banken foreslå hvordan endringene i referanseindeksen kan innarbeides i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU).

For å redusere transaksjonskostnader legger departementet til grunn at de to endringene skal gjennomføres samtidig og at innfasingen skjer over tid. Departementet peker også på at det samlede omfanget av endringer i indeksen gjør at dette er et godt tidspunkt for også å vurdere valg av indekisleverandør.

Ny referanseindeks for aksjer

Investeringsstrategien for SPU innebærer at avkastnings- og risikoegenskapene til fondet i all hovedsak følger av referanseindeksen. Valget av referanseindeks for aksjer spiller derfor en viktig rolle i forvaltningen. Det har over tid blitt foretatt flere justeringer i fondets aksjeindeks.

Referanseindeksen for aksjer i SPU er basert på en global indeks fra FTSE Russell. Departementet har tilpasset denne noe, blant annet 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.

Endringen i de geografiske justeringsfaktorene vil bringe referanseindeksen nærmere en global markedsvektet indeks. En reduksjon av antallet selskaper innebærer imidlertid en ny type spesialtilpasning av aksjeindeksen. I motsetning til de justeringer som gjøres i dag, krever denne spesialtilpasningen at indeksleverandøren setter sammen en egen indeks for fondet med lavere markedsdekning enn deres standardindeks.

Departementets beslutning om å redusere antall selskaper i referanseindeksen gjennomføres ved at markedsdekningen reduseres fra dagens 98 til 96 prosent.

Fondet forvaltes indekxnært, og valget av referanseindeks påvirker integrasjon av data, systemløsninger, prosesser, og analyser og offentlige rapporter. I overgangsfasen til en ny indeks vil den operasjonelle risikoen være noe forhøyet, jamfør vårt brev til Finansdepartementet 31. januar 2021.

Innfasingsplan for ny referanseindeks

I arbeidet med innfasingsplanen til ny referanseindeks ber departementet Norges Bank om å vurdere om transaksjonskostnadene kan reduseres ved å samordne de ulike endringene, gjøre innfasingen over tid, dra nytte av de løpende endringene i indeksen som referanseindeksen er basert på, rebalansering og løpende kontantstrøm i fondet og ved å benytte rammen for relativ volatilitet. Se vedlegg 2 for Norges Banks forslag til detaljert innfasingsplan.

Forvaltningen av SPU er indekxnær. Når referanseindeksen endres er det naturlig at også fondets investeringsportefølje vil endres. I innfasingsplanen har vi lagt vekt på lave transaksjonskostnader. I den faktiske gjennomføringen av innfasingen vil vi i noen faser kunne bruke rammen for relativ volatilitet for å sikre en kostnadseffektiv innfasing av endringene. Våre analyser av transaksjonskostnader legger imidlertid til grunn at endringene i referanseindeksen for aksjer implementeres fullt ut i investeringsporteføljen i løpet av innfasingsperioden. Dersom vi ikke reduserer antallet selskaper i investeringsporteføljen på linje med reduksjonen i referanseindeksen vil det bli et varig avvik mellom referanseindeksen og investeringsporteføljen. Avviket vil trekke på rammen for relativ volatilitet, uten at det er forventet å forbedre investeringsporteføljens risiko- og avkastningsegenskaper. Det kan skape uklarhet om hvem som har ansvaret for et slikt avvik. Det er derfor naturlig at innfasingsplanen tar utgangspunkt i at endringene i referanseindeksen faktisk implementeres i investeringsporteføljen.

Overgang til ny indeks - engangskostnader

De nye geografiske justeringsfaktorene innebærer at vi skal selge en andel av aksjene våre i utviklede markeder i Europa og kjøpe amerikanske og kanadiske aksjer. Når antallet selskaper i referanseindeksen skal reduseres, vil vi selge oss ned eller helt ut av en rekke selskaper og samtidig kjøpe mer av aksjene i de gjenværende selskapene i indeksen. De samlede handlevolumene ved å endre de geografiske justeringsfaktorene

og redusere antallet selskaper i referanseindeksen blir noe lavere når endringene gjennomføres samtidig enn om endringene blir gjort hver for seg. Tabell 1 oppsummerer omlag hvor mange selskaper som må selges og totalt volum som må handles.

Å selge seg ut av et selskap som går ut av referanseindeksen er vesentlig dyrere enn å øke eller redusere eierandelen i et gjenværende selskap i referanseindeksen. Dette skyldes at vår påvirkning på markedsprisene blir høyere dess større andel vår handel utgjør av tilgjengelige aksjer i markedet. Ved justering av eierandeler er denne andelen lavere enn når vi skal selge oss helt ut av selskapet. I praksis vil dette si at selv om innfasingen av de nye regionfaktorene innebærer et høyt transaksjonsbehov, er de estimerte transaksjonskostnadene *proporsjonalt sett* betydelig lavere enn for innfasingen av lavere markedsdekning.

Tabell 1. Kostnader og handlevolum for overgang til ny referanseindeks for aksjer

Indeks	Endring	Antall selskaper	Transaksjons-volum (mrd NOK)	Estimerte transaksjonskostnader (mrd NOK)	Estimerte transaksjonskostnader (bp som andel av fondets verdi)
FTSE 96%	Justering av eierandel		1,085	4.9	4.2
	Selskaper ut av indeksen	1,952	145	2.0	1.7
Total			1,231	6.9	5.9

Note: NBIMs estimat er basert på en estimert indeks med 96 prosent markedsdekning og markedsdata per 29. oktober 2021. Justering av eierandel inkluderer handler for å endre de geografiske justeringsfaktorene, samt handler som følger av at eierandelen øker litt i samtlige gjenværende selskaper når antall selskaper i referanseindeksen reduseres. Kilder: FTSE, Bloomberg og NBIMs beregninger..

De estimerte kostnadene er beregnet med utgangspunkt i en modell for transaksjonskostnader¹. For et stort fond er prispåvirkningen i markedet den viktigste kostnadskomponenten. Modellen anslår at innfasingen av de to endringene vil koste om lag 5,9 basispunkter av fondets verdi. Denne beregningen tar ikke hensyn til at transaksjonsvolumet kan bli lavere dersom andre forhold kan utligne deler av behovet for å kjøpe og selge aksjer. Alt annet like er derfor anslaget en øvre grense for *forventede* transaksjonskostnader.

For å illustrere potensialet for å utligne transaksjonsbehovet i innfasingen, har vi gjennomført en simulering av innfasingen, se vedlegg 1 for detaljer. Ved å benytte samtlige kapitalstrømmer i fondet i simuleringperioden ville det vært mulig å utligne mer enn 70 prosent av nødvendig transaksjonsvolum for overgang til ny referanseindeks. Innfasingen av ny aksjeindeks vil i dette scenariet koste mindre enn 2 basispunkter av fondets verdi. I realiteten vil det ikke være praktisk mulig å bruke samtlige kapitalstrømmer på denne måten gitt at fondet forvaltes indekxnært. De løpende inntektene fra utbytte må brukes i forvaltningen ettersom de påvirker sammensetningen

¹ NBIMs modell for handlekostnader tar inn i seg faste og variable kostnader og estimerer prispåvirkning som en funksjon av programmets varighet, handlevolum og markedslikviditet. Modellen er landspesifikk og kalibrert mot faktiske representative handler. Resultatene er verifisert mot representative eksterne rammeverk.

av referanseindeksen. Tilsvarende gjelder også innskudd og uttak fra fondet og rebalanseringer. Anslaget må derfor betraktes som en nedre grense for *forventede* overgangskostnader.

Potensialet for å redusere transaksjonsvolumet ved bruk av andre kapitalstrømmer i fondet varierer med de ulike endringene som nå gjøres i indeksen. Salg av aksjer i selskaper som går helt ut av referanseindeksen kan i liten grad utlignes med andre endringer. Dette gjelder også transaksjonene som vil følge av et eventuelt bytte av indeksleverandør. Bytte av indeksleverandør gir en klar økning i den forventede engangskostnaden ved overgang til ny aksjeindeks, som vist i vedlegg 1. Bytte av indeksleverandør vil også kreve økt ressursbruk internt i Norges Bank, blant annet som følge av IT-utvikling og endringer i hvordan vi planlegger og organiserer vår indekxnære forvaltning. Bytte av indeksleverandør vil derfor medføre økt operasjonell risiko i en overgangsfase.

Modellberegninger er usikre, og anslagene på implementeringskostnader må tolkes med varsomhet. De *faktiske* kostnadene vil avhenge av markedsutviklingen og kan avvike betydelig fra de *forventede* kostnadene. Vi vil rapportere kostnadene etter at endringene er gjennomført.

Endringer i mandatet

Departementet ber også om at banken foreslår hvordan endringene av referanseindeksen for aksjer kan innarbeides i mandatet for forvaltningen. Bankens forslag til endringer i mandatet følger i vedlegg 3.

Med hilsen

Øystein Olsen

Nicolai Tangen



Vedlegg (unntatt offentlighet)

1. Implementeringskostnader
2. Implementeringsplan
3. Utkast til endringer i investeringsmandat