

Oslo Børs Informasjon AS
Rådhusgaten 1-3
0102 Oslo

Att: Henning Dokset

Oslo, 25. august 2000

Høring - ny indeksfamilie på Oslo Børs

I. Innledning

Det vises til høringsnotat datert 3. juli 2000.

Verdipapirfondenes Forening er tilfreds med at Oslo Børs nå har utarbeidet et endelig forslag til nye indekser på børsen. Etter vår oppfatning vil den nye indeksfamilien representere en vesentlig forbedring i forhold til de indekser som Oslo Børs i dag produserer.

For foreningens medlemmer er det av særlig stor betydning at det foreligger indekser med egenskaper som tilfredsstillende krav som bransjen mener bør settes til indekser som benyttes som referanseindeks for et verdipapirfond. Langt på vei mener vi at dette hensynet ivaretas gjennom de forslag som nå er fremmet. Vi har likevel en del konkrete merknader som vi tror ytterligere vil bidra til å forbedre egenskapene til den nye indeksfamilien.

Foreningens konkrete merknader til enkeltelementer i forslaget følger nedenfor. I tråd med ønsket i høringsnotatet, gis det først kommentarer til teksten i det foreslåtte regelverket. Deretter følger kommentarer til de punktene som det er bedt om særskilte merknader til i selve høringsnotatet.

II. Kommentarer til regelverket

Ad 1.2

I andre avsnitt fremgår det at Oslo Børs vil beregne både en Hovedlisteindeks samt en SMB-indeks. Vi forstår det slik at disse to indeksene vil ha samme utvalg som dagens Totalindeks og SMB-indeks. I den pågående prosessen med å definere ny indeksfamilie har foreningen fått inntrykk av at listetilhørighet ikke skal tillegges vekt i definering av utvalg for indeksene. Dette er en holdning som vi slutter oss til.

Vi ser det som positivt at det defineres en indeks for mindre kapitaliserte selskaper, men vi vil foreslå at kriteriene for et slikt utvalg legger vekt på markedsverdi og hvor listetilhørighet ikke er kvalifiseringskriterium. Slik vi kjenner SMB- og Hovedlisten i dag, er vi av den oppfatning at flere selskaper fra SMB-listen mer naturlig hører hjemme på hovedlisten og omvendt. På denne bakgrunn vil vi foreslå at utvalget for den nye SMB-indeksen fastsettes på

bakgrunn av de lavest kapitaliserte selskaper på Oslo Børs. Etter vår oppfatning bør den nye SMB-indeksen inkludere selskaper med en kapitalisert verdi lavere enn ca. 1,5 mrd. kroner.

Dette kan for eksempel operasjonaliseres ved at man velger en gitt prosentsats av de lavest kapitaliserte selskapene. Utvalget foreslås rebalansert halvårlig samtidig med utvalget til ny benchmark.

Vi har foretatt en analyse av dette og med utgangspunkt i tallmateriale fra Oslo Børs pr 17. mars i år har vi laget følgende tabell:

Totalt antall børsnotete selskaper: 188
Total kapitalisert verdi: NOK 478 888 844 268

Tabell : Alternativer for utvalg til ny SMB-indeks

X % lavest kapitaliserte selskaper	Maks. markedsverdi selskap	Sum markedsverdi	Sum markedsverdi i % av total	Antall selskaper	Antall selskaper i % av totalt antall
5%	609 mill	23.9 mrd	4.98	91	48
10%	1.30 mrd	47.5 mrd	9,92	117	62
15%	1.80 mrd	70.3 mrd	14.68	132	70
17.5%	1.99 mrd	83.7 mrd	17.48%	139	74

Vi anser på denne bakgrunn at en grense på 10% av de lavest kapitaliserte selskapene vil være best egnet for å definere et slikt utvalg.

Med bakgrunn i at vi ikke ønsker å fokusere listetilhørighet i indekskonstruksjon, samt at vi foreslår en redefinering av SMB-indeksen i tråd med dette, er vi i tvil om nødvendigheten av å definere en ny hovedlisteindeks. All-share indeksen vil etter vårt skjønn være dekkende for totalmarkedet.

Dersom våre forslag aksepteres, vil indeksfamilien bestå av følgende indekser:

- Benchmark
- All-share indeks
- SMB-indeks (uavhengig av listetilhørighet)
- Grunnfondsindeks
- Sektorindekser på nivå en og to.

Av notatet fremgår det at basisdato for de nye indeksene settes til 30.12.95 med basisverdi 100. Vi ønsker i stedet noe lengre historikk og anbefaler at tidligere foreslåtte basisdato 30.12.94 opprettholdes. I tillegg vil vi foreslå at historikken til dagens totalindeks rebaseres og lenkes bakover i tid med den nye benchmark-indeksen.

Ad 3.1

I tredje avsnitt fremgår det at det er aksjeklasser som skal danne utgangspunktet for vurdering av indeksmedlemskap. Vår oppfatning er at samtlige noterte aksjeklasser i et selskap bør være representert i indeksen. Dette bl.a. fordi det etter vår oppfatning vil være uheldig at et selskap risikerer å bli ekskludert fra indeksutvalget dersom det kun fokuseres på atskilte aksjeklasser, mens selskapet ville vært med dersom utgangspunktet hadde vært selskapets aksjeklasser sett

under ett. Denne vurderingen gjelder enten kvalifiseringskriteriet gjelder likviditet eller markedsverdi.

Vi vil derfor tilrå at et selskaps samlede noterte aksjeklasser bør legges til grunn i vurderingen av evt. indeksmedlemskap.

Ad 3.2.2

Av teksten fremgår det at de foreslåtte utvalgskriteriene først og fremst legger vekt på likviditet med en sikring av bransjerepresentasjon på 60% innenfor Global Industry Classification Standard (GICS) på nivå tre. Verdipapirfondenes Forening har overfor Oslo Børs tidligere gitt uttrykk for et ønske om en sterkere prioritering av de største selskapene målt ved markedsverdi, men hvor illikviditet er et diskvalifiseringskriterium.

Etter en gjennomgang av vedlagte materiale til høringen er vi kommet til at kravet om 60% bransjerepresentasjon på nivå tre ikke er tilrådelig. Dette fordi forslaget vil kunne innebære at selskaper som i liten grad anses som omsettelige tvinges med i utvalget, jfr. det store antallet bransjer som inngår i nivå 3. På denne bakgrunn anbefaler vi at kravet til 60% bransjerepresentasjon innrettes mot nivå to i GICS.

Videre innebærer det foreslåtte regelverket en risiko for at bransjerepresentasjonen kommer under grensen på 60% dersom justeringen for fri flyt og "capping" foretas etter at utvalget er fastsatt. Vi foreslår derfor visse endringer i dette regelverket, jfr. nedenfor.

Etter det vi forstår, anser Oslo Børs det som vesentlig å sikre at de 25% mest omsatte selskaper inngår i utvalget. Dette synspunktet har vi tatt hensyn til i vårt forslag til regelverk for sammensetting av benchmark:

1. Selskaper som utgjør inntil 5% av akkumulert markedsverdi basert på de minst likvide selskapene filtreres bort.
2. 25% av de mest omsatte selskaper på Oslo Børs siste tolv måneder inkluderes.
3. Selskapene sorteres etter markedsverdi før evt. justering for fri flyt eller "capping".
4. Selskaper inkluderes i utvalget inntil 60% andel av bransjens markedsverdi på nivå 2 i GICS er dekket. 60%-andelen beregnes etter justering for evt. fri flyt eller "capping".

Ad 3.2.3

Verdipapirfondenes Forening ønsker strengere krav til definisjon av fri flyt og vil tilrå at det foretas en sterkere tilnærming til FTSEs avgrensinger når det gjelder andel av kapitalisert verdi som skal inkluderes i indeks. Denne anses mer tidsriktig og egnet for det norske markedet.

Andre forhold:

- Statlig eierandel
Vi foreslår at definisjonen av fri flyt i hht. statlig eierandel videreføres slik den praktiseres i dag.
- Strategisk eierandel
Vi foreslår at strategisk eierandel relateres til postens størrelse. Denne foreslås satt til 1/3 av selskapets aksjekapital.

Ad 3.2.4

Verdipapirfondloven legger beskrankninger på forvaltningen i et verdipapirfond ved at maksimalt 10 prosent av fondets midler kan investeres i ett selskap. Vi støtter derfor forslaget om å innføre en "capping" og foreslår at denne grensen settes til 10 prosent. Det bør dessuten fremgå av regelverket hvorvidt slik "capping" foretas daglig eller på rebalanseringstidspunktet.

Ad 4.1

I henhold til dagens regelverk vil aksjer gå ut av indeksutvalget dersom aksjen ikke omsettes på 10 dager. Vi legger til grunn at "10-dagersregelen" som benyttes i dagens indeksberegning vil opphøre for alle indekser og at illikvide aksjer evt. tas ut som følge av en vurdering av Oslo Børs Indekskomité.

Ad 4.4

Global Investment Performance Standards (GIPS) anbefaler at det i verdivurdering av porteføljer bør benyttes samme kilde og kurs i valutaomregningen som referanseindeksprodusenten.

For å kunne følge en slik anbefaling er det nødvendig at valutakurser som benyttes i omregning til norske kroner distribueres sammen med indeksene.

Ad 4.7

I beregningen av indekser legges det opp til å foreta en løpende justering av indeks pga. valutakursfluktasjoner slik at en endring i valutakurs gir direkte utslag i verdien på indeksen. Dette prinsippet fravikes imidlertid i beregningen av fixing-verdi hvor samtidig valutakurs benyttes for de enkelte kursobservasjoner som er grunnlag for beregningen.

Vi ser ikke hvorfor et annet prinsipp for omregning av valuta skal velges ved beregning av fixing-verdi og vil derfor gå inn for at beregningen av fixing-verdi harmoniseres med ordinær beregning av indeks mhp. valutahåndtering.

Det fremgår videre av teksten at denne verdien skal beregnes på daglig basis for alle indekser. Etter det vi kjenner til, distribueres det i dag en volumveid gjennomsnittsberegning i sanntid for alle Oslo Børs' aksjeindekser. Siste observasjon i løpet av dagen blir dermed daglig sluttverdi. Med unntak av valutaomregningselementet, som til nå ikke har vært aktuelt, er dagens sanntidsberegning av volumveid gjennomsnitt lik fixing-verdien som omtales her.

Vi tolker derfor forslaget slik at den eksisterende sanntidsberegningen av volumveid gjennomsnitt enten vil opphøre eller evt. avvike fra beregningene i dette avsnittet. Verdipapirfondenes Forening ønsker å beholde dagens sanntidsberegning og vil tilrå at disse prinsippene bør samsvare med beregning av daglig fixing.

Ad 5.2

Av teksten fremgår det at endringer som følger av for eksempel ordinæremisjoner, ikke skal påvirke vekten i benchmarkindeksen som følge av det økte aksjeantall dette medfører. Dette avviker fra prinsippet for de andre indeksene hvor nytt antall aksjer tas med og følgelig påvirker vekten direkte.

Av det vi kan se medfører dette at en indekxnær forfaller må selge evt. tegnede aksjer eller omsette tegningsrettene. Midlene må deretter reinvesteres i hele indeksutvalget iht. til

aksjenes vektor for å kunne følge indeks. Konsekvensen av å benytte et annet prinsipp på benchmarkindeksen kan bli større avvik mot totalmarkedet dersom endringene i total markedsverdi i selskapet er betydelige som følge av aksjekapitalhendelsen.

Vi kan således ikke se at den foreslåtte beregningen representerer noen fordeler, og vil derfor tilrå at ny aksjekapital tas inn fullt ut for de aksjekapitalhendelser som er aktuelle.

Ad 5.8

Dersom et selskap må ekskluderes fra indeksen som følge av oppkjøp eller fisjon, og dette utgjør mindre enn 2,5% av indeksens markedsverdi, er det vår tilrådning at det ikke tas inn nye selskaper i indeksen før rebalanseringstidspunktet. Dersom markedsverdien til det selskapet som tas ut av indeksen utgjør mer enn 2,5%, bør det imidlertid etter vårt syn tas inn et nytt selskap med full markedsverdi.

Etter vår oppfatning bør ovenstående gjøres gjeldende uavhengig av om det evt. overtagende selskap er børsnotert eller ikke.

III. Kommentarer til enkeltpunkter i høringsnotatet

Re-balansering – sluttkurser vs. volumveide kurser.

Verdipapirfondenes Forening støtter Oslo Børs' anbefaling vedrørende bruk av sluttkurser i rebalanseringen av indeksutvalget.

Dersom volumveide kurser skal benyttes, vil vi gå inn for en løpende valutakursjustering, jfr. kommentarene over til punkt 4.7 i regelverket. Dette reduserer oppgjørssisiko mhp. valuta for fond som har daglig valutaoppgjør.

Sammensetning av benchmark – metode.

Vi viser til kommentarene gitt til punkt 3.2.2 over.

Free float

Vi viser til kommentarene gitt til punkt 3.2.3 over.

"Capping"

Vi viser til kommentarene gitt til punkt 3.2.4 over.

Justering ved fisjon

Verdipapirfondenes Forening går inn for at Oslo Børs viderefører eksisterende praksis med å ta ut aksjen av indeks på ex-dato.

Indeksens beregningsalgoritme

Flere forvaltningsselskaper har samme positive erfaringer som Oslo Børs når det gjelder å benytte ordreboksinformasjon i verddivurderingen av fond. Vi slutter oss derfor til forslaget om å videreføre eksisterende regime.

Valuta

Foreningen mener at den foreslåtte metode vil gi en god predikasjonsevne på reelle markedskurser i valutamarkedet. På denne bakgrunn slutter vi oss til forslaget fra Oslo Børs om bruk av også ordreboksobservasjoner for valuta i beregning av indeks.

"Fast exit/fast entry"

Aksjer som er blitt eller må antas å bli illikvide, og hvor situasjonen må antas å vedvare, bør etter vår oppfatning ekskluderes fra indeksen. Motsvarende bør introduksjon av større selskaper i beregningsperioden, som må forventes bli likvide, inkluderes. Konsekvensen av å unnlate å implementere slike prinsipper kan medføre betydelige avvik sammenlignet med totalmarkedet.

For å sikre størst mulig forutsigbarhet, går vi generelt inn for at regelverk bør omfatte samtlige kjente problemstillinger. Vi antar imidlertid at et slikt regelverk ikke kan være uttømmende i forhold til de situasjoner som er omtalt i dette punktet. Det bør derfor også gis rom for skjønnsmessige vurderinger.

Med hilsen
Verdipapirfondenes Forening

Bernt S. Zakariassen
Direktør