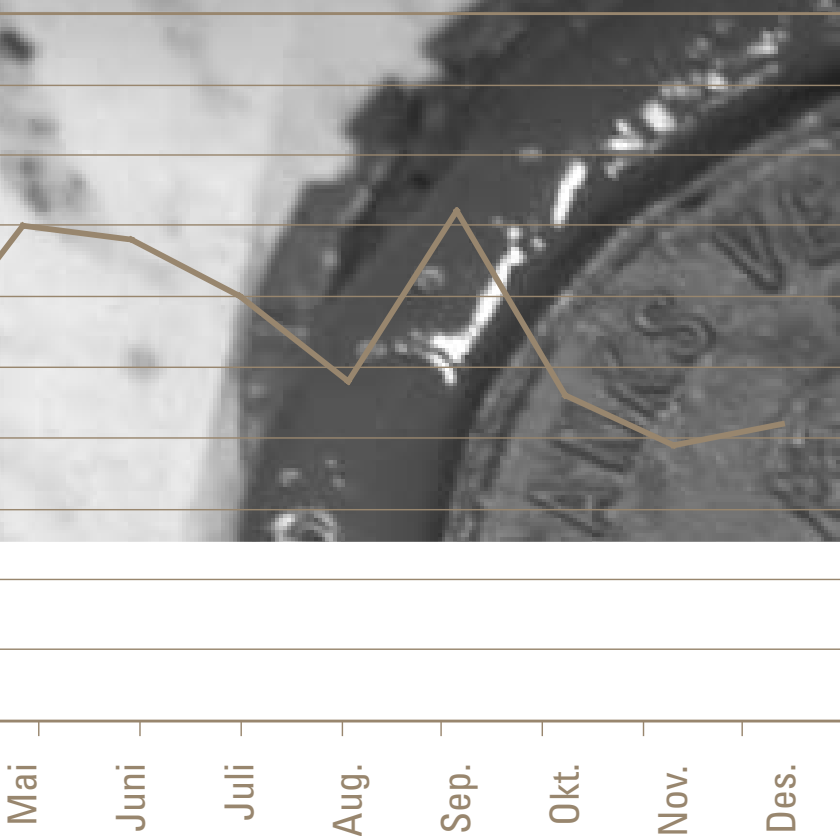
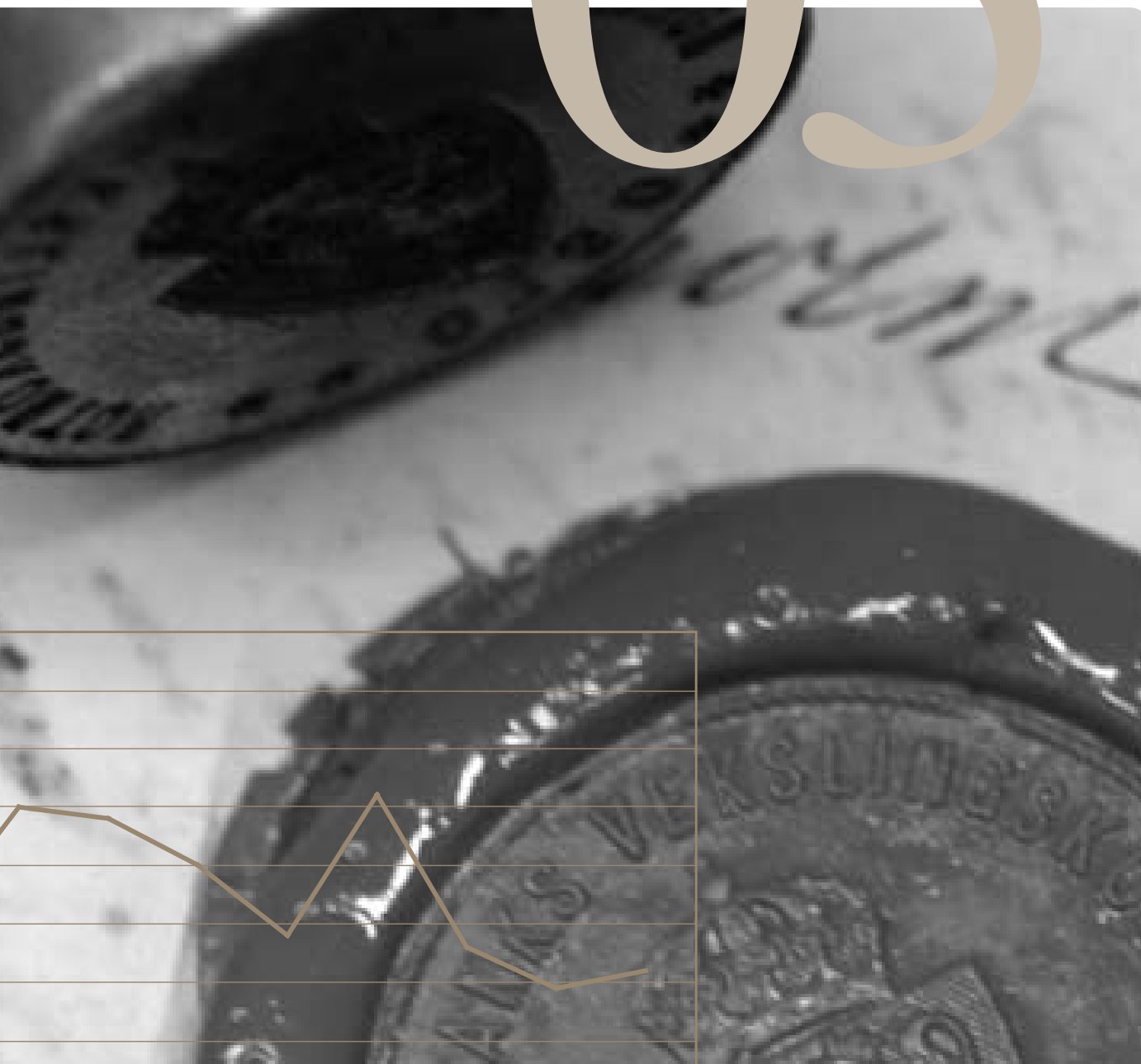


03



Innhold

	Statens petroleumsfond - nøkkeltall 2003	2
	Forord	3
	Statens petroleumsfond 1990-2003	4
Beretningsdel	1. Mandat	10
	2. Hovedtall for avkastningen i Petroleumsfondet i 2003	12
	3. Renteforvaltningen	17
	4. Aksjeforvaltningen	19
	5. Risiko	24
	6. Organisering av forvaltningen	26
	7. Kostnader i forvaltningen	27
	8. Regnskapsrapportering	29
	Uttalelse fra Norges Banks revisjon	30
Temadel	1. Resultater fra seks år med aktiv forvaltning	32
	Avkastningen i Petroleumsfondet	32
	Absolutt og relativ risiko	33
	Forholdet mellom avkastning og risiko	35
	Analyse av meravkastningen i Petroleumsfondet	37
	Oppsummering	39
	2. Høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko	40
	Ulike typer aktiv forvaltning	42
	Organisering av den aktive forvaltningen	43
	3. Erfaringer med eksterne aktive aksjeforvaltere	46
	Historikk	46
	Strategien bak bruken av eksterne forvaltere	47
	Erfaringer 1998–2003	48
	Resultater i eksternforvaltningen	50
	4. Utøvelse av eierrettigheter	52
	Måter å utøve eierskap på	54
	Nasjonale og internasjonale reguleringer og konvensjoner	54
	Institusjonelle investorer og eierskapsutøvelse	55
	Eierskapsutøvelse i Petroleumsfondet	57
	Tidligere publiserte artikler	58
	Artiklene finnes på Norges Banks internettsider under Petroleumsfondet	
	Mandat for forvaltningen	60
Dokumentasjonsdel	Aksjeholdninger pr. 31. desember 2003	64
	Obligasjoner pr. 31. desember 2003	75
	Ord og uttrykk	80

www.norges-bank.no

Statens petroleumsfond - nøkkeltall 2003

Markedsverdi i norske kroner pr 31.12.2003

- Totalporteføljen 845,3 mrd
- Den ordinære aksjeporteføljen 359,6 mrd
- Renteporteføljen 484,1 mrd
- Miljøfondet 1,5 mrd

Overføringer fra Finansdepartementet i 2003 (norske kroner)

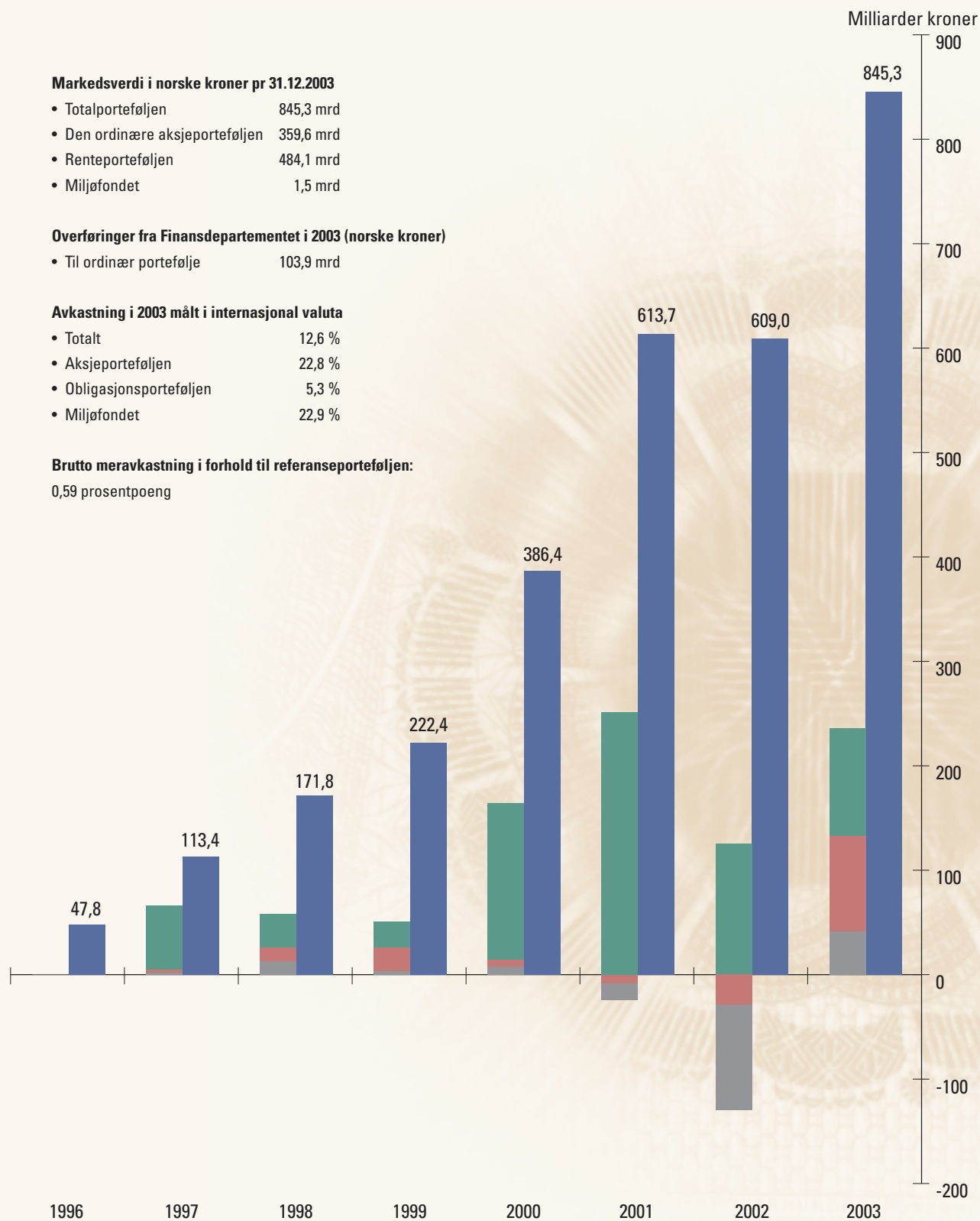
- Til ordinær portefølje 103,9 mrd

Avkastning i 2003 målt i internasjonal valuta

- Totalt 12,6 %
- Aksjeporteføljen 22,8 %
- Obligasjonsporteføljen 5,3 %
- Miljøfondet 22,9 %

Brutto meravkastning i forhold til referanseporteføljen:

0,59 prosentpoeng



■ Tilførsel
 ■ Avkastning i valuta
 ■ Virkningen av endret kronekurs (som ikke har betydning for fondets internasjonale kjøpekraft)
 ■ Markedsverdi 31.12

Et godt år

Avkastningen på Statens petroleumsfond var 12,6 prosent (målt i internasjonal valuta) i 2003. Dette er den høyeste avkastningen fondet har hatt. Resultatet skyldes høy avkastning på aksjer med 22,8 prosent. Avkastningen på obligasjoner var 5,3 prosent.

Målt i kroner var avkastningen i 2003 91,1 milliarder. Siden 1997 har den gjennomsnittlige årlige realavkastningen etter kostnader vært 3,7 prosent målt i internasjonal valuta.

Store svingninger i de internasjonale kapitalmarkedene har slått inn i avkastningen på Petroleumsfondet siden forvaltningen startet opp i siste halvdel av 1990-årene. Aksjeavkastningen har variert mellom 34,8 prosent (1999) og -24,4 prosent (2002). Avkastningen på obligasjoner har som ventet svingt betydelig mindre, mellom 9,9 prosent (2002) og -1,0 prosent (1999).

Petroleumsfondet har en lang tidshorisont. Svingninger i årlig avkastning er da ikke et problem i seg selv. Økonomisk sett kan det formuleres motsatt: Det er nettopp risikoen knyttet til plasseringer i aksjer, som viser seg ved svingninger i avkastningen, som over lang tid gir høyere avkastning ved å investere i aksjer.

Men slike svingninger kan være et problem om viljen til å ta risiko reduseres i nedgangstider. Strategien som Finansdepartementet har fastsatt for Petroleumsfondet innebar tvert i mot at alle nye midler som ble tilført fondet da aksjemarkedet var nær bunnpunktet gikk til kjøp av aksjer. Det er en styrke for Petroleumsfondet at strategien er robust i forhold til svingningene i avkastningen.

Finansdepartementet har definert et tydelig mandat for Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet. Norges Bank skal søke å oppnå meravkastning i forhold til en referanseportefølje. I 2003 ble avkastningen på Petroleumsfondet 0,59 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen. Dette er det sjette året på rad med meravkastning. Samlet brutto meravkastning i denne perioden har vært 9,4 milliarder kroner.

Forvaltningen av Statens petroleumsfond er krevende. Norges Bank legger betydelig vekt på å drive forvaltningen på en trykkgende og kostnadseffektiv måte, med meget stort fokus på styring av risiko og måling av posisjoner og resultater. Forvaltningskostnadene er lave sett i forhold til sammenlignbare fond. Det var i 2003 ingen vesentlige brudd på de rammer og retningslinjer som Finansdepartementet har fastsatt.

Norges Bank ønsker å gi bred informasjon om forvaltningen av Petroleumsfondet. Vi håper denne årsrapporten vil bidra til dette.



Svein Gjedrem
Sentralbanksjef



Knut N. Kjær
Direktør Norges Bank
Kapitalforvaltning

Statens Petroleumsfond 1990-2003

Hovedtall

Markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje var ved utgangen av 2003 på 845 milliarder kroner.

Figur 1 viser utviklingen i fondets markedsverdi fra 1997 målt både i norske kroner og i den valutakurven som svarer til sammensetningen av fondets referanseportefølje. Utviklingen i de to tallseriene var nokså parallell til og med 2001. I 2002 styrket den norske kronen seg mye mot de valutaer fondet er investert i, slik at økningen av verdien målt i kroner ble betydelig lavere. I 2003 bidrog en svakere kronkurs til det motsatte. Endret kronkurs påvirker kroner verdien av fondet, men ikke fondets verdi for Norge målt ved mulighetene til å kjøpe varer og tjenester fra utlandet i fremtiden. Avkastningen målt i valuta gir derfor et mer riktig bilde av utviklingen av fondets internasjonale kjøpekraft enn

tall som inkluderer virkningen av endret kronkurs.

Samlet for 2003 hadde Petroleumsfondets portefølje en avkastning på 12,6 prosent regnet i fondet valutakurv.

Den prosentvise avkastningen av Petroleumsfondets internasjonale portefølje fra og med 1997 er vist i tabell 1. I 1997 var fondet investert i rentebærende statspapirer, mens porteføljen siden 1998 har bestått av både aksjer og rentebærende verdipapirer. Som gjennomsnitt for årene 1997-2003 har den nominelle avkastningen på både aksje- og renteporteføljen vært positiv med henholdsvis 2,2 og 6,5 prosent i året. For hele fondet har den årlige nominelle avkastningen i gjennomsnitt vært på 5,3 prosent, som etter fradrag for prisstigning og forvaltningskostnader gir en netto årlig realavkastning på 3,7 prosent. Forvaltningskostnadene har i gjennomsnitt vært på 0,08 prosent

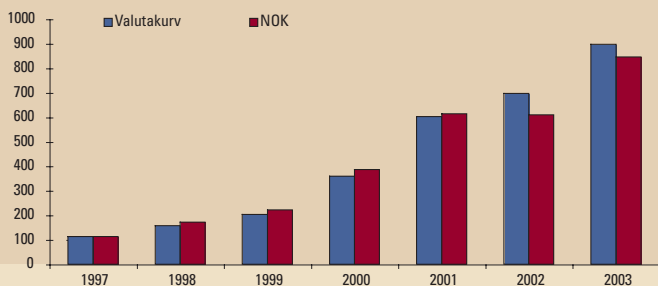
av forvaltningskapitalen. Dette er lavt sammenlignet med tilsvarende fond i andre land.

Figur 2 viser prosentvis årlig avkastning for aksje- og renteporteføljene siden 1997, målt i fondets valutakurv. I 1998 og særlig i 1999 og 2003 var det høy positiv avkastning på aksjeporteføljen, mens det var negativ avkastning i årene 2000, 2001 og 2002. Med unntak av 1999, har det vært positiv avkastning på renteinvesteringene.

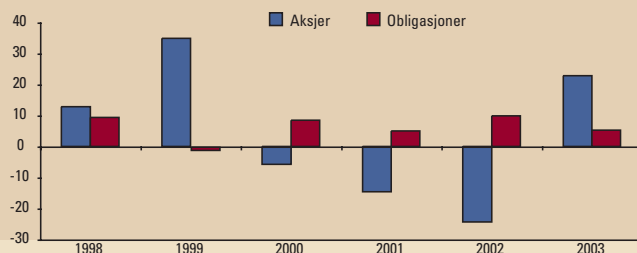
Figur 3 viser avkastningen siden 1998 som absolutt beløp, regnet i norske kroner og i fondets valutakurv. Etter negativ avkastning i 2001 og 2002, snudde utviklingen i 2003 til et betydelig positivt bidrag. Den akkumulerte avkastningen er etter 2003 positiv målt i både norske kroner og i fondets valutakurv. Akkumulert avkastning for hele perioden er 96,6 milliarder kroner målt i valutakurven.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1997-2003
Nominell avkastning								
-på aksjeporteføljen *	-	12,86	34,81	-5,82	-14,59	-24,37	22,83	2,16
-på renteporteføljen	9,07	9,31	-0,99	8,41	5,04	9,90	5,26	6,51
-på totalporteføljen	9,07	9,25	12,44	2,50	-2,47	-4,74	12,59	5,31
Prisstigning **	1,75	0,92	1,28	2,02	1,18	1,89	1,36	1,49
Reell avkastning	7,19	8,25	11,02	0,47	-3,61	-6,51	11,08	3,77
Forvaltningskostnader***	0,04	0,06	0,09	0,11	0,07	0,09	0,10	0,08
Netto realavkastning	7,15	8,19	10,93	0,36	-3,68	-6,60	10,98	3,69

* Inklusive det særskilte Miljøfondet
 ** Veid gjennomsnitt av konsumprisstigningen i de land som i vedkommende år inngår i fondets referanseportefølje
 *** Kostnadene inkluderer honorarer til eksterne forvaltere for oppnådd meravkastning. Kostnadene i 1997 er anslått, men ikke beregnet nøyaktig.



Figur 1: Markedsverdien av Petroleumsfondet 1997-2003, målt i milliarder norske kroner og i fondets valutakurv



Figur 2: Årlig avkastning fra 1998 til 2003 i aksje- og renteporteføljene i prosent, målt mot fondets valutakurv

Figur 4 viser hvordan verdien av 100 kroner investert i aksjer og 100 kroner investert i rentebærende verdipapirer ved utgangen av 1997 ville ha utviklet seg. Ved utgangen av 2003 ville aksjeverdien ha vært 114 kroner, det vil si en oppgang på 14 prosent over disse årene. Verdien på renteporteføljen ville ha vært 143 kroner, som svarer til en oppgang på 43 prosent. Verdien er her målt i fondets valutakurv. Mens renteporteføljen har hatt en noenlunde jevn avkastning, er svingningene store for aksjeavkastningen. For en kombinert portefølje med samme sammensetning av aksjer og rentebærende verdipapirer som Petroleumsfondet, ville den akkumulerte avkastningen siden 1998 ha vært på 32 prosent.

Tilførsler av nye midler 1995-2003

Finansdepartementet tilførte første gang midler til den internasjonale porteføljen i Statens petroleumsfond i mai 1996, etter at statsregnskapet for 1995 viste et overskudd på 2 milliarder kroner. Deretter har det vært overskudd på statsregnskapet hvert år, og det er overført midler til fondet i samsvar med Finansdepartementets anslag for hvor stort overskuddet ville bli. Når det endelige statsregnskapet foreligger noen måneder inn i det påfølgende året, er neste års tilførsler til fondet er blitt justert gjennom korrigerende for avviket mellom det som ble tilført i løpet av året, og endelige avsetninger til Petroleumsfondet.

Tabell 2: Tilførsler til Statens petroleumsfond 1995-2003. Millioner kroner

Regnskapsår	Faktisk tilførsel i løpet av året *	Endelig avsetning i statsregnskapet	Andel av statens oljeinntekter som er overført til fondet. Prosent
1995	-	1 981	5
1996	47 476	44 213	63
1997	60 900	64 019	71
1998	32 837	27 982	62
1999	24 423	26 133	59
2000	149 838	150 519	94
2001	251 189	257 017	99
2002	125 354	115 828	68
2003	103 911		64**
Sum 1995-2003	795 929	687 692	

* Fratrasket forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank
 ** Foreløpig anslag

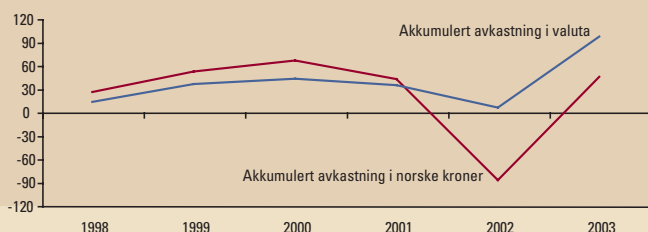
Tabell 2 viser at endelig avsetning i statsregnskapet fra og med 1996 har variert fra om lag 26 milliarder kroner for 1999 til mer enn 250 milliarder for 2001. I 2003 var faktisk tilførsel på 104 milliarder kroner. Samlet for årene 1995-2003 er Petroleumsfondets internasjonale portefølje tilført 796 milliarder kroner.

Tabellen viser også andelen av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten som er blitt tilført Petroleumsfondet. I årene 2000 og 2001 ble nesten hele kontantstrømmen tilført fondet, mens denne andelen har gått ned i årene 2002 og 2003.

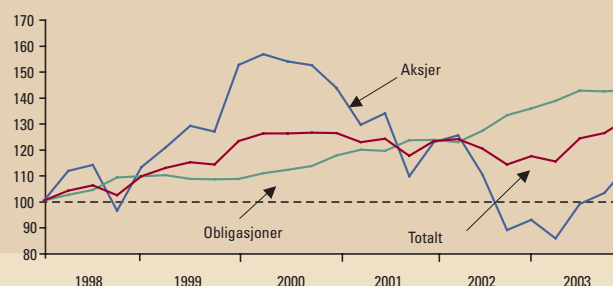
Norges Banks bidrag til forvaltningsresultatet

Finansdepartementet har definert en referanseportefølje for forvaltningen av Petroleumsfondet. Denne uttrykker den overordnede investeringsstrategien for fondet, og gjør det mulig å måle Norges Banks bidrag som forvalter. Norges Bank kan bidra til forvaltningsresultatet ved å velge en faktisk portefølje som avviker fra referanseporteføljen. Et enkelt mål for Norges Banks bidrag til avkastningen er forskjellen mellom faktisk avkastning og referanseavkastningen slik indekseleverandørene beregner den. Første linje i tabell 3 viser at meravkastningen hvert år har vært positiv, med et gjennomsnitt på 0,36 prosentpoeng hvert år siden 1998.

Forvaltningen av Petroleumsfondet



Figur 3: Akkumulert avkastning i beløp, regnet i milliarder kroner og i fondets valutakurv 1998-2003



Figur 4: Indeks for akkumulert avkastning av aktivaklassene i Petroleumsfondet 1998-2003. Fondets valutakurv pr 31.12.97=100

Tabell 3: Norges Banks bidrag til avkastningen av Petroleumsfondet i hvert av årene 1998-2003 og i gjennomsnitt for de seks årene. Prosentpoeng

Total	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1998-2003
Ukorrigert meravkastning	0,20	1,25	0,20	0,02	0,13	0,47	0,36
Brutto meravkastning *	0,20	1,25	0,28	0,15	0,25	0,59	0,43
Verdiskaping ved aktiv forvaltning **	0,19	1,18	0,20	0,11	0,21	0,54	0,39

* Tillegg for kostnader ved investering av nye midler, ekstraordinære kostnader ved Finansdepartementets endring i referanseporteføljen og skatt på aksjeutbytte. Korreksjonspostene er ikke beregnet for 1998 og 1999.

** Brutto meravkastning med fradrag for aktive forvaltningskostnader og utlånsinntekter, men med tillegg for transaksjonskostnader som følger av vanlig indeksering.

medfører noen kostnader som sammenlignbare fond i hovedsak ikke har. Det dreier seg om kostnader ved investering av store volumer nye midler, og om kostnader som følge av større endringer i sammensetningen av referanseporteføljen. I 2003 har det som i 2002 vært store endringer i referanseporteføljen ved at ikke-statsgaranterte verdipapirer har erstattet en stor del av statspapirene i Europa og Amerika. Petroleumsfondet betaler skatt på aksjeutbytte i en rekke land. Slike skattekostnader er det vanlig å korrigere for ved beregning av meravkastning. Dersom det korrigeres for alle disse kostnadskomponentene, kommer vi fram til et tall for brutto meravkastning. Dette er mer sammenlignbart med den meravkastning andre forvaltere vanligvis rapporterer. I gjennomsnitt de seks siste årene har brutto meravkastning vært på 0,43 prosentpoeng, se andre linje i tabell 3. Regnet i beløp utgjorde dette i sum for perioden 9,4 milliarder kroner.

Den tredje linjen i tabell 3 viser netto

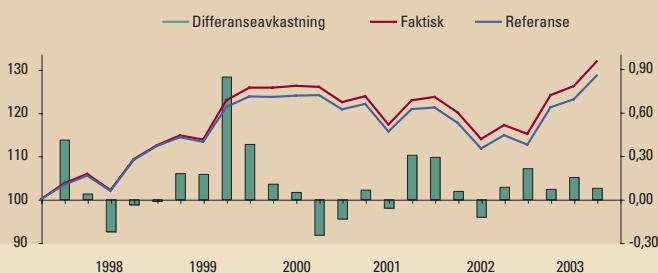
verdiskaping ved aktiv forvaltning. Dette er et uttrykk for hvor mye merverdi Norges Bank skaper i forvaltningen sammenlignet med et alternativ der hele porteføljen forvaltes på billigste måte tettest mulig opp mot referanseporteføljen (indeksforvaltning). Ved beregning av netto verdiskaping tas det hensyn til at også ren indeksforvaltning ville ha ført med seg noen transaksjons- og forvaltningskostnader. Det gjøres på den annen side fradrag både for ekstra forvaltningskostnader ved aktiv forvaltning og for inntekter fra utlån av verdipapirer som også ville ha kommet ved passiv forvaltning. I avsnitt 2.2 i beretningsdelen er det gjort nærmere rede for beregningene.

Norges Banks netto bidrag til verdiskapingen ved aktiv forvaltning i 2003 var på 0,54 prosentpoeng. Som gjennomsnitt over perioden 1998–2003 var netto bidraget til meravkastningen på 0,39 prosentpoeng. Regnet i beløp utgjorde dette 8,2 milliarder kroner.

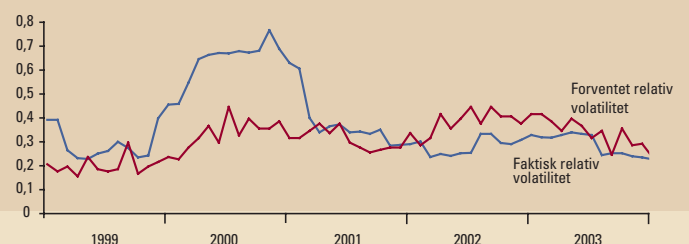
Figur 5 viser brutto meravkastning

hvert kvartal fra og med 1998. Norges Bank har oppnådd meravkastning i 17 av 24 kvartaler siden Petroleumsfondet første gang plasserte midler i aksjer. Figuren viser også akkumulert faktisk avkastning og akkumulert referanseavkastning. Differansen mellom de to avkastningsseriene akkumuleres for hele perioden til en brutto meravkastning på 3,24 prosentpoeng.

For å vurdere kvaliteten av den aktive forvaltningen, er det i tillegg viktig å ta i betraktning den markedsrisikoen Norges Bank har tatt for å oppnå meravkastning. Figur 6 viser den utviklingen i relativ volatilitet (se ramme i kapittel 5 i beretningsdelen) som faktisk portefølje har hatt i forhold til referanseporteføljen siden 1999. I figuren er det brukt to ulike risikomål. Forventet relativ volatilitet beregnes på forhånd, på grunnlag av volatiliteten i markedene noen år bakover i tid. Dette risikomålet viser forholdsvis små endringer over tid, og har hele tiden ligget godt under den øvre



Figur 5: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (venstre akse), og kvartalsvis meravkastning i prosentpoeng (høyre akse) 1998-2003



Figur 6: Den relative markedsrisikoen ved utgangen av hver måned 1999–2003, målt ved forventet relativ volatilitet og faktisk relativ volatilitet. Prosentpoeng

grensen på 1,5 prosentpoeng som Finansdepartementet har satt for risikotakingen i Norges Banks forvaltning. Faktisk relativ volatilitet er beregnet i ettertid ut fra hvor mye den faktiske differanseavkastningen har variert i siste tolv månedersperiode. De to målene viser svært forskjellig nivå på risikotakingen i 2000, da aksjemarkedene svingte mye. I de tre siste årene viser målene om lag samme grad av risikotaking.

Informasjonsraten er et vanlig mål på dyktighet i kapitalforvaltning. Den kan beregnes som forholdstallet mellom den årlige brutto meravkastningen og den faktiske relative volatiliteten. Informasjonsraten viser med andre ord hvor høy meravkastning man får igjen for hver risikoenhet. For perioden 1998-2003 har Petroleumsfondet hatt en gjennomsnittlig informasjonsrate på 1,06. Norges Bank har som mål for forvaltningen at forholdstallet skal være høyere enn 0,25. I en egen temaartikkel i denne årsberetningen er det en detaljert gjennomgang av resultatene fra aktiv forvaltning i denne perioden.

Intern og ekstern forvaltning

Figur 7 viser noen nøkkeltall om forholdet mellom intern og ekstern forvaltning av Petroleumsfondet i de to siste årene. Som gjennomsnitt for 2003 ble om lag 72 prosent av fondet forvaltet internt

i Norges Bank. Kostnadene ved den interne forvaltningen utgjorde om lag 43 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den interne forvaltningen stod for om lag 42 prosent av den samlede risikoen knyttet til aktiv forvaltning.

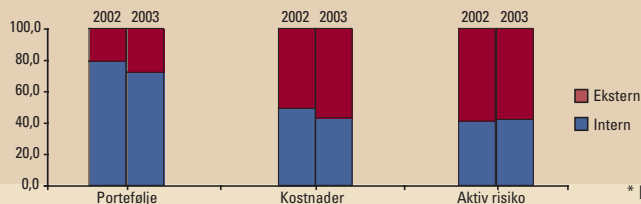
Andelen av ekstern forvaltning har økt noe i volum fra 2002 til 2003, mens risikotakingen i ekstern- og internforvaltningen er uendret. Eksterne forvaltere står for mer enn halvparten av den aktive risikotakingen, mens de forvalter 28 prosent av midlene. Den eksterne forvaltningen er dyrere enn den interne. Noe av forklaringen er at aktiv forvaltning er klart dyrere enn indeksforvaltning. En annen viktig forklaring er at stordriftsfordeler tilsier at intern forvaltning av store porteføljer kan være billigere enn å kjøpe forvaltningstjenester i markedet. Norges Banks strategi er å la eksterne forvaltere med spesialisert kompetanse stå for mye av den samlede aktive risikotakingen, mens banken gjennom sin internforvaltning prøver å utnytte de stordriftsfordeler som følger av fondets størrelse, og i tillegg drive aktiv forvaltning på enkelte områder.

Figur 8 viser at tallet på eksterne mandater har økt raskt. Ved utgangen av 2003 hadde 24 ulike eksterne forvaltere til sammen 46 ulike mandater.

Størrelsen av Petroleumsfondet i et internasjonalt perspektiv

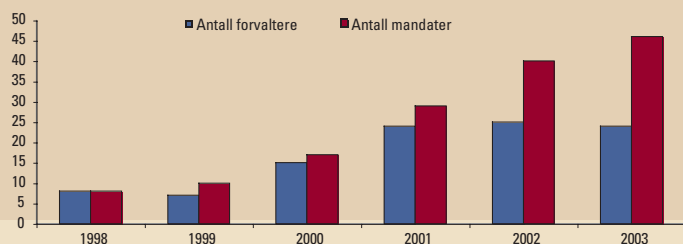
Ved utgangen av 2003 var markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje på 845 milliarder kroner. Siden dette er en formue, blir det misvisende å sammenligne størrelsen med for eksempel årlige statsutgifter eller årlig verdiskaping i Norge. Man kan imidlertid se på hvor mye av Petroleumsfondet som kan brukes årlig, uten at realverdien av formuen går ned. Om man, som i regjeringens handlingsregel for bruk av petroleumsinntekter, legger til grunn 4 prosent som et anslag på langsiktig realavkastning, tilsvarer dette om lag 5 prosent av utgiftene på statsbudsjettet for 2003.

Petroleumsfondet er blitt stort også sammenlignet med de største fondene internasjonalt. I figur 9 sammenlignes Petroleumsfondet med det største pensjonsfondet i Amerika og de to største i Europa. Både det største europeiske fondet (ABP fra Nederland) og det største amerikanske fondet (CALPERS fra California) var ved utgangen av 2003 fortsatt større enn Petroleumsfondet, men forskjellen ble mindre i løpet av 2003. På den annen side var Petroleumsfondet omtrent dobbelt så stort som det nest største pensjonsfondet i Europa (PGGM fra Nederland). Sammenlignet med de største kapitalforvalterne i verden er imidlertid Petroleumsfondet ikke blant de største. Noen få forvaltere har en kapital på rundt 1500 milliarder dollar.



Figur 7: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko* mellom intern og ekstern forvaltning 2002 – 2003. Prosent

* Det finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figuren bygger på en summering av risikoen (VaR) i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene.



Figur 8: Antall eksterne forvaltere og antall eksterne forvaltningsmandater pr. 31.12.1998-2003

Tabell 4: Petroleumsfondets eierandel i rentemarkedene ved utgangen av årene 1998-2003, i prosent av markedskapitaliseringen i Lehman-indeksene

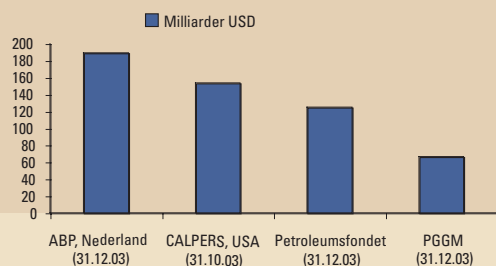
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Statspapirer						
Europa	0,12	0,18	0,38	0,74	0,67	0,56
Amerika	0,11	0,17	0,36	0,74	0,39	0,44
Asia og Oseania	0,10	0,11	0,20	0,45	0,19	0,24
Andre offentlige verdipapirer						
Europa	-	-	-	-	0,57	0,56
Amerika	-	-	-	-	0,29	0,29
Asia og Oseania	-	-	-	-	0,16	0,00
Pantesikrede verdipapirer						
Europa	-	-	-	-	0,45	0,56
Amerika	-	-	-	-	0,08	0,07
Asia og Oseania	-	-	-	-	0,00	0,00
Selskapspapirer						
Europa	-	-	-	-	0,34	0,56
Amerika	-	-	-	-	0,25	0,46
Asia og Oseania	-	-	-	-	0,00	0,00

Figur 10 viser Petroleumsfondets gjennomsnittlige eierandeler for børsnoterte aksjer i tre geografiske regioner, beregnet som andel av markedsverdien av de selskaper som inngår i FTSE-indeksen i de land der Petroleumsfondet er plassert. Ved utgangen av 2003 var den gjennomsnittlige eierandelen i europeiske selska-

per i underkant av 0,5 prosent.

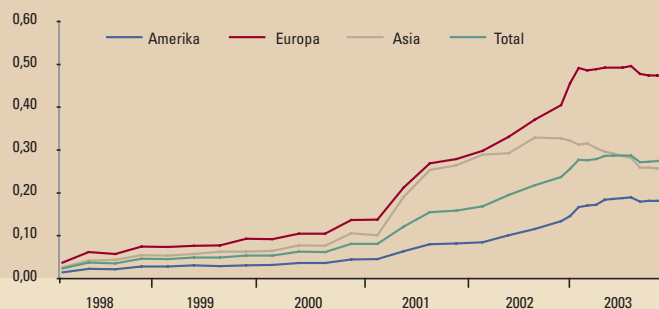
Tabell 4 viser fondets eierandeler i de ulike rentemarkedene i hver av de tre geografiske regionene, regnet som andel av de papirer som inngår i Lehman Global Aggregate-indeksen i de valutaer fondet er plassert i. Av statspapirmarkedene er eierandelen høyest i Europa, der

fondet ved utgangen av 2003 eier om lag 0,6 prosent av alle utestående papirer. Andelen i Amerika er 0,4 prosent. Ved utgangen av året var innfasingen av ikke-statsgaranterte rentebærende verdipapirer fullført.



Figur 9: Størrelsen på Statens petroleumsfond i forhold til andre store internasjonale fond. Markedsverdier i milliarder amerikanske dollar.

Kilde: Fondenes nettsteder og Norges Bank



Figur 10: Petroleumsfondets eierandeler i aksjemarkedene, i prosent av markedskapitaliseringen i FTSE-indeksene

Kilde: FTSE og Norges Bank



Resultatveksling
Forsknings

1. Mandat

Finansdepartementet har delegert den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond til Norges Bank. Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og skriftlige retningslinjer fra departementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter. Disse dokumentene er gjengitt i dokumentasjonsdelen av årsrapporten.

Norges Bank skal etter forskriften søke å oppnå en høyest mulig avkastning, gitt de begrensninger som følger av forskriften. Bankens strategi for å oppnå meravkastning er presentert i tidligere årsberetninger, og er ytterligere beskrevet i temaartikkel 2 i denne beretningen. Finansdepartementet holdes orientert om forvaltningen gjennom kvartals- og årsrapporter som også offentliggjøres.

Finansdepartementet har definert en referanseportefølje av konkrete aksjer

og rentebærende verdipapirer som gir uttrykk for oppdragsgiverens investeringsstrategi for Petroleumsfondet. Den er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen og for å vurdere resultatene av Norges Banks forvaltning. Petroleumsfondet består både av en ordinær portefølje og et særskilt Miljøfond.

Referanseporteføljen for aksjedelen av fondet bygger på FTSEs aksjeindekser. Med virkning fra 1. januar 2003 ble reglene om regionfordelingen for aksjer endret ved at de to regionene Amerika og Asia/Oseania ble slått sammen til en region i den ordinære porteføljen. Etter denne endringen skal aksjer notert på børsen i Europa og aksjer notert på børsen i Amerika, Asia og Oseania hver utgjøre mellom 40 og 60 prosent av den ordinære aksjeporteføljen. Samtidig ble referanseporteføljen for aksjer endret slik at det nå skal være markedsverdivekter mellom alle selskaper i den nye regionen utenfor Europa. Denne endringen gjennomføres i flere steg. Den vil føre til at det i Petroleumsfondets referanseportefølje blir like store eierandeler i selskaper notert ved børsene i Amerika, Asia og Oseania. Eierandelen i europeiske selskaper vil fortsatt være noe høyere enn i selskaper notert ved børsen utenfor Europa.

Med virkning fra den 19. september 2003 endret Finansdepartementet referanseporteføljen for aksjedelen. På denne datoen introduserte indeksleverandøren FTSE nye hovedindekser, og departementet besluttet at Petroleumsfondets referanseindeks skal være basert på FTSEs delindekser som inneholder store og mellomstore selskaper. Den nye referanseindeksen for den ordinære porteføljen inneholder rundt 2200 aksjeselskaper, sammenlignet med om lag 1800 i den tidligere referanseporteføljen.

Referanseporteføljen for fondets portefølje plassert i rentebærende verdipapirer bygger på Lehman Global Aggregate-indekser. Fra februar 2002 ble referanseporteføljen for rentepapirer utvidet til også å omfatte ikke-statsgaranterte

Sammensetningen av strategisk og faktisk referanseportefølje pr. 31.12.2003

Den strategiske referanseporteføljen for Petroleumsfondet er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for store og mellomstore selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i valutaene til de 22 landene som er godkjent for renteinvesteringer. Aksjer utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen for Petroleumsfondet utenom Miljøfondet, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjorde i 2003 papirer notert på børsen i Europa og Amerika/Asia/Oseania hver 50 prosent. Innenfor rentedelen var andelene 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oseania.

Aktivaklasse- og regionvektene endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på de papirer som inngår i referanseporteføljen. Til og med 2001 ble vektene i referanseporteføljen alltid brakt tilbake til det strategiske utgangspunktet i forbindelse med kvartalsvise tilførsler av nye midler til fondet. Fra januar 2002 endret Finansdepartementet retningslinjene slik at tilførsler av nye midler skulle skje månedlig. De månedlige tilførselsene skal brukes til å bringe aktivaklasse- og regionvektene så langt tilbake mot de opprinnelige vektene som mulig, men ikke slik at det blir nødvendig å selge noe fra den eksisterende porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midler bli noe forskjell mellom den strategiske referanseporteføljen beskrevet ovenfor og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpende grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i Petroleumsfondet.

Dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen utløses full rebalansering. En slik rebalansering av den faktiske referanseporteføljen ble gjennomført i første kvartal 2003.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen pr. 31. desember 2003 er vist i tabell 1. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euro-området.

Miljøfondets referanseportefølje hadde ved etableringen i 2001 samme fordeling på hovedregionene Europa, Amerika og Asia/Oseania som den ordinære porteføljen. Over tid flyter regionvektene med utviklingen i markedsverdiene, og vektene blir ikke på noe tidspunkt styrt tilbake til de opprinnelige.

Dokumentasjon på Internett

Norges Banks nettsted (www.norges-bank.no) inneholder loven om Statens petroleumsfond, Finansdepartementets forskrift og de retningslinjer departementet har gitt. Nettstedet inneholder dessuten alle rapporter som er publisert om forvaltningen av fondet, og bakgrunnstoff om Petroleumsfondets strategi og om organiseringen av Norges Bank Kapitalforvaltning

verdipapirer. Innfasingen av slike verdipapirer pågikk gjennom 2002 og 2003, og ble avsluttet i desember 2003. Til sammen ble det i de to årene kjøpt ikke-statsgaranterte rentebærende verdipapirer for om lag 219 milliarder kroner. I mai 2003 endret Finansdepartementet referanseporteføljen for rentebærende verdipapirer, slik at den i Asia/Oseania nå bare omfatter statspapirer. Begrunnelsen var at markedene for ikke-statsgaranterte rentebærende papirer er svært begrenset og lite likvide i denne regionen, slik at det kan oppnås en operativ forenkling i forvaltningen uten at forventet avkastning og risiko påvirkes vesentlig.

Miljøfondet ble opprettet i 2001 som en separat aksjportefølje i Petroleumsfondet. Det kan investeres i de samme landene som den ordinære aksjporteføljen, med unntak for framvoksende markeder. Miljøfondets referanseportefølje er i hvert land den samme som for den ordinære aksjporteføljen, med unntak av at bare selskaper som oppfyller nærmere bestemte krav til miljørapportering eller miljøstyringssystemer inkluderes. Slike krav er fastsatt av Finansdepartementet. Basert på disse kravene blir alle selskapene i referanseporteføljen en gang i kvartalet gjennomgått av et eksternt konsulentfirma valgt av Finansdepartementet. Miljøfondet fikk ikke tilført nye midler i 2003.

Finansdepartementet opprettet 30. no-

Tabell 1: Referanseportefølje pr. 31. desember 2003 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (eksklusive Miljøfondet). Tall i prosent

Valuta for rentereferansen Land for aksjereferansen	Aksjer		Rentebærende instrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	42,6	60,0	57,4
Belgia		0,7		
Finland		1,0		
Frankrike		7,2		
Hellas		0,3		
Irland		0,5		
Italia		2,9		
Nederland		3,6		
Portugal		0,3		
Spania		2,7		
Tyskland		5,3		
Østerrike		0,1		
<i>Euro-området (EUR)</i>		24,5		47,9
Storbritannia (GBP)		17,7		6,5
Danmark (DKK)		0,5		0,7
Sveits (CHF)		5,0		0,5
Sverige (SEK)		1,6		0,8
Tyrkia		0,1		
Sum Europa	50,0	49,5	55,0	56,5
USA (USD)		34,8		32,4
Brasil		0,3		
Canada (CAD)		1,5		1,4
Mexico		0,2		
Sum Amerika			35,0	33,8
Australia (AUD)		2,0		0,5
Hong Kong		1,0		
Japan (JPY)		8,2		8,9
New Zealand (NZD)		0,1		0,2
Singapore (SGD)		0,3		0,3
Sør-Korea		0,9		
Taiwan		1,1		
Sum Asia / Oseania			10,0	9,8
Sum Amerika/Asia/Oseania	50,0	50,5		

vember 2001 et eget råd som skal vurdere Petroleumsfondets investeringer i forhold til folkeretten. Rådet skal etter anmodning fra departementet gi en vurdering av om Petroleumsfondets plasseringsmuligheter i finansielle instrumenter utstedt av nærmere angitte utstedere kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser. Finansdepartementet har utelukket ett selskap fra Petroleumsfondets investeringsmuligheter.

Finansdepartementet opprettet 18.

oktober 2002 et utvalg som skulle foreslå etiske retningslinjer for Petroleumsfondets investeringer. Utvalget la fram sin innstilling 25. juni 2003. Etter en offentlig høringsrunde, der også Norges Bank har uttalt seg om utvalgets forslag, ventes det at Regjeringen vil legge fram saken for Stortinget i revidert nasjonalbudsjett 2004.

2. Hovedtall for avkastningen i Petroleumsfondet i 2003

2.1 Bakgrunn: Den makroøkonomiske utviklingen i 2003

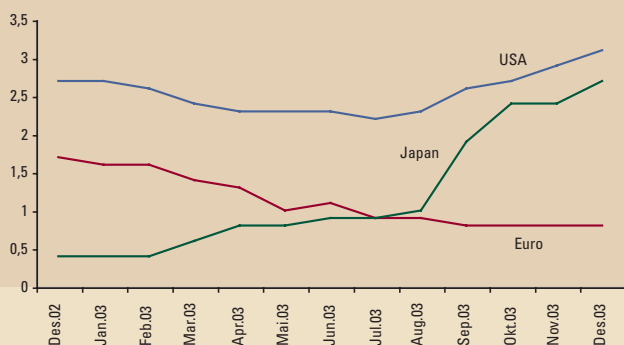
Ved inngangen til året var forventningene til økonomisk vekst i hovedregionene i tråd med det som oppfattes som det langsiktige vekstpotensialet for hver region. Det var imidlertid stor usikkerhet knyttet til den framtidige økonomiske utviklingen. Flere analytikere var bekymret for hva en krig i Irak ville bety for det langsiktige forholdet mellom USA og resten av verden, og for oljeforsyninger og oljepris. Usikkerheten førte til større forsiktighet blant konsumenter og bedriftsledere verden over. Dette førte til at konsum- og investeringsbeslutninger ble utsatt.

Figur 1 viser at mange økonomer ble mer pessimistiske til veksten i USA og Europa i løpet av første kvartal i 2003. Etter at krigen i Irak startet i mars ble imidlertid holdingene endret. Det ble fort klart at oljeforsyningen ville bli opprettholdt og at konflikten kunne begrenses til Irak. Både oljeprisen og langsiktige amerikanske renter falt i perioden etter at krigen startet. Rentenedgangen hadde sammenheng med at investorene i sterkere grad trodde at styringsrentene i USA ville bli lave over en lang periode. Dette ble delvis bekreftet av uttalelser fra den amerikanske sentralbanken, samtidig som inflasjonstakten i USA fortsatte å falle. Flere asiatiske sentralbanker intervenerte i valutamarkedene ved å kjøpe dollar, noe som bidrog til sterk etterspørsel etter amerikanske statspapirer. Rentenedgangen fortsatte til juni med amerikanske tiårsrenter på litt i overkant av 3 prosent. Man må tilbake til sommeren 1958 for å finne et tilsvarende lavt rentenivå i USA.

Driftsoppgaver i forvaltningen av Petroleumsfondet

Driftsoppgavene kan i hovedsak deles i fire grupper:

- **Investering av nye midler i markedet.** I 2003 ble 103,9 milliarder kroner i nye midler investert i de internasjonale kapitalmarkedene. Norges Bank legger stor vekt på å holde transaksjonskostnadene ved disse kjøpene så lave som mulig, og bruker betydelige ressurser til den oppgaven.
- **Løpende indeksering av porteføljen.** Forvaltningen av Petroleumsfondet foregår med en indeksportefølje i bunnen. Indeksporteføljen skal hele tiden ligge svært nær den referanseporteføljen Finansdepartementet har definert, og som bygger på anerkjente aksje- og renteindekser. Det skjer stadig endringer i disse indeksene ved at selskaper og rentebærende verdipapirer går ut og inn. For å vedlikeholde indeksporteføljen må disse endringene i hovedsak også gjøres i den faktiske porteføljen. Med den størrelsen Petroleumsfondets portefølje har, er det svært viktig å holde kostnadene ved denne indekseringen så lave som mulig. Indeksene følges ikke helt slavisk. Det drives en forsiktig aktiv forvaltning for å kunne utnytte gevinstmuligheter når det oppstår spesielle prisingsituasjoner. Dette kalles utvidet indeksering, og gir noe høyere driftskostnader enn passiv indeksering. Men det har også hittil gitt bedre avkastning.
- **Tilpasning av porteføljen til endringer i retningslinjene fra Finansdepartementet.** Innfasingen av ikke-statsgaranterte rentebærende verdipapirer pågikk gjennom 2002 og 2003, og ble avsluttet i desember 2003. I 2003 ble det kjøpt slike rentepapirer for 82 milliarder kroner. I 2003 ble regionfordelingen for aksjer endret ved at de to regionene Amerika og Asia/Oseania ble slått sammen til en region. Samtidig ble referanseporteføljen for aksjer endret slik at det skulle være markedsverdiveakter mellom alle selskaper i den nye regionen utenfor Europa. Endringene gjennomføres i flere steg. I 2003 besluttet departementet dessuten en endring i referanseporteføljen for aksjer, som medførte en betydelig økning i det antall selskaper som inngår i referanseporteføljen.
- **Overføring av midler til nye forvaltere eller overtakelse av midler ved terminering av mandater.** Norges Bank bygger selv opp de porteføljer eksterne forvaltere skal ha, for å sikre at transaksjonskostnadene blir så lave som mulig, og for å kunne måle avkastningen på porteføljen fra første dag. Norges Bank overtar også porteføljer fra eksterne forvaltere straks mandater blir terminert, og sørger for omstrukturering av porteføljen til neste eksterne eller interne forvalter.



Figur 1: Konsensus forventninger om BNP-vekst i 2003 i hovedmarkedene, målt på ulike tidspunkter gjennom året. Prosent

Kilde: Consensus Economics Inc.

Tabell 2: Markedsverdien av Petroleumsfondets delporteføljer i 2003 Millioner kroner

	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003	31.12.2003
Aksjer i ordinær portefølje	229 834	264 400	318 915	329 446	359 648
Miljøfondet	1 159	1 133	1 335	1 389	1 517
Renteporteføljen	378 017	416 440	455 273	472 465	484 141
Totalporteføljen	609 010	681 973	775 523	803 299	845 306

Det lave rentenivået la grunnlaget for en sterk vekst i amerikansk økonomi gjennom siste halvdel av året. Salget av nye og brukte boliger tok ny fart, det samme gjorde salget av møbler, elektronikk og biler.

Den sterke etterspørselen fra amerikanske konsumenter var overraskende for mange økonomer som trodde husholdningene ville spare mer av inntektene enn det som ble tilfellet. Bidraget til konsumentenes inntekter kom i hovedsak fra offentlige overføringer og skattelettelser. Også næringslivet drog nytte av skattestimulanser, bl.a. ved å øke investeringene. Bedriftenes investeringer økte også fordi inntjeningen ble bedret, og fordi noen investeringer var blitt utsett etter børsfallet i 2001.

Den sterke etterspørselen etter konsum- og investeringsvarer førte til en rask nedbygging av varelagerne, noe som i sin tur førte til økt ordreinnngang til industrien. Amerikansk industri fikk også stimulanser fra en stadig svakere dollar, spesielt mot euro. Den kraftige etterspørselen i USA førte imidlertid ikke til økt underskudd på driftsbalansen generelt, selv om underskuddet overfor Kina stadig økte. USA hadde ved slutten av året et større driftsunderskudd mot Kina enn mot Japan. Dette henger sammen med at Kina har utviklet seg til en meget konkurransedyktig vareprodusent. Kina er dessuten hjulpet av en valuta som er bundet til amerikanske dollar. Kina er ikke bare en stor eksportør av varer til resten av verden, og spesielt USA, men også en stadig viktigere kilde til etterspørsel etter råvarer og kapitalvarer fra resten av verden.

BNP-veksten i Japan for 2003 ventes å bli over 2,5 prosent. Offentlige investeringer og privat konsum har ikke bidratt til veksten i særlig grad. Detaljhandelen har vært svak til tross for en viss bedring i arbeidsmarkedet. Kredittetterspørselen blant husholdningene har vært svak, og spareraten har falt kraftig de senere årene. Dette har delvis sammenheng med et vanskelig arbeidsmarked, men også det faktum at antall pensjonister øker. Regjeringen har ønsket en endring av politikken fra 1990-årene, der en søkte å stimulere etterspørselen gjennom store offentlige byggeprosjekter. Dette har ført til at offentlig sektor ikke har bidratt til veksten i BNP de senere år. Veksten i Japan har vært knyttet til eksportsektoren og til investeringer i de bedrifter som har opplevd etterspørselsvekst.

Veksten i Europa har vært blandet. Storbritannia, Irland og Spania har vært blant landene med sterkest vekst, mens Tyskland og Italia har vært blant landene med lav vekst. Konsumentene i de førstnevnte landene har vært hjulpet av at etterspørselen etter arbeidskraft i service-sektorene har holdt seg bra oppe. Lave

renter i forhold til lønnsveksten og stadig økende boligpriser har holdt kredittveksten og etterspørselen oppe. I Tyskland har konsumentene vært langt mer forsiktige, dels fordi arbeidsløsheten har økt og dels fordi det har vært en debatt om reduksjon i forskjellige velferdsgoder. En sterkere valuta i euroområdet, spesielt mot amerikanske dollar har også lagt en demper på utviklingen i mange eksportbedrifter.

Det har vært en videreføring av mange sterke økonomiske trender fra 2002 til 2003. Konsumentene i USA og Storbritannia har fortsatt økt sitt forbruk spesielt av varige forbruksgoder. I USA har dette skjedd til tross for et fortsatt vanskelig arbeidsmarked i 2003. Lavere renter, skatteletter og sterkt økende boligpriser har dominert de negative impulsene fra arbeidsmarkedet. Bedriftene har fortsatt å kutte kostnader i 2003, spesielt på personalsiden. Til tross for en oppgang i investeringene på slutten av året er bedriftene fortsatt forsiktig med nyinvesteringer. Den kraftige økonomiske veksten i

Tabell 3: Overføringer til Petroleumsfondets internasjonale portefølje i 2003. Milliarder kroner

	Til den ordinære aksjeporteføljen	Til obligasjonsporteføljen	Totalt til Petroleumsfondet
31. januar	19,6		19,6
28. februar	14,4		14,4
31. mars		9,3	9,3
30. april	0,2	9,7	9,9
31. mai	5,9	1,3	7,1
30. juni		6,1	6,1
31. juli		5,9	5,9
31. august		8,0	8,0
30. september		8,0	8,0
31. oktober		7,5	7,5
30. november		8,1	8,1
Sum for 2003	40,0	63,9	103,9

Tabell 4: Avkastningen av Petroleumsfondets ordinære portefølje i prosent for hvert kvartal og for året 2003

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanseavkastning
Første kvartal	-1,69	-1,88	4,71	4,51	0,19
Andre kvartal	7,73	7,70	10,11	10,08	0,03
Tredje kvartal	1,68	1,55	0,76	0,63	0,13
Oktober	1,76	1,68	2,33	2,25	0,08
November	0,38	0,38	-1,70	-1,70	0,00
Desember	2,35	2,38	2,63	2,66	-0,03
Fjerde kvartal	4,55	4,49	3,24	3,19	0,05
Året 2003	12,58	12,14	19,94	19,47	0,47
+ Korreksjon for ekstraordinære kostnader og skatt					0,12
= Brutto meravkastning					0,59

Asia, og i særlig grad Kina, har fått langt større oppmerksomhet blant økonomer og investorer enn tidligere. De asiatiske økonomiene er nå så store, og vokser så fort, at dette har konsekvenser globalt for alt fra råvarepriser, fraktrater, valutabevegelser til inflasjon.

2.2. Avkastningen av Petroleumsfondet

Markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje var ved utgangen av 2003 på 845,3 milliarder kroner. Dette var en økning på 236,3 milliarder kroner fra inngangen til året. Utover tilførselen på 103,9 milliarder kroner fra Finansdepartementet, var de viktigste årsakene til økningen høy avkastning på aksjeinvesteringene og at verdien av de valutaene fondet er investert i, har steget i forhold til den norske kronen. Endringer i kronekursen har imidlertid ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Tabell 2 viser størrelsen på de ulike delporteføljene på ulike tidspunkter i 2003.

Finansdepartementet overførte i løpet

av året 103,9 milliarder kroner til fondets kronekonto, og motverdien av disse ble umiddelbart tilført fondets portefølje av internasjonale verdipapirer. Tabell 3 viser at det meste av overføringene i første del av året ble investert i aksjemarkedet, mens alle overføringene fra og med juni 2003 er investert i rentebærende instrumenter. Fordelingen av tilførselen til de to delporteføljene tar sikte på å opprettholde aksje- og renteandeler på 40 og 60 prosent i fondet. Denne handlingsregelen fører til at fondet normalt kjøper verdipapirer når de har falt i pris.

Overføringene gjennom året er basert på anslag for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Avvik mellom budsjettanslaget og endelig regnskap blir korrigert i det påfølgende år. I 2002 ble det overført 3,9 milliarder kroner for mye, og dette tok Finansdepartementet hensyn til ved fastsetting av overføringene for 2003.

Petroleumsfondets ordinære portefølje (det vil si utenom Miljøfondet) hadde i 2003 en avkastning på 12,6 prosent målt i

den valutakurven som defineres av landvektene i referanseporteføljen. I absolutt beløp var avkastningen målt i valutakurven på 91,1 milliarder kroner (utenom verdiøkningen på 41,3 milliarder, som skyldes svekkelsen av kronekursen). Tabell 4 viser at avkastningen var negativ i første kvartal, men positiv i de tre siste kvartalene av året. Svingningene i avkastningstallene fulgte i hovedsak utviklingen i de viktigste aksjemarkedene.

Siste kolonne i tabell 4 viser differansen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen slik indeksleverandørene beregner den. For hele året var differanseavkastningen på 0,47 prosentpoeng. Denne differansen gir imidlertid ikke et korrekt bilde av den meravkastningen som Norges Bank oppnår i forvaltningen. Selv om Norges Bank skulle følge referanseporteføljen helt nøyaktig (indeksforvaltning), ville ikke den faktiske avkastningen bli lik den referanseavkastningen som indeksen måler.

Ved forvaltningen av Petroleumsfondet

Tabell 5: Bidragene til brutto meravkastning i 2003. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt
Aksjer	0,20	0,06	0,26
Renter	0,14	0,18	0,33
Sum Petroleumsfondet	0,34	0,23	0,59

Tabell 6: Netto verdiskaping ved aktiv forvaltning. Prosentpoeng

Brutto meravkastning	0,59
+Transaksjonskostnader ved indeksering	0,04
- Ekstra kostnader ved aktiv forvaltning	0,06
- Utlånsinntekter ved passiv forvaltning	0,03
= Verdiskaping ved aktiv forvaltning	0,54

påløper det ekstraordinære transaksjonskostnader når nye midler skal plasseres i markedene, og når Finansdepartementet endrer fondets referanseportefølje. Petroleumsfondet betaler videre skatt på aksjeutbytte i en rekke land. Ingen av disse kostnadskomponentene trekkes fra når indeksleverandøren beregner avkastningen på referanseporteføljen. Ekstraordinære transaksjonskostnader og skattekostnader kan på grunn av den store tilførselen av nye midler utgjøre betydelige beløp, og dermed ha stor betydning for hvordan man måler meravkastningen i forvaltningen. I tabell 4 er det – som i tidligere årsberetninger – korrigert for skatt på aksjeutbytte og transaksjonskostnader i forbindelse med endringer i referanseporteføljen for renteforvaltningen. Disse komponentene utgjorde til sammen 0,12 prosent av totalporteføljen. Med disse korreksjonene er brutto meravkastning i forvaltningen av Petroleumsfondet i 2003 på 0,59 prosentpoeng.

I beløp utgjorde brutto meravkastning om lag 3,6 milliarder kroner. Av dette er de estimerte ekstraordinære transaksjonskostnadene i renteporteføljen anslått til om lag 421 millioner kroner, mens skattekostnadene i aksjeporteføljen utgjorde om lag 339 millioner kroner. Det er ikke tatt hensyn til transaksjonskostnader i forbindelse med endring av referanseporteføljen for aksjeforvaltningen som følge av at Finansdepartementet endret regionfordelingen av referanseporteføljen, og for kostnader ved endringer i referanseporteføljen fra FTSE. Disse kostnadene er beregnet til 0,14 prosent av aksjeporteføljen i 2003, og er i hovedsak påløpt i den interne aksjeforvaltningen.

Tabell 5 viser at både aksje- og renteforvaltningen bidro positivt til meravkastningen i 2003. På aksjesiden bidro den eksterne forvaltningen mest, mens på rentesiden var det om lag likt bidrag fra eksterne og intern forvaltning.

Brutto meravkastning er sammenlignbar med den meravkastning andre forvaltere rapporterer. Den gir imidlertid ikke uttrykk for Norges Banks netto bidrag til forvalt-

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene¹

Avkastningsberegningene følger internasjonale standarder. Avkastningen på Petroleumsfondets porteføljer beregnes etter markedsverdi prinsippet, det vil si at porteføljenes inngangs- og utgangsverdier verdsettes til de aktuelle markedspriser ved henholdsvis beregningsperiodens begynnelse og slutt. I avkastningsberegningene er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbytte, kildeskatt, beholdningsendringer og verdipapirprisendringer periodisert. Handedato benyttes ved periodisering av inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner. Avkastningen sammenlignes med avkastningen på den fastsatte referanseporteføljen. Differanseavkastningen framkommer som en aritmetisk differanse mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

Innbetalinger til Petroleumsfondet og overføringer mellom aksje- og renteporteføljene i fondet gjøres normalt bare siste virkedag i hver måned. Avkastningen for hver måned kan da enkelt beregnes ved å se på endringene i markedsverdi. For lengre perioder, som kvartals-, års- og hittil i år avkastning, benyttes geometrisk avkastning. Det vil si at avkastningsindeksene for hver delperiode multipliseres. Denne avkastningen er således en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta. Den totale avkastningen i norske kroner beregnes på grunnlag av summer av markedsverdiene for alle enkeltvalutaer målt i norske kroner. WM/Reuters valutakurser² benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner.

Referanseporteføljens kroneavkastning beregnes som den geometriske differansen mellom avkastningen i norske kroner og lokal valuta, målt i referanseporteføljens valutafordeling. Den forteller hvor mye kronen har appresiert/depresiert målt mot referanseporteføljens valutafordeling.

Avkastningsberegningene utføres i separate modeller som avstemmes mot regnskapssystemet. Avvik i beregnet avkastning mellom avkastningsmodellene og regnskapet forekommer på grunn av ulike vurderingsprinsipper, for eksempel i behandlingen av pengemarkedsplasseringer og av ikke tilbakebetalt kildeskatt. I regnskapet blir det dessuten foretatt avsetninger til dekning av godtgjøringen til Norges Bank.

¹ For en mer detaljert framstilling av avkastningsberegningene henvises det til "Forvaltning av Statens petroleumsfond. Årsrapport 1999 – Temaartikkel 2".

² WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London-tid.

ningsresultatet. Petroleumsfondet kunne ha vært forvaltet passivt, med en portefølje som hele tiden ble holdt svært nær referanseporteføljen. Norges Bank har i stedet valgt å drive aktiv forvaltning, som gir noe høyere kostnader, men også høyere avkastning. Verdiskapingen ved aktiv forvaltning, som er beregnet i tabell 6, er et mål for hvilket netto bidrag dette valget har gitt til fondets avkastning i 2003.

Ved passiv indeksering av porteføljen ville Petroleumsfondet ha et minimum av driftskostnader i forvaltningen. Nor-

male driftskostnader ved indeksering kan beregnes på grunnlag av kostnader i en gruppe av sammenlignbare fond, se rammen i avsnitt 7. For Petroleumsfondet kan disse normale forvaltningskostnadene ved indeksering anslås til 0,04 prosent av totalporteføljen. Anslaget er forsiktig ved at det ligger under mediankostnadene i sammenligningsgruppen. I 2003 utgjorde totale forvaltningskostnader 0,10 prosent, det vil si at kostnader knyttet til aktiv forvaltning anslås til 0,06 prosent.

Utlån av verdipapirer

Norges Bank har inngått avtaler om utlån av verdipapirer. Dette er et ledd i vanlig porteføljeforvaltning. Formålet med slike avtaler er å oppnå en ekstra avkastning på verdipapirer som ligger deponert i Norges Banks depotinstitusjoner. Verdipapirer lånes ut mot en avgift til internasjonale banker og finansforetak. Som sikkerhet for slike utlån mottar Norges Bank kontanter eller rentebærende verdipapirer med høy kredittverdighet. Sikkerhet i form av kontanter reinvesteres med lav kredittrisiko etter nærmere avtalte retningslinjer.

Norges Bank har inngått en utlånsavtale for aksjer og rentepapirer med J.P. Morgan Chase Bank, og to utlånsavtaler for rentepapirer med State Street Bank & Trust og Dresdner Bank AG. Alle disse avtalene inneholder bestemmelser som sikrer Norges Banks

interesser dersom låntakeren av verdipapirer ikke kan levere dem tilbake, og dersom den sikkerhet som er stilt for utlånet, ikke er tilstrekkelig til å dekke tapene.

I 2003 var Norges Bank inntekter på utlån av aksjer 205 millioner kroner. Bidraget til avkastningen var 6,8 basispunkter av aksjeforføljen. I gjennomsnitt var om lag 10 prosent av aksjeforføljen lånt ut.

Inntektene fra de to utlånsprogrammene for rentepapirer utgjorde til sammen 74 millioner kroner. Bidraget til avkastningen var 1,7 basispunkter av renteforføljen. I gjennomsnitt var om lag 15 prosent av rentepapirporteføljen lånt ut. I tillegg er det inntekter fra øvrige utlånsaktiviteter på rentesiden på til sammen 33 millioner kroner.

Ved passiv indeksering ville det i tillegg til driftskostnadene ha påløpt transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i referanseporteføljen endres. En av verdens største indeksforvaltere, Barclays Global Investors, har beregnet de normale årlige transaksjonskostnadene ved å følge den aksjeindeksen Petroleumsfondet benytter til 0,07 prosent av aksjeforføljen, eller 0,03 prosent av Petroleumsfondets totalportefølje. Kostnadene ved å følge renteindeksen er ikke

beregnet på samme måte, men Norges Bank anslår dem til 0,02 prosent, eller 0,01 prosent av Petroleumsfondets totalportefølje. Normale transaksjonskostnader for å vedlikeholde indekseringen utgjør altså hvert år om lag 0,04 prosent av totalporteføljen.

På den annen side ville man også ved passiv forvaltning ha hatt en del utlånsinntekter fra verdipapirene i porteføljen. Inntektene fra utlån av verdipapirer utgjorde i 2003 0,04 prosent av totalpor-

Tabell 7: Avkastningen av Petroleumsfondets totale portefølje i prosent for 2003 målt mot ulike referansevalutaer

Avkastning målt mot:	Totalporteføljen (inkl. Miljøfondet)
Referanseporteføljens valutakurv	12,59
Importveid valutakurv	10,92
Amerikanske dollar	24,92
Euro	3,93
Norske kroner	19,96

teføljen, hvorav 0,03 prosentpoeng også kunne kommet ved passiv forvaltning.

Med disse korreksjonspostene er netto verdiskaping ved aktiv forvaltning i 2003 beregnet til 0,54 prosentpoeng. I beløp utgjør det om lag 3,2 milliarder kroner.

Tabell 7 viser avkastningen av Petroleumsfondets totale portefølje i ulike valutaer. Medregnet Miljøfondet var avkastningen målt i valutakurven 12,59 prosent, mens den målt i kroner var 19,96 prosent. Forskjellen skyldes at valutakurven ble 6,54 prosent mer verdt i norske kroner i løpet av 2003. Regnet i euro var avkastningen 3,93 prosent, mens avkastningen i dollar var positiv med 24,92 prosent. Det skyldes at dollaren svekket seg mot de fleste andre valutaer i 2003.

3. Renteforvaltningen

3.1 Utviklingen i rentemarkedene

Rentene på statspapirer med omtrent ti års løpetid steg med om lag 0,4 prosentpoeng i både USA, Storbritannia og Japan i løpet av året. I eurolandene var tiårsrenten om lag uendret. Med unntak for Japan ligger rentenivået i alle hovedregionene i intervallet 4,25-4,75 prosent. I Japan var tiårsrenten på 1,35 prosent ved utgangen av 2003.

Figur 2 viser at tiårs-rentene hadde en fallende utvikling i første del av året, mens de steg i andre halvår.

Det var små variasjoner i økonomenes anslag på inflasjonen i hovedmarkedene gjennom 2003. Anslagene for USA varierte fra 2,1 prosent til 2,5 prosent, mens anslagene for euro-området var på om lag 2 prosent gjennom hele året. Anslagene for Japan varierte mellom -0,5 prosent og -0,8 prosent fram til sommeren for så å øke til -0,2 ved årets slutt. Den faktiske inflasjonen i USA falt fra i overkant av 2 prosent i begynnelsen av 2003 til noe under 2 prosent i slutten av året. Det var fallende prisvekst i USA for de fleste vare- og servicegrupper. Prisnedgangen var sterkest for varige forbrugsgoder og spesielt for biler og datautstyr. Grunnen til dette er at produktivitetsveksten har vært meget sterk i disse sektorene av amerikansk industri. I tillegg er konkurransen fra importerte varer sterk i denne delen av økonomien.

Inflasjonen knyttet til tjenester har også vært fallende, om enn ikke med samme styrke som for varige goder. Prisveksten i servicesektoren er mer knyttet til lønnsveksten, ettersom arbeidskraft er hovedkomponenten i produktene i denne

Innfasing av ikke-statsgaranterte rentebærende verdipapirer

Fra februar 2002 forandret Finansdepartementet referanseporteføljen for rentebærende verdipapirer. Referanseporteføljen gikk fra bare å inneholde statspapirer til også å inkludere andre rentepapirer utstedt av offentlig sektor, internasjonale organisasjoner, private selskaper og pantesikrede verdipapirer. Innfasingen pågikk gjennom 2002 og 2003 og ble fullført i desember 2003.

Innfasingen av ikke-statsgaranterte rentepapirer medførte kjøp for om lag 219 milliarder kroner, hvorav 82 milliarder kroner i 2003. Tre fjerdedeler av totale kjøp i 2003 av ikke-statsgaranterte rentepapirer var kjøp av rentepapirer utstedt av private selskaper, en femte del var kjøp av pantesikrede

rentepapirer, og resten var kjøp av rentepapirer utstedt av internasjonale organisasjoner.

Innfasingen har medført ekstraordinære transaksjonskostnader. Dette gjelder særlig for kjøp av rentepapirer utstedt av private selskaper, der hvert enkelt lån er betydelig mindre enn statspapirlån og således er mindre likvid. De ekstraordinære transaksjonskostnadene for det totale kjøp av ikke-statsgaranterte rentepapirer gjennom hele innfasingperioden er beregnet til ca. 900 millioner kroner, herav om lag 420 millioner kroner i 2003.

Ved utgangen av 2003 er hele innfasingen til markedsverdivekter mellom statspapirer og ikke-statsgaranterte rentebærende verdipapirer fullført.

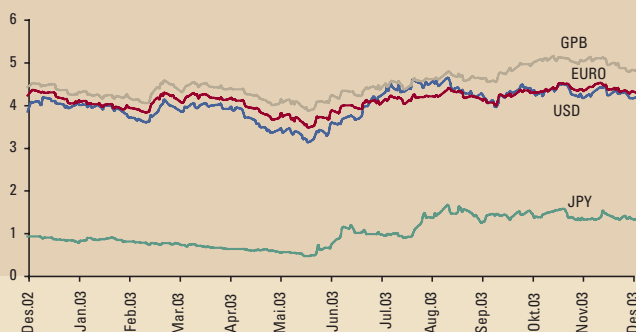
gruppen. Et svakt arbeidsmarked de senere år har bidratt til lav lønnsvekst. En svakere dollar har ennå ikke ført til noen vesentlig oppgang i importprisene. Dette har delvis sin årsak i at mye av importen til USA kommer fra land i Asia som i stor utstrekning har holdt sine valutaer stabile mot dollar.

Disse asiatiske landene har et stort overskudd på handelsbalansen med USA. I tillegg har det strømmet dollar inn til disse landene for å finansiere de store direkte investeringene, spesielt i Kina. Sammen med valutaintervensjoner der sentralbankene har kjøpt dollar for lokal valuta, har dette ført til at sentralbankene

i Asia har hatt et stort overskudd av dollar. Sentralbankene har i stor grad kjøpt amerikanske statspapirer. Det har derfor ikke vært vanskelig å finne kjøpere som har vært villig til å finansiere de stadig større underskudd på statsfinansene i USA, selv til en lav rente.

Figur 3 viser at statsobligasjonsinvesteringer i Asia/Oseania hadde negativ avkastning over året, mens tilsvarende investeringer i USA og Europa hadde en positiv avkastning på mellom 2 og 3 prosent.

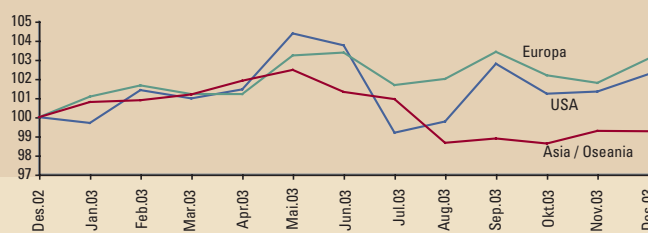
Rentedifferansen mellom kreditt- og statspapirer er blitt kraftig redusert i løpet av 2003 (jf. figur 4). Dette har sammenheng med at bedriftene har redusert



Figur 2: Utviklingen i de viktigste rentemarkedene i 2003.

Rentene på tiårs statspapirer. Prosent pr. år

Kilde: JP Morgan



Figur 3: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene i 2003 (31.12.2002 = 100)

Kilde: Lehman Live

Eksterne rente- forvaltere pr 31.12.2003

Ved utgangen av året forvaltet ni eksterne renteforvaltere med tolv mandater en forvaltningskapital på til sammen 43 milliarder kroner.

Globale rente- og valutamandater:

- Bridgewater Associates Inc
- Morgan Stanley Investment Management
- Pareto Partners

Mandater for pantsikrede rentepapirer i USA :

- Hyperion Capital Management Inc.
- Lincoln Capital Management Company
- Merrill Lynch Investment

Management

- Putnam Advisory Company LLC
- State Street Global Advisors
- TCW Asset Management Company

Risikonivået er avtalt særskilt for hvert enkelt mandat. Rente- og valutamandatene er globale mandater med tilnærmet samme investeringsunivers som den interne renteforvaltningen. De øvrige mandatene gjelder pantsikrede rentepapirer i USA. Fra 2002 utgjør dette markedet en betydelig del av Petroleumsfondets referanseportefølje. Men disse rentepapirene har andre risikoenegenskaper enn ordinære rentepapirer, og Norges Bank har derfor valgt å overlate forvaltningen av amerikanske pantsikrede rentepapirer til eksterne forvaltere.

kostnadene betydelig de siste årene. En bedret etterspørsel etter bedriftenes produkter kombinert med lavere kostnader har økt inntjeningen i bedriftene. Økt inntjening har sammen med lave investeringer økt kontantstrømmen i de fleste bedrifter. Økt kontantstrøm betyr større sikkerhet for långiverne og lavere renteforskjeller i markedet. Kredittspreadene har sunket jevnt over året til tross for svingninger i aksje- og rentemarkedene.

Figur 5 viser hvordan bidragene til renteavkastningen regnet mot valutakurven fordelte seg på de valutaer som Petroleumsfondets midler investeres i. Det

klart største positive bidraget kom fra investeringene i eurolandene. Bidragene fra de øvrige valutaområdene var små. Det negative bidraget fra investeringer i amerikanske dollar skyldes at den valutaen har sunket i verdi mot de øvrige valutaene i kurven

Figur 6 viser at avkastningen på rentepapirer i 2003 var på vel halvparten av gjennomsnittlig nivå for de 24 siste årene. Tidlig i 1980-årene var det uvanlig høye inflasjonsrater og rentenivåer. De seneste årene har vært preget av et mye lavere nivå både på inflasjon og renter, og den nominelle avkastningen på rente-

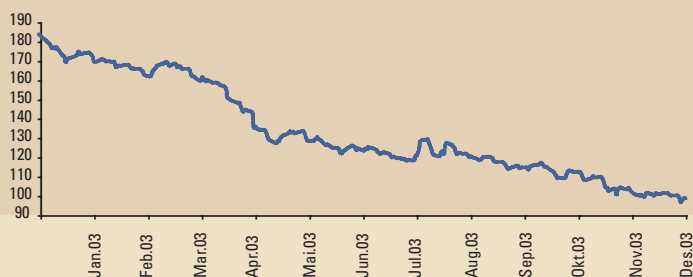
papirer må derfor i gjennomsnitt ventes å bli lavere framover enn hva den var tidligere i perioden.

3.2 Gjennomføringen av renteforvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets renteportefølje steg i 2003 fra 378 milliarder kroner til 484 milliarder ved slutten av året. I løpet av året ble porteføljen tilført 64 milliarder kroner i nye midler. Positiv avkastning i rentemarkedene og en svakere norsk krone i forhold til investeringsvalutaene bidrog til verdiøkningen.

Innfasingen av ikke-statsgaranterte rentebærende verdipapirer i Petroleumsfondet har i 2003 ført til store endringer i sammensetningen av renteporteføljen. Det er lagt stor vekt på å fase inn ikke-statsgaranterte verdipapirer på en kostnadseffektiv måte. Transaksjonskostnadene er systematisk blitt målt mot estimerte referansekostnader.

Om lag 90 prosent av renteporteføljen har vært forvaltet internt i Norges Bank. Forvaltningen er delt mellom to hovedområder. På den ene siden arbeides det med indeksering og med aktiv forvaltning som er direkte relatert til indekseringsoppgaven. Slik utvidet indeksering har som mål å vedlikeholde en portefølje som ligger svært nær referanseporteføljen, og samtidig utnytte spesielleprisingssituasjoner til å oppnå meravkastning. Indekseringen utføres i tre delporteføljer, for henholdsvis statsgaranterte rentepapirer, rentepapirer utstedt av private selskaper og pantsikrede rentepapirer. De tre delporteføljene indekseres internt, med unntak for pantsikrede rentepapirer i USA, som forvaltes eksternt.



Figur 4: Differansen mellom renten på kreditt*- og statspapirer (kredittspreaden) i USA 2003. Prosentpoeng

* Selskappapirer med kredittrating AAA fra Standard&Poor's

Kilde: Lehman Live



Figur 5: De enkelte lands bidrag til renteavkastningen målt i prosent mot valutakurven i 2003

Tabell 8: Renteavkastningen i prosent for hvert kvartal og for året 2003

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse-** avkastning
Første kvartal	2,17	2,10	8,82	8,74	0,08
Andre kvartal	2,77	2,61	5,04	4,88	0,16
Tredje kvartal	-0,15	-0,18	-1,05	-1,08	0,03
Fjerde kvartal	0,40	0,29	-0,85	-0,96	0,11
Året 2003	5,26	4,87	12,14	11,73	0,41
Korreksjonsposter*					0,10
Brutto meravkastning					0,52

* Kostnadene ved innfasing av ikke-statsgaranterte rentebærende verdipapirer.
 **Differanseavkastningen er beregnet som aritmetisk avvik, det vil si i prosentpoeng.

På den andre siden arbeides det med aktiv forvaltning i mer tradisjonell forstand, med posisjoner som søker å utnytte systematiske forskjeller i pris mellom rentepapirer med nesten helt like egenskaper, eller med posisjoner som vil gi meravkastning dersom rentekurvene eller valutakurser endres i bestemte retninger.

Tabell 8 viser at renteporteføljen i 2003 hadde en avkastning på 5,26 prosent målt i fondets valutakurv. Avkastningen var særlig høy i første og andre kvartal, mens det var en svakere utvikling i annet halvår. Dette gjenspeiler den generelle renteutviklingen gjennom året.

Forvaltningen gav meravkastning i hvert kvartal i 2003. Samlet ble meravkastningen på renteporteføljen alene 0,52 prosentpoeng eller 52 basispunkter høyere enn den korrigerte referanseavkastningen. Om lag 40 prosent av meravkastningen kom fra eksternt forvaltning, mens 60 prosent kom fra den interne forvaltningen i Norges Bank. Tabellen viser en korreksjonspost på 10 basispunkter. Denne har sammenheng med det store omfanget av transaksjoner ved innfasingen av ikke-statsgaranterte rentepapirer. Størrelsen på korreksjonen ble avtalt med Finansdepartementet før innfasingen begynte i 2002, basert på anslag for nor-

male transaksjonskostnader. De faktiske transaksjonskostnadene ved innfasingen av ikke-statsgaranterte rentepapirer ble imidlertid lavere enn dette. Lave transaksjonskostnader har således bidratt noe til meravkastningen. Rundt 10 prosent av meravkastningen i den interne renteforvaltningen kan tilskrives dette.

Avkastningstallet inneholder inntekter fra utlån av rentebærende verdipapirer med 107 millioner kroner, som utgjør 0,02 prosent av den gjennomsnittlige renteporteføljen. Om lag 20 prosent av disse inntektene kunne også vært oppnådd om porteføljen hadde vært indeksert, uten en aktiv strategi for utlån fra porteføljen.

4. Aksjeforvaltningen

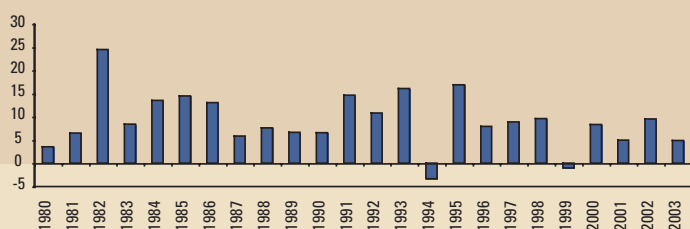
4.1 Utviklingen i aksjemarkedene

Etter tre år med kursnedgang snudde verdens aksjemarkeder i 2003. Da ble avkastningen på Petroleumsfondets referanseportefølje 22,3 prosent etter først å ha vist

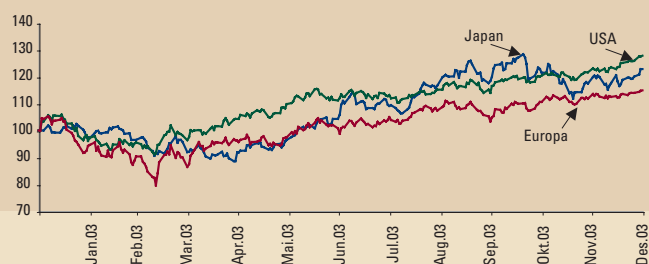
en svak utvikling i første kvartal av året. Europa var den regionen som totalt sett hadde svakest kursutvikling med en oppgang på 14,9 prosent, mens USA hadde den beste utviklingen med en oppgang på

27,8 prosent. Disse avkastningstallene er målt i petroleumsfondets valutakurv.

Oppgangen har sammenheng med at selskapenes inntjening har bedret seg de siste to årene. Inntjeningsveksten har



Figur 6: Avkastning i rentemarkedene 1980-2003 med Petroleumsfondets referanseportefølje og målt i prosent mot valutakurven. Prosent pr. år



Figur 7: Verdiutviklingen på FTSEs aksjeindekser i hovedmarkedene i 2003 (31.12.02=100)

Kilde: FTSE

Tabell 9: Avkastningen på FTSEs verdensindeks for aksjer i 2003, målt i prosent mot amerikanske dollar og mot Petroleumsfondets valutakurv. Hovedsektorer og de ti største undersektorene

Sektorer	USD	Valutakurv
Råvarer	32,72	19,63
-derav olje og gass	28,79	16,08
Prosessindustri	44,46	30,21
Generell industri	41,50	27,54
Konjunkturfølsomme varer	36,21	22,78
Ikke-konjunkturfølsomme varer	19,04	7,29
-derav farmasi og bioteknologi	16,89	5,36
Konjunkturfølsomme tjenester	31,54	18,56
- derav detaljhandel	30,83	17,92
- derav medier og foto	29,41	16,64
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	26,77	14,26
- derav telekommunikasjon	26,77	14,27
Energi og vannforsyning	29,62	16,83
Finansielle tjenester	39,34	25,59
- derav banker	44,22	30,00
- derav forsikringsselskaper	29,30	16,55
- derav finansinstitusjoner	36,27	22,82
Informasjonsteknologi	48,91	34,22
- derav IT maskinvare	66,17	49,78
- derav programvare og tjenester	25,79	13,38

Kilde: FTSE

vært særlig sterk innenfor sektorer som metall og olje på grunn av økende råvarepriser. Dette har sammenheng med sterk vekst i etterspørselen fra den raskt voksende kinesiske økonomien. Finanssektoren har også hatt en sterk inntjeningsutvikling som følge av lave tap på utlån og økt aktivitet i kapitalmarkedene. Det har også vært økende etterspørsel etter produkter fra selskaper innenfor informasjonsteknologi. Inntjeningsveksten i 2003 har vært sterkere i Nord-Amerika og Japan enn i Europa.

Ved inngangen til 2003 var aksjemarkedene preget av stor usikkerhet i den økonomiske og politiske utviklingen globalt. Krigen i Irak, sars epidemien i Asia, terrorfrykt, og deflasjonsfrykt i USA, stod sentralt. Dette kom i tillegg til flere

konkurser og skandaler i store amerikanske selskaper, noe som svekket tilliten til aksjemarkedene.

Aksjemarkedene fikk en oppgang fra mars, noe som ble utløst av flere positive nyheter. Situasjonen i midtøsten ble mindre spent, samtidig som ingen nye utbrudd av sars ble rapportert etter sommeren 2003. Med redusert politisk risiko økte forventningene om sterkere vekst økonomien med påfølgende økt inntjening i bedriftene. Forventningene om økt vekst ble også stimulert av en ekspansiv amerikansk finans- og pengepolitikk. Disse forventningene førte til at selskaper særlig innenfor informasjonsteknologi, prosessindustri og kapitalvarer fikk en god utvikling i aksjekursene. Gjennom annet halvår av 2003 ble dette for-

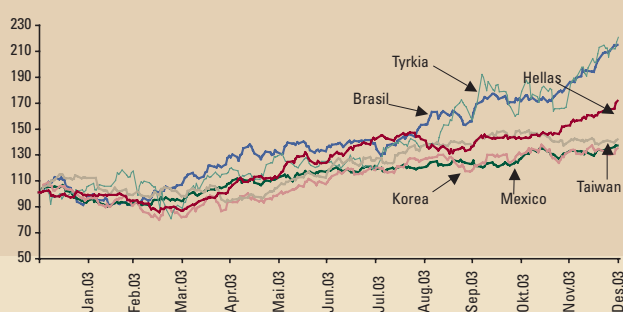
sterket ved at tidligere forventningene ble understøttet av sterke økonomiske nøkkeltall for investeringer og produksjon. Rapporterte inntjeningsstall fra selskapene lå i overkant av analytikernes forventninger.

Aksjemarkedene i flere av de framvoksende markedene Petroleumsfondet er investert i, hadde langt høyere avkastning enn de utviklede markedene. De framvoksende markedene er kjennetegnet ved betydelig volatilitet som følge av endringer i investorenes vurdering av risikoen forbundet med investeringene, samtidig som de fleste har et relativt høyt innslag av meget konjunkturfølsomme selskaper.

Tabell 9 viser at det i 2003 var positiv utvikling i alle hovedsektorer. Informasjonsteknologi, prosessindustri og banksektoren hadde den beste utviklingen, mens ikke-konjunkturfølsomme sektorer som for eksempel farmasi og bioteknologi hadde en svakere utvikling.

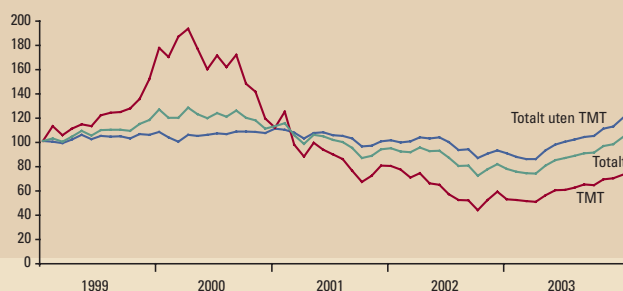
Figur 9 illustrerer den betydning sektorene teknologi, medier og telekommunikasjon (TMT-sektorene) har hatt for aksjeindeksene de siste fire årene. Disse sektorene hadde sterk kursstigning fra 1999 og fram til forsommeren 2000. Deretter falt aksjekursene i TMT-sektorene sterkere. Aksjekursene i TMT-sektorene har hatt en utvikling på linje med de øvrige sektorene i FTSEs verdensindeks i løpet av 2003.

Figur 10 viser at alle lands aksjemarkeder i 2003 bidro positivt til Petroleumsfondets aksjeavkastning regnet mot valutakurven. Det største positive bidraget kom fra USA, der Petroleumsfondet



Figur 8: Verdiutviklingen på FTSEs aksjeindekser i de utviklingsmarkedene der Petroleumsfondet investerte i 2003, målt mot amerikanske dollar

Kilde: FTSE



Figur 9: FTSE global aksjeindeks 1999-2003: Totalt og sektorene teknologi, medier og telekommunikasjon (TMT) (31.12.1998=100)

Kilde: FTSE

har de største aksjeinvesteringene. Den svake utviklingen av dollaren mot de andre valutaene i kurven bidrog imidlertid til å trekke ned bidraget fra USA.

Figur 11 viser at 2003 var et godt, men ikke et ekstraordinært år avkastningsmessig. De tre foregående årene skiller seg ut med negativ avkastning.

4.2 Gjennomføringen av aksjeforvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets aksjeportefølje steg i 2003 fra 231 milliarder kroner til 361 milliarder ved slutten av året. Tallene inkluderer også den særskilte miljøporteføljen. Økningen kom som følge av meget god avkastning i aksjemarkedene og av at den norske kronen svekket seg i forhold til investeringsvalutaene. Aksjeporteføljen fikk dessuten tilført 40 milliarder kroner i nye midler gjennom året.

Andelen av aksjeporteføljen som forvaltes av eksterne, har i 2003 variert mellom 35 og 45 prosent. Ved utgangen av året var andelen 41 prosent. Det meste av dette er regionale mandater for aktiv forvaltning, men en økende andel er spesialistmandater for enkeltsektorer. Eksterne forvaltere står for ca. 66 prosent av risikotakingen i aksjeporteføljen.

All indeksering av aksjeporteføljen gjøres internt i Norges Bank. Hensikten er dels å oppnå lavere forvaltningskostnader, dels å utnytte mulighetene for meravkastning bedre ved at alle indeksporteføljer nå forvaltes med mer aktive strategier (utvidet indeksering). En viktig oppgave er videre å skreddersy den delen av porteføljen som indekseres, og den delen som forvaltes aktivt.

Eksterne aksjeforvaltere pr 31.12.2003

Ved utgangen av året forvaltet 15 ulike eksterne aksjeforvaltere med 34 ulike mandater midler tilsvarende til sammen 148 milliarder kroner.

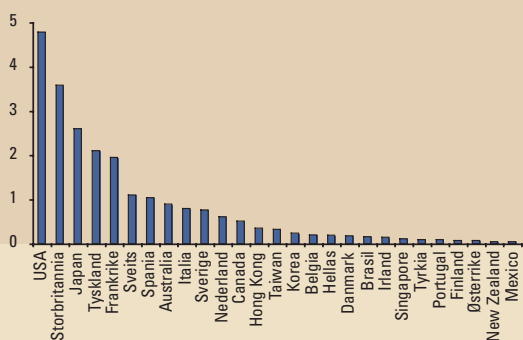
Regionale mandater:

- Alpha Investment Management Pty Ltd.
- BlackRock International Ltd.
- Capital International Ltd.
- Fidelity Pensions Management
- Gartmore Investment Ltd.
- JP Morgan Investment Management Inc
- Merrill Lynch Investment Managers
- Schroder Investment Management Ltd.
- Sparx Asset Management Co. Ltd.

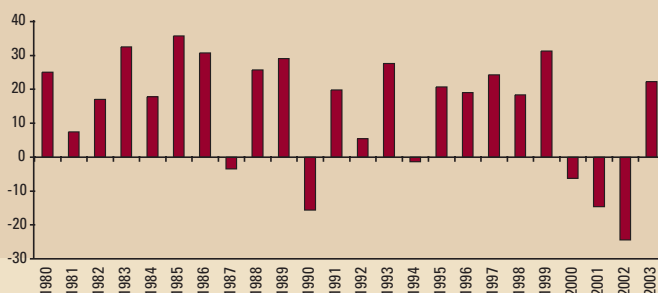
Sektormandater:

- Alliance Capital Management LP
- Credit Suisse First Boston
- Deutsche Asset Management Ltd.
- Franklin Advisors Inc.
- Schroder Investment Management
- Wellington Management Company LCP
- WH Reaves & Co, Inc.

Alle de eksterne aksjemandatene er aktive med mål om høyest mulig avkastning i forhold til en referanseportefølje. Det er definert egne referanseporteføljer og risikorammer for hvert forvaltningsmandat. Noen av mandatene er regionale mandater med referanseporteføljer som består av de bedrifter som inngår i FTSE-indeksen i en geografisk region eller land, for eksempel Europa, UK, USA og Japan. Andre regionale mandater er tildelt referanseporteføljer med bedrifter som er for små til å inngå i FTSE-indeksen ("small-cap"). En rekke forvaltere har også sektormandater, der formålet er å utnytte den spesialistkompetanse forvalterne har i viktige næringssektorer. Disse sektorene er finans, teknologi, helse, energi, olje og gass, gruvedrift og kapitalvarer.



Figur 10: De enkelte lands bidrag til aksjeavkastningen målt i prosent mot valutakurven i 2003



Figur 11: Avkastning i aksjemarkedene 1980-2003 med aksjeforvaltningens referanseportefølje, målt i prosent mot Petroleumsfondets valutakurv

Ved utgangen av året ble 213 milliarder kroner av aksjeporteføljen forvaltet internt. Av dette var 41,4 prosent i aktive porteføljer, mens 55,6 prosent var indeksporføljer med forsiktig bruk av aktive strategier med sikte på å utnytte spesielle prisingssituasjoner i markedene til å oppnå meravkastning (utvidet indeksering). De øvrige midlene var forvaltet i transisjonsporteføljer i påvente av tilførsler til eksterne forvaltere. Til sammen har omfanget av aktiv forvaltning i 2003 økt fra 57 prosent av aksjeporteføljen ved inngangen til året til 66,7 prosent ved utgangen av året.

Tabell 10 viser at Petroleumsfondets ordinære aksjeportefølje i 2003 hadde en avkastning på 22,84 prosent målt i fondets valutakurv. Avkastningen var negativ i første kvartal, og positiv i de tre siste kvartalene av året. Dette gjenspeiler de generelle kursbevegelsene i aksjemarkedene gjennom året.

Den faktiske avkastningen på aksjeporteføljen alene var 0,69 prosentpoeng eller 69 basispunkter høyere enn den korrigerte referanseavkastningen. Korreksjonen består i justering for skatt på mottatt utbytte. Om lag 75 prosent av bidraget til meravkastningen kom fra ekstern forvaltning, mens 25 prosent kom fra den interne forvaltningen i Norges Bank. I disse tallene er det ikke tatt hensyn til at den interne forvaltningen belastes transaksjonskostnader ved omstrukturering av porteføljer til eksterne

forvaltere. Videre står de eksterne forvaltere for en betydelig del av risikotakingen, slik at risikostjustert meravkastning for intern forvaltning er høyere enn for eksterne forvaltere.

I tabell 10 er det ikke korrigert for transaksjonskostnader i forbindelse med implementering av nye regionvekter i referanseporteføljen, og i forbindelse med at store og mellomstore selskaper ble inkludert i referanseporteføljen. Disse kostnadene er estimert til 0,14 prosent av aksjeporteføljen i 2003. I meravkastningen inngår inntekter fra utlån av aksjer med 205 millioner kroner, som utgjør 0,07 prosent av aksjeporteføljen.

Det særskilte Miljøfondet hadde i 2003 en avkastning på 22,89 prosent målt i fondets valutakurv, se tabell 11. Dette var 0,04 prosentpoeng lavere enn fondets referanseavkastning. Miljøfondet forvaltes som en ren indeksporfølje, og det brukes ikke strategier for å oppnå meravkastning, heller ikke såkalt utvidet indeksering. Referanseavkastningen på Miljøfondet var i sin tur 0,20 prosentpoeng høyere enn avkastningen på en sammenlignbar referanseportefølje der ingen selskaper er tatt ut etter miljøkriterier. Dette er i hovedsak en konsekvens av at TMT-sektorene (teknologi, medier og telekommunikasjon), som utgjør en større andel av Miljøfondet, har hatt sterkere kursutvikling enn de tradisjonelle sektorene, se omtalen av markedsutviklingen foran. Siden Miljøfondet ble opprettet i

januar 2001 har referanseavkastningen vært 2,34 prosent lavere enn på en tilsvarende aksjeindeks uten anvendelse av miljøkriterier. Dette har i stor grad sammenheng med sektorsammensetningen av fondets portefølje.

4.3 Utøvelse av stemmerett

Etter forskriften for forvaltningen av Statens petroleumsfond skal Norges Bank ikke utøve eierrettigheter knyttet til aksjer med mindre det er nødvendig for å sikre fondets finansielle interesser. Norges Bank har utarbeidet retningslinjer for stemmegivning. På Norges Banks nettsted er retningslinjene gjengitt. I en egen temaartikkel i denne årsberetningen er det en nærmere beskrivelse av Norges Bank opplegg og rutiner for stemmegivning. I kontraktene med de eksterne forvalterne er det delegert adgang til å utøve eierrettigheter etter retningslinjene i henhold til Finansdepartementets forskrift.

I brev av 12. februar 2003 til Finansdepartementet orienterte Norges Bank om at de interne retningslinjene for eierskapsutøvelse var blitt revidert, og at banken framover, innenfor gjeldende forskrift, la opp til en noe større aktivitet innenfor eierskapsutøvelsen enn tidligere. Norges Bank foreslo i tillegg en justering av forskriftens bestemmelser ettersom gjeldende ordlyd kan forstås å ha en restriktiv holdning til eierskapsutøvelse. En mulig omformulering av denne delen av forskriften kunne være: *Norges*

Tabell 10: Avkastningen i Petroleumsfondets ordinære aksjeportefølje i prosent for hvert kvartal og for året 2003

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanseavkastning**
Første kvartal	-7,76	-8,07	-1,75	-2,08	0,33
Andre kvartal	15,56	15,75	18,12	18,31	-0,19
Tredje kvartal	4,24	3,96	3,30	3,02	0,28
Fjerde kvartal	10,55	10,58	9,17	9,20	-0,04
Året 2003	22,84	22,33	30,87	30,33	0,54
Justering for skatt på mottatt dividende					0,15
Brutto meravkastning					0,69

* Differanseavkastningen er beregnet som aritmetisk avvik, det vil si i prosentpoeng.

Overføringer mellom ulike delporteføljer i aksjeforvaltningen i 2003

Overføringer ("transitions" mellom ulike porteføljer foretas når et mandat skal tilføres nye midler, når det skal inndras midler fra et mandat, eller når det ellers er behov for omstruktureringer av porteføljestrukturen. I 2003 gjennomførte Norges Bank 62 slike overføringer på tilsammen 153,8 milliarder kroner innenfor Petroleumsfondets aksjeforfølje.

39 overføringer på tilsammen 67,2 milliarder kroner involverte eksterne forvaltere, mens 23 overføringer på tilsammen 86,6 milliarder kroner var mellom interne delporteføljer. I gjennomsnitt kostet disse overføringene omlag 0,235 prosent eller 23,5 basispunkter av overført beløp. I tillegg kom kostnader ved tilførsler av nye midler til aksjeforføljen på 0,7 basispunkter av tilførselsbeløpet.

Bank skal utøve eierrettigheter når det anses nødvendig for å sikre finansielle interesser. En slik formulering vil ikke tilsi at Norges Bank skal utøve eierrettigheter i ethvert tilfelle der det er tale om ivaretagelse av finansielle interesser, men at man må prioritere ressursbruken til å utvise aktivitet i de tilfellene der det anses som viktigst. Departementet omtalte saken i revidert nasjonalbudsjett 2003 og ventes å komme tilbake til forslag i forbindelse med behandlingen av etikuttvalgets innstilling (jf. avsnitt 1 i beretningsdelen).

For de internt forvaltede porteføljene begynte Norges Bank stemmegivning i første kvartal 2003. Ettersom stemmegivningen skal bidra til å ivareta de finansielle interessene til porteføljen, er beslutninger om stemmegivning delegert til interne porteføljeforvaltere i Norges Bank Kapitalforvaltning. Hittil har man fokusert på de største selskapene i porteføljen. Bruk av stemmeretten er fra sak til sak utøvd ut fra finansielle vurderin-

ger av hva som best kan tjene den langsiktige avkastningen til fondet. Hensikten har ikke vært å være aktiv i mange saker, men å styre aktiviteten mot de store selskapene som er viktige for fondets verdier.

I 2003 ble det avholdt generalforsamlinger i ca. 2000 selskaper som inngår i den internt forvaltede porteføljen. Norges Bank Kapitalforvaltning har hittil valgt å fokusere sin stemmegivning på de største 150 selskapene i porteføljen (som til sammen utgjør over 50 prosent av porteføljens verdi), samt på saker med stor finansiell betydning. Norges Bank Kapitalforvaltning stemte på 39 generalforsamlinger. På disse møtene var det samlet fremmet 514 saker. Norges Bank Kapitalforvaltning stemte for 37 prosent av forslagene og mot 4 prosent av forslagene. I alle markedene er det slik at man må stemme på alle sakene på agendaen når man først har valgt å ta stilling til en sak på agendaen, og en har således stemt avholdende på 58 prosent av sakene.

De eksterne forvalterne har alle aktive mandater med et avgrenset investeringsunivers, og vil generelt sett ha færre selskaper i sine porteføljer enn hva Norges Bank har for de internt forvaltede porteføljene.

Tabell 12 viser fordeling av type saker på de møtene det er stemt på.

Av de 514 saker Norges Bank Kapitalforvaltning stemte over i 2003, ble det i 23 saker stemt mot forslag fra styret i det aktuelle selskapet. I de fleste tilfeller er det stemt i samsvar med styrets forslag. De tilfellene Norges Bank Kapitalforvaltning stemte imot ledelsens forslag, dreide det seg blant annet om:

- **Rutine/virksomhet:** Det ble i noen tilfeller stemt imot foreslått revisor på grunn av sterke interessekonflikter.
- **Styrerelatert:** Forslag om gjenvalg av styreleder fordi vedkommende i noen tilfeller også var administrerende direktør i selskapet.
- **Avlønning:** De fleste av sakene knyttet

Tabell 11: Avkastningen i Miljøfondet i 2003. Prosent

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanseavkastning
Første kvartal	-8,20	-8,16	-2,22	-2,18	-0,04
Andre kvartal	15,32	15,29	17,87	17,84	0,03
Tredje kvartal	4,99	5,05	4,04	4,10	-0,06
Fjerde kvartal	10,57	10,52	9,19	9,14	0,05
Året 2003	22,89	22,93	30,92	30,97	-0,04
Justering for skatt på dividende					0,14
Brutto meravkastning					0,10
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøfondet		22,74		30,77	0,20 (Miljøfondets referanse avkastning minus ordinær referanseavkastning)

til avlønning der banken stemte imot styrets forslag, var knyttet til opsjonsplaner. Det ble stemt imot opsjonsplaner som var knyttet til historiske resultater, eller planer som førte til relativt stor utvanning for eksisterende eiere og pensjonsbonuser for styremedlemmer og revisorer.

- **Kapitalstruktur:** Det ble stemt imot forslag til aksjeutvidelse som innebar en vesentlig utvanning av eksisterende aksjonærers eierandel. Det ble også stemt imot forslag om utbyttebetaling som ble ansett som for lav i forhold til inntjening.
- **Mekanismer mot oppkjøp:** Det ble stemt imot forslag om å gi styret en blankofullmakt til å utstede aksjer ved potensielle oppkjøpstilbud, det vil si forslag om mottiltak ved forsøk på oppkjøp.

Fordeling på type saker det er stemt på, er noenlunde lik for Norges Bank

Tabell 12: Stemmegivning 2003 / type saker

	Antall saker	For	Mot	Avholdende
Norges Bank				
Rutine/virksomhet	22 % 115	61	4	50
Styrerelatert	49 % 250	38	1	211
Avlønning	12 % 63	33	10	20
Kapitalstruktur	12 % 64	55	5	4
Reorganisering	2 % 12	2	0	10
Anti-oppkjøpsmekanismer	1 % 3	0	3	0
Aksjonærforslag	1 % 7	3	0	4
	514	192	23	299
Eksterne				
Rutine/virksomhet	18 % 1609	1579	13	17
Styrerelatert	49 % 4296	4215	38	43
Avlønning	16 % 1378	1263	47	68
Kapitalstruktur	11 % 981	956	23	2
Reorganisering	5 % 407	286	121	0
Anti-oppkjøpsmekanismer	0 % 10	3	7	0
Aksjonærforslag	1 % 107	20	84	3
	8788	8322	333	133

og de eksterne forvalterne. De eksterne forvalterne har stemt mot styrets forslag i omtrent samme grad som i de internt forvaltede porteføljene. De eksterne har imidlertid i større grad stemt imot ledel-

sen når det gjelder reorganisering. De eksterne porteføljene er ikke fullstendig overlappende med de interne.

5. Risiko

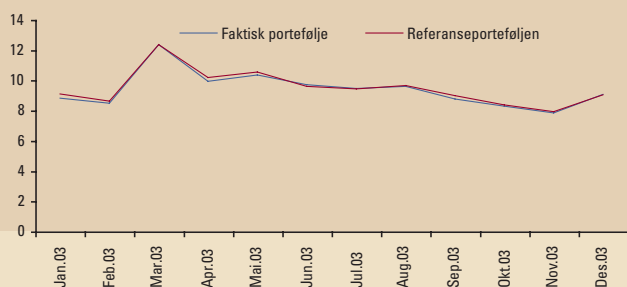
Figur 12 viser fondets absolutte markedsrisiko i 2003, målt som forventet volatilitet i avkastningen. Nivået svinger med volatiliteten i markedene, men det er gjennom hele året liten forskjell på risikoen i den faktiske porteføljen og i referanseporteføljen. Ved utgangen av året hadde den faktiske porteføljen en absolutt markedsrisiko målt i norske kroner på 9,0 prosent, som var svært lik referanseporte-

føljen. Tallet betyr at med den volatiliteten markedene da hadde, vil normale markedsvariasjoner kunne føre til at avkastningen i to av tre år blir enten 9 prosentpoeng høyere eller 9 prosentpoeng lavere enn forventet.

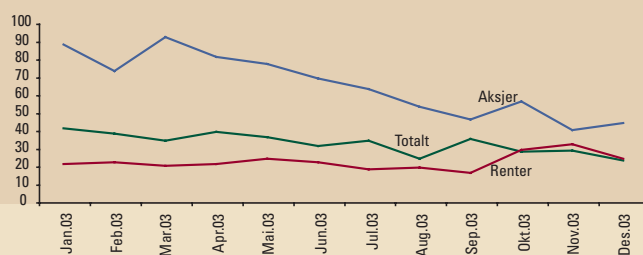
Den absolutte markedsrisikoen er i hovedsak bestemt av den referanseporteføljen Finansdepartementet har definert. Departementet har videre satt en grense

for relativ volatilitet i forvaltningen, det vil si for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseporteføljen. Denne relative volatiliteten skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter), se rammen. Figur 13 viser at den relative volatiliteten i 2003 har falt gradvis fra 40 til rundt 30 basispunkter for totalporteføljen.

Den relative volatiliteten var betydelig



Figur 12: Absolutt markedsrisiko i Petroleumsfondets faktiske portefølje og i referanseporteføljen ved hver månedsslutt i 2003. Prosent



Figur 13: Forventet relativ volatilitet ved hver månedsslutt i 2003. Basispunkter (hundredeleer av et prosentpoeng)

Tabell 13: Porteføljen av rentebærende verdipapirer pr. 31.12.2003 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard&Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	55,05	AAA	50,96
Aa	16,98	AA	25,30
A	19,90	A	13,02
Baa	6,64	BBB	7,81
Ba	0,13	BB	0,14
Lavere	0,00	Lavere	0,00
Ingen rating	1,31	Ingen rating	2,77

høyere i aksjeforvaltningen enn i renteforvaltningen ved inngangen til året. Forskjellen ble redusert i løpet av året. Dette har til en viss grad sammenheng med redusert volatilitet i aksjemarkedene. Høyere relativ volatilitet i aksjemarkedene har sammenheng med at aksjemarkedene svinger mer enn rentemarkedene, slik at like store aktive posisjoner gir mer risiko i aksjeforvaltningen. Det har også sammenheng med at omfanget av aktiv forvaltning har vært noe større på aksjesiden.

Tabell 13 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statspapirer og statsgaranterte rentepapirer uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering. Etter Finansdepartementets retningslinjer for kreditt risiko kan Petroleumsfondet normalt ikke investeres i verdipapirer med lavere kredittvurdering enn Baa fra Moodys, BBB fra S&P eller BBB

Forventet relativ volatilitet

Finansdepartementets grense for relativ markedsrisiko i forvaltningen av Petroleumsfondet bruker risikomålet *forventet relativ volatilitet*. Målet er definert som forventet verdi av standardavviket til differansen mellom den årlige avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen. Når avvikene fra referanseporteføljen er avgrenset ved en øvre grense for forventet relativ volatilitet, vil den faktiske avkastningen med høy sannsynlighet variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Jo lavere en setter grensen for markedsrisiko, desto snevrere blir båndet. Forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkter betyr at faktisk avkastning på en portefølje som ligger fast over tid, i to av tre år vil avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanse-avkastningen, under forutsetning av at risikorammen er fullt utnyttet.

Tabell 14: Forskriftens grenser for risikoeksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.12.02	31.03.03	30.06.03	30.09.03	31.12.03
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,4	0,3	0,3	0,4	0,2
§ 5	Aktivfordeling	Renter 50-70%	62,2	61,2	58,8	58,9	57,4
		Aksjer 30-50%	37,8	38,8	41,2	41,1	42,6
§ 6	Valutafordeling aksjer	Europa 40-60%	49,6	49,4	49,1	47,7	49,2
		Amerika/Asia/Oseania 40-60 %	50,4	50,6	50,9	52,3	50,8
		Nye markeder < 5% av aksjeporteføljen	2,5	2,4	2,2	2,6	2,7
§ 7	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	58,0	55,6	54,9	55,6	56,6
		Amerika 25-45%	32,9	34,5	35,7	34,6	33,8
		Asia/Oseania 0-20%	9,1	9,9	9,4	9,8	9,6
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,3	5,3	5,5	5,3	5,4
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,6	2,9	2,5	2,7	2,6

* I tillegg til ordinære bankinnskudd er reinvestert kontantsikkerhet fra utlån av verdipapirer inkludert i tabellen.

fra Fitch. Likevel kan inntil 0,5 prosent av renteporteføljen være investert i papirer som har Ba/BB/BB som høyeste vurdering fra ett av byråene Moodys, S&P eller Fitch. Alle rentebærende verdipapirer er kredittvurdert av minst ett av byråene.

Renteporføljen består foruten langsiktige rentepapirer også av rentebæ-

rende instrumenter med kortere løpetid. Alle disse har kredittvurdering P-1 fra Moody's og A-1 fra S&P.

Tabell 14 gir en oversikt over de grenser for risikoeksponering som er satt i Finansdepartementets forskrift og retningslinjer for den ordinære porteføljen, og den tilpasning som faktisk har vært

gjort i løpet av året. Tallene viser at forvaltningen ved utgangen av hvert kvartal har vært innenfor grensene.

I tidligere kvartalsrapporter for 2003 er det omtalt tre brudd på retningslinjene fastsatt av Finansdepartementet. Disse bruddene ble begått av eksterne forvaltere og anses som mindre vesentlige.

I fjerde kvartal ble det avdekket at en ekstern forvalter, som ledd i sin kontant-

håndtering, investerte i et amerikansk "unit investment trust". Instrumentet er børsnotert ("Exchange Traded Fund") og replikerer indeksen S&P 500 på tilsvarende måte som aksjefutures. Investeringen reiser spørsmål i forhold til tolkningen av retningslinjene for Petroleumsfondet. Vilåret etter forskrift om forvaltning av Statens petroleumsfond er at aksjeinvesteringer enten plasseres i

egenkapitalinstrumenter eller i derivater av egenkapitalinstrumenter. Formelt sett var det her investert i verdipapirfundsandeler som ikke er egenkapitalinstrumenter. Selv om instrumentet har store likhetstrekk med futures, så er det ikke et derivat. Norges Bank valgte å selge den aktuelle beholdningen.

6. Organisering av forvaltningen

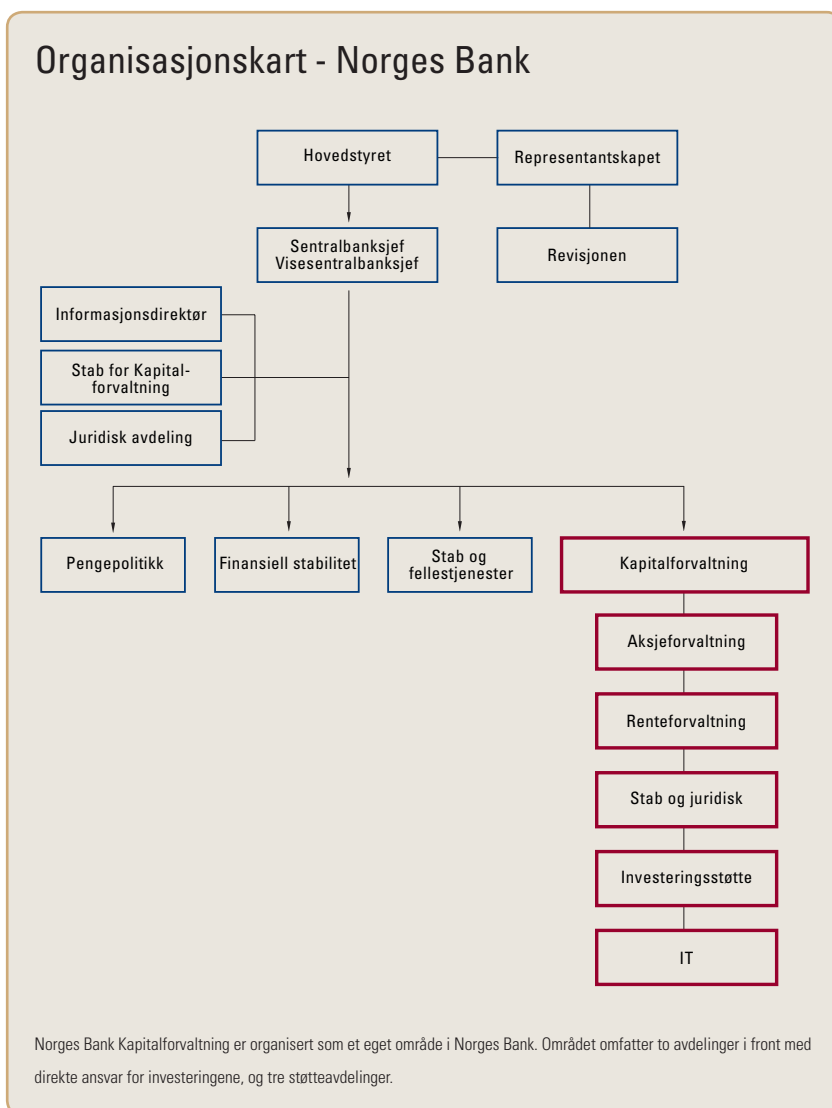
Forvaltningen av Petroleumsfondet utføres i Norges Bank Kapitalforvaltning, som er et eget virksomhetsområde i Norges Bank

Hovedstyret i Norges Bank har det overordnede ansvaret for virksomheten. Norges Banks representantskap er bankens tilsynsorgan. Norges Banks revisjon rapporterer til representantskapet og utfører den løpende revisjonen av kapitalforvaltningen. Riksrevisjonen har ansvaret for den overordnede revisjonen av Petroleumsfondet og bygger sitt arbeid på blant annet materialet fra Norges Banks revisjon.

På oppdrag fra Finansdepartementet gjorde konsultentselskapet Mercer Investment Consulting i 2003 en evaluering av Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet. Mercers rapport ble offentliggjort i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett 2003, og er lagt ut på departementets nettsted.

I tillegg til Petroleumsfondet forvalter Norges Bank Kapitalforvaltning også Statens petroleumsforsikringsfond på oppdrag fra Olje- og energidepartementet, og det meste av Norges Banks valuta-reserver. Samlet portefølje under forvaltning var ved utgangen av 2003 var på vel 1000 milliarder kroner.

Innenfor Norges Bank Kapitalforvaltning er det egne forretningsområder for



henholdsvis aksje- og renteforvaltning, og i tillegg et ledelsesområde med ansvar for styring, kontroll og administrative støttefunksjoner. Lederne for aksje- og renteforvaltningen har innenfor sin del av forvaltningen ansvar for alle investeringer og resultater, strategisk planlegging og kostnadskontroll. Resultatet måles som netto verdiskaping i forvaltningen mot referanseporteføljer definert av oppdragsgiverne. Ledelsesområdet har ansvar for styring av virksomheten, risikomåling, avkastningsmåling, regnskapsføring og kontroll med investeringsretningslinjer uavhengig av forvaltningsområdene.

Norges Bank Kapitalforvaltning hadde ved utgangen av 2003 119 medarbeidere, medregnet 3 på heltids engasjement. I løpet av året ble det i hele organisasjonen

ansatt åtte nye faste medarbeidere, mens fire sluttet. Norges Bank Kapitalforvaltning har kontorer i New York og London. Nærvær i de viktigste kapitalmarkedene gir verdifull tilgang til informasjon for forvaltningen og gjør det samtidig lettere å følge opp eksterne forvaltere. Ved utgangen av 2003 var 21 medarbeidere ansatt ved utenlandskontorene.

Norges Bank er innstilt på at oppgaven med å forvalte Statens petroleumsfond krever aktiv bruk av lønns- og personalpolitiske virkemidler. Arbeidsmarkedet for personer med erfaring fra finans- og kapitalforvaltning er preget av et høyt lønnsnivå, med innslag av variabel resultatlønn kombinert med ekstraordinære krav til fokusert arbeidsinnsats. Hvorvidt banken lykkes med å oppnå gode resultater i forvaltningen, vil ha nær sammen-

heng med bankens evne til å rekruttere, utvikle og beholde høyt kvalifiserte personer.

For 55 medarbeidere med resultatansvar for investeringsbeslutninger er deler av lønnen avhengig av oppnådde resultater i forvaltningen. Kriteriene er i hovedsak knyttet til oppnådd netto meravkastning over det siste året brutt ned på enkeltpersoner og grupper. For noen medarbeidere opparbeides i tillegg prestasjonsbasert lønn basert på oppnådd resultat over en treårsperiode. I 2003 var den høyeste opparbeidede lønnen 2 837 000 kroner. Lederen for Norges Bank Kapitalforvaltning fikk utbetalt en lønn på 1 994 602 kroner. For norske ansatte som midlertidig arbeider ved utenlandskontorene følges Utenriksdepartementets opplegg for bostedstillegg osv.

7. Kostnader i forvaltningen

Kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i 2003 framgår av tabell 15. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres separat for hvert av de fondene Norges Bank forvalter. De øvrige driftskostnadene er felles for alle de fond som

forvaltes av Norges Bank Kapitalforvaltning (jfr. avsnitt 6). Felleskostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av et sett internt priser. Felleskostnadene omfatter i tillegg til Norges Bank Kapitalforvaltnings direkte kostnader, også kostnader for støttefunksjoner utført av andre deler

av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges

Tabell 15: Forvaltningskostnader i 2003 (i 1000 kroner og i basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)

	2003		2002	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	169 285		145 563	
Kostnader til aksjedepot og oppgjør	65 842		47 520	
Samlede kostnader i aksjeforvaltningen	235 127	7,8	193 083	7,9
Interne kostnader i renteforvaltningen	161 849		136 305	
Kostnader til rentedepot	38 824		22 309	
Samlede kostnader i renteforvaltningen	200 673	4,6	158 614	4,2
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	235 648		141 491	
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere</i>	<i>89 452</i>		<i>66 647</i>	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	325 100	19,3	208 138	17,1
Sum alle forvaltningskostnader	760 900	10,4	559 835	9,0
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	671 448	9,1	493 188	8,0

Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. For 2003 skal godtgjøringen dekke de faktiske kostnadene banken har, forutsatt at disse kostnadene er lavere enn et tak på 0,10 prosent (eller 10 basispunkter) av den gjennomsnittlige markedsverdien av fondet. I tillegg dekkes honorarer til eksterne forvaltere som følge av oppnådd meravkastning. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere, etter prinsipp som er godkjent av Finansdepartementet.

Kostnadene for Petroleumsfondet i 2003 utgjorde samlet 9,1 basispunkter mot 8,0 basispunkter i 2002, sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Kostnadsøkningen er i hovedsak knyttet til minimumshonorarer til eksterne forvaltere. Dette har delvis sammenheng med mer spesialisert eksternt forvaltning. Formålet med slik forvaltning er å oppnå meravkastning, samtidig som risikoen holdes lav gjennom diversifisering av markedsrisikoen. Den spesialiserte forvaltningen bruker mer komplekse instrumenter, som krever sterkere infrastruktur for informasjonsbehandling enn det man ville trenge med enklere forvaltning.

Økningen har også ellers sammenheng med at porteføljen er blitt investert i flere og mer komplekse instrumenter enn tidligere. For eksempel har andelen ikkestatsgaranterte rentepapirer økt ytterligere i 2003. Det har gjort det nødvendig

å videreutvikle rutiner og informasjonssystemer for kredittrisiko og å etablere risikomålingssystemer som kan håndtere papirer med opsjonselementer.

Dersom en ser bort fra forvalterhonorarer, utgjorde kostnadene knyttet til aksjeforvaltningen 7,8 basispunkter av gjennomsnittlig aksjeforfølje i 2003. Dette var en nedgang fra 7,9 basispunkter året før. Tilsvarende tall for renteforvaltningen var 4,6 basispunkter for 2003, en økning fra 4,2 basispunkter i 2002.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjør 89,5 millioner kroner (5,3 basispunkter av porteføljene som ble forvaltet eksternt). Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning.

For hele porteføljen var forvaltningskostnadene i 2003 på 761 millioner kroner. Fordeling av kostnadene på intern og eksternt forvaltning kan gjøres ved hjelp av fordelingsnøkler for felleskostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 57 prosent av kostnadene gjaldt eksternt forvaltning, mens om lag 23 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var på om lag 0,05 prosentpoeng, noe som er om lag fjerdeparten av enhetskostnadene for eksterntforvaltningen. At indeksforvaltningen i hovedsak er gjort internt, er bare en del av forklaringen; ved sammenlignbar aktiv forvaltning er også intern forvaltning billigst.

Kostnadssammenligninger med andre fond

Finansdepartementet har bedt Norges Bank levere kostnadstall til det canadiske konsulentfirmaet Cost Effectiveness Measurement Inc. (CEM). CEM har en database med kostnadstall for kapitalforvaltningen i over 150 pensjonsfond. Fra denne databasen velger CEM ut en sammenligningsgruppe med i gjennomsnitt like stor forvaltningskapital som Petroleumsfondet. Kostnadene i denne sammenligningsgruppen brukes som grunnlag for å vurdere kostnadene ved forvaltningen av Petroleumsfondet.

Den siste analysen Finansdepartementet har mottatt fra CEM, gjelder forvaltningen i 2002. Den viser at kostnadene ved forvaltningen av Petroleumsfondet da var lavere enn gjennomsnittskostnadene i sammenligningsgruppen, etter at det var tatt hensyn til ulikhetene i sammensetningen av porteføljer.

8. Regnskapsrapportering

Innestående på Petroleumsfondets kronekonto ved utgangen av 2003 utgjør samlet 844 587 millioner kroner. Da er det tatt hensyn til regnskapsmessig avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjøring for året 2003. Petroleumsfondets internasjonale portefølje fordeler seg på instrumenter som vist i tabell 16. Regnskapet er gjort opp med markedsverdivurdering av verdipapirene. Markedsverdiene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedsкурser notert på WM Reuters London 4 pm 31.12.2003. Regnskapsført verdi avviker noe fra markedsverdien som er oppgitt i tabell 3 foran. Det

skyldes at forvaltningsgodtgjøringen ikke er trukket fra der, og at det brukes ulike vurderingsprinsipper på noen punkter, jfr. rammen om metodegrunnlaget for avkastningsberegningene.

Etter forskriften om forvaltning av Petroleumsfondet skal Norges Banks netto bokførte avkastning på fondets internasjonale portefølje legges til fondets kronekonto. Avkastningen i 2003 består av de komponenter som framgår av tabell 17. Bokført avkastning bygger på de samme regnskapsprinsipper som Norges Banks regnskap. Dette innebærer at markedsverdier for verdipapirene er lagt til

grunn. Inntekter og kostnader i valuta er omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Bokført avkastning var i 2003 positiv med 131 641,2 millioner kroner. Det meste av avkastningen kom fra betydelige kursgevinster, særlig på aksjeplasseringsene, men også fra valutakursgevinster. Valutakursgevinsten er en følge av at den norske kronen i 2003 har svekket seg mot gjennomsnittet av investeringsvalutaene. Beregnet forvaltningsgodtgjøring i 2003 var på 760,9 millioner kroner.

Tabell 16: Petroleumsfondets portefølje pr 31.12.2003 (tusen kroner)

	31.12.02	31.03.03	30.06.03	30.09.03	31.12.03
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	9 601 368	20 692 635	4 032 013	8 373 828	20 159 575
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	188 229 945	197 996 075	231 690 203	247 242 425	287 041 828
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-209 803 763	-250 821 420	-302 943 078	-261 330 966	-298 603 119
Utenlandske rentebærende verdipapirer	395 800 784	457 498 503	533 085 800	484 665 659	482 341 421
Utenlandske aksjer	226 368 144	257 992 236	312 247 142	325 244 242	354 346 887
Reguleringer av terminkontrakter	-1 162 105	-1 339 518	-2 541 871	-821 946	72 774
Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse	609 034 373	682 018 511	775 570 209	803 373 243	845 359 367
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-559 835	* -184 505	* -342 232	* -528 286	* -772 595
Total portefølje	608 474 539	681 834 006	775 227 977	802 844 957	** 844 586 771

*11.695 gjelder skyldig forvaltningsgodtgjøring for tidligere år.

**Utenom balansen var det pr. 31.12.2003 kjøpt børsnoterte futureskontrakter med en samlet markedsverdi på 47 628,0 millioner kroner, og solgt børsnoterte futureskontrakter med en samlet markedsverdi på 35 942,4 millioner kroner. Det var kjøpt opsjoner på futures med en samlet markedsverdi på 4 331,3 millioner kroner, og solgt opsjoner på futures med en samlet markedsverdi på 4 323,7 millioner kroner. Det var kjøpt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 175 545,4 millioner kroner og solgt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 175 568,5 millioner kroner. Det var kjøpt aksjebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 13,5 millioner kroner og solgt aksjebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 13,3 millioner kroner. Det var videre kjøpt og solgt valutaer på termin med samlet kontraktsverdi på 25 395,5 millioner kroner.

Tabell 17: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr. 31.12.2003 (1000 kroner)

Bokført avkastning	31.12.02	31.03.03	30.06.03	30.09.03	31.12.03
Rentelementer	18 705 159	4 989 924	9 552 586	14 891 853	19 560 414
Dividende	4 428 514	1 576 118	4 308 049	5 917 817	6 996 199
Valutakursregulering	-104 109 677	43 969 450	63 075 338	55 310 312	45 985 725
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-25 803 150	-17 228 000	27 211 534	30 903 736	55 786 976
Realisert verdipapirgevinst	-19 934 100	-3 642 108	-3 806 719	-2 963 386	633 103
Kurtasje	-877	-6 926	-11 413	-18 009	-16 458
Resultat terminhandel valuta	4 681	-903	-766	-1 004	-976
Gevinst/tap futures	-2 039 610	35 782	992 812	1 460 431	2 039 765
Gevinst opsjoner	7 240	-5 141	39 566	136 155	135 947
Gevint / tap aksjebytteavtaler	-	-	-	-	257
Gevinst / tap rentebytteavtaler	-1 268 378	-44 921	-1 255 634	370 281	1 292 862
Bokført avkastning på plasseringer	-130 010 197	29 643 276	100 105 353	106 008 187	132 413 815
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-559 835	-184 505	-342 232	-528 286	-772 595
Netto avkastning	-130 570 032	29 458 771	99 763 121	105 479 901	131 641 219

Beretning om forvaltning av Statens petroleumsfond er avgitt av Norges Banks hovedstyre 4. februar 2004.

I henhold til lov om statens revisjonsvesen av 8. februar 1918 har Riksrevisjonen revisjonsansvaret for Statens petroleumsfond. Riksrevisjonen bygger sin revisjon på bl. a den revisjon som utføres av Norges Banks revisjon. Statens petroleumsfonds årsregnskap presenteres i St. meld. nr. 3, og Riksrevisjonen tar endelig stilling til Statens petroleumsfonds regnskap i revisjonsbrev til Finansdepartementet innen 1. juli.

Statens Petroleumsfonds kronekonto og Norges Banks plasseringer for fondet inngår i Norges Banks årsregnskap som revideres av Norges Banks revisjon. I henhold til forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank bekrefter Norges Banks revisjon kvartals- og årsrapporter om forvaltningen som Norges Bank avgir etter retningslinjer fastsatt av departementet.

Følgende uttalelse er avgitt av Norges Banks revisjon til Finansdepartementet:

NORGES BANKS FORVALTNING AV STATENS PETROLEUMSFOND – ÅRSRAPPORT 2003

Vi har revidert Norges Banks årsrapport om forvaltningen av Statens petroleumsfond for 2003, som viser en regnskapsmessig verdi på fondet ved utgangen av året på 844,6 milliarder kroner. Hovedstyret i Norges Bank er ansvarlig for årsrapporten. I tråd med forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank, er vår oppgave å uttale oss om rapporten er avgitt i samsvar med forskrift og retningslinjer fastsatt av departementet. Vår revisjon omfatter regnskapsopplysninger presentert i avsnitt 8 i beretningsdelen. Vi har også revidert forvaltningsopplysninger i tabellene i avsnitt 1-7 vedrørende avkastning, forvaltning, kostnader og risikoeksponering, og opplysninger i beretningsdelen om dette.

Vi har utført revisjonen i henhold til revisjonsinstruks fastsatt av representantskapet i Norges Bank og god revisjonsskikk i Norge. Vi avgir vår uttalelse i samsvar med Den norske Revisorforenings revisjonsstandard 800 "Revisors uttalelser ved revisjonsoppdrag med spesielle formål". God revisjonsskikk krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at presentasjonen av årsrapporten ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsrapporten, vurdering av de benyttede regnskaps- og beregningsprinsipper, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsrapporten. Vi har kontrollert at de regnskapsmessige opplysninger er konsistente med Norges Banks årsregnskap for 2003, som er revidert av oss. Vår revisjonsberetning for Norges Banks årsregnskap er avgitt pr. 4. februar 2004. I den grad det følger av god revisjonsskikk og vår revisjonsinstruks, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av Norges Banks formuesforvaltning og regnskaps- og intern kontrollsystemer for fondet. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- regnskapsopplysninger i årsrapporten gir et uttrykk for Statens petroleumsfonds midler og avkastning pr. 31. desember 2003 i samsvar med Norges Banks årsregnskap
- forvaltningsopplysninger i årsrapporten gir et uttrykk for forvaltningen i samsvar med prinsipper fastsatt av departementet
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskaps- og forvaltningsopplysninger i samsvar med forvaltningsavtalen
- fondet i 2003 er forvaltet i henhold til forskrift og retningslinjer fastsatt av departementet

Oslo, den 4. februar 2004
NORGES BANKS REVISION



Svenn Erik Forsstrøm
Statsautorisert revisor



Mats Leonhard Pedersen
Statsautorisert revisor





Resultater fra seks år med aktiv forvaltning

Gode resultater i kapitalforvaltning kan skyldes dyktighet, tilfældigheter eller flaks. Høy avkastning kan vel så mye være et uttrykk for at det er tatt høy risiko, som at kapitalen er forvaltet godt. I denne artikkelen vises ulike typer analyser som kan gjøres for å vurdere resultater. Utgangspunktet er data for meravkastning i Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet fra 1998 til 2003.

Avkastningen i Petroleumsfondet

Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet måles løpende mot en referanseportefølje fastsatt av Finansdepartementet. Dette er en portefølje som består av aksjer og obligasjoner fra ulike geografiske regioner (Europa, Asia og Amerika) i et bestemt vektforhold. Ved valget av referanseporteføljen bestemmer departementet de viktigste avkastnings- og risikoegenskapene til Petroleumsfondet. Samtidig sikres et grunnlag for å måle hvor godt midlene i fondet forvaltes, og det kan etableres en hensiktsmessig insentivstruktur.

Avkastningen til fondet og avkastningen til referanseporteføljen betegnes ofte som den absolute avkastningen til porteføljene. Meravkastningen til fondet defineres som forskjellen mellom avkastningen til fondet og avkastningen til referanseporteføljen. Andre betegnelser er relativ avkastning eller differanseavkastning. Meravkastningen er et mål på hvor godt forvalteren har utført forvaltningsoppdraget. Som vi skal belyse nærmere, sier imidlertid en tallserie for meravkastning ikke nødven-

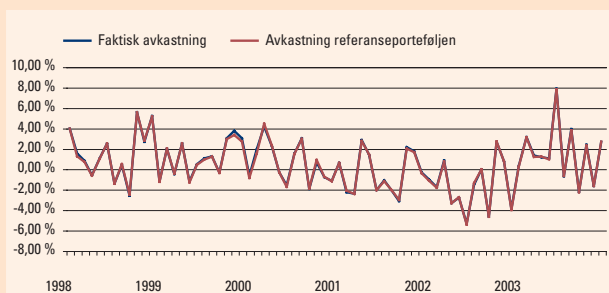
digvis så mye om kvaliteten på forvaltningen.

Den første figuren viser både absolutt månedlig avkastning på Petroleumsfondet og på referanseporteføljen. Det er vanskelig å skille de to avkastningsseriene fra hverandre. Variasjonene går fra minus 6 til pluss 8 prosent. De to avkastningsseriene følger hverandre i høy grad. Teknisk ville en sagt at de «tracker» hverandre nesten perfekt. Tilsvarende konklusjoner gjelder for aksje- og renteporteføljene.

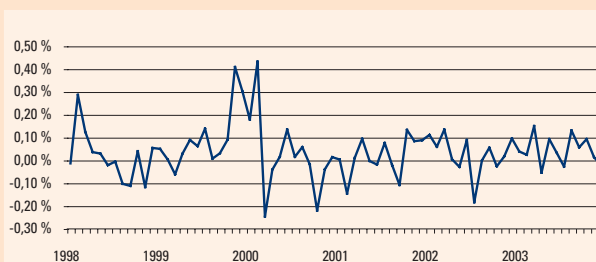
Den andre figuren viser variasjonen i meravkastningen. Skalaen her går fra minus 0,3 til pluss 0,5 prosent, som er betydelig mindre enn for de absolute avkastningsratene. Det gir visse indikasjoner på at risikoen knyttet til den aktive forvaltningen, som Norges Bank er ansvarlig for, er marginal i forhold til risikoen knyttet til den absolute avkastningen, som Finansdepartementet er ansvarlig for.

Tabell 1 viser gjennomsnittlig årlig meravkastning i basispunkter (100 basispunkter tilsvarer 1 prosent) for de enkelte årene i perioden 1998–2003 og for hele perioden sett un-

T E M A A R T I K K E L 1



Figur 1:
Absolutt avkastning i prosent



Figur 2:
Meravkastning i prosent

der ett. I tillegg vises standardavviket til meravkastningen og tilhørende t-verdi^{1,2}.

Petroleumsfondet har hatt meravkastning i hvert av de seks årene. Den årlige variasjonen i meravkastningen for fondet totalt har vært om lag 40 basispunkter, mens aksje- og renteporteføljen har hatt en variasjon på om lag 90 og 13 basispunkter. Variasjonen er beregnet som standardavviket til de faktiske meravkastningsratene.

T-verdiene viser at meravkastningen er signifikant større enn null for både totalfondet og for aksje- og renteporteføljene. Sannsynligheten er dermed lav for at fondet har oppnådd meravkastning disse årene som følge av rene tilfeldigheter.

1) Standardavvik som risikomål forklares i neste punkt i artikkelen. T-verdien er en testobservator i statistikken som nyttes til å vurdere om en størrelse statistisk sett er forskjellig fra en annen størrelse, eller om den observerte forskjellen like gjerne kan skyldes tilfeldigheter. Når t-verdien overstiger 2, er det vanlig å si at forskjellen ikke skyldes tilfeldigheter, men reflekterer noe strukturelt.

2) Tallene kan avvike noe fra det som ellers er presentert i årsrapporten. Det skyldes at tallene i denne artikkelen er beregnet som et enkelt aritmetisk gjennomsnitt av de månedlige avkastningsratene, som er annualisert ved å multiplisere med antall måneder i et år. Beregningene er gjort på denne måten for å sikre konsistens med andre beregninger i artikkelen.

Tabell 1:
Meravkastning - basispunkt (årlig)

	Total	Aksjer	Renter
Snitt 1998	17,01		
Snitt 1999	112,85	274,29	1,68
Snitt 2000	25,78	70,29	6,70
Snitt 2001	16,81	46,26	7,42
Snitt 2002	30,17	23,72	44,40
Snitt 2003	50,28	54,07	46,67
Snitt alle år	42,15	93,73	21,37
<i>Hele perioden:</i>			
Standardavvik	39,85	91,37	13,27
T-verdi	2,59	2,29	3,60

Absolutt og relativ risiko

Det mest benyttede målet på risiko er standardavviket til avkastningen. Dette er et begrep fra statistikken, som sier noe om hvor store variasjoner en kan vente i avkastningen i normale perioder³.

Standardavviket til fondets absolutte avkastning, dvs. den absolute risikoen eller volatiliteten, er på om lag 6 prosent målt i fondets valutakurv. Gitt at avkastningen er normalfordelt, betyr dette at det er 68 % sjanse for at avkastningen til fondet målt i utenlandsk valuta ikke skal avvike med mer enn ± 6 prosentpoeng fra den forventede nominelle avkastningen til fondet over en ett års horisont.

Sannsynligheten for at avkastningen til fondet skal ligge utenfor dette intervallet, er på 32 prosent, og det er 16 prosent sjanse for at avkastningen skal være mer enn 6 prosentpoeng lavere enn forventet nominell avkastning.

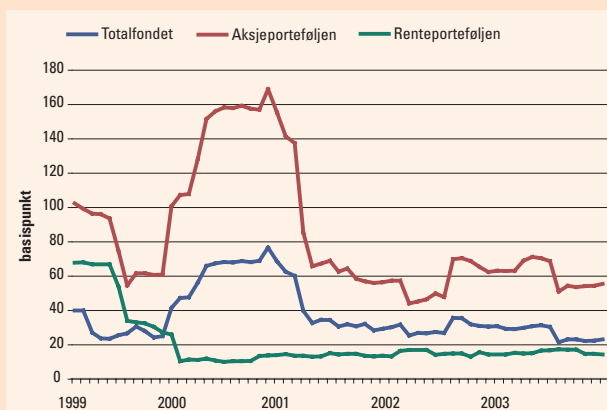
Finansdepartementet har fastsatt rammer for hvor mye Norges Bank kan avvike fra referanseporteføljen. En av rammene er satt i form av en maksimal grense på 1,5 prosent (150 bp) for forventet relativ volatilitet, definert som standardavviket til differansen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen på referanseporteføl-

jen, jf. for øvrig beretningsdelen i årsrapporten for nærmere omtale av retningslinjene.

Den relative risikoen til Petroleumsfondet har variert rundt et gjennomsnitt på ca. 40 basispunkter, som er betydelig lavere enn den rammen for relativ volatilitet som Finansdepartementet har satt, jf. figur 3. Risikoen i aksjeporteføljen har vært vesentlig høyere (ca. 90 bp), mens den har vært lavere i renteporteføljen (ca. 13 bp). Risikoen i total- og aksjeporteføljen har vært forholdsvis stabil fra begynnelsen av 2001. Den høye relative volatiliteten i 2000 er for en stor del drevet av

noen få ekstreme (månedlige) avkastningsrater mot slutten av 1999 og i begynnelsen av 2000. Risikoen i renteporteføljen har variert lite siden begynnelsen av 2000. Den høye volatiliteten i 1999 skyldes to-tre måneder med stor variasjon i meravkastningen i 1998.

Petroleumsfondet har i dag en verdi på om lag 845 mrd. kroner. En relativ volatilitet på 40 basispunkter innebærer at en kan vente at meravkastningen varierer fra -3,4 til 3,4 mrd. kroner i to av tre år, og at variasjonen vil være større enn dette i ett av tre år.



Figur 3:
Ex post relativ risiko

Tabell 2:
Risiko og korrelasjoner

	5 enheter		10 enheter		15 enheter	
	enheter	Andel	enheter	Andel	enheter	Andel
Korr = 1	500	1.00	1 000	1.00	1 500	1.00
Korr = .8	458	0.92	906	0.91	1 353	0.90
Korr = .5	387	0.77	742	0.7	1 095	0.73
Korr = .25	316	0.63	570	0.57	822	0.55
Korr = 0	224	0.45	316	0.32	387	0.26

Ex post- vs. ex ante-risiko

I beregningene av risiko er det tatt utgangspunkt i faktiske avkastningsrater på porteføljene, og disse målingene betegnes derfor ex post-risikoberegninger. Det finnes alternativ til denne måten å beregne risiko på. Ved å bruke en risikomodell (RiskManager fra leverandøren RiskMetrics) bereg-

ner Norges Bank den forventede risikoen på porteføljene, jf. artikkel om markedsrisiko i årsrapporten for 2002. I motsetning til ex post-risikoberegningene tar en i ex ante-beregningene utgangspunkt i dagens posisjoner og et oppdatert risikobilde. I ex post-beregningene tas det imidlertid utgangspunkt i avkastningen på

en portefølje som varierer i sammensetning fra måned til måned, og som typisk ikke vil være lik dagens portefølje. Ex ante-beregningene gir derfor et bedre anslag på fremtiden, både fordi de tar utgangspunkt i dagens porteføljesammensetning, og fordi de baseres på oppdaterte korrelasjoner og volatiliteter.

Det er viktig å være klar over at en serie med avkastningsrater kun representerer ett utfall eller én realisasjon av ganske mange mulige realisasjoner. Følgelig er det ikke opplagt at de historiske avkastningsratene spenner ut hele mulighetsområdet, og derfor heller ikke opplagt at risikoberegninger basert på faktiske avkastningsrater er representative for risikoen fremover. Beregningsmetoden har også den ulempe at ekstreme observasjoner får betydning for risikomålingen flere måneder frem i tid.

Historisk samvariasjon (korrelasjoner)

Korrelasjonskoeffisienter representerer en tallfesting av samvariasjonen mellom avkastningsratene på ulike porteføljer, resultatenheter eller posisjoner. Korrelasjonskoeffisienter varierer i intervaller fra -1 til +1. Når de er positive, betyr det at høy avkastning på én posisjon i gjennomsnitt

følges av høy avkastning på den andre posisjonen. Når de er negative, følges høy avkastning på en posisjon av lav avkastning på den andre. Tabell 2 viser noen viktige sammenhenger. Den første kolonnen viser porteføljens (som består av 5 enheter) samlede risiko gitt at hver enhet (resultatområde eller posisjon) har en risiko på 100. Med perfekt korrelasjon vil samlet risiko bli 500, som er lik 5 multiplisert med 100. Med en korrelasjon lik 0 reduseres risikoen til 224, som utgjør 45 prosent av 500. Lav korrelasjon mellom porteføljer gir følgelig lavere samlet risiko enn høy korrelasjon.

De to midterste kolonnene i tabellen viser hva som skjer dersom antall enheter utvides til 10, som hver tar en risiko på 100. Gitt 0 korrelasjon blir den samlede risikoen 316, som er 31,6 prosent av 1000. Med 15 enheter og korrelasjon lik 0 vil samlet risiko utgjøre bare 26 prosent av 1500. Når en øker antall enheter (posisjoner), øker ikke risikoen proporsjonalt med mindre korrelasjonen mellom posisjonene er lik 1.

Tabell 3 viser de historiske korrelasjonene mellom absolutte og relative avkastningsrater for totalfondet, aksjeporteføljen, renteporteføljen og tilhørende referanseporteføljer.⁴ Fra tabellen fremgår følgende:

Tabell 3:
Historiske korrelasjoner mellom absolutte og relative avkastningsrater

	Petroleumsfondet	Fondets referanseportefølje	Aksjeporteføljen	Aksje: referanseportefølje	Renteporteføljen	Rente: referanseportefølje	Meravkastning fondet	Meravkastning aksjeporteføljen	Meravkastning renteporteføljen
Petroleumsfondet	1,00								
Fondets referanseportefølje	1,00	1,00							
Aksjeporteføljen	0,88	0,87	1,00						
Aksje: referanseportefølje	0,88	0,88	1,00	1,00					
Renteporteføljen	0,57	0,58	0,11	0,11	1,00				
Rente: referanseportefølje	0,57	0,58	0,10	0,11	1,00	1,00			
Meravkastning fondet	0,17	0,12	0,30	0,26	-0,11	-0,12	1,00		
Meravkastning aksjeporteføljen	0,13	0,10	0,19	0,14	-0,09	-0,08	0,77	1,00	
Meravkastning renteporteføljen	0,07	0,06	0,05	0,06	0,08	0,04	0,26	-0,27	1,00

T E M A A R T I K K E L 1

- Det er perfekt positiv korrelasjon mellom absolutt avkastning på totalfondet og avkastningen på referanseporteføljen til totalfondet. Tilsvarende gjelder for absolutt avkastning på aksjeporteføljen og aksjereferansen og for renteporteføljen og rentereferansen. Det betyr at faktiske porteføljer er svært like referanseporteføljene.
- Korrelasjonen mellom den absolute avkastningen i aksjeporteføljen og den absolute avkastningen på renteporteføljen er 0,11, som ikke er signifikant forskjellig fra 0. Dette betyr i praksis at det ikke har vært noen sammenheng mellom de absolute avkastningsratene i aksje- og renteporteføljen.
- Korrelasjonen mellom meravkastningsratene til aksje- og renteporteføljene er negativ (-0,27), som innebærer at positiv meravkastning i aksjeporteføljen følges av negativ meravkastning i renteporteføljen og motsatt. Diversifiseringsgevinsten er med andre ord betydelig. Dette bidrar til å holde relativ volatilitet i totalporteføljen lav.
- Det er lav korrelasjon mellom

meravkastningsratene og avkastningen på referanseporteføljene. Betydningen av dette er at den aktive forvaltningen i Norges Bank ikke bidrar til noen særlig økning i nivået på den absolute risikoen, som Finansdepartementet er ansvarlig for.⁵

Sammenhengen mellom aktiv risiko, referanseporteføljens risiko og risikoen til fondet

Med forvaltningsstilen til Norges Bank Kapitalforvaltning har innslaget av aktiv forvaltning og dermed også størrelsen på relativ volatilitet liten betydning for porteføljens absolute volatilitet, jf. for øvrig temaartikkelen «Høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko». Den absolute risikoen til referanseporteføljen måles for tiden til om lag 6 prosent i fondets valutakurv. Den historiske korrelasjonen mellom meravkastningen og avkastningen på referanseporteføljen har historisk sett vært lavere enn 0,2. Tabell 4 viser hvordan den aktive forvaltningen påvirker totalrisikoen til fondet. Den første kolonnen viser størrelsen på den aktive risikoen, mens

Tabell 4:
Absolutt risiko som funksjon av nivået på aktiv risiko og korrelasjoner

Aktiv risiko	Korrelasjoner		
	0	0,25	1
0,20 %	6,00 %	6,05 %	6,20 %
0,40 %	6,01 %	6,11 %	6,40 %
0,60 %	6,03 %	6,18 %	6,60 %
0,80 %	6,05 %	6,25 %	6,80 %
1,00 %	6,08 %	6,32 %	7,00 %
1,20 %	6,12 %	6,41 %	7,20 %
1,50 %	6,18 %	6,54 %	7,50 %
5,00 %	7,81 %	8,72 %	11,00 %
10,00 %	11,66 %	12,88 %	16,00 %

de tre neste kolonnene viser hvor stor fondets absolute volatilitet blir gitt tre ulike forutsetninger om korrelasjonen mellom absolutt avkastning på referanseporteføljen og meravkastningen.

Med en korrelasjon på 0,25 øker porteføljens absolute volatilitet fra 6 prosent gitt ingen aktiv forvaltning til 6,54 prosent gitt full utnyttelse av rammen på 150 bp for relativ volatilitet. Dersom meravkastningen ikke er korrelert med den absolute avkastningen, stiger absolutt volatilitet fra 6 til 6,18 prosent. Kun med perfekt

korrelasjon adderer aktiv risiko og referanseporteføljens risiko til fondets absolute risiko, jf. den siste kolonnen i tabellen.

3) Se artikkel om markedsrisiko i årsrapporten for 2002.

4) Korrelasjonen mellom for eksempel absolutt avkastning i aksjeporteføljen og referansen til aksjeporteføljen vises i krysningspunktet mellom den fjerde linjen og den tredje kolonnen. Denne korrelasjonen er lik 1,00.

5) Med unntak av konklusjonen i det andre kulepunktet over er disse resultatene en konsekvens av Norges Banks forvaltningsstil.

Forholdet mellom avkastning og risiko

Forventet avkastning, risiko og markedseffisiens

Det er vanlig å anta at gjennomsnittsinvestoren opplever et tap som verre enn en tilsvarende gevinst oppleves som bra. En slik investor sies å være risikoavers. Markedsaktørens risikoaversjon fører til at risikable investeringer, som aksjer og kredittobligasjoner, som aksjer og kredittobligasjoner, prises slik at den forventede avkastningen på disse plasseringene er større enn avkastningen på mindre risikable investeringer, for eksempel bankinnskudd. Risiko-

premien øker med økt forskjell i risiko.

Det er også vanlig å ha som utgangspunkt at finansmarkedene er forholdsvis effisiente. Med det menes at relevant informasjon reflekteres hurtig i prisene på de finansielle aktivaene, og at det er vanskelig for en enkelt investor å oppnå en gjennomsnittlig avkastning over tid som er større enn det gjennomsnittsinvestoren (markedet) oppnår på investeringer med tilsvarende risiko.

Gitt effisiente markeder skulle

en altså vente at avkastningen på Petroleumsfondet og andre fond over tid i gjennomsnitt vil være lik avkastningen på den relevante referanseporteføljen, dvs. at meravkastningen i gjennomsnitt ville være lik 0.

Sannsynligheter og meravkastning

I et effisient marked er sannsynligheten 50 prosent for meravkastning et gitt år. Dersom det er uavhengighet mellom muligheten for meravkastning ett år og mer-

avkastning året etter, vil sannsynligheten fortsatt være 50 prosent for meravkastning ved inngangen til år 2 samme hva som skjedde det første året. Tabell 5 viser hvor sannsynlig det er at en forvalter kan oppnå meravkastning hhv. ett, to, tre, fire, fem og seks år på rad gitt at forvalteren ikke har noen spesielle informasjons- eller analysefortrinn. Det er mindre enn 2 prosent sjanse for meravkastning i hvert av de første seks årene. Med et univers på 1000 forvaltere (vilkarlig valgt) kan en

Tabell 5:
Sannsynlighet for meravkastning

Antall år	Sannsynlighet
1	50,00 %
2	25,00 %
3	12,50 %
4	6,25 %
5	3,13 %
6	1,56 %

Tabell 6:
Meravkastning, IR og sannsynligheter

Meravkastning	IR	Sannsynlighet	Antall år
0	0,00	0,50	2,00
0,1	0,25	0,40	2,49
0,2	0,50	0,31	3,24
0,3	0,75	0,23	4,41
0,337	0,84	0,20	5,00
0,4	1,00	0,16	6,30
0,5	1,25	0,11	9,47
0,6	1,50	0,07	14,97
0,7	1,75	0,04	24,96

Forventet meravkastning = 0, relativ volatilitet lik 0,4%.

regne med at om lag 16 av disse oppnår meravkastning seks år på rad selv om de egentlig ikke er bedre enn gjennomsnittsforsvalteren. Dette er et viktig utgangspunkt i vurderingen av resultatene til Norges Bank de første seks årene.

Informasjonsraten

Formålet med å ta økt risiko er å oppnå høyere forventet avkastning. Informasjonsraten (IR) brukes ofte til å evaluere hvor god forvaltningen har vært relativt til andre forvaltere og relativt til tidligere oppnådde resultater. IR beregnes som forholdet mellom meravkastning og relativ volatilitet. Høy informasjonsrate betyr at meravkastningen er stor i forhold til den aktive risikoen, eller sagt på en annen måte: Avkastningen

er stor per enhet brukt risiko. I et effisient marked forventes meravkastningen å være 0, og følgelig er forventet informasjonsrate også 0. Positiv informasjonsrate kan skyldes dyktighet eller tilfeldigheter. Etter justering for kostnader knyttet til aktiv forvaltning vil de fleste forvaltere oppnå negativ meravkastning og derfor også negativ informasjonsrate.

Tabell 6 er satt opp under forutsetning av at forventet meravkastning er 0 og relativ risiko er 0,4 prosent (eller 40 basispunkter), som er gjennomsnittsriskoen i fondet i perioden fra 1998 og frem til i dag. Den første kolonnen viser ulike utfall for meravkastningen, den andre kolonnen viser tilhørende informasjonsrate, og den tredje viser sannsynlighe-

ten for å oppnå en så høy eller høyere informasjonsrate.

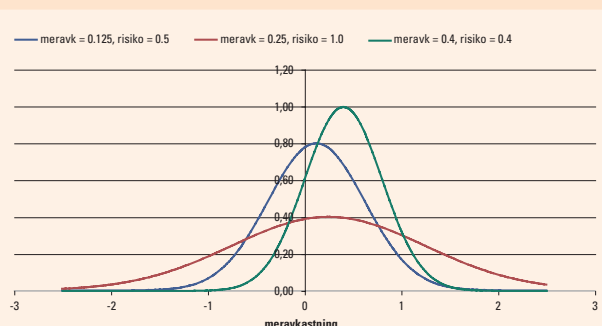
Gitt at forvalteren ikke har noen spesielle ferdigheter, er forventet informasjonsrate lik 0, og sannsynligheten for å få positiv informasjonsrate i et gitt år er 50 prosent.

For å oppnå en informasjonsrate på 1,0 med en risiko på 40 basispunkter må meravkastningen også være lik 40 basispunkter. Sannsynligheten for å oppnå så høy eller høyere informasjonsrate i et gitt år er 16 prosent. Det kan en vente vil inntreffe i ett av ca. seks år i gjennomsnitt. Dersom forvalteren ikke har evner til å skape merverdier, er sannsynligheten med andre ord forholdsvis liten for å observere informasjonsrater som overstiger 1,0.

På figur 4 er det tegnet inn tre risikoprofiler. Forventet meravkastning på 12,5 bp følges av en risiko på 50 bp. Dette tilsvarer en informasjonsrate på 0,25. Det andre alternativet forutsetter også en informasjonsrate på 0,25, men her antas det at risikoen på 100 bp følges av forventet meravkastning på 25 bp. Ideen er at høyere risiko gir høyere forventet avkastning. Det er også tegnet inn et tredje alternativ på figuren, som gir en informasjonsrate på 1,00. Dette siste alternativet er basert på oppnådde resultater i Petroleumsfondet; meravkastning omtrent lik 40 bp i gjennomsnitt over de seks årene og en relativ risiko på 40 bp.

Figur 4 og tabell 7 illustrerer:

- En risiko på 100 bp (rosa kur-



Figur 4:
Sannsynlighetsfordeling

Tabell 7:
Sannsynligheter

	Forventet meravk = 0,125 % Relativ volatilitet = 0,5 %	Forventet meravk = 0,25 % Relativ volatilitet = 1,0 %	Forventet meravk = 0,4 % Relativ volatilitet = 0,4 %
Faktisk meravk < -2	0,00	0,01	0,00
Faktisk meravk < -1	0,01	0,11	0,00
Faktisk meravk < -0,25	0,23	0,31	0,05
Faktisk meravk < 0	0,40	0,40	0,16
Faktisk meravk > 0	0,60	0,60	0,84
Faktisk meravk > 0,25	0,40	0,50	0,65
Faktisk meravk > 1	0,04	0,23	0,07
Faktisk meravk > 2	0,00	0,04	0,00

T E M A A R T I K K E L 1

ve) gir større spredning i utfall-sområdet enn en risiko på 50 bp (blå kurve). Det er to aspekter knyttet til økt risiko: Muligheten for gode utfall øker, men dette motsvares av økt risiko for dårlige utfall.

- Risikoen knyttet til neste års meravkastning er betydelig. Med en relativ risiko på 50 bp og en forventet meravkastning på 12,5 bp er sannsynligheten

for negativ informasjonsrate 40 prosent. Sannsynligheten for lavere avkastning enn -100 bp, som tilsvarer en IR på mindre enn -2, er på 1 prosent (ett av 100 år). Med en risiko på 100 bp øker sannsynligheten for lavere avkastning enn -100 bp, som tilsvarer en IR på -1 eller lavere, til 11 prosent (ca. ett av ti år). En økning i risikoen fører følgelig til betydelig

større risiko for dårlige utfall selv om økningen i risiko kompenseres i form av økt forventet avkastning.

- En forventet meravkastning på 40 bp og en relativ volatilitet på 40 bp gir en sannsynlighet på 16 prosent for at den faktiske meravkastningen og informasjonsraten skal bli negativ, jf. den grønne kurven på figuren og den tredje kolonnen i tabel-

len. En kan imidlertid ikke gå ut fra at den grønne kurven representerer mulighetsområdet for Norges Bank i fremtiden.

Ved valg av forvaltningsstil er det nødvendig å veie økt forventet avkastning mot økt risiko i form av større sannsynlighet for dårlige utfall. Dette er essensen i enhver investeringsbeslutning; forventet avkastning, risiko og toleranse for risiko.

Analyse av meravkastningen i Petroleumsfondet

Informasjonsraten

Tabell 8 viser informasjonsraten til Petroleumsfondet, aksje- og renteporteføljene beregnet som forholdet mellom gjennomsnittlig månedlig meravkastning et år og standardavviket til meravkastningen samme år og tilsvarende for perioden 1998–2003 sett under ett. Norges Bank har som mål å oppnå en informasjonsrate på 0,25 eller høyere. Det er stor variasjon i informasjonsraten fra et år til et annet for alle de tre porteføljene. Gjennomsnittlig informasjonsrate for fondet som helhet beregnes til 1,06, mens aksjeporteføljen har hatt en informasjonsrate på 1,03 og renteporteføljen på 1,61. T-ratene er større enn 2, og en kan derfor konkludere med at informasjonsratene er signifikant større enn 0.

Ex ante-risikomålingene gir, som antydnet over, andre estimat på porteføljrisikoen enn ex post-risikomålingene. Tabell 9 viser informasjonsraten når en tar utgangspunkt i ex ante-risikoestimaterne for en gitt måned. Ex ante-risikoestimaterne har i gjennomsnitt over hele perioden vært lavere enn ex post-estimaterne med unntak for renteporteføljen. Det er en viktig grunn til at gjennomsnittlig IR basert på ex ante-risikomålinger for totalfondet og aksjeporteføljen er høyere enn gjennomsnittlig IR basert på ex post-risikomålingene. Informasjonsraten basert på ex ante-risikomålinger er signifikant større enn null for total- og aksjeporteføljene. Merk for øvrig at IR basert på ex ante-risiko er lavere enn ex post-IR både i 2002 og 2003 for fondet som helhet og for aksje- og renteporteføljene separat.



Alpha

Dyktigheten i forvaltningen kan også vurderes ved å beregne hvor stor avkastningen på porteføljen burde vært gitt den risikoen som er tatt, og deretter beregne forskjellen mellom faktisk avkastning og den risikojusterte avkastningen. Dersom avkastningen på porteføljen er større enn den risikojusterte avkastningen, har forvalteren oppnådd risikojustert meravkastning og

dermed gjort det «bedre enn markedet». Det motsatte er tilfellet dersom den risikojusterte meravkastningen er negativ.⁶

I den etterfølgende analysen er meravkastningen i Petroleumsfondet justert for fondets «markedseksponering» relativt til referanseporteføljen.⁷ Analysene kan gi innsikt på flere viktige punkter:

Tabell 8:
Informasjonsrater basert på ex post risiko

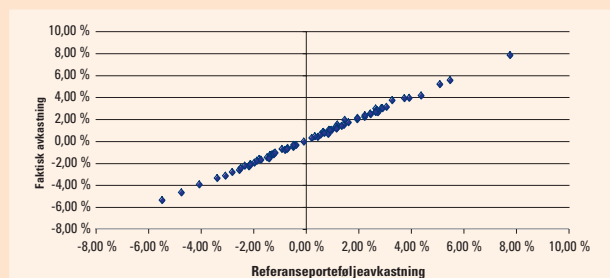
	Totalfondet	Aksjer	Renter
Snitt 1998	0,44		
Snitt 1999	2,44	2,58	0,18
Snitt 2000	0,42	0,50	0,50
Snitt 2001	0,58	0,82	0,62
Snitt 2002	1,02	0,38	3,35
Snitt 2003	2,28	0,99	3,50
Snitt alle år	1,06	1,03	1,61
T-raten	2,59	2,29	3,60

Tabell 9:
Informasjonsrater basert på ex ante risiko

	Totalfondet	Aksjer	Renter
Snitt 1998	0,27		
Snitt 1999	5,84	5,76	0,11
Snitt 2000	0,79	1,12	0,26
Snitt 2001	0,55	0,74	0,26
Snitt 2002	0,81	0,34	1,14
Snitt 2003	1,47	0,79	2,05
Snitt alle år	1,18	1,54	0,81
T-raten	2,88	3,44	1,82

- Alpha. Denne størrelsen er et mål på avkastningen der det justeres for porteføljens beta (markedsrisiko). Dersom alpha er større enn 0, betyr det at den risikjusterte meravkastningen er positiv. Det betyr igjen at forvalteren har bidratt til positiv verdiskaping utover det som kan oppnås ved å endre porteføljens markedsrisiko relativt til referanseporteføljens markedsrisiko. Når alpha er mindre enn 0, er risikjustert meravkastning negativ.
- Beta. Dette er et mål på om avkastningen på faktisk portefølje er mer eller mindre følsom enn avkastningen på referanseporteføljen. Dersom beta er større enn 1, betyr det at en avkastning på for eksempel 10 prosent på referanseporteføljen i gjennomsnitt følges av en avkastning på faktisk portefølje som er større enn 10 prosent. Er beta mindre enn 1, vil avkastningen på faktisk portefølje i gjennomsnitt være mindre enn 10 prosent.
- R-kvadrert. Denne statistikken forklarer hvor stor andel av variasjonen i avkastningen på den faktiske porteføljen som forklares av variasjonen i avkastningen på referanseporteføljen.
- T-verdier. Dersom t-verdien for alpha er større enn 2, betyr det at en kan forkaste nullhypotesen om at det ikke genereres positiv meravkastning i forvaltningen. Dersom t-verdien for beta er større enn 2, er beta signifikant forskjellig fra 0. I dette tilfellet er vi imidlertid mest interessert i om beta er signifikant forskjellig fra 1.

Figur 5 viser faktisk månedlig avkastning til Petroleumsfondet plottet mot avkastningen på referanseporteføljen for perioden fra 1998 til 2003. Hvert punkt på figuren tilsvarende avkastningen på faktisk portefølje og avkastningen på referanseporteføljen for en gitt måned i perioden. Alle observasjonene plottes tilnærmet langs en rett linje med stigningstall lik 1. Dette indikerer at fondet har en beta relativt til



Figur 5:
Faktisk avkastning vs referanseporteføljearvkastning
Petroleumsfondet (1998 - 2003)

Tabell 10:
Faktisk avkastning vs referanseporteføljens avkastning

	Koeffisient	t-verdi	t-stat > 1	R-kvadrert
Alpha	0,00033	2,39		
Beta	1,00574	182,29	1,04	0,998

referanseporteføljen som er lik 1. Skjæringspunktet med y-aksen tilsvarende porteføljens alpha. På figuren er det vanskelig å se om skjæringspunktet ligger under eller over origo. Det samme bildet gjelder også for aksje- og renteporteføljen, så disse figurene er ikke inkludert her.

Figur 6 viser sammenhengen mellom meravkastningen en måned og avkastningen på referanseporteføljen i samme måned for perioden fra 1998 til 2003. Denne figuren viser ikke noe klart mønster. Det ser tvert om ut som om meravkastningen er uavhengig av avkastningen på referanseporteføljen. Igjen er det samme bildet som tegner seg for aksje- og renteporteføljene.

Figurene gir viktig informasjon om sammenhengen mellom avkastningen på Petroleumsfondet og referanseporteføljen, men gir ingen direkte tallfesting av de viktige sammenhengene. Disse fremgår imidlertid i tabell 10.

Den første kolonnen viser estimatene for hhv. alpha og beta. En alpha på 0,000328 tilsvarende 3,28 basispunkter per måned eller 39,41 basispunkter per år. Den gjennomsnittlige meravkastningen var på 42,15 basispunkter per år, jf. tabell 1. Risikjusteringen av meravkastningen fører med andre ord til bare en mindre nedgang i meravkastningen. Det skyldes at den faktiske porteføljen har en beta som er noe høyere enn 1, og faktisk portefølje har derfor noe høyere «systematisk» risiko enn referanseporteføljen. T-verdien til alpha er større enn 2, som betyr at den risikjusterte meravkastning

gen er signifikant større enn 0. Det er dermed statistisk belegg for å hevde at den risikjusterte meravkastningen ikke skyldes tilfeldigheter, men kan tilskrives dyktighet i forvaltningen.

T-verdien til betan er signifikant større enn 0, men det fremgår av kolonnen ved siden av at den ikke er signifikant større enn 1. En r-kvadrert på 0,998 betyr at variasjoner i avkastningen på referanseporteføljen forklarer 99,8 prosent av variasjonene i avkastningen på fondet. Andre analyser viser at avkastningen fra aktiv forvaltning er (lineært) uavhengig av avkastningen på referanseporteføljen. Det betyr at det ikke er slik at høy avkastning i markedene generelt følges av høy meravkastning, og det er heller ikke slik at meravkastningen til fondet er negativ når markedene går dårlig.

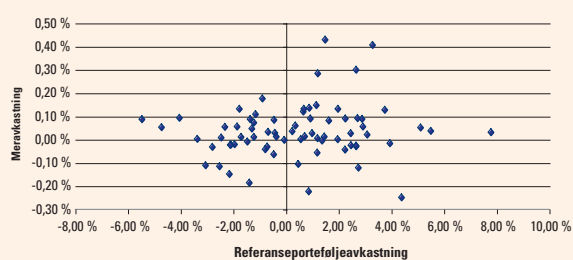
6) Informasjonsraten er et forholdstall og sier ingenting om hvor mye bedre forvalteren har gjort det enn markedet. Meravkastningen som nyttes i beregningen av informasjonsraten, er for eksempel ikke justert for porteføljens «markedseksponering» relativt til referanseporteføljen.

7) Analysen tar utgangspunkt i velkjent statistisk metode (standard regresjonsanalyse).

8) Hendricks, Patel og Zeckhauser (1993), Goetzmann & Ibbotson (1994), Brown & Goetzmann (1995) og Wermers (1996), Grinblatt & Titman (1992), Elton, Gruber, Das & Hlavka (1993) og Elton, Gruber, Das & Blake (1996). Se for øvrig Jensen (1969), som ikke finner indikasjoner på persistens.

9) Carhart (1997).

10) Brown & Harlow (2002).



Figur 6:
Meravkastning vs referanseporteføljearvkastning
Petroleumsfondet (1998 - 2003)

T E M A A R T I K K E L 1

Empirisk forskning om resultater av aktiv forvaltning

Det er publisert et stort antall artikler der det drøftes om forvaltere av verdipapirfond og pensjonsfond historisk sett har oppnådd meravkastning. Et viktig resultat i flere artikler er at forvalterne i gjennomsnitt ikke oppnår positiv risikjustert meravkastning. Undersøkelsene er basert på avkastningsdata samlet inn for et stort antall år og verdipapirfond. Den risikjusterte avkastningen er i gjennomsnitt lik 0 før kostnader knyttet til forvaltningen og negativ etter at en trekker fra kostnader. Dette resultatet er forholdsvis intuitivt. Gjennomsnittet av forvaltere representerer «markedet», og markedet kan selvsagt ikke gjøre det bedre enn markedet.

Et annet spørsmål som har vært gjenstand for mange analyser, er om forvaltere som har positiv risikjustert avkastning et år, også oppnår positiv meravkastning i påfølgende perioder, eller alternativt om dårlige forvaltere i gjennomsnitt gjør det dårlig også i etterfølgende år. I litteraturen omtales dette som persistens.

Noen av de første undersøkelsene som ble publisert i 1990-årene, konkluderte med at det i avkastningsseriene til de ulike forvalterne fantes indikasjoner på persistens.⁸ Resultatene ble forklart med at disse forvalterne hadde tilgang til spesiell informasjon eller var særlig gode til å identifisere aksjer med høy eller lav fremtidig avkastning.

En viktig undersøkelse fra 1997 er basert på et større antall forvaltere enn tidligere undersøkelser.⁹ I tillegg er forvaltere som opphørte med virksomheten pga. dårlige resultater, inkludert. Det siste er viktig fordi dersom en beregner avkastning bare på forvaltere som overlever, ser det ut som gjennomsnittet av forvaltere har oppnådd bedre resultat enn de egentlig har.

Carhart viser at mye av den meravkastningen som tidligere ble registrert hos de beste forvalterne, forsvinner når en justerer for relevante risikofaktorer. Dette understreker blant annet hvor viktig fastsettelsen av referanseporteføljen er når en beregner om forvaltere klarer å oppnå risikjustert meravkastning eller ikke.

Forvaltere som absolutt sett gjør det best ett år, vinnerne, har også større sjanse for å gjøre det best året etter. Men blant de 10 prosent beste fondene ett år forsvinner så mye som 80 prosent ut av de 10 prosent beste året etter. Ofte finnes vinnerne ett år blant taperne året etter. Det er en viss tendens til at de få som er blant de beste forvalterne, blir blant de beste også året etter, men en enda større tendens til at taperne forblir tapere også det påfølgende året. Rangeringen av de fleste forvalterne synes imidlertid å variere tilfeldig fra ett år til et annet. Det er ingen tendens i tallmaterialet til at de forvalterne som er blant de 10 prosent beste forvalterne, også er det to år etter topplasseringen, men det er en tendens til at taperne forblir blant taperne i flere år etter den opprinnelige rangeringen.

Artikkelen konkluderer med at det er lite grunnlag for å hevde at forvaltere har evne til konsistent over tid å identifisere taper- og vinneraksjer. De forvalterne som gjør det best, tjener akkurat så mye penger at det dekker utgifter og transaksjonskostnader, mens majoriteten av forvaltere i gjennomsnitt har negativ risikjustert avkastning etter kostnader.

Litteraturen viser at det er noen forvaltere som selv om de ikke oppnår en i statistisk forstand signifikant risikjustert meravkastning, faktisk gjør det bedre enn andre forvaltere både absolutt og relativt sett. Det er også antydning at det er persistens i denne forskjellen mellom forvaltere.

Det argumenteres for at denne forskjellen skyldes at noen forvaltere har en investeringsstil som over tid er mer konsistent enn andre forvaltere. I en artikkel fra 2002 vises det at de forvalterne som har mest konsistent investeringsstil over tid, også oppnår bedre absolutte og relative resultater enn forvaltere som har en mindre konsistent stil.¹⁰ Videre dokumenteres det at de forvalterne som oppnår de dårligste resultatene, ofte er de samme forvalterne som har en investeringsstil som drifter over tid.

Oppsummering

Hovedkonklusjonen en kan trekke ut fra de oppnådde resultatene i Petroleumsfondet, er at den aktive forvaltningen i Norges Bank har gitt et signifikant positivt bidrag til fondets avkastning.

Meravkastningen er oppnådd uten at den absolutte risikoen til fondet har blitt endret i særlig grad. For alle praktiske formål påvirker ikke den aktive forvaltningen i Norges Bank den totale risikoen for Petroleumsfondet.

Den lave aktive risikoen er et resultat av forvaltningsstilen. Det er ingen sammenheng mellom meravkastningsratene i aksje- og renteporteføljen, og det er også liten sammenheng mellom meravkastningsratene til de ulike mandatene innenfor hhv. aksje- og renteporteføljen.

Blant annet som følge av lav aktiv risiko har informasjonsraten vært svært høy og er signifikant større enn 0. Det betyr at Norges

Bank har bidratt med høy verdiskaping per enhet aktiv risiko, som er et uttrykk for effektiv bruk av risiko.

Meravkastningen målt som alpha er også signifikant større enn 0. Analyser viser at Petroleumsfondet har samme systematiske risiko som referanseporteføljen. Meravkastningen er således ikke oppnådd ved å ta en risiko som oppdragsgiveren like gjerne kunne tatt ved å endre re-

feranseporteføljen. Avkastningen knyttet til den aktive forvaltningen er i realiteten uavhengig av avkastningen på referanseporteføljen.



Høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko

Hovedmålet for Norges Bank i forvaltningen av Petroleumsfondet er å skape meravkastning sett i forhold til den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt. I strategien for å oppnå høyest mulig avkastning legges det meget stor vekt på å holde lavest mulig risiko. Dette har store konsekvenser for hvordan forvaltningen utøves, og for hvordan forvaltningsorganisasjonen er bygd opp. I denne artikkelen utdypes det strategiske grunnlaget for den aktive forvaltningen. Videre beskrives den forvaltningsstruktur og -disiplin som er utviklet i Norges Bank Kapitalforvaltning.

Som beskrevet i den foregående temaartikkelen har Finansdepartementet delegert en ramme for å utøve aktiv forvaltning av Petroleumsfondet til Norges Bank. En av konklusjonene i artikkelen var at Norges Bank hittil har oppnådd meget høy meravkastning regnet i forhold til hvor mye risiko som er anvendt. I denne artikkelen beskriver vi hvordan Norges Bank utøver forvaltningen med sikte på å oppnå et best mulig resultat.

Rammen som er satt for aktiv forvaltning, kan beskrives som en kvote for å ta risiko. Norges Bank kan bruke av denne kvoten for å oppnå høyest mulig avkastning. Det helt sentrale spørsmålet i gjennomføringen av forvaltningen er dermed hvordan man ønsker å anvende denne risikokvoten.

Det er viktig å skille to typer risiko fra hverandre: risiko knyttet til samlet avkastning og risiko knyttet til aktiv forvaltning. Det er den siste typen risiko Finansdepartementet delegerer til Norges Bank. Selv om Norges Bank tar aktiv risiko, er det ikke gitt at dette gir høyere risiko for Petroleumsfondet samlet sett. Hittil har Norges Banks aktive forvaltning av Petroleumsfondet skjedd uten at risikoen for fondet samlet sett er økt (jf. den fore-

gående temaartikkelen). Tilsvarende observasjoner er også gjort for andre sammenlignbare fond.

Retningslinjene til Norges Bank gir intervaller for hvordan investeringene skal fordeles på aksjer og obligasjoner og mellom regioner. For eksempel kan andelen plassert i aksjer variere mellom 30 og 50 prosent. I praksis er imidlertid intervallet ikke større enn ± 7 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen gitt visse statistiske forutsetninger. Det skyldes restriksjonene som ligger i rammen for den aktive risikotakingen uttrykt ved begrensningen i den relative volatiliteten.

En lavere aksjeandel betyr lavere risiko for Petroleumsfondet, siden aksjer har høyere risiko enn obligasjoner. Men Norges Banks mandat er relativt til referanseporteføljen, og den aktive risikoen banken tar, er derfor uavhengig av om man holder en høyere eller lavere aksjeandel enn denne.

En beslutning om å endre aksjeandel er bare en av svært mange beslutninger Norges Bank kan ta innenfor den rammen som er definert for den aktive forvaltningen. Er så dette en fornuftig måte å utnytte risikorammen på, eller er det forhold som tilsier at man framfor å

T E M A A R T I K K E L 2

ta slike store enkeltbeslutninger heller burde ta mange mindre beslutninger av ulik type?

Norges Bank vil som enhver annen investor foretrekke høy meravkastning framfor lav meravkastning eller mindreakstning. Samtidig vil man foretrekke lav aktiv risiko framfor høy aktiv risiko. Det er imidlertid ikke mulig å oppnå meravkastning uten å bruke av risikorammen overheadet. Når Norges Bank velger å bruke av risikorammen for å oppnå meravkastning, er det viktig at dette gjøres med sikte på å oppnå et så godt bytteforhold mellom meravkastning og risiko som mulig.

Det blir derfor en sentral oppgave å vurdere hvilke typer aktiv forvaltning som kan ha ett tilstrekkelig godt bytteforhold mellom avkastning og risiko. Dermed må man danne seg forventninger til et stort antall ulike typer og former for aktiv forvaltning. De områdene der man har størst mulighet for å tjene penger sett i forhold til risikoen, er åpenbart de områdene der det bør settes inn de største ressursene.

Hvordan danner man seg så fornuftige forventninger om hva som gir god meravkastning i forhold til risikoen? Et sentralt akademisk bidrag er den såkalte «Fundamental Law of Active Management». Denne ble presentert som en viktig del av grunnlaget for Norges Banks investeringsstrategi i årsrapporten for 1999, og gjennomgangen av det teoretiske innholdet er gjengitt i en egen boks i denne artikkelen. Teorien definerer en sammenheng mellom hvor godt bytteforholdet kan være mellom avkastning og risiko, uttrykt ved informasjonsraten, og fundamentale kjennetegn ved den aktive forvaltningen. Disse fundamentale kjennetegnene er forvalterens dyktighet og antallet uavhengige posisjoner i forvaltningen.

All aktiv forvaltning innebærer en form for implisitte eller eksplisitte anslag på den relative avkastningen til ulike verdipapirer. Jo bedre samsvar det er mellom forvalterens forventninger og det faktiske utfallet, desto «dyktigere» kan man si hun er. En vurdering av hvor dyktig det er mulig å være innenfor en type aktiv forvaltning, vil avhenge av om det er mulig for forvalteren å tilegne seg bedre informasjon eller prosessere denne bedre enn konkurrentene i markedet.

Det er også intuitivt at bytteforholdet mellom avkastning og risiko bedres ved å øke antallet posisjoner. Med et stort antall posisjoner vil tilfeldighetene utligne hverandre og investors dyktighet dominere utfallet. I den teo-

retiske diskusjonen av antallet posisjoner forvalteren kan oppnå, står kravet om uavhengighet sentralt. Teorien bygger på at posisjonene er uavhengige både i tid og bredde. Antallet posisjoner øker ikke nødvendigvis ved at man tar hyppige posisjoner i det samme verdipapiret. Uavhengighet forutsetter at forvalteren har fått ny informasjon som gjør at investerings-signalet er endret. Dersom samme in-

formasjon benyttes til å ta posisjoner i mange verdipapirer, kan heller ikke disse posisjonene sies å være uavhengige, siden informasjonsgrunnlaget er det samme. Uavhengighet er med andre ord et meget strengt krav. Når Norges Bank skal vurdere ulike typer forvaltning, betyr dette at en kritisk vurdering av muligheten for å ta uavhengige posisjoner er sentral.

The Fundamental Law of Active Management

- En forvalters informasjonsfortrinn kan i prinsippet måles med korrelasjonen mellom hans prediksjoner og det faktiske utfall. En slik størrelse blir ofte kalt «informasjonskvotient» eller IC. En kvantitativ prediksjonsmodell kan ha en målbar IC, som for eksempel kan beregnes ved en enkel regresjon. Det er vanskelig å måle IC for en forvalter som ikke benytter kvantitative modeller.

- Anta at en forvalter har en subjektiv forventning til avkastningen på et aktivum. Denne forventningen er dannet på bakgrunn av informasjon i form av et «signal» – som for eksempel kan være et nytt inntjeningsestimert for et selskap. En slik forventning kalles en betinget forventning. Avviket mellom denne betingede forventningen og markedets gjennomsnittlige forventning kalles α . Med andre ord er α en forventet differanseavkastning i forhold til den forventede avkastning som er lagt til grunn ved verdsetting av aktivumet til dagens pris.

Det kan under visse forutsetninger vises at

$$\alpha = \text{volatilitet} \cdot \text{IC} \cdot \text{score}$$

Volatilitet er her standardavviket til avkastningen på aktivumet, og score er avlesningen på signalet (for eksempel inntjeningsestimert) minus gjennomsnittlig signal delt på standardavviket til signalet. Score er med andre ord mer forskjellig fra null jo mer «uvanlig» avlesningen av signalet er. I løse former kan en si at ligningen over viser at den meravkastningen en forvalter greier å skape over tid, vil være avhengig av at han tar risiko (volatilitet), at han kan finne relevant (IC) informasjon som ikke er tatt hensyn til i markedet (IC og score).

- Informasjonsrate eller IR er et mye brukt begrep for å sette en forvalters meravkastning i relasjon til den risiko han har tatt relativt til referanseporteføljen. Vi har at

$$\text{IR} = \frac{\text{meravkastning}}{\text{relativ volatilitet}}$$

- Relativ volatilitet er standardavviket til differansen mellom avkastningen på forvalterens portefølje og avkastningen på referanseporteføljen. En gjennomsnittlig IR ligger i underkant av 0 etter transaksjonskostnader, det vil si at det ikke oppnås netto meravkastning. En IR på 1 er et uvanlig godt resultat.

- Det kan vises at det er en sammenheng mellom antall signaler (dvs. kilder til investerings-syn), IC for hvert signal og IR. Under visse forutsetninger gjelder:

$$\text{IR} = \sqrt{\text{BR}} \cdot \text{IC}$$

BR er her «bredde» eller antall (uavhengige) investerings-signaler. Intuitivt kan en tenke på dette som at flere investerings-signaler bidrar til å gi et mer treffsikkert estimert for α . Dette gjelder særlig når IC er lav, noe den typisk er.

Særskilt interesserte kan lese om alle disse begrepene for eksempel i boken «Active Portfolio Management» av Richard C. Grinold og Ronald N. Kahn, Irwin Professional Publishing 1995.

Ulike typer aktiv forvaltning

Norges Bank kan benytte risikokvoten til aktiv forvaltning på fire hovedtyper investeringsbeslutninger.

Med taktisk allokering (TA) menes her forvaltning som tar sikte på å over- eller undervekte aktivklasser (som aksjer mot obligasjoner), å ta valutaposisjoner eller å drive allokering mellom regioner i aksje eller rentemarkedet.

Informasjonen som ligger til grunn for prising av aksjemarkedet, rentemarkedet og valutamarkedet, er åpen for alle. Det omfatter konjunkturdata, inntjenings-tall, verdsettelse, taktiske indikatorer, kapitalbevegelser og andre størrelser – alle på en aggregert basis. Analysen vil i stor grad være såkalt top down. Forvalteren må sannsynliggjøre hvordan den aggregerte og lett tilgjengelige informasjonen kan analyseres bedre enn markedet og lede til konkrete posisjoner.

Antallet uavhengige posisjoner er begrenset for denne typen aktiv forvaltning. Dersom forvalteren kun driver allokering mellom aksjer og obligasjoner, vil det sjelden foreligge ny informasjon som er tilstrekkelig til at posisjonen kan endres. Dersom forvalteren har flere dimensjoner i forvaltningen, for eksempel regioner og valuta, vil posisjonene ofte

være basert på samme aggregerte informasjonsgrunnlag. Antallet uavhengige posisjoner vil være lavt.

Implementeringen av posisjoner vil i hovedsak skje gjennom ulike finansielle derivater med høy likviditet, og kan være svært kostnadseffektiv. Ressursinnsatsen bak posisjonstakingen vil ofte være begrenset, både i antall personer og investeringer i system. TA er derfor en billig form for risikotaking.

Norges Banks tidlige erfaring med intern og ekstern tradisjonell TA-forvaltning var ikke god, men de eksterne valutamandatene har levert betydelig meravkastning de siste to årene.

Som nevnt innledningsvis gir rammene for Norges Banks forvaltning en mulighet til å avvike aksjeandelen med +/- 7 prosentpoeng. Det er verdt å merke seg at et så stort avvik forutsetter at det ikke utøves noen annen form for aktiv forvaltning. Alle porteføljer må legges på referanseindeksen. Hele risikokvoten vil bli brukt på en beslutning.

Faktorbasert posisjonstaking tar posisjoner i aggregerte verdi-drivere i grupper av verdipapirer, for eksempel aksjer med høy dividende relativt til pris eller obligasjoner med høy durasjon i rentemarkeder med bratt rentekurve.



Basert på syn på fellestrekk ved verdipapirene kan man konstruere porteføljer som er eksponert mot slike «faktorer». Faktorbaserte posisjoner vil være kvantitative eller intuitive, snarere enn basert på fundamentale forhold i enkelt-selskap.

En faktorbasert portefølje kan synes veldiversifisert ved at mange verdipapirer inngår, men ettersom de alle karakteriseres ved de samme faktorene, er det

faktiske antallet uavhengige posisjoner lavt.

Innenfor aksjeforvaltningen har Norges Bank forsøkt å unngå faktorrisiko fra de eksterne mandatene i aksjeforføljen, men har tatt en begrenset risiko innenfor sektorstrategier som tar sikte på skape meravkastning gjennom å predikere avkastningen på grupper av aksjer innenfor samme økonomiske sektor relativt til andre bransjer. Renteporføljen har

Tabell 1:
Forvaltningsstrategier og egenskaper

Forvaltningsstrategi	Taktisk Allokering	Faktorbaserte strategier	Fundamentale strategier	Relativ verdi
Analyseevne	+	+	++	+++
Antall uavhengige posisjoner	-	-	+++	++
Implementeringskostnader	+++	+	++	+
Erfaringer	-		++	+++
Kostnader	Lave	Middels	Høye	Høye
Forventet informasjonsrate	Lav	Middels	Høy	Høy

T E M A A R T I K K E L 2

derimot hatt betydelig eksponering mot «global verdi»-strategier internt og eksternt. Erfaringene med faktorbaserte posisjoner så langt er blandet.

Fundamentale investeringsstrategier tar sikte på å opparbeide bedre forståelse for den enkelte investering enn markedet for øvrig. Det legges vekt på at analytikere konsentrerer seg om å forstå selskapet, markedet selskapet opererer i, kjenne dets strategiske utfordringer og ledelse, analyse av framtidige kontantstrømmer osv. Analysen er ressurskrevende, og i stor grad såkalt bottom up.

Når de fundamentale strategiene baserer seg på informasjon om enkelt-selskap, har de et høyt potensielt antall uavhengige posisjoner. Dermed kunne man argumentere for at de fundamentale produktene bør ha et bredt univers. Faren er at treffsikkerheten i

posisjonstakingen vil falle dersom forvalteren forsøker å ha unik innsikt i en stadig større del av markedet.

Fundamentale produkter har utgjort den overveiende delen av risikotakingen innenfor aksjeforvaltningen. En meget stor del av meravkastningen i fondet de siste fem årene kommer fra disse investeringsstrategiene. Utvidelsen av renteuniverset til å omfatte kredittobligasjoner gjør fundamental analyse av obligasjonsutstederkreditt til en mulig framtidig strategi.

Relativ verdi-strategier tar sikte på å kjøpe et verdipapir med et sett karakteristika samtidig som man selger et verdipapir med tilsvarende karakteristika. Såkalt utvidet indeksering er en tilgrensende strategi som forsøker å utnytte spesielle prisingssituasjoner, men som ikke forutsetter

et samtidig kjøp og salg av «like» verdipapirer.

Relativ verdi-strategier tar et skritt bort fra de fundamentale forholdene i selskap eller utsteder, og fokuserer snarere på prisingssituasjoner innenfor kapitalmarkedet selv. For eksempel kan et selskap utstede ulike aksjeklasser, de kan handles på ulike børser, påvikes av inkludering i vanlig benyttede referanseindekser osv. Ulik prising av disse instrumentene kan skape en arbitrasjelignende situasjon, der informasjonsraten nødvendigvis er svært høy da risikoen er lav.

Relativ verdi-produktene er basert på å finne feilprising av enkeltpapirer i markedet. De eksisterende mulighetene vil ofte være uavhengige, men antallet vil variere kraftig over tid. For eksempel vil posisjoner i selskap som slås sammen eller overtas,

være avhengig av at det finnes et godt utvalg av slike muligheter. En ytterligere begrensning ved strategien er at størrelsen på risikoen man kan oppnå i den enkelte posisjon, er avhengig av en viss likviditet i de ulike verdipapirene. Prisene vil ofte bevege seg mot hverandre idet man begynner å implementere posisjonen, og implementeringskostnadene kan være betydelige relativt til inntjeningsmulighetene.

I tabell 1 oppsummeres de foregående vurderingene av de ulike strategienes egenskaper. Den viktigste konklusjonen er at strategiene som tar utgangspunkt i fundamentale eller instrument-spesifikke forhold, har størst potensial for høy informasjonsrate, det vil si et attraktivt bytteforhold mellom avkastning og risiko.

Organisering av den aktive forvaltningen

Den foregående analysen innebærer at «relativ verdi» og «fundamentale» strategier bør spille en større rolle i den samlede forvaltningen av Petroleumsfondet enn «faktorbaserte» strategier eller taktisk allokering. De resultatene som så langt er oppnådd i forvaltningen av Petroleumsfondet, har i hovedsak vært basert på slike fundamentale og instrumentspesifikke investeringsvalg. Fortsatt vil det likevel være aktuelt å utnytte hele bredden i mulighetsområdet for aktiv forvaltning. Men dimensjoneringen av risiko knyttet til ulike hovedtyper av forvaltningsstrategier vil følge essensen i «Fundamental Law of Active Management». Enkeltbeslutninger eller spesifikke risikofaktorer skal ikke kunne dominere det samlede resultatet.

For Norges Bank er det viktig

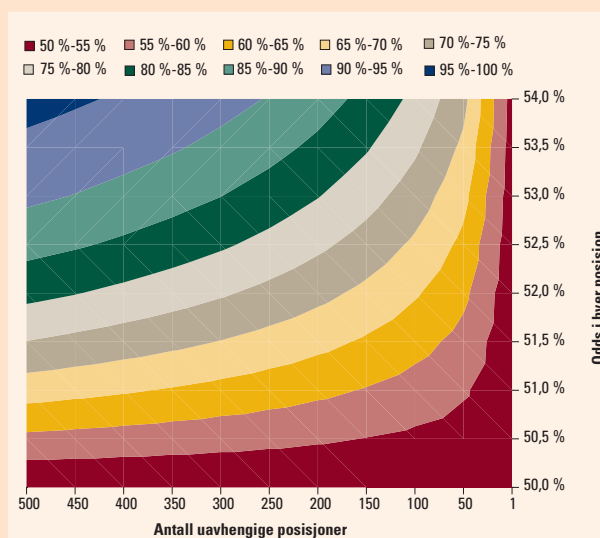
å kunne levere meravkastning så konsistent som mulig. Risikoen for tap er en del av virkeligheten i kapitalforvaltning. Men organiseringen av forvaltningen kan innrettes slik at sannsynligheten for meravkastning blir høyest mulig.

Teorien sier at den potensielle informasjonsraten følger av investorens dyktighet og antallet uavhengige posisjoner. En positiv informasjonsrate er imidlertid ingen garanti for et positivt resultat et enkelt år. Til enhver gitt informasjonsrate kan vi tilordne en sannsynlighet for at forvaltningen gir et positivt resultat.

Figur 1 viser denne teoretiske sannsynligheten for meravkastning et enkelt år. Sannsynligheten for meravkastning stiger med antall uavhengige posisjoner og med sannsynlighet for gevinst i enkeltposisjonene (odds).

Odds i hver posisjon er her et estimat på investorens dyktighet. Petroleumsfonde er investert

i meget effektive kapitalmarkeder. Dette betyr at odds i enkeltposisjoner i snitt kun kan være



Figur 1: Sannsynlighet for meravkastning et enkelt år

noe høyere enn 50 prosent. Sannsynligheten for meravkastning øker når antallet uavhengige posisjoner er stort, men kravet til uavhengighet er meget strengt. Figuren illustrerer problemstillingen som ble reist innledningsvis. Der som Norges Bank velger å bruke en stor del av risikorammen på en enkeltbeslutning som endring av aksjeandelen, vil sannsynligheten for mindrevkastning i et enkelt år være stor.

De klare føringene som investeringsfilosofien gir, må gis en operativ utforming. Norges Bank legger til grunn at et høyt informasjonsinnhold i enkeltposisjoner krever spesialisering, og at et høyt antall posisjoner krever stor diversifisering. Banken ønsker med andre ord å bygge en meget sammensatt forvaltningsstruktur. Dette er kun mulig gjennom utstrakt delegering av investeringsmyndighet og forutsetter kontinuerlig fokusering på kostnadseffektivitet i implementeringen. Under utdyper vi nærmere hvordan investeringsfilosofien har lagt føringer for organiseringen av forvaltningen innenfor Norges Bank Kapitalforvaltning.

Delegering

Hovedstyret i Norges Bank har via sentralbankledelsen delegert forvaltningsoppdraget til lederen for Norges Bank Kapitalforvaltning innenfor en struktur med definerte risikorammer og tett løpende oppfølging av resultatene. Virksomheten i Norges Bank Kapitalforvaltning kjennetegnes ved at investeringsbeslutningene er delegert utover i organisasjonen. Lederen tildeler rammer for risikotaking til lederne for aksje- og renteforvaltningen. Basert på egne vurderinger av forventet resultat og risiko fordeler disse sin risikoramme videre på eksternt og intern forvaltning. Innenfor de enkelte gruppene delegeres risikotakingen videre til enkeltpersoner.

Tabell 2:
Petroleumsfondets risiko. Milliarder kroner

	Markedsverdi	Value at Risk
Aksjer internt	197,8	2,116
Aksjer eksternt	148,6	4,369
Sum aksjer før diversifiseringsgevinst	359,6	6,485
Sum aksjer etter diversifiseringsgevinst		1,640
Renter internt	441,4	1,542
Renter eksternt	42,7	0,651
Sum renter før diversifiseringsgevinst	484,1	2,193
Sum renter etter diversifiseringsgevinst		1,198
Sum Petroleumsfondet før diversifisering	845,3	8,678
Sum Petroleumsfondet etter diversifisering		2,009

Det er ingen komiteer som legger føringer på de enkelte investeringsvalgene. Hver enkelt beslutning om kjøp eller salg av verdipapirer så vel som valg av eksterne forvaltere eller terminering av slike kontrakter er delegert til ansvarlige porteføljeforvaltere. Det er naturlig nok viktige prosesser i forkant av beslutningene der alternative investeringsvalg drøftes. Men hver person har innenfor sitt klart definerte investeringsmandat fullmakt til å fatte beslutninger.

Systemet med utstrakt grad av delegering går sammen med prosesser med tett oppfølging og systemer for avlønning. Oppfølgingen skjer på løpende basis av hver enkelt posisjon som tas i den interne forvaltningen, samt investeringsvalgene tatt av de eksterne forvalterne. Det kontrolleres at handlene skjer innenfor de retningslinjene som er satt, og at den samlede risikoen er innenfor rammene. Videre måles bidragene til resultatet.

Alle ansatte med fullmakter til å ta investeringsbeslutninger får deler av sin lønn basert på de resultatene som oppnås. Hovedvekten av det variable lønns-elementet er bestemt av det resultatet den enkelte person oppnår.

Det legges også noe vekt på grupperesultater samt til en viss grad andre og mindre målbare bidrag til forvaltning og investeringsmiljø.

Diversifisering

Forvaltningen av Petroleumsfondet er fordelt på et stort antall eksterne og interne forvaltningsmandater. Ved utgangen av 2003 bestod porteføljen av rundt 50 eksterne og rundt 30 interne mandater. Tabell 2 gir en oversikt over fordelingen på intern/ekstern forvaltning i de to aktivaklassene og «Value at Risk» (VaR) i disse porteføljene. Sett i forhold til avkastningen på referanseporteføljen, kan en forvalter i et normalår tjene det oppgitte VaR-beløpet eller mer med en sannsynlighet på 16 prosent. Tilsvarende er sannsynligheten 16 prosent for å tape VaR-beløpet eller mer.

Den høyre kolonnen i tabellen gir et uttrykk for forventet risiko for hvert enkelt mandat isolert sett – målt i milliarder kroner (her definert som forventet relativ volatilitet mot de respektive referanseindeksene multiplisert med størrelsen på mandatet). Summering av dette gir et anslag på brutto risiko før det tas hensyn til ef-

ekten av diversifisering: Hvert enkelt mandat har risikoegenskaper som er forskjellig fra de øvrige. Slike forskjeller gir en utjevning av den samlede risikoen.

For eksempel bidrar effekten av diversifisering til at risikoen knyttet til aksjemandatene reduseres fra brutto 6,5 milliarder kroner til 1,6 milliarder kroner. For hele porteføljen er reduksjonen i risiko fra 8,7 milliarder kroner til 2 milliarder kroner. Denne effekten av diversifisering følger ikke bare av oppdeling i mange forvaltningsoppdrag. Oppdelingen skjer på grunnlag av systematiske analyser av korrelasjoner mellom eksisterende og mulige nye mandater. Videre velges det som hovedregel for hvert enkelt mandat en forvaltningsstil preget av et stort antall uavhengige beslutninger framfor få og store enkeltvalg. Figur 2 og figur 3 illustrerer oppdelingen av aksje- og renteporteføljene.

Spesialisering

Investeringsbeslutningene i Petroleumsfondet, internt så vel som eksternt, tas på grunnlag av meget spesialisert kompetanse. Markedene Petroleumsfondet investerer i, er nær effisiente: Det er ikke mulig å oppnå meravkastning

T E M A A R T I K K E L 2

uten å ha spesielle fortrinn knyttet til å innhente, analysere eller å gjøre bruk av informasjon. Fortrinn stiller krav til fokusering og kontinuerlig videreutvikling av kunnskap.

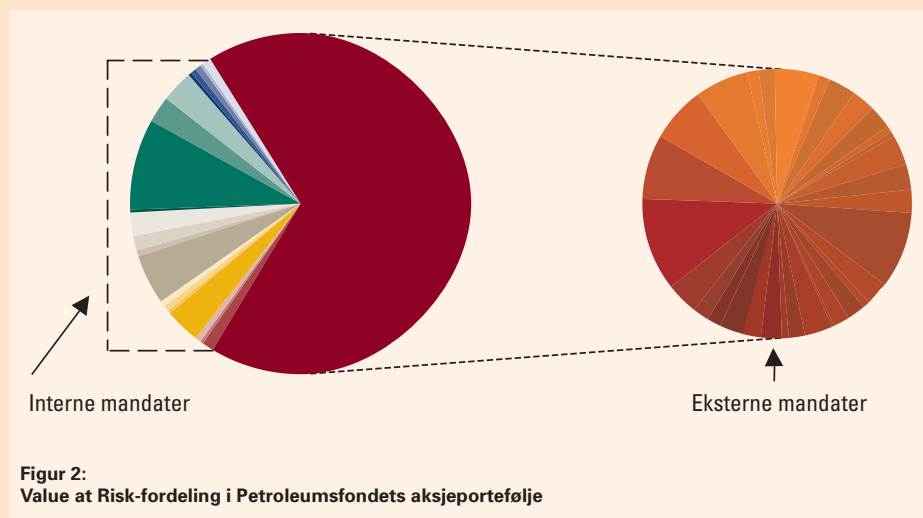
I den eksterne forvaltningen er det i økende grad gitt oppdrag til forvaltere som har et klart avgrenset fokus for sine investeringer, som forvaltning innenfor helsesektoren globalt eller energi- og vannforsyningen i USA. Når forvaltningen på denne måten er delt inn i ulike «teiger», unngår vi at forvalterne tar posisjoner «mot hverandre». Dette er utdypet nærmere i temaartikkelen om erfaringene med ekstern aksjeforvaltning.

Effektivitet

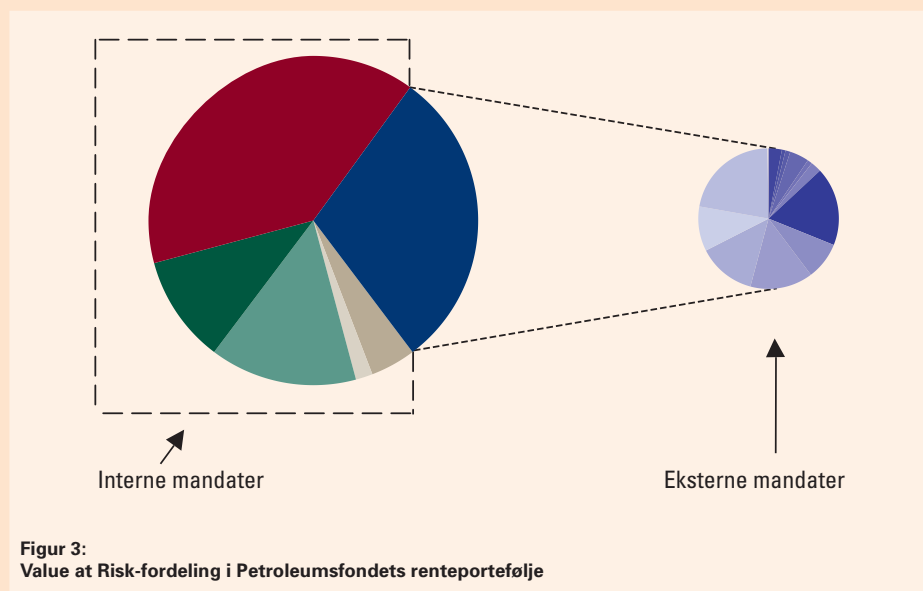
Kapitalforvaltning er kjennetegnet ved betydelige stordriftsfordeler. Norges Bank legger meget stor vekt på å utnytte alle mulighetene størrelse gir til å holde de samlede kostnadene i kapitalforvaltningen nede. Et viktig grep er å skille mellom forvaltning av brede markedsporteføljer (indeksforvaltning, benevnes også ofte beta-forvaltning) og spesialiserte forvaltningsoppdrag med sikte på meravkastning (aktiv forvaltning, alpha-forvaltning).

Både i rente- og aksjeforvaltningen vies også transaksjonskostnadene betydelig oppmerksomhet. For Petroleumsfondet som har stor løpende tilflyt av nye midler, har transaksjonskostnadene meget stor betydning for netto avkastning på lang sikt. Vi viser i den forbindelse til en egen temaartikkel i årsberetningen for 2002 («Kostnader ved store aksjehandler»).

Indeksforvaltning er langt billigere enn aktiv forvaltning. Ekstern aktiv forvaltning er dyrere enn intern aktiv forvaltning. Ved kjøp av tjenester fra eksterne aktive forvaltere inngås det som en hovedregel kontrakter der hono-



Figur 2: Value at Risk-fordeling i Petroleumsfondets aksjeforfølje



Figur 3: Value at Risk-fordeling i Petroleumsfondets renteforfølje

rar avhenger av oppnådd resultat.

Av hensyn til den forventede avkastningen på de kostnadene man har til aktiv forvaltning, er det viktig å unngå at forvalternes posisjoner utligner hverandre i stor grad. Mange overlappende mandater vil over tid gi en indekxnær avkastning. En modell der Petroleumsfondet tildelte en lang rekke likelydende oppdrag for aktiv forvaltning, ville føre til høye forvaltningskostnader uten at man kunne forvente tilsvarende meravkastning.

Jo større Petroleumsfondet blir, desto større blir utfordringene i å sikre at de aktive posisjonene i de ulike delene av forvalt-

ningen ikke utjevner hverandre.

En avansert sentral risikostyring, slik som i dag, gjør det mulig å dele inn investeringsuniverset slik at uavhengighet i risikotakingen og et best mulig samlet resultat av den aktive forvaltningen sikres. Petroleumsfondets størrelse gir en unik mulighet til å utvikle gode styringssystemer og nødvendig nøkkelkompetanse.

For Norges Bank er egen forvaltning en forutsetning for effektiv risikostyring og kostnadseffektiv forvaltning av en kompleks porteføljestruktur. Det er en viktig oppgave å sikre at fondets samlede eksponeringer er konsistent med investeringsstrategien,

det vil si å sikre at den samlede porteføljen ikke får for stor eksponering mot spesifikke underliggende risikofaktorer. I slike tilfeller må den interne forvaltningen sikre en ønsket eksponering, og i enkelte tilfeller overta porteføljer fra eksterne forvaltere.

En alternativ modell for forvaltningen av Petroleumsfondet kunne være ulike delfond. For eieren ville dette bety at man lett kunne ende opp med et sett av overlappende mandater. Konsekvensen av en modell uten en sentral porteføljestyring kan derfor lett bli kostbar forvaltning med en samlet avkastning som over tid ligger nært opp til indek-



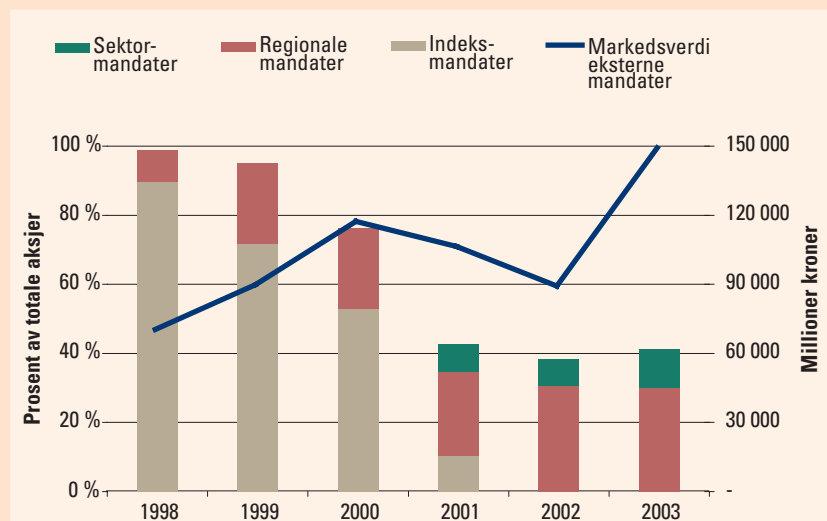
Erfaringer med eksterne aktive aksjeforvaltere

Denne artikkelen oppsummerer erfaringen med fem års ekstern aksjeforvaltning, med hovedvekt på regionale aksjemandater. Dette er mandater til forvaltere som skal oppnå meravkastning ved aktiv forvaltning av selskaper innenfor en geografisk region, f.eks. Europa eller Nord-Amerika. Artikkelen viser at Norges Bank har hatt god erfaring med de fleste av disse forvalterne ved at de har bidratt betydelig til meravkastningen i Petroleumsfondet. Som det fremgår av artikkelen, har de totalt hatt en årlig meravkastning på 3,9 prosent siden etablering. Dette tilsvarer en informasjonsrate på 1,0 basert på faktisk risiko i porteføljene. Den samlede meravkastningen av disse mandatene har passert 4,9 milliarder kroner etter transaksjonskostnader.

Historikk

Petroleumsfondet begynte å investere i de internasjonale aksjemarkeder i januar 1998. I de første årene ble all aksjeforvaltning satt ut til eksterne forvaltningsorganisasjoner i form av indeksmandater. Dette er mandater der de faktiske porteføljene plasseres nært opp til refe-

ranseporteføljens sammensetning. I løpet av 1999 besluttet Norges Bank selv å ta hånd om forvaltningen av indeksporteføljene. Dette er nærmere omtalt i en egen temaartikkel i årsrapporten for 2001. Det siste eksterne indeksmandatet ble avsluttet i 2002.



Figur 1: Eksterne forvaltere – Prosent og verdi

T E M A A R T I K K E L 3

Mot slutten av 1998 tildelte Norges Bank de første eksterne aktive mandater. Disse ble delt inn etter geografisk region (regionmandater). Prosessen og gjennomføringen av dette er nærmere beskrevet i en temaartikkel i årsrapporten for 1998. Forhold som fondets fremtidige størrelse og vekst og et ønske om ikke å bli for stor andel av en forvalters midler under forvaltning, førte til at vi fra 2001 valgte å utvide porteføljen av eksterne mandater til også

å inkludere mandater for næringssektorer, samt mandater for investeringer i små og mellomstore bedrifter. Etter at det siste eksterne indeksmandatet ble avsluttet i 2002, har Norges Bank kun hatt aktive eksterne mandater, med en økende grad av spesialisering.

Ved utgangen av 2003 var 41 prosent av aksjeporteføljen forvaltet av eksterne forvaltere. Norges Bank hadde avtaler med til sammen 15 forvaltningsorganisasjoner som hadde ansvar

for 34 forskjellige mandater. 18 av disse var regionmandater og 16 sektormandater.

I løpet av perioden fra de første aktive mandatene ble tilført midler, har porteføljeverdien av de eksterne mandatene vokst fra 69 milliarder kroner (9 prosent aktivt forvaltet) ved utgangen av 1998 til 148,2 milliarder kroner (100 prosent aktivt forvaltet) ved siste årsskifte (jf. figur 1).

Strategien bak bruken av eksterne forvaltere

Mandatstruktur og investeringsstrategi

Investeringsstrategien bak valg og sammenstilling av de eksterne mandatene er bygd på Norges Banks overliggende investeringsfilosofi, jf. omtale i temaartikkel 2 i årsrapporten for 1999. Et viktig element i denne strategien er å *diversifisere* mellom mange uavhengige posisjoner. For de eksterne mandatene skjer diversifisering langs tre dimensjoner:

1. Spesialisering

Norges Bank har i økende grad delt ut spesialistmandater, med oppmerksomhet på mindre deler av investeringsuniverset. Dette gjelder blant annet mandatene for næringssektorer og mandatene for investeringer i små og mellomstore bedrifter. Ettersom mulighetsområdet til hver enkelt forvalter er mindre, vil det for det enkelte mandat naturligvis være færre posisjoner, og dermed lavere diversifisering. Imidlertid vil Norges Banks kombinasjon av mandater ha flere uavhengige aksjeposisjoner enn ved overlappende regionmandater, fordi hvert enkelt mandat har et forskjellig univers av aksjer. Samtidig reduseres leverandørvhengigheten og likviditetsproblemer ved at vi har flere mindre mandater som kan endres uavhengig av hverandre.

2. Ulike (diversifiserende) strategier

Ofte tildeles samme mandattypen til flere forvaltere. Dette reduserer Norges Banks risiko ved hvert enkelt valg av eksterne forvaltere, og bidrar dermed til diversifisering. Imidlertid innebærer flere forvaltere med samme mandat at det marginale bidraget til risikotakingen blir

mindre for hvert nye mandat vi kjøper. Vår første forvalter innenfor et mandat vil typisk ha et indeksavvik, dvs. en samlet vekt av selskaper som har høyere andel av porteføljen enn de har av referanseporteføljen, på om lag 65 prosent, mens allerede den andre forvalteren reduserer kombinert indeksavvik til 55 prosent, og den tredje til om lag 45 prosent.

3. Stort antall posisjoner

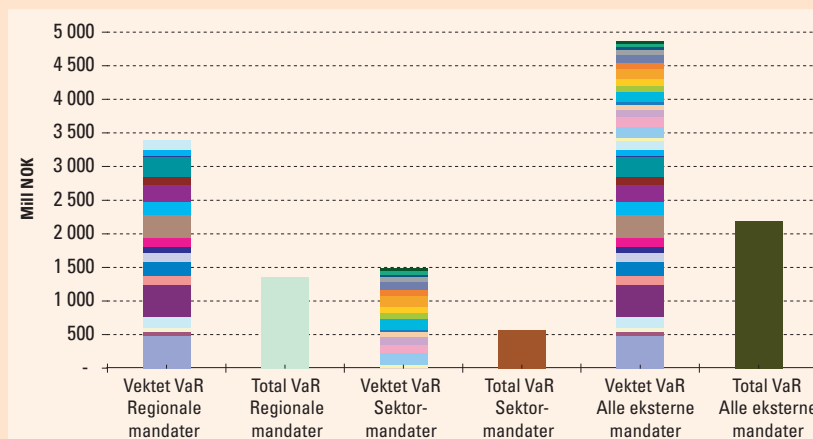
Norges Bank har valgt forvaltere som har en investeringsstrategi basert på analyse av enkeltbedrifter. Dette innebærer å søke informasjon om selskapsrelevante forhold som andre ikke har, eller å analysere tilgjengelig informasjon bedre enn konkurrentene. Våre eksterne aksjeforvaltere baserer derfor i all hovedsak investeringene på fundamentalanalyse av enkeltaksjer («stock-picking»), ikke brede analyser av tendenser i markedet osv. Dette gir flere uavhengige posisjoner i hver enkelt por-

tefølje enn om aksjevalgene var basert på en enkelt forutsetning for hele porteføljen.

Analyse av meravkastningen fra eksterne forvaltere viser også at det i alle år siden 1998 har vært posisjoner i enkeltelskap, ikke over- eller undervektning av sektorer, regioner eller andre faktorer, som har gitt meravkastningen. Slike skjevheter som ikke skyldes posisjoner i enkeltelskap, styrer derfor Norges Bank ved et sett av risikostyringsporteføljer som blant annet reduserer størrelses-, region- og sektoravvik.

Samlet risikoprofil i de eksterne mandatene

Samlet risikoprofil i de eksterne mandatene er vist i figur 2. I denne figuren har vi målt risikoen ved «10 prosent Value at Risk» (VaR). «10 prosent VaR» vil si at en i ett av ti år kan forvente å tape eller tjene et beløp relativt til referanseindeksen. Norges Bank har erfart at



Figur 2: Value at Risk for eksterne mandater, målt ved RiskMetrics

ca. 55 prosent av risikoen i hvert enkelt mandat reduseres når man ser den samlede porteføljen av eksterne mandater under ett. Før effekten av diversifisering er «10 prosent VaR» i underkant av 5 milliarder kroner (jf. søyle 2 sett fra høyre på figuren). Etter risikoreduksjonseffekter gjennom diversifisering har den samlede porteføljen av eksterne mandater en «10 prosent VaR» på om lag 2,2 milliarder kroner (jf. den høyre søylen på figuren).

VaR for den samlede porteføljen av regionale forvaltere er om lag 40 prosent av alle mandater summert, mens VaR for sektormandatene samlet er om lag 45 prosent av summen av hvert mandat. Trolig skyldes den lavere diversifikasjonsgevinsten for sektormandatene spesialisering av universet, der en i større grad unngår motgående posisjoner.

Ingen av enkeltmandatene utgjør mer enn 10 prosent av samlet risiko, som samsvarer med ønsket om ulike strategier (punkt 2 over). De fire mandatene med høyest VaR utgjør 35 prosent av samlet risikotaking. Det er flere forhold som forklarer hvorfor kombinerings av flere eksterne mandater i en portefølje reduserer den samlede risikoen:

- For det første vil meravkastningen i de ulike mandatene være lavt korrelert, dvs. at meravkastningen inntreffer i ulike perioder, og at meravkastning i et mandat i en periode sier lite om sannsynligheten for at et an-

Tabell 1:
Posisjonsreduksjon og risikodiversifikasjon, prosent

	Gjennomsnittlig sum av overvekt i enkeltmandater	Den kombinerte porteføljens samlede overvekt	Posisjonsreduksjon	Risikodiversifikasjon (fra figur 1)
Regionale mandater	58	40	32	60
Sektormandater	42	36	15	55

net mandat har meravkastning i samme periode. Denne typen diversifikasjon er positiv fordi den reduserer risikoen i den samlede forvaltningen uten at forventet meravkastning går ned.

- For det andre vil ulike mandater som investerer i samme univers, kunne ta motsatte posisjoner i enkeltelskaper. Det som fremstår som aktiv risikotaking i enkeltmandater, blir en indeksnær posisjon i den samlede porteføljen. Denne typen risikoreduksjon er uheldig fordi den fører med seg at forventet meravkastning går ned. Med mange eksterne mandater innenfor det samme universet kan man ende med en «gjennomsnittlig» portefølje. Det ville ha vært langt mer kostnadseffektivt å drive indeksforvaltning i stedet.

For å anslå hvor mye av risikoreduksjonen som skyldes utligning av aktive posisjoner, kan en benytte beregninger for sum av

overvekter (samlet vekt av selskaper som har høyere andel av porteføljen enn de har av referanseporteføljen) i enkeltporteføljer og i den samlede porteføljen. Som det fremgår av tabell 1, er fallet i sum av overvekter, dvs. posisjonsreduksjonen, for de regionale mandatene større enn for sektormandatene. Dette skyldes større grad av overlappende investeringsunivers for de regionale forvalterne (en rekke forvaltere med det samme regionale univers), mens sektorforvalterne i liten grad har sammenfallende investeringsunivers (kun enkelte sektorer med to forvaltere, de fleste med én forvalter).

Videre ser vi av tabell 1 at risikodiversifikasjonen, målt ved VaR, er større enn posisjonsreduksjonen for begge typer av mandatstruktur. Dette samsvarer med Norges Banks mål om å kombinere forvaltere slik at risikoen reduseres uten at vi får en tilsvarende utligning av aktive posisjoner.

Erfaringer 1998–2003

Antall og størrelse på mandatene

Ved utgangen av 2003 forvaltet 15 eksterne forvaltningsorganisasjoner aksjeporteføljer for Norges Bank. Disse var fordelt på 34 forskjellige mandater. Utviklingen og sammensetningen av mandater fremgår av figur 3.

De eksterne mandatene har en gjennomsnittsstørrelse på 4,4 milliarder kroner, men med relativt store forskjeller. Det største mandatet er på 24,5 milliarder kroner og det minste på 672 millioner kroner. De store forskjellene skyldes delvis vurderingen av de enkelte forvalternes evne til å

skape meravkastning, men også følgende tre forhold:

- ønsket risikoprofil i den aktuelle porteføljen, samt påvirkning av totalporteføljens samlede risikoprofil
- samlet markedskapitalisering i det aktuelle investeringsuniverset eller markedssegmentet
- forvalterens midler under forvaltning, produktspekter og konsentrasjon av eierskap i porteføljene.

Regionalmandatene har en gjennomsnittlig størrelse på 6,0 milliarder kroner, sektormandatene på 2,5 milliarder kroner. Forskjellen skyldes dels at sektor-



T E M A A R T I K K E L 3

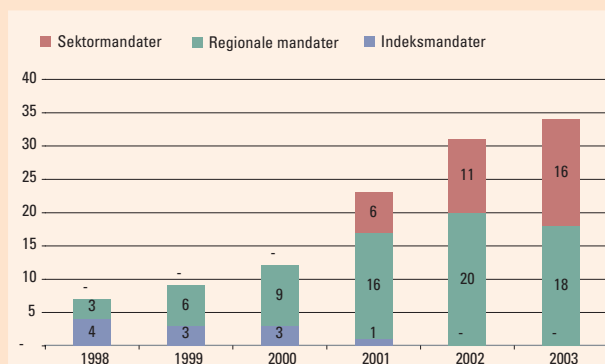
mandatene fremdeles er under oppbygging, dels at de nettopp er mer spesialiserte. Risikoen i sektormandatene er også noe lavere med en gjennomsnittlig forventet relativ volatilitet på 3,5 prosent, mot regionmandatenes 3,9 prosent.

Ettersom enkelte organisasjoner forvalter flere mandater, er det fire forvaltningsorganisasjoner som hver forvalter mer enn 10 prosent av det samlede beløpet som er satt ut til eksterne forvaltere. De fire største mandatene står for 35 prosent av de eksterne midlene, mens de fire største forvaltningsorganisasjonene står for hele 66 prosent av midlene som er tildelt de eksterne forvaltere.

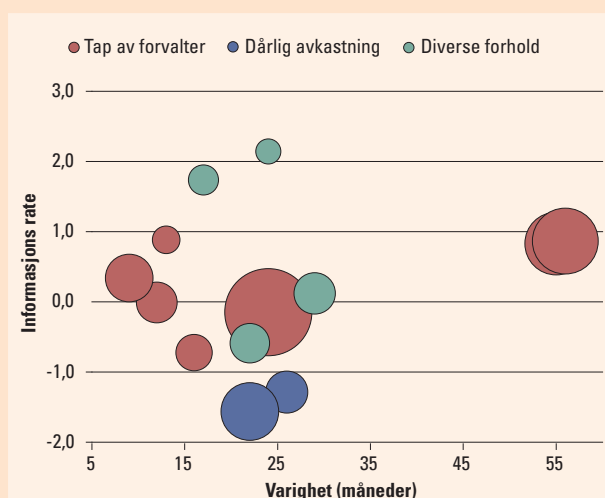
Petroleumsfondet er underlagt en særlig begrensning om at eierandelen i enkeltelskap ikke

skal overstige 3 prosent. I praksis har Norges Bank håndtert begrensningen ved å gi de eksterne forvalterne særskilte eierandelsbegrensninger. Hvilken grense som er satt, avhenger av hvor mange forvaltere som kan investere i det spesifikke markedsegmentet.

I praksis fører eierandelsbegrensningen til at en mindre andel av aksjporteføljen forvaltes eksternt, at vi har færre forvaltere enn vi ellers ville hatt, samt at forvaltere som svikter i en periode, tas ut raskere. En konsekvens av dette er at risikoen ved selve forvaltervalget blir høyere, samtidig som avkastning påvirkes ved begrensningen i posisjonstaking, og sammenligning av vår porteføljes resultat med andre kunders portefølje blir vanskelig.



Figur 3:
Antall eksterne mandater



Figur 4:
Oppsagte mandater og uttrekk av midler

Varighet og likviditet i forvaltningsoppdrag

Siden 1998 har det vært *eierskifte* blant flere forvaltere som Norges Bank har brukt. Hver gang et eierskifte inntreffer, vurderer Norges Bank

- risikoen for at nøkkelpersonell (og særlig forvalteren med ansvar for Norges Banks portefølje) slutter, får nye oppgaver, eller mister konsentrasjonen om investeringene i en kortere eller lengre periode
- hvorvidt den nye organisasjonen vil få problemer med å opprettholde investeringsmiljø og -prosess, og tiltrekke seg dyktige medarbeidere
- risikoen for at produktspektret endres eller ressurser omprioriteres
- hvorvidt det vil oppstå salgspres for aksjene i vår portefølje som følge av at andre kunder terminerer sine mandater
- andre organisasjonsmessige endringer som kan få betydning for meravkastningen eller en sikker forvaltning av Norges Banks portefølje

Erfaringen viser at ofte vil flere av disse forholdene inntreffe, i hvert fall for en kortere periode. I de tilfeller der vi har valgt å beholde mandatet en viss tid etter eierskifte, for å følge utviklingen, har vi hatt mindre gode erfaringer. De strukturendringene som skjer i forvaltningsmarkedet, gjør at vi må anta at dette vil inntreffe hyppig i årene fremover.

Selv om organisasjonene ikke utsettes for oppkjøp, vil nøkkelpersoner med jevne mellomrom velge å slutte i enhver organisasjon. *Tap av portefølje* forvalter anses som svært alvorlig. Hvor kritisk dette tapet er, avhenger av forvaltningsstil og investeringsprosess i den aktuelle organisasjonen. Vi har imidlertid liten tiltro til at denne kan gjøres personuavhengig uten uheldig resul-

tat. I praksis har vi over tid beveget oss mot en forståelse av at vi snarere kjøper tjenester i form av enkeltpersoner enn i form av en prosess. Eksterne mandater er fullmakter til å gjøre investeringsbeslutninger på Norges Banks vegne, og gis til slutt til en enkeltperson. Til og med i den nær industrialiserte passive indekseringen har vi sett at tap av forvalter påvirker resultatene.

Av 14 terminerte eller reduserte regionale mandater siden 1998 skyldes sju eierskifte eller tap av portefølje forvalter i forvaltningsorganisasjonen. Beløpet tilsvarer en gjennomsnittlig årlig terminering på 4,7 prosent av beløpet tilført regionale mandater.

En annen vesentlig årsak til terminering av avtaler er *dårlige resultater*. Vi har siden etablering benyttet en informasjonsrate, dvs. risikojustert meravkastning, på minus 1 i løpet av en rullerende tolv månedersperiode som et signal om revurdering. Forvalteren vil da gjennomgå en ny grundig evaluering, med oppsigelse eller fornyet tillit som resultat. Beløpet av terminerte mandater grunnet dårlig resultat tilsvarer en årlig terminering på 2,0 prosent av beløpet tilført regionale mandater.

Den tredje gruppen grunner til oppsigelse skyldes diverse forhold. Forvaltere kan miste mandatet tross gode resultater fordi risikonivået ikke er i tråd med avtalen, eller fordi investeringsprosessen blir vesentlig endret. Det er verdt å merke seg at det i første rekke er for relativt nye mandater slike misforhold mellom Norges Bank og forvaltningsorganisasjonens forståelse oppstår. Beløpet av terminerte mandater grunnet andre diverse forhold tilsvarer en årlig terminering på 2,3 prosent av beløpet tilført regionale mandater.

I gjennomsnitt har vi terminert 9,0 prosent av midlene til regionmandater hvert år siden år

2000. 53 prosent av de oppsagte midlene skyldes eierskifte eller tap av porteføljeforvalter, 22 prosent skyldes dårlig avkastning, mens 26 prosent skyldes misforhold mellom Norges Banks og den aktuelle forvalters forståelse av mandatet.

Figur 4 viser en samlet oversikt over regionmandater som er avsluttet og/eller har fått redusert midler siden 2000, samt sammenhengen mellom mandatenes varighet og informasjonsrate ved oppsigelser og uttrekk av midler. Størrelsen på sirkelene indikerer størrelsen på mandatet. Gjennomsnittlig varighet for de oppsagte og reduserte regionale mandatene er 24 måneder. For mandater som er sagt opp på grunn av eierskifte eller tap av forvalter, er gjennomsnittlig varighet 26 måneder, mens gjennomsnittlig varighet for de som er avsluttet grunnet mindreavkastning er 19 måneder. Mens det er umulig å predikere når vi vil måtte si opp et mandat

grunnet eierskifte eller tap av forvalter, er levetiden for de mandatene vi sier opp, av andre grunner mer predikerbar.

Hvis vi ser bare på de tilfellene der vi har terminert kontrakten, og ikke bare redusert beløpet, har vi totalt sagt opp 8 av 26 avtaler (30 prosent). Av 8 termineringer skyldes 4 eierskifte eller tap av porteføljeforvalter i forvaltningsorganisasjonen. Idet en avtale inngås, vet vi selvsagt atskillig mindre om hvilket produkt vi faktisk får, enn etter at vi har fulgt det over en tid. Det er derfor ikke overraskende at andelen kontrakter som termineres (30 prosent), er høyere enn andelen av midler som termineres (9 prosent). Det er tvert imot hensikten. Avtalene er gitt for en «testperiode», og det tildeles normalt ikke store midler før det har gått en viss periode, jf. figur 4, med mindre mandater til venstre på akse og større mandater til høyre.

Avvikling, kostnader, likviditetsrisiko

Petroleumsfondets størrelse fører til at de eksterne mandatene er uvanlig store i forhold til det som er vanlig i markedet for forvaltningstjenester. Størrelsen på mandatet gir en god forhandlingsposisjon, men prisingen av forvaltningstjenester gir ikke stort rom for «volumrabatt». Det er normalt med en viss subsidiering av de små kundene fra de større. Tilsvarende fører «lik meglerkomisjon for alle kunder» til høyere kurtasje i eksterneforvaltningen enn den vi for eksempel har i den interne.

Mandatenes størrelse fører videre til betydelige kostnader ved opprettelse og avvikling. I Norges Banks oppfølging av forvalterne er kostnadene ved en eventuell avvikling («likviditetsrisiko») et sentralt hensyn. Interne analyser viser at de faktiske kostnadene er 1,1 prosent ved å terminere en aktiv regional forvalter,

overføre porteføljen internt i Norges Bank, restrukturere porteføljen og siden overføre den ønskede porteføljen til en ny eksterne aktiv forvalter. Her er medregnet markedspåvirkning, transaksjonskostnader, kommisjon til meglere og skatter.

I praksis setter likviditetsrisikoen et tak på hvor mye midler under forvaltning vi vil tildele en forvalter, og fører isolert sett til et ønske om flere mandater enn det et mindre fond ville ønske. Vi tar her hensyn til

- kostnad ved avvikling av Norges Banks portefølje isolert sett
- midler under forvaltning i like eller overlappende porteføljer
- porteføljens kvantitative egenskaper
- sannsynligheten for eierskifte, tap av forvalter, endring av strategi osv.
- stabilitet i kundemasse i tilfelle hendelser av denne typen.

Resultater i eksterneforvaltningen

De eksterne regionale mandatene har samlet sett gjort det svært bra siden tilføring av midler i 1998, med meravkastning i hvert eneste enkeltår. Totalt har de hatt en årlig meravkastning på 3,9 prosent siden etablering. Dette tilsvarer en informasjonsrate på 1,0 basert på faktisk standardavvik, og betydelig over dette basert på modellberegnet risiko. Den samlede meravkastningen av disse mandatene har passert 4,9 milliarder kroner brutto, dvs. inkludert transaksjonskostnader. Dette fremgår av tabell 2.

De regionale mandatene kan videre vise til meravkastning innenfor samtlige underregioner siden etablering. I utgangspunktet antok Norges Bank at det i første rekke var Japan og Europa utenom Storbritannia som ville bidra mest. Imidlertid har vi sett at Storbritannia og Asia utenom Japan hver har bidratt med informasjonsrater større enn 1. Regionmandatet i USA ble tilført midler siste halvdel av 2002, og har oppnådd gode

Tabell 2:
Meravkastning i mill kroner for regionale mandater siden etablering

Regionmandater	1999	2000	2001	2002	2003	Total
Europa	1055	801	649	190	-365	2330
Asia	1124	-492	-331	566	1519	2386
Amerika		-30		-16	270	224
Totalt	2179	279	318	740	1424	4940

Tabell 3:
Meravkastning i prosent for regionale mandater siden etablering

	Totalt prosent	Annualisert prosent	Informasjonsrate
Europa utenom Storbritannia	18,2	3,4	0,82
Storbritannia	23,0	4,2	1,02
Japan	37,4	7,0	0,88
Asia utenom Japan	14,4	3,2	1,45
USA	3,0	2,7	2,27
Totalt	21,3	3,9	1,00

T E M A A R T I K K E L 3

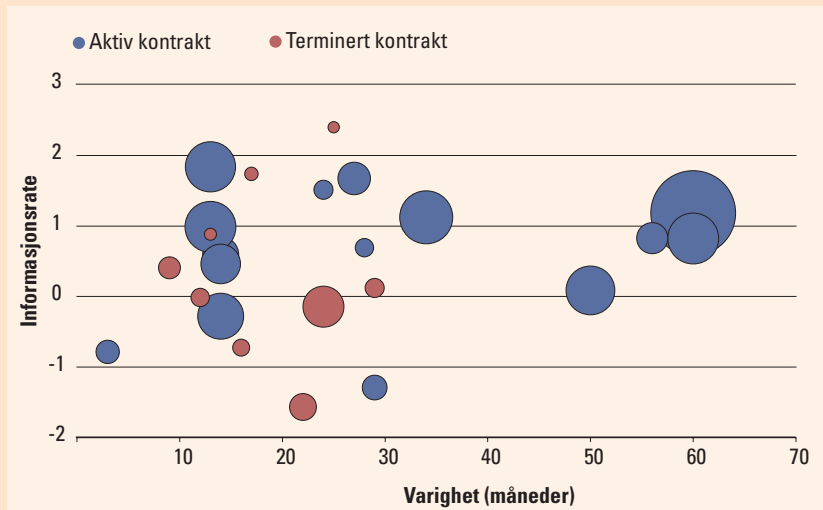
resultater i en forholdsvis kort periode. Resultatene for regionmandatene i prosent siden etablering fremgår av tabell 3. Også her er tallene inkludert transaksjonskostnader.

Målet for de eksterne aktive mandatene er en netto informasjonsrate (dvs. risikjustert meravkastning) på 0,25, mens brutto informasjonsrate må være 0,44 før tilførselskostnader, og nærmere 0,6 når disse tas med. Med en modellberegnet relativ volatilitet i den samlede porteføljen av eksterne mandater på om lag 1,3 prosent innebærer dette at man oppnår en samlet meravkastning på 0,325 prosent årlig netto etter tilførsels- og forvaltningskostnader. Norges Bank har altså erfart en langt høyere meravkastning enn målet skulle tilsi. Figur 5 gir en oversikt over sammenhengen mellom mandatenes varighet og informasjonsrate.

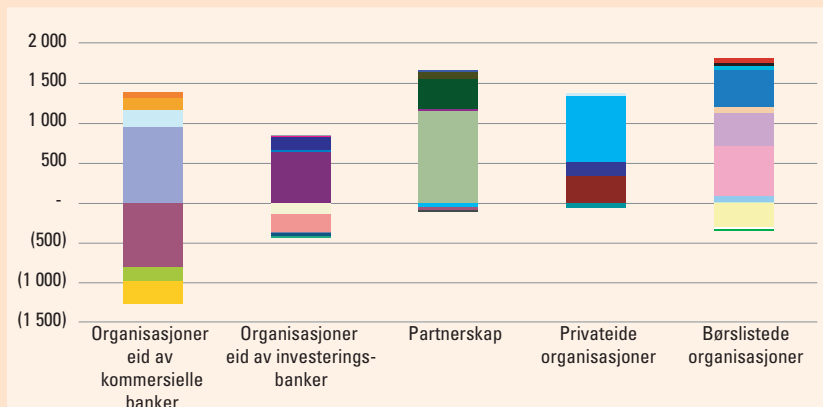
Hva kjennetegner organisasjonene som skaper meravkastning?

Det er ikke mange åpenbare konklusjoner vi kan trekke av resultatene med hensyn til hvilke type organisasjoner som har greid å skape merverdier for Norges Bank. Resultatene i våre mandater, som fremgår av figur 6, synes å indikere at partnerskapseide organisasjoner klarer seg best, og bankeide forvaltere dårligst. I de partnerskapene vi har valgt, har imidlertid partnere også vært forvaltere for porteføljen. Resultatene på figur 6 er derfor trolig mer et resultat av enkeltpersoners betydning enn av organisasjonsformenes fortrinn.

Av organisasjonsmessige forhold har vi nevnt oppkjøp av organisasjonen og tap av porteføljeforvalter som varsellamper. I tillegg kan vi nevne ukklarhet om hvem som tar hvilke beslutninger (herunder alle komiteer), uklar insentivstruktur (herunder kollektive kriterier) og lønnsbetingelser under markedsnivå. Organisasjonsmessig stabilitet og lang erfaring finner vi like ofte i stagnerte organisasjoner som i gode organisasjoner. Våre porteføljeforvalte-



Figur 5: Regionale forvaltere – informasjonsrate og varighet



Figur 6: Eksterne forvaltere – Bidrag i million kroner pr. type organisasjon.

re har fra et par år til 40 års erfaring.

Det er med andre ord vanskelig å si noe generelt om hva som kjennetegner vellykkede forvaltningsbedrifter. Like vanskelig er det å si noe om hva som kjennetegner en god porteføljeforvalter, til tross for at vi i stor grad har lagt vekt på å finne slike. En lærdom vi sitter

igjen med, er at enkeltpersoner har meget stor betydning for resultatene. Det er imidlertid selvsagt slik at de færreste gjør en god jobb i et organisasjonsmessig vakuu. Organisasjonene gjør sitt beste når de stiller en god porteføljeforvalter overfor et utfordrende investeringsmiljø.





Utøvelse av eierrettigheter

Petroleumsfondet er en finansiell investor. Som minoritetsaksjonær i om lag 2900 selskaper er fondet avhengig av at det i og rundt selskapene er mekanismer som sikrer at alle aksjonærs interesser blir ivaretatt. God virksomhetsstyring avhenger av rammebetingelser bestemt av de enkelte lands myndigheter, struktur og funksjonsmåter i kapitalmarkedene, samt vedtekter, styring og ledelse i de enkelte selskapene. Med økt størrelse har Petroleumsfondet fått bedre muligheter til å ivareta sine finansielle interesser. I denne artikkelen beskrives internasjonale utviklingstrekk innenfor «corporate governance» og tiltak som Norges Bank som forvalter gjennomfører for å utøve eierrettigheter i Petroleumsfondet.

Internasjonalt blir begrepet «corporate governance» brukt som en samlebetegnelse for virksomhetsstyring og eierskapsutøvelse, det vil si styrings- og kontrollrutiner som skal sikre at et selskap blir styrt på en måte som beskytter og utvikler de finansielle verdiene. Det er vanskelig å finne et entydig norsk ord som har det samme innholdet, men begreper som eierskapsutøvelse, eierstyring, selskapsledelse og virksomhetsstyring er i større eller mindre grad dekkende.

Utgangspunkt: Sikre eierens langsiktige finansielle interesser

Hva som menes med «corporate governance», kan variere avhengig av hvilket forhold man har til selskapet. Selskapets ledelse og de enkelte styremedlemmene vil fokusere på hvor effektivt selskapet fungerer. Investeringsanalytikere og institusjonelle investorer vil ha større oppmerksomhet rettet mot styresammensetning, prosedyrer, korrekthet av rapportering og aksjonærrettigheter. For de regulerende myndigheter vil korrupsjon og bedrageri kunne stå i sentrum, mens jurister og revisorer vil fokusere på at selskaper etterlever lover og reguleringer. For mange av aktørene er hensikten å sikre at selskaper blir styrt på en måte som beskytter og utvikler de finansielle verdiene, samt at relasjoner til ansatte, kunder, leverandører og miljøet rundt blir ivaretatt på

en tilfredsstillende måte.

Utgangspunktet for eierskapsutøvelse er å sikre og utvikle den kapitalen som eieren har investert i et selskap. Selskapets disposisjoner og motivasjon vil kunne være påvirket av den tidshorisonten som legges til grunn, men et overordnet mål er normalt å maksimere det langsiktige finansielle resultatet. I et velfungerende kapitalmarked er dette det samme som å maksimere prisen på selskapets aksjer, det vil si at «veldrevne» selskaper blir belønnet av markedet gjennom økt aksjekurs. Utøvelse av eierskap og investeringsbeslutninger med det mål å øke avkastningen blir derfor to sider av samme sak. Et kjennetegn ved mange av skandalene knyttet til dårlig virksomhetsstyring de siste årene synes å ha vært at selskapsledelser har lagt en kort tidshorisont til grunn for sine disposisjoner og sin rapportering til markedet. I kjølvannet av skandalene er en ny og meget detaljert lovgivning vedtatt i USA, mens man i Europa har lagt vekt på å utforme prinsipper og anbefalinger for god eierskaps- og virksomhetsstyring som selskaper bør etterleve.

Viktige bestanddeler i et velfungerende kapitalmarked er lovgivning (for eksempel selskaps- og regnskapslover, lover for børsvirksomhet og økonomisk kriminalitet), tilsyn for å kontrollere etterlevelse av lover og forskrifter og børsovervåking ved kjøp og salg av aksjer og andre egenkapitalinstrumenter. Det er store

T E M A A R T I K K E L 4

forskjeller på hvor velfungerende de ulike lands kapitalmarkeder er, og det er store forskjeller på hvordan og i hvilken grad eierens interesser er sikret gjennom lovgivning og overvåkning. Generelt kan man si at jo mer velfungerende et marked er, desto mindre behov er det for kontroll for å sikre ivaretagelse av eierens interesser. Imidlertid vil også konsentrasjon av eierskap, interne kontrollsystemer og grad av åpenhet i det enkelte selskap påvirke hvor godt eierens interesser er ivarettet.

Mulige interessekonflikter

Det er ikke alltid styret og ledelsen opptrer på en måte som er i tråd med det langsiktige hovedmålet om å sikre de finansielle verdiene. Personlig vinning, makt og politikk kan prioriteres fremfor langsiktig verdiskaping. Ulike eiere kan imidlertid også ha motstridende interesser, for eksempel kan en eier som er stor nok til å ha kontroll over et selskap, få gjennomført disposisjoner som ikke er positive for de eierne som har mindre aksjeposter i selskapet. En rekke interessekonflikter kan oppstå:

- *Mellom eiere og styre/ledelse*

Eierskap og kontroll er separert ved at eierne har delegert ledelses- og driftsfunksjoner til styret og bedriftsledelsen. Dersom styrets og toppledelsens interesser ikke er i tråd med hverandre, vil ikke selskapet alltid opptre på en måte som er til det beste for eierens interesser (det klassiske prinsippal – agent-problemet).

Ledelsens insentiver kan i stor grad kontrolleres gjennom de avlønnsstrukturer som benyttes, men det er tilnærmet umulig å utforme insentivstrukturer som fanger opp alle potensielle interessekonflikter som vil kunne oppstå.

Den finansielle rapporteringen skal gi korrekt, utfyllende og tidsriktig informasjon. Aksjekurser påvirkes av den informasjonen som rapporteres. En kortsiktig opp-

blåsing av aksjekurs og andre finansielle nøkkeltall vil kunne være positivt for ledelsens avlønning, men vil kunne være misvisende informasjon for investorer og eiere som dermed vil kunne basere beslutninger på feil grunnlag.

- *Mellom eiere og andre som har krav på verdiskapingen*

Et selskap finansierer sin virksomhet på to måter; ved hjelp av egenkapital (i hovedsak aksjer og tilbakeholdt overskudd) og fremmedkapital (obligasjoner og banklån). Dersom et selskap går konkurs, vil låntakere være sikret ved pant i virksomheten og ha prioritet fremfor eiere av egenkapitalen.

I situasjoner der et selskap er nær konkurs, vil det typisk oppstå interessekonflikter mellom disse to gruppene av interessenter. Låntakerne kan maksimalt få igjen det de har lånt ut, mens eierne vil ønske å sikre fortsatt drift av selskapet fordi en potensiell økning i selskapets verdi vil øke sannsynligheten for at eierne kan få igjen noe for innskutt kapital.

Ansatte, leverandører og kunder er mer eller mindre beskyttet av eksplisitte kontrakter med selskapet. Hvor beskyttet de er, vil avhenge av lover og reguleringer, noe som vil variere med hvor i verden selskapet har tilhørighet.

- *Mellom ulike eiere*

Eiere er ikke en homogen gruppe. Dette vil kunne variere over tid og med hvor selskapet er hjemmehørende. De angloamerikanske markedene (USA, Canada og Storbritannia) har som fellestrekk en spredd eierstruktur, mens det japanske og de kontinentaleuropeiske markedene har stor grad av krysseierskap mellom industrikonsern og finansinstitusjoner.

Et viktig prinsipp for sikring av aksjonærinteresser er likebehandling. Eiere som holder en betydelig eierpost, vil ha større

insentiv til aktivt å overvåke ledelsen i selskapet, og konsentrert eierskap vil generelt føre til en bedring av aksjonærinteressene. Samtidig vil interessene til en stor aksjonær ofte være i konflikt med mindre eiere fordi kontroll medfører mulighet for egen vinning på bekostning av de mindre aksjonærene. I enkelte skandinaviske selskaper har man et system med flere aksjeklasser. Denne formen for forskjellsbehandling gjør det mulig for en eier å ha kontroll over selskapet uten å ha majoriteten av aksjekapitalen. Et annet eksempel der en eier kontrollerer et selskap uten å sitte på majoriteten av kapitalen, er selskapsgrupper med pyramidestruktur som man ofte finner i italienske selskaper.

- *Mellom institusjonelle investorer og deres eiere*

Institusjonelle investorer (pensjonsfond, aksjefond og store fondsforvaltere) er forvaltningsorganisasjoner som forvalter midler som andre eier, enten dette er enkeltpersoner med rett til pensjon, private investorer eller andre private fondseiere. De som gjør investeringsbeslutninger hos forvaltningsinstitusjonene, kan bli belønnet basert på relativt kortsiktige resultatmål som ikke alltid vil være i direkte overensstemmelse med sikring av de langsiktige finansielle verdiene av midlene de forvalter.

- *Mellom selskapet og samfunnet generelt*

Et selskaps handlinger vil i tillegg til de økonomiske også ha samfunns- og miljømessige konsekvenser. Disse effektene vil ikke alltid være i overensstemmelse med hverandre, i alle fall ikke på kort sikt. Det kan for et selskap være kortsiktig lønnsomt å flytte byrder over på omgivelsene, for eksempel forurensning av miljøet. På lengre sikt kan dette imidlertid også bli et problem for selskapet.

Måter å utøve eierskap på

Selskaphendelser

Eiere har en rekke rettigheter knyttet til de aksjene som eies, ved at man har en rett eller plikt til å ta stilling til forslag fra selskapet (såkalte selskaphendelser). Slike forslag kan være å gjøre et valg mellom (vanligvis) to alternativer, for eksempel må man velge om man vil motta utbytte fra selskapet i form av aksjer eller kontanter, tilbud fra selskapet om å kjøpe

tilbake deler av aksjekapitalen til en gitt pris, oppkjøpstilbud fra et annet selskap osv. Selskaphendelsene innebærer en verdi for eieren, og det er viktig at eieren benytter disse for å ivareta sine finansielle interesser i selskapet.

Stemmegivning

En del selskaphendelser er resultat av beslutninger på selskapenes generalforsamlinger,

for eksempel selskapets strategi, styresammensetning, tiltak for å hindre oppkjøp og fusjoner, selskapets kapitalstruktur, insentivstrukturer for styret, ledelsen og de ansatte. I mange tilfeller er stemmegivning på generalforsamlinger den eneste muligheten eieren har til å påvirke beslutninger som har direkte betydning for selskapets finansielle stilling. Det er selskapets ledelse som vanligvis utformer agenda til generalforsamling. Selskapslover og reguleringer og selskapets egne vedtekter regulerer langt på vei hvilke type saker som skal besluttes av aksjonærene gjennom stemmegivning på generalforsamlingen.

Eierne har også rett til å fremme egne punkter til agendaen til generalforsamlinger. Et aksjonærforslag kan ofte innebære at man stiller mistillit til ledelsen. Konflikter av denne karakter med store investorer løses oftest før man kommer så langt som til stemmegivning. Eiere som fokuserer på særskilte saker som ikke direkte er mistillit til styret og ledelsen, kan også fremme disse som egne saker på agendaen.

Kontakt med selskapets ledelse og styre

En eier kan fremme sine syn og prøve å påvirke selskapet gjennom kontakt med selskapets styre og ledelse. Diskusjonstemaer vil i stor grad være påvirket av hvem investoren er. Institusjonelle investorer vil typisk fokusere på prinsipielle spørsmål som uavhengighet i styresammensetningen, avlønningsstrukturer, åpenhet i rapporteringen, men også spørsmål av mer strategisk karakter kan bli diskutert. Aktivt eierskap er kostnads- og ressurskrevende. Ledelsens villighet til å være i dialog vil generelt avhenge av hvilke temaer som berøres, eierens innsikt og kompetanse og sist, men ikke minst, eierens størrelse. Samarbeid mellom investorer i enkeltsaker vil kunne gi større påvirkningsmulighet. Store private eiere vil typisk fokusere mer på de strategiske spørsmålene og kanskje også saker av mer operativ art.

Samarbeid mellom eiere

Et viktig internasjonalt utviklingstrekk er at store institusjonelle eiere har styrket sam-

beidet seg imellom for å kunne øve mer innflytelse på selskaper og reguleringsmyndigheter. De fleste store pensjonsfond har fastsatt retningslinjer for utøvelse av eierrettigheter basert på grunnsyn som er gjennomgående felles.

Investorer kan samarbeide i enkeltsaker overfor selskaper, enten gjennom dialog med selskapets ledelse og styre eller ved å samarbeide i forbindelse med stemmegivning på generalforsamlinger. I tillegg kan investorer søke å bidra til at myndighetsorganer og børser utvikler regelverk som best mulig sikrer ivaretagelse av aksjonærinteresser.

De mest kjente internasjonale uformelle nettverkene mellom institusjonelle investorer er International Corporate Governance Network (ICGN) og Global International Governance Network (GIGN). ICGN har nylig utarbeidet et dokument om prinsipper for eierskapsutøvelse og stemmegivning. I tillegg finnes en rekke nettverk av investorer og ulike interessegrupper som fokuserer på spesifikke temaer både overfor enkeltselskaper og regulerende myndigheter.

Nasjonale og internasjonale reguleringer og konvensjoner

Finansmarkedene i ulike land er i varierende grad underlagt lovgivning og reguleringer som skal sikre at selskaper opptrer på en måte som er til beste for å sikre eiernes interesser. Utfordringene i eierskapsutøvelse vil derfor i stor grad avhenge av markedet, og vil være påvirket av ulike tradisjoner mht. kultur, forretningsdrift og hvordan finansmarkedene fungerer.

Forskjellene i spredning i eierstruktur mellom de angloamerikanske og de kontinentaleuropeiske landene er en viktig grunn til at problemstillingene knyttet til virksomhetsstyring og eierskapsutøvelse er ulike. I mange euro-

peiske land er store aksjonærer beskyttet på bekostning av de mindre, noe som for eksempel gjør det vanskelig for eierskap på tvers av landegrenser. En viktig utfordring i eierskapsstyring er hvordan man skal unngå at betydelige verdier tilfaller store eiere på bekostning av de mindre eierne. I de angloamerikanske landene er hovedutfordringen at ledelsen får en for sterk stilling og for mye frihet i forhold til en spredd eiermasse. Hovedoppmerksomheten har ligget på regulering av styret og dets rolle i å overvåke selskapets ledelse.

Eierstrukturen i japanske sel-



selskaper kjennetegnes av banker og forsikringselskaper med store eierposter og innfløkte eierstrukturer med kryseierskap mellom selskaper. De siste årene har man imidlertid sett en økende grad av privat eierskap, både som følge av at den japanske økonomien stadig blir åpnere for utenlandsk eierskap, og som følge av at selskaper i større grad fokuserer på resultater for å kunne konkurrere med utenlandske selskaper. Disse endringene gjør spørsmålene om eierskapsutøvelse og aksjonærinteresser mer aktuelle også i Japan.

I fremvoksende markeder kan korrupsjon og ineffektivitet i fi-

nasmarkedene være et fremtredende problem. Manglende og dårlig informasjon samt mangelfull lovregulering gjør det vanskelig for eiere å kontrollere at selskaper opererer på en måte som ivaretar deres interesser. Ekspropriasjon (som at dividender som tilfaller utenlandske eiere, blir holdt tilbake eller ikke betalt i det hele tatt) er et problem i en del av disse markedene.

I kjølvannet av de mange selskapskandalene de siste årene, er eierskapsutøvelse blitt et viktig tema i mange land. Parallelt med krav til større engasjement hos eierne har børser og regulerings-

T E M A A R T I K K E L 4

myndigheter forsterket regelverk og overvåking av selskapers systemer og rutiner for styring, kontroll og regnskapsføring. Det er kommet til nye reguleringer og lovforslag. Det som går igjen i de fleste endringene, er større åpenhet overfor aksjonærene, mer robuste risiko- og kontrollsystemer, bekjempelse av korrupsjon og innsidehandel, informasjon om lederlønninger og mer oppmerksomhet på etikk.

Det er imidlertid viktig å påpeke at det er lett å tenke kortsiktig og glemme at siden slutten av 1980-årene har over 40 land kommet med nye lover og reguleringer for eierskapsutøvelse, mange ganske radikale. Drivkraften har vært globaliseringen med økende omfang av multinasjonale selskaper, større åpenhet i tidligere svært lukkede markeder og investeringer på tvers av landegrensene.

I USA ble en ny lov vedtatt i juni 2002 med hovedformål å fremme korrekt og uavhengig revisjon av børsnoterte selskaper og å sikre et skille mellom investeringsbank og meglervirksomhet for å unngå interessekonflikter. Loven tar også for seg bedrageri og korrupsjon.

Securities and Exchange Commission (SEC), det amerikanske kreditilsynet, godkjente i november 2003 nye «corporate governance»-standarder for de to store børsene NYSE og NASDAQ. SEC har også fremmet et forslag om at 3/4 av styret må være uavhengige styremedlemmer, og har pålagt forvaltere av aksjefond å offentliggjøre stemmegivning, noe som ikke er vanlig ellers i verden.

I Europa er det en økende grad av konvergens når det gjelder lovgivning og reguleringer for virksomhetsstyring og eierskapsutøvelse. De fleste landene har allerede etablert, eller er i ferd med å etablere, egne anbefalinger for «corporate governance». I mai 2003 vedtok EU-kommisjonen en

utfyllende plan (Corporate Governance Action Plan) for endringer i lover og reguleringer frem mot år 2010. Planen er ikke et pålegg for medlemslandene, men et forslag som baserer seg på at landene utarbeider egne nasjonale prinsipper og anbefalinger. Selskaper som ikke følger anbefalingene, må forklare seg.

Internasjonale konvensjoner og retningslinjer

Verdensbanken, OECD og FN har vært viktige pådrivere for utarbeidelsen av internasjonale «corporate governance»-standarder.

OECD vedtok i mai 1999 hovedprinsipper for god virksomhetsstyring som blant annet tar for seg likebehandling av aksjonærer, og som fremmer informasjon og åpenhet. Prinsippene dekker også korrupsjon og bedrageri. OECD har i tillegg utarbeidet retningslinjer for flernasjonale selskaper som dekker ulike områder som arbeidsrettigheter, menneskerettigheter, konkurranse og forbrukerinteresser.

Verdensbanken fokuserer sitt arbeid på aksjonærrettigheter, likebehandling av eiere, rettigheter til andre interessenter, gjennomskiktighet og åpenhet i rapportering og styrets rolle. Verdensbanken benytter OECDs prinsipper som referanseramme i evalueringen av et lands status på dette området.

De såkalte Global Compact-prinsippene ble lansert av FN i 1999. Dette er en samling prinsipper som oppfordrer bedrifter til å fremme og respektere internasjonale menneskerettigheter. Prinsippene dekker også arbeidstakerrettigheter og oppfordrer bedriftene til å ta initiativ til større ansvarlighet overfor miljøet og å fremme en bærekraftig internasjonal handel som kan bidra til at globaliseringen får positive konsekvenser for et flertall av verdens befolkning.

Institusjonelle investorer og eierskapsutøvelse

Institusjonelle investorer har historisk sett vært lite aktive med hensyn til utøvelse av eierskap. Dette har endret seg de siste årene, særlig i USA og Storbritannia. De siste årenes mange selskapskandaler har ført til økt oppmerksomhet om eierskapsutøvelse, og de fleste store pensjonsfond har etter hvert fastsatt retningslinjer for utøvelse av eierrettigheter basert på grunnsyn som er gjennomgående felles.

Et viktig moment for økt oppmerksomhet om eierskapsutøvelse blant de store institusjonelle investorene er at størrelsen deres i seg selv tilsier at det ikke er et reelt valg å selge seg ut av store selskaper. Store fondsforvaltere må investere i et stort antall selskaper for å spre risikoen. Institusjonelle investorer har i tillegg en lang tidshorison for investeringene.

Når man har mindre mulighet til å gjøre sitt syn gjeldende ved å selge seg ut, står påvirkning av selskapet igjen som et mer hensiktsmessig virkemiddel.

Mange institusjonelle investorer forvalter midler for flere kunder. Kundene kan ha ulike retningslinjer og krav for hvordan den institusjonelle investoren skal utøve eierskap på deres vegne. Enkelte kunder ønsker for eksempel ikke at stemmeretten benyttes, eller at aktivt eierskap skal utføres, mens andre har svært detaljerte retningslinjer for hvordan eierskap skal utøves. Dette betyr at selv om den institusjonelle investoren totalt sett forvalter en stor kapitalbase, er det ikke sikkert at den kan utøve den samme innflytelsen som kapitalbasen skulle tilsi.

På den andre siden sier imid-



lertid rundt 60 prosent av aktive forvaltere i en undersøkelse gjort av McKinsey¹ blant investorer at vurderinger knyttet til styring og kontroll av selskaper kan føre til at man unngår å investere i enkelte selskaper, eller at man reduserer investeringene i selskapene, blant annet fordi de ser på «corporate governance» som en aktivitet der kostnadene langt overskrider nytteverdien. Enkelte hevder at det vil kunne ta lang tid før man ser reelle endringer fra selskapets side, og at andre forvaltere (konkurrenter) «gratis» vil kunne dra fordel av denne forbedringen («free riders»).

De fleste institusjonelle investorer har retningslinjer for eierskapsutøvelse som har som hovedmål å sikre langsiktige finansielle interesser. Mange har offentliggjort retningslinjene, blant annet ved å legge dem ut på institusjonenes internettside. På denne måten er det klart definert hvilket grunnlag institusjonene bygger et eventuelt engasjement på, både overfor selskapene og andre investorer som kan være potensielle samarbeidspartner i spesifikke saker. Investorene har også detaljerte retningslinjer for utøvelse av stemmeretten som springer ut av retningslinjene for eierskapsutøvelse. Mange investorer offentliggjør også oversikter over hvilke konkrete handlinger og tiltak de har utført overfor selskaper og regulerende myndigheter.

Internasjonale investorer og stemmegivning

En internasjonal investor som ønsker å avgi stemme på generalforsamlingen til et utenlandsk selskap, møter flere utfordringer i gjennomføringen.

For å avgi stemme på en generalforsamling må eieren enten møte opp personlig eller få en lokal agent til å møte opp («proxy voting»)².

Informasjon om når det skal være et selskapsmøte, agenda-punkter på møtet og informasjon om sakene som skal vedtas, må være mottatt fra selskapet. Krav til offentliggjøring av og format på informasjon kan variere stort mellom markeder. Tolking og ikke minst oversettelse av saksdokumenter kan føre til mangelfull og feil informasjon.

I mange europeiske selskaper blir aksjer blokkert ved stemmegivning, det vil si at aksjene ikke kan selges fra man har avgitt stemme (en eller to uker før møtet), til møtet er avholdt. For mange investorer fører systemet med blokkering med seg at de velger å ikke stemme for å ha friheten til å selge aksjene.

Mange markeder krever at når proxy benyttes, må eieren dokumentere at en lokal agent kan stemme for dem. Denne dokumentasjonen må fornyes med jevne mellomrom.

Når stemmer først er avgitt, er ikke selskapene pålagt å gi bekreftelse på at stemmene er mottatt fra selskapets side, og heller ikke utfallet av stemmegivningen trenger å offentliggjøres.

Gjennomgående punkter i retningslinjene for eierskapsutøvelse blant institusjonelle investorer

Fokus i eierskapsutøvelse for institusjonelle investorer vil avhenge av hvilke markeder man investerer i. Følgende punkter synes imidlertid å være gjennomgående i retningslinjene for institusjonelle investorer:

- *Selskapets formål og forretningsstrategi:* Selskapet må ha en klart definert forretningsstrategi, og enhver betydelig endring må godkjennes av selskapets aksjonærer.
- *Styringsstruktur:* Det må eksistere formelle krav til styringsstrukturen, og selskapet må ha systemer for uavhengig måling

og kontroll slik at man best mulig sikrer at virksomheten styres i samsvar med eierens ønsker. Styrets viktigste rolle er å representere, utøve og beskytte aksjonærenes interesser. Styret skal føre tilsyn med daglig ledelse og virksomhet, og skal sørge for en forsvarlig organisering av virksomheten. Styrets arbeid og de enkelte styremedlemmene må evalueres jevnlig.

- *Styresammensetning:* Styret må ha stor grad av uavhengighet i forhold til selskapets ledelse og må være på valg med regelmessige mellomrom. Ved valg må aksjonærene ha tilstrekkelig informasjon om de aktuelle kandidatene for å kunne gjøre seg opp en mening.
- *Splitting av rollene som styreformann og administrerende direktør:* Mange investorer har som prinsipp at funksjonene som styreformann og administrerende direktør bør være atskilt fordi dette er to vesentlig forskjellige roller som krever ulik kompetanse og oppmerksomhet. Spesielt i USA er dette et viktig punkt da det er en tradisjon for at samme person har begge roller.
- *Kompensasjon til styre og ledelse:* Avlønning bør være basert på et insentivprogram som avhenger av selskapets verdiskaping over tid, og bør i så stor grad som mulig være uavhengig av ledelsens innsats. Eventuelle opsjons- eller aksjeprogram må ikke utvanne eksisterende aksjonærens eierskap. Avtaler om kompensasjon som innebærer tildeling av aksjer eller opsjoner, skal godkjennes på generalforsamling. Samlet godtgjørelse til hvert enkelt styremedlem og de sentrale lederne skal offentliggjøres.
- *Kapitalstruktur:* Ordinære aksjer skal som et hovedprinsipp medføre en stemme

per aksje. Nye aksjer kan utstedes så lenge det ikke fungerer som et hinder for oppkjøp eller vanner ut eierskap til eksisterende aksjonærer. En bør ikke støtte nye aksjeklasser som gir styret utvidede fullmakter, blant annet med hensyn til størrelse på ny kapital, å bestemme stemmerett, dividende-konvertering og vetorett.

- *Mottiltak ved forsøk på oppkjøp:* Det må ikke etableres formelle hindre mot oppkjøp, for denne typen forsvarmekanismer er ikke i aksjonærenes interesse.
- *Informasjon og rapportering:* Selskapet må gi nøyaktig, relevant og betimelig informasjon om sin økonomiske og finansielle stilling og om alle andre viktige forhold som kan påvirke verdien av selskapet.
- *Uavhengig revisjon:* Bruk av revisor til oppdrag utover revisjon (konsulentoppdrag) kan komprimere revisorens uavhengighet. Retningslinjer for godtgjørelse i forbindelse med denne typen oppdrag er et viktig instrument for å fremme uavhengighet.
- *Sosialt ansvarlige investeringer:* Investeringer som fokuserer på sosial ansvarlighet, miljø og etikk, har historisk sett vært begrenset til fond og investorer med et spesifikt syn eller en overbevisning når det gjelder denne typen spørsmål. Mange investorer har økt sitt engasjement på området ved å, enten direkte eller gjennom en tjenesteleverandør, være i aktiv dialog med selskaper om ulike temaer, for eksempel menneskerettigheter og miljø.

1) McKinsey Investor Opinion Survey 2002.

2) Elektronisk stemmegivning er imidlertid innført i Australia, Frankrike, Tyskland, Japan og Storbritannia.

T E M A A R T I K K E L 4

Eierskapsutøvelse i Petroleumsfondet

Petroleumsfondet er en finansiell investor og er ikke blant de store eierne i noen av de rundt 2900 bedriftene som fondet er investert i. De mange skandalene knyttet til svak ledelse og eierstyring i selskaper de siste årene har illustrert hvor viktig det er å sikre bedre ivaretagelse av eierens interesser.

Rammene for Norges Banks utøvelse av eierrettigheter i Petroleumsfondet er regulert i forskriftens § 11, der det heter: «Norges Bank skal ikke utøve eierrettigheter knyttet til aksjer med mindre det er nødvendig for å sikre fondets finansielle interesser.» Den store tilførselen av midler til Petroleumsfondet de siste årene har økt eierandelene for fondet. Dette fremgår av figur 10 i innledningen. Dermed har også muligheten til å ivareta eierinteressene økt. På denne bakgrunnen har Norges Bank trappet opp sitt engasjement for å utøve eierrettigheter. Finansdepartementet ble for ett år siden orientert om planene i et eget brev.

Eierskapsutøvelse frem til nå

Petroleumsfondet forvaltes både av Norges Bank selv og av en rekke eksterne forvaltere. Norges Bank har valgt en desentralisert modell der de eksterne forvalterne i henhold til de inngåtte avtalene skal ivareta Petroleumsfondets finansielle interesser gjennom en plikt til å ta stilling til såkalte frivillige selskaphendelser og rett til å stemme for de midlene de forvalter. Forvalterne har ingen plikt til å kontakte Norges Bank før stemmegivning.

Inntil 2003 har ikke Norges Bank utøvd stemmerett for de porteføljene som er forvaltet internt. I og med at omfanget av den interne forvaltningen er økt, begynte Norges Bank for ett år siden å benytte retten til å stemme for de internt forvaltede midlene. Det er etablert egne retningslinjer for eierskapsutøvelsen innenfor

rammen av forskriften. Retningslinjene er publisert på Norges Banks nettsted.

Hovedstyret i Norges Bank har delegert stemmegivningen til Norges Bank Kapitalforvaltning. Siden formålet er å ivareta porteføljens finansielle interesser, er det stor grad av synergi mellom denne aktiviteten og de finansielle analyser og vurderinger som ligger til grunn for forvaltningen. Det er derfor de enkelte porteføljeforvaltere som tar beslutningene om stemmegivning innenfor de rammene som er bestemt.

Norges Bank har siden den interne aksjeforvaltningen begynte i 1999, løpende utøvd eierrettigheter knyttet til selskaphendelser. Som forvalter av aksjer må Norges Bank ta stilling til en rekke forslag fra selskapene i forbindelse med selskaphendelser. Antall selskaphendelser i 2003 som Norges Bank måtte ta stilling til for de internt forvaltede midlene, var flere enn 1300. De eksterne forvalterne må på tilsvarende måte ta stilling til selskaphendelser for de midlene de forvalter.

I 2003 inngikk Norges Bank en avtale med det amerikanske selskapet Institutional Shareholder Services (ISS), som er verdens største selskap som spesialiserte seg på å gi investorer løpende informasjon om saker som skal opp til behandling i et stort antall selskaper rundt om i verden. Norges Bank kjøper tjenester som gir tilgang på informasjon om de ulike sakene, og analyser av forhold rundt det enkelte vedtaksforslag. Selve stemmegivningen er delegert til de interne porteføljeforvalterne i Norges Bank Kapitalforvaltning og gjøres ved hjelp av en webbasert stemmeplattform. Rapportering foregår over samme plattform. Store internasjonale investorer bruker tilsvarende konsulenttjenester for å kunne utøve stemmerett med begrenset personalinnsats i egen organisasjon.

En oversikt over stemmegivning i 2003 finnes på side 24 i beretningsdelen. Norges Bank Kapitalforvaltning har foreløpig konsentrert oppmerksomheten mot de 150 største selskapene i porteføljen. Disse utgjør rundt 50 prosent av markedsverdien i aksjeporteføljen. Bak dette ligger et ønske om å prioritere ressursinnsatsen der den antas å kaste mest av seg. Det planlegges en opptrapping i antall selskaper som følges opp med sikte på utøvelse av stemmerett.

Etiske retningslinjer

Det offentlige utvalget som skulle foreslå etiske retningslinjer for Petroleumsfondet, la i sin innstilling (avgitt til Finansdepartementet 25. juni 2003) vekt på forpliktelsen overfor fremtidige generasjoner av nordmenn som tilsier at fondet skal forvaltes med sikte på høyest mulig avkastning. På den andre siden la utvalget også vekt på forpliktelsen til å respektere grunnleggende menneskerettigheter, som tilsier at fondets investeringer ikke skal medvirke til grove brudd på disse rettighetene.

Utvalget foreslo eierskapsutøvelse som ett av virkemidlene for å bidra til at selskapene følger etiske normer. I forslaget til retningslinjer for eierskapsutøvelsen har utvalget gitt forrang til fondets primære formål, som er å oppnå høy langsiktig avkastning. Utvalget har samtidig forutsatt at det ikke vil være noen vesentlig konflikt mellom dette og prinsippene i de dokumentene som eierskapsutøvelsen skal baseres på. Imidlertid sier utvalget også at «i tilfeller hvor sammenhengen mellom etikk og langsiktig avkastning enten er uklart eller negativ, er ikke eierskapsutøvelse et egnet virkemiddel til å fremme etiske hensyn».

Utvalget fremhever utøvelse av stemmerett og dialog med selskapenes ledelse som aktuelle aktiviteter i eierskapsutøvelsen. Utvalget sier videre at Norges Bank vil ha et ansvar for å gjøre retningslinjenes generelle forventninger kjent for bedriftene, og arbeide for at bedriftene har etablert interne rutiner og prosedyrer som viser at forventningene følges opp. Det påpekes imidlertid at Norges Bank likevel ikke kan være garantist for at alle bedrifter til enhver tid oppfyller de etiske krav eller forventninger som eventuelle retningslinjer fra Finansdepartementet spesifiserer.



Tidligere publiserte artikler

Tidligere publiserte artikler i årsrapportene for 1998, 1999, 2000, 2001 og 2002 er fremdeles aktuelle.

Disse finnes på Norges Banks nettsider under Petroleumsfondet.

www.norges-bank.no/petroleumsfondet

Årsrapporten 1998:

- 1 Markedsutviklingen i 1998 i et langsiktig perspektiv
- 2 Sammensetningen av Petroleumsfondets portefølje
- 3 Aksjeinvesteringer og valg av eksterne aksjeforvalter
- 4 Styringen av risikoen i Petroleumsfondet

Årsrapporten 1999:

- 1 Strategi for høyest mulig avkastning
- 2 Metoder for å måle avkastning
- 3 Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning?
- 4 Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko

Årsrapporten 2000:

- 1 Forvaltningsstrategi i store utenlandske fond
- 2 Sammenhenger mellom størrelse, kostnader og avkastning i kapitalforvaltningen
- 3 utfordringer i drift av porteføljer og styringen av risiko
- 4 Aksjeinvesteringer i nye land

Årsrapporten 2001:

- 1 Ikke-statsgaranterte obligasjoner i Petroleumsfondet
- 2 Fra passiv til aktiv indeksforvaltning
- 3 Utviklingen i det internasjonale markedet for kapitalforvaltning

Årsrapporten 2002:

- 1 103 år i kapitalmarkedene
- 2 Kostnader ved store aksjehandler
- 3 Investeringer i et turbulent kredittmarked
- 4 Måling og styring av markedsrisiko

Oslo

Tokyo

14 02

London

MAN

12 JAN

13 02

22 02



Dokumentasjonsdel

Mandat for forvaltningen

Lov om Statens petroleumsfond.

Vedtatt 22. juni 1990. Sist endret ved lov av 16. januar 2004 nr. 2.

§ 1. Loven skal regulere disponerings- og plasseringsmåtene for et fond som skal underbygge de langsiktige hensyn ved anvendelse av petroleumsinntekter.

§ 2. Fondets inntekter er kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som blir ført over fra statsbudsjettet, avkastningen av fondets formue og netto finansransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten.

Kontantstrømmen framkommer som summen av

- de samlede skatte- og avgiftsinntekter av petroleumsvirksomheten som innkreves ifølge petroleumsloven og petroleumsloven
- avgiftsinntekter ved utslipp av CO₂ i petroleumsvirksomhet på kontinentalsokkelen
- inntekter som følge av Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten, definert som driftsinntekter og andre inntekter fratrukket driftsutgifter og andre direkte utgifter
- statlige inntekter på nettooverskudds-avtaler i enkelte utvinningstillatelser
- utbytte fra Statoil ASA
- overføringer fra Petroleumsforsikringsfondet
- statens inntekter i forbindelse med fjerning eller annen disponering av innretninger på kontinentalsokkelen
- statens eventuelle salg av andeler i Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten og fratrukket
- statens direkte investeringer i petroleumsvirksomheten
- statens utgifter til Petroleumsforsikringsfondet
- statens utgifter i forbindelse med fjerning eller annen disponering av innretninger på kontinentalsokkelen
- statens eventuelle kjøp av andeler som ledd i Statens direkte økonomiske enga-

sjement i petroleumsvirksomheten
Netto finansransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten framkommer som summen av:

- brutto inntekter ved statlig salg av aksjer i Statoil ASA og fratrukket
- statlig kapitalinnskudd i Statoil ASA og selskap som ivaretar statens interesser i petroleumsvirksomheten

§ 3. Fondets midler kan bare anvendes til en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget. Fondets midler kan ikke anvendes på annen måte, heller ikke til å yte kreditt til staten eller private.

§ 4. Fondets kapital anbringes som statens øvrige midler.

§ 5. Fondet kan ikke oppta lån. Fondet kan ikke selv ha rettigheter og plikter overfor private eller offentlige myndigheter. Det kan ikke saksøke eller saksøkes.

§ 6. Finansdepartementet forvalter fondet.

§ 7. Kongen kan gi bestemmelser til utfylling og gjennomføring av loven, herunder om fondets opprettelse, forvaltning m.v.

§ 8. Loven trer i kraft fra den tid Kongen bestemmer.

Forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond

Fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997 og sist endret 18. desember 2003.

§ 1. Forvaltningen av Statens petroleumsfond

Norges Bank forvalter Statens petroleumsfond på vegne av Finansdepartementet. Banken kan benytte andre forvaltere. Slike forvaltere må ha betryggende interne etiske retningslinjer for sin egen virksomhet.

Norges Bank avgir rapport om forvaltningen av fondet etter retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet.

§ 2. Plassering av fondet

Statens petroleumsfond er plassert på særskilt konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank skal i bankens eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd denominert i utenlandsk valuta.

Et nærmere bestemt beløp, fastsatt av Finansdepartementet, av plasseringene i utenlandsk valuta skal skilles ut og plasseres i egenkapitalinstrumenter etter nærmere retningslinjer fastsatt av departementet (Miljøporteføljen). De øvrige midlene (den ordinære porteføljen) skal plasseres i samsvar med denne forskrift § 5 til § 8.

Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringene i utenlandsk valuta innenfor de begrensninger som følger av forskriften og de retningslinjer som er gitt i medhold av denne.

§ 3. Fondets regnskapsmessige avkastning

Verdien på petroleumsfondets kronekonto settes lik den samlede verdien av miljøporteføljen og den ordinære porteføljen. Norges Banks bokførte avkastning på miljøporteføljen og den ordinære porteføljen, med fradrag for godtgjøring til Norges Bank, tillegges petroleumsfondets kronekonto pr. 31. desember hvert år.

§ 4. Referanseportefølje og relativ risiko

Finansdepartementet fastsetter, etter å ha innhentet råd fra Norges Bank, referanseporteføljer for miljøporteføljen og den ordinære porteføljen. Departementet fastsetter maksimalgrenser for de forventede avkastningsforskjeller mellom investeringene i miljøporteføljen og den ordinære porteføljen og deres respektive referanseporteføljer, målt ved relativ volatilitet.

§ 5. Aktivafordeling

Den ordinære porteføljen skal plasseres i henhold til følgende fordeling av aktiva: Rentebærende instrumenter 50 - 70% Egenkapitalinstrumenter 30 - 50%.

Ved beregningen av aktivafor fordelingen etter første ledd skal derivater hvor det underliggende instrumentet er et egenkapitalinstrument, regnes som om det var investert i de underliggende instrumenter direkte. Aktivafor fordelingen etter første ledd regnes av hele den ordinære porteføljen eksklusive derivater.

§ 6. Valuta- og markedsfordeling

Den ordinære porteføljen for egenkapitalinstrumenter skal plasseres i henhold til følgende valuta- og markedsfordeling:

Europa 40 - 60%

Amerika, Midt-Østen/Afrika, Asia og

Oseania 40 - 60%

Den ordinære porteføljen kan plasseres i egenkapitalinstrumenter notert på børsene i følgende land/områder:

Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyrkia, Tyskland, Østerrike, Island, Kypros, Polen, Tsjekkia og Ungarn.

Amerika: Brasil, Canada, Mexico, USA og Chile.

Asia og Oseania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore, Sør-Korea, Taiwan, Thailand, Filippinene, India, Indonesia, Kina og Malaysia.

Midt-Østen og Afrika: Israel og Sør-Afrika.

Summen av investeringene i egenkapitalinstrumenter i Tyrkia, Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan, Thailand, Polen, Tsjekkia, Ungarn, Chile, Filippinene, India, Indonesia, Kina, Malaysia, Sør-Afrika og Israel skal ikke utgjøre mer enn 5% av de samlede investeringene i egenkapitalinstrumenter, målt etter valuta- og markedsandel.

Den ordinære obligasjonsporteføljen skal plasseres i henhold til følgende valuta- og markedsfordeling:

Europa 45 - 65%

Amerika og Midt-Østen/Afrika 25 - 45%

Asia og Oseania 0 - 20%

Den ordinære porteføljen kan videre plasseres i rentebærende instrumenter utstedt i en valuta til et av følgende land/områder:

Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland, Østerrike, Island, Kypros, Polen, Ungarn og Tsjekkia.

Amerika: Canada, USA og Mexico.

Afrika: Sør-Afrika

Asia og Oseania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore og Sør-Korea.

§ 7. Renterisiko

Modifisert durasjon på den samlede porteføljen av rentebærende instrumenter og tilknyttede derivater skal være mellom 3 og 7.

§ 8. Kredittrisiko

Finansdepartementet fastlegger rammer for kredittrisikoen i den ordinære porteføljen.

§ 9.

Finansdepartementet oppnevner et råd som etter anmodning fra Finansdepartementet skal gi en vurdering av om Fondets plasseringsmuligheter i finansielle instrumenter utstedt av nærmere an-

gitte utstedere kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser. Norges Bank skal etter anmodning fra departementet eller rådet innhente faktiske opplysninger fra de angitte foretakene.

Finansdepartementet kan endre Fondets investeringsmuligheter ved å utelukke finansielle instrumenter utstedt av nærmere angitte utstedere, dersom plassering i slike instrumenter kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser.

Rådet skal bestå av tre medlemmer. Rådet skal ha høy folkerettslig kompetanse.

Rådet organiserer sekretariatsfunksjonene. Finansdepartementet kan gi nærmere regler for rådet, dets virksomhet og organisasjon.

§ 10. Risikosystemer og risikostyring

Norges Bank skal påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som brukes i forvaltningen av fondet. Det kan benyttes derivater i den utstrekning den økonomiske eksponeringen som følger av dette ikke overstiger den eksponering en ville ha fått ved å investere i de underliggende instrumenter direkte.

§ 11. Eie av aksjer

Investeringene kan ikke plasseres slik at miljøporteføljen og den ordinære porteføljen til sammen oppnår en eierandel på mer enn 3 prosent av aksjekapitalen i ett enkelt selskap eller en eierandel på mer enn 3 prosent av de aksjene i ett enkelt selskap som gir stemmerett. Norges Bank skal ikke utøve eierrettigheter knyttet til aksjer med mindre det er nødvendig for å sikre fondets finansielle interesser.

Retningslinjer for miljøporteføljen i Statens petroleumsfond

Fastsatt av Finansdepartementet 21. august 2003 med virkning fra og med 19. september 2003 med hjemmel i § 2 i forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond av 3. oktober 1997.

1. Miljøporteføljen etableres 31. januar 2001 med en kapital på 1 mrd. kroner. Eventuelle økninger av det investerte beløp kan foretas etter nærmere vedtak. Porteføljen er en del av Statens petroleumsfond og skal forvaltes av Norges Bank.

2. Miljøporteføljen skal utelukkende investeres i egenkapitalinstrumenter notert på børsene i følgende land/områder:
Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike
Amerika: Canada og USA
Asia og Oseania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand og Singapore.

3. Miljøporteføljens referanseportefølje består av de selskapene i FTSE-indeksene for de ovennevnte land som oppfyller nærmere bestemte krav til miljørapportering eller miljøstyringssystem. Dessuten inkluderes selskaper som vurderes å ha liten negativ innflytelse på miljøet, selv om de ikke oppfyller kravene til rapportering og sertifisering. Det britiske konsulentselskapet Ethical Investment Research Service (EIRIS) identifiserer disse selskapene på oppdrag fra Finansdepartementet.

4. Regionfordelingen til miljøporteføljens referanseportefølje settes ved etableringen til 50 pst. i Europa, 30 pst. i Nord-Amerika og 20 pst. i Asia/Oseania. Landvektene innenfor hver region bestemmes av markedsverdien til de be-

driftene som oppfyller kriteriene. Innenfor hvert enkelt land vektet de godkjente selskapene i forhold til sin markedsverdi. Regionvektene i miljøporteføljen rebalanseres ikke, men flyter med utviklingen i markedsverdi i regionene.

5. Miljøporteføljens investeringsunivers og referanseportefølje er identisk med to unntak: For det første kan selskaper som går ut av referanseporteføljen, være i miljøporteføljen i ytterligere tre måneder. For det annet er det anledning til å investere i selskaper som EIRIS eller FTSE har bestemt å inkludere, før selskapene faktisk tas inn i referanseporteføljen.

6. Den øvre grensen for forventet relativ volatilitet for miljøporteføljen i forhold til dens referanseportefølje er 1 prosentpoeng.

7. Norges Bank skal rapportere om forvaltningen av miljøporteføljen samtidig som banken rapporterer om forvaltningen av Petroleumsfondet for øvrig. Banken skal bistå med innsamling og bearbeiding av data til bruk ved evalueringen av miljøporteføljen etter 3 års drift.

8. Referanseporteføljen lages med utgangspunkt i FTSE GEIS (Global Equity Index Series) med delindeksene for store og mellomstore selskaper, men uten delindeksen for små selskaper og en liste fra EIRIS over selskaper som oppfyller miljøkriteriene. EIRIS har på vegne av Finansdepartementet ansvar for å sende Norges Bank listen over selskaper som oppfyller miljøkriteriene, samtidig som de sender listen til indekssleverandør for miljøporteføljen.

Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank

Følgende forvaltningsavtale for Petroleumsfondet er inngått mellom Finansdepartementet og Norges Bank 12. februar 2002:

1. Avtalens innhold mv.

Staten ved Finansdepartementet har gitt Norges Bank i oppdrag å forestå den operative forvaltning av Statens petroleumsfond. Forvaltningen av fondet er regulert i lov om Statens petroleumsfond av 22. juni 1990 nr 36 med tilhørende forskrifter, samt andre vedtak og retningslinjer som er eller måtte bli vedtatt av Finansdepartementet. Denne avtale regulerer sammen med nevnte regelverk og vedtak forholdet mellom Finansdepartementet og Norges Bank i forbindelse med forvaltningen av fondet.

Alle meddelelser som berører denne avtale, skal være skriftlige og undertegnet. Slike meddelelser skal sendes til Norges Bank Kapitalforvaltning og til Økonomiavdelingen i Finansdepartementet.

2. Norges Banks plikter

2.1 Norges Banks ansvar

Norges Bank skal forvalte fondet i samsvar med lov, økonomireglement for staten, forskrifter og andre vedtak og retningslinjer som gjelder for fondet, jfr punktene 1 og 3.1. Saker av særlig viktighet skal forelegges Finansdepartementet.

Kvartals- og årsrapporter om forvaltningen av fondet som Norges Bank avgir etter retningslinjer fastsatt av departementet, jfr forskriftens § 1, skal være bekræftet av Norges Banks Revisjon. Norges Bank skal uten ugrunnet opphold varsle departementet dersom det har funnet sted eller ventes å finne sted vesentlige endringer i fondets verdier. Norges Bank plikter å gi Finansdepartementet de opplysningene departementet ber om, herunder opplysninger i datalesbar form til selskap som bistår departementet i vurderingen av Norges Banks

forvaltning av petroleumsfondet.

Norges Bank er erstatningspliktig overfor staten for tap som følge av uaktsomhet eller forsett fra bankens side eller fra eksterne forvaltere eller eksterne tjenesteytere som banken har inngått avtale med. jf. avtalens pkt. 2.2 første ledd.

2.2 Forvaltning av fondet

Norges Bank kan benytte eksterne forvaltere og også for øvrig gjøre bruk av eksterne tjenesteytere ved forvaltningen av fondsmidlene. Norges Bank er avtalepart med slike tjenesteytere, og skal føre tilsyn med deres virksomhet på vegne av fondet.

Finansdepartementet skal orienteres om valg av eksterne tjenesteytere av vesentlig betydning for forvaltningen og om grunnlaget for valget. Departementet skal motta kopier av vedleggene om godtgjøring i nye forvaltningsavtaler som Norges Bank har inngått med eksterne forvaltere i forbindelse med forvaltningen av fondet. Godtgjøring til eksterne forvaltere skal skje slik at Petroleumsfondet beholder den vesentligste delen av økninger i meravkastningen. Finansdepartementet kan kreve å få seg forelagt alle kontrakter Norges Bank har inngått i forbindelse med forvaltningen av fondet.

2.3 Endringer i forskrifter, retningslinjer mv.

Etter anmodning fra Finansdepartementet skal Norges Bank gi departementet råd om endringer i rammevilkårene for forvaltningen, herunder forskrifter, vedtak og retningslinjer som departementet fastsetter. Norges Bank kan også fremme egne forslag om endringer i rammevilkårene dersom banken anser det hensiktsmessig.

2.4 Uttrekk av enkelte finansielle instrumenter

Norges Bank skal etter anmodning fra Finansdepartementet eller rådet, som nevnt i forskrift av 3.10.97 nr 1078 §9, innhente opplysninger om nærmere angitte utstedere, og gi disse opplysningene til rådet.

Dersom Finansdepartementet treffer vedtak om å utelukke bestemte finansielle instrumenter fra investeringsmulig-

hetene til Statens petroleumsfond, skal Norges Bank gis en frist på minimum fire uker til å gjennomføre eventuelle nedslag fra fondet.

Norges Bank skal gi melding til Finansdepartementet når et nedslag er gjennomført. Finansdepartementet skal vurdere offentliggjøring av rådets og Finansdepartementets vurderinger fra sak til sak, jf. kgl. res. av 30. november 2001. Dersom forvaltningsmessige hensyn tilsier det, skal offentliggjøring søkes utsatt til etter at Finansdepartementet har mottatt melding om at nedslag er gjennomført.

2.5 Informasjon

Norges Bank skal innenfor offentlighetsloven og forvaltningslovens rammer, og etter nærmere retningslinjer fra Finansdepartementet, gi informasjon til offentligheten om utførelsen av forvalteroppdraget.

3. Finansdepartementets plikter

3.1 Forskrifter retningslinjer mv.

Norges Bank skal ha anledning til å uttale seg før det foretas endringer i forskrifter, vedtak eller retningslinjer om forvaltningen, og skal ha varsel i rimelig tid for å kunne foreta eventuelle endringer i porteføljen.

3.2 Godtgjøring

Godtgjøringen skal skje i samsvar med Vedlegg 1 til denne avtale. Beregningsmåten for godtgjøringen kan innen 1. desember hvert år kreves endret av begge parter for det påfølgende kalenderår.

Godtgjøringen trekkes fra fondets brutto avkastning før netto avkastning tilføres fondets kronekonto pr. 31. desember hvert år. Norges Bank skal oversende sin beregning av godtgjøringen til Finansdepartementet så tidlig som mulig og senest en uke før endelig regnskapsavslutning.

3.3 Kreditering

Finansdepartementet foretar eventuelle overføringer av midler fra statskassen til fondets kronekonto i Norges Bank. Meldingsfrist til Norges Bank og endelig kronebeløp som krediteres følger av de til enhver tid gjeldende "Retningslinjer

for rebalansering av Petroleumsfondet".

3.4 Debitering

Finansdepartementet gir Norges Bank melding i rimelig tid for tilpasning av porteføljen før det foretas trekk på fondet. Finansdepartementet gir beskjed om hvilken konto overføringen skal godskrives.

3.5 Skattespørsmål

Finansdepartementet skal bidra til å frembringe den dokumentasjon som er nødvendig for å avklare skatteposisjonen for de plasseringer av fondets midler som er foretatt i utlandet.

4. Endringer og ikrafttreden mv

4.1 Endringer

Avtalen skal endres når endringer i lov eller forskrift, vedtak eller retningslinjer tilsier det. For øvrig kan denne avtale med vedlegg ikke endres uten etter skriftlig samtykke fra begge parter.

4.2 Ikrafttreden og oppsigelse mv

Denne avtale trer i kraft 1. januar 2002. Dersom ingen av partene innen 31. desember i et år har gitt skriftlig melding om at avtalen skal opphøre pr. 31. desember påfølgende år, vil avtalen løpe ytterligere ett år om gangen inntil slik melding blir gitt.

Finansdepartementet gir nærmere regler og instruksjer ved avvikling av forvaltningsoppdraget, herunder om sluttvederlag og annen godtgjøring til Norges Bank i forbindelse med avviklingen. Punkt 3.1 gjelder tilsvarende.

Vedlegg 1:

Godtgjøring for forvaltningen av Statens petroleumsfond i 2003

Godtgjøringen skal dekke de kostnader Norges Bank har ved forvaltningen av fondet. Dog dekkes ikke kostnader utover 10,0 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Beregning av gjennomsnittsbeløpet baseres på markedsverdien av Petroleumsfondets portefølje regnet i norske kroner ved inngangen til hver måned i 2003. I tillegg til kostnadsdekning innenfor den øvre grensen godtgjøres Norges Bank for den del av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2003

Europa

	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
PORTUGAL			Zurich Financial Services AG	479 788	0,348	Cadbury Schweppes Plc		
Banco BPI SA	6 891	0,037				Caledonia Investments PLC		
Banco Comercial Portugues SA	70 586	0,142	SVERIGE			Canary Wharf Group Plc		
Banco Espirito Santo SA	3 225	0,010	Assa Abloy AB	151 521	0,509	Capita Group Plc		
Brisa-Auto Estradas de Portugal SA	43 850	0,163	Atlas Copco AB	152 277	0,312	Capital & Regional PLC		
Cimpor Cimentos de Portugal SA	14 429	0,062	Autoliv Inc	14 242	0,060	Capital Radio Plc		
Electricidade de Portugal SA	222 050	0,418	Biocore International AB	7 718	0,507	Carillion Plc		
Portugal Telecom SGPS SA	404 329	0,478	Electrolux AB	132 164	0,274	Carlton Communications Plc		
PT Multimedia Servicos de Telecom. e Multimedia SGPS SA	9 007	0,043	Eniro AB	41 508	0,386	Carnival PLC		
SPANIA			ForeningsSparbanken AB	431 507	0,620	Carphone Warehouse Group PLC		
Abertis Infraestructuras SA	90 309	0,169	Gambro AB	73 979	0,393	Cattles Plc		
Acciona SA	42 249	0,162	Hennes & Mauritz AB	200 219	0,152	CD Bramall Plc		
Acerinox SA	49 891	0,239	Holmen AB	52 430	0,269	Centrica Plc		
ACS Actividades Cons y Serv	317 403	0,816	Industrivarden AB	55 587	0,261	Cesky Telecom AS		
Altadis SA	707 891	1,292	Investor AB	91 218	0,182	Chelsfield Plc		
Amadeus Global Travel Distribution	30 374	0,116	JM AB	18 259	0,661	Chrysalis Group		
Antena 3 Television SA	36 079	0,226	Nordea AB	61 605	0,042	Close Brothers Group Plc		
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	1 328 428	0,443	OMHEX AB	24 217	0,249	Compass Group PLC		
Banco de Sabadell SA	8 585	0,029	Proffice AB	903	0,072	Corus Group Plc		
Banco Espanol de Credito SA	88 975	0,159	Rottneros AB	7 202	0,492	Countrywide Assured Group Plc		
Banco Popular Espanol SA	290 650	0,321	Sandvik AB	144 185	0,243	Courts Plc		
Banco Santander Central Hispano SA	619 441	0,162	Scania AB	17 468	0,046	Croda International		
Bankinter SA	75 134	0,352	Securitas AB	299 473	0,905	Daily Mail & General Trust		
Cementos Portland Valderrivas SA	26 622	0,242	Skandia Forsakrings AB	94 210	0,367	Dairy Crest Group Plc		
Cia de Distribucion Integral Logista SA	54 789	0,573	Skandinaviska Enskilda Banken AB	138 986	0,200	Davis Service Group PLC		
Cia Espanola de Petroleos	1 429	0,002	Skanska AB	55 955	0,218	Diageo PLC		
Corp Financiera Alba	26 776	0,201	SKF AB	66 640	0,225	Diagonal Plc		
Corp Mapfre SA	88 715	0,506	Ssab Svenskt Stal AB	27 988	0,230	Dixons Group Plc		
Endesa SA	278 504	0,206	Svenska Cellulosa AB	126 852	0,194	Domestic & General Group		
Fomento de Construcciones Y Contratas SA	227 037	0,697	Svenska Handelsbanken	530 895	0,543	ebookers plc		
Gas Natural SDG SA	73 144	0,102	Swedish Match AB	51 728	0,215	Edinburgh Investment Trust PLC/The		
Grupo Ferrovial SA	70 233	0,211	Tele2 AB	97 258	0,182	Eesti Telekom		
Iberdrola SA	417 092	0,356	Telefonaktiebolaget LM Ericsson	635 410	0,324	Eidos Plc		
Inditex SA	335 184	0,394	TeliaSonera AB	58 121	0,035	Electrocomponents Plc		
Inmobiliaria Colonial	16 629	0,183	TV 4 AB	23 748	0,874	Elementis Plc		
NH Hoteles SA	22 168	0,240	Volvo AB	215 553	0,239	Emap Plc		
Prosegur Cia de Seguridad SA	35 820	0,522	STORBRITANNIA			EMI Group PLC		
Red Electrica de Espana	40 832	0,278	3i Group Plc	446 146	0,988	Enterprise Inns Plc		
Repsol YPF SA	543 446	0,339	Abbey National PLC	314 123	0,337	European Motor Holdings Plc		
Sociedad General de Aguas de Barcelona SA	44 824	0,303	Abbot Group Plc	8 358	0,275	Exel plc		
Sogecable SA	161 685	0,544	AEA Technology Plc	15 560	0,896	Expro International Group		
Telefonica SA	2 189 370	0,439	Aegis Group Plc	35 701	0,269	Fenner Plc		
Terra Networks SA	17 316	0,069	Aggreko Plc	37 367	0,771	Findel PLC		
Union Fenosa SA	81 615	0,216	Alba Plc	22 848	0,609	First Choice Holidays Plc		
Zardoya-Otis SA	25 950	0,095	Alexon Group Plc	17 447	0,810	Firstgroup Plc		
SVEITS			Alfred McAlpine Plc	60 795	1,709	Foreign & Colonial Investment Trust PLC		
ABB Ltd	726 112	0,890	Alliance & Leicester Plc	165 809	0,331	Forth Ports Plc		
Adecco SA	212 715	0,264	Alliance Trust PLC/The	12 536	0,078	Friends Provident PLC		
Baloise Holding Ltd	13 839	0,088	Alliance Unichem Plc	98 172	0,455	Galen Holdings Plc		
Bank Sarasin & Compagnie AG	21 647	0,351	Allied Domecq Plc	160 228	0,278	Gallagher Group Plc		
Barry Callebaut AG	49 422	0,750	Alvis Plc	18 436	0,809	Games Workshop Group Plc		
BKW FMB Energie AG	72 147	0,529	Amdocs Ltd	30 754	0,095	Geest Plc		
Ciba Specialty Chemicals AG	91 958	0,257	Amersham PLC	203 219	0,316	Genemedix PLC		
Clariant AG	35 898	0,234	Amvescap Plc	113 279	0,290	GKN Plc		
Compagnie Financiere Richemont AG	756 500	0,848	Anglo American Plc	838 832	0,390	GlaxoSmithKline plc		
Converium Holding AG	66 159	0,462	Antofagasta Plc	30 412	0,121	Go-Ahead Group Plc		
Credit Suisse Group	1 697 657	0,577	ARM Holdings Plc	20 394	0,130	Goldshield Group Plc		
Forbo Holding AG	19 016	0,766	Associated British Foods Plc	153 153	0,275	Grainger Trust Plc		
Givaudan	247 674	0,880	Associated British Ports Holdings Plc	55 153	0,313	Granada Plc		
Helvetia Patria Holding	34 212	0,507	AstraZeneca Plc	2 153 988	0,388	Greene King Plc		
Holcim Ltd	317 444	0,508	Aviva Plc	938 308	0,704	Greggs Plc		
Julius Baer Holding AG	75 962	0,304	AWG PLC	30 938	0,341	GUS PLC		
Kuehne & Nagel International AG	92 696	0,461	Babcock International Group	20 723	0,980	Halma Plc		
Liechtenstein Landesbank	56 200	0,530	BAE Systems Plc	189 786	0,310	Hammond Plc		
Lindt & Spruengli AG	49 312	0,395	Balfour Beatty Plc	23 420	0,212	Hansson Plc		
Logitech International SA	9 026	0,066	Barclays PLC	1 581 805	0,402	Hays Plc		
Lonza Group AG	45 902	0,231	BBA Group Plc	58 496	0,432	HBOS PLC		
Nestle SA	2 072 267	0,304	Bellway Plc	16 483	0,178	Headlam Group Plc		
Nobel Biocare Holding AG	109 625	0,645	Bespak Plc	14 664	0,933	Helpfire Plc		
Novartis AG	3 338 596	0,438	BG Group Plc	590 891	0,496	HHG PLC		
Pargesa Holding SA	426	0,001	BHP Billiton PLC	456 920	0,313	Hilton Group Plc		
Phoenix Mecano AG	17 214	0,731	BOC Group Plc	206 363	0,408	HMV Group PLC		
Roche Holding AG	2 242 134	0,367	Boots Group PLC	551 705	0,836	HSBC Holdings Plc		
Schindler Holding AG	171 224	0,777	Bovis Homes Group Plc	46 939	0,704	Huntleigh Technology Plc		
Serono SA	247 587	0,324	BP PLC	6 199 567	0,522	ICAP PLC		
SGS SA	60 131	0,183	BPB Plc	149 086	0,735	IMI Plc		
Swatch Group AG	371 834	0,792	BPP Holdings PLC	16 977	0,828	Imperial Chemical Industries plc		
Swiss Life Holding	176 414	0,663	Bradford & Bingley PLC	141 838	0,609	Imperial Tobacco Group Plc		
Swiss Reinsurance	719 987	0,492	Brambles Industries PLC	206 755	1,176	Inchcape Plc		
Swisscom AG	871 230	0,592	British Airways Plc	99 851	0,345	Intercontinental Hotels Group Plc		
Syngenta AG	159 353	0,349	British American Tobacco Plc	463 911	0,239	Intermediate Capital Group		
Synthes-Stratec Inc	344 480	0,477	British Energy Plc	490	0,149	International Power Plc		
Temenos Group AG	9 703	0,379	British Land Co Plc	42 273	0,122	Intertek Group PLC		
UBS AG	2 719 569	0,546	British Sky Broadcasting PLC	635 491	0,391	Invensys Plc		
Valora Holding AG	55 503	0,837	British Vita Plc	26 737	0,475	Investec PLC		
Vontobel Holding AG	16 677	0,190	BT Group PLC	916 747	0,474	ITNET Plc		
			Bunzl Plc	72 177	0,312	J Sainsbury Plc		
			Business Post Group Plc	23 813	0,707	James Fisher & Sons Plc		
			BAA Plc	293 599	0,473	Jardine Lloyd Thompson Group PLC		
			Cable & Wireless PLC	137 477	0,363	JJB Sports Plc		
						John David Group PLC		

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2003

Europa

	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
John Laing PLC	21 378	0,549	Somerfield Plc	65 985	0,805	Hannover Rueckversicherungs AG	84 064	0,291
Johnson Matthey Plc	80 111	0,320	Speedy Hire PLC	8 694	0,446	HeidelbergCement AG	31 469	0,110
Johnston Press PLC	29 105	0,186	Spirent Plc	16 729	0,251	Heidelberger Druckmaschinen	15 188	0,069
Kelda Group Plc	80 085	0,366	St Ives Group PLC	85 308	1,767	Henkel KGaA	110 294	0,148
Keller Group Plc	15 613	0,923	Standard Chartered Plc	632 358	0,488	Hornbach Holding AG	10 580	0,254
Kesa Electricals PLC	249 113	1,509	Stanley Leisure Plc	51 968	0,867	Hypo Real Estate Holding	80 795	0,343
Kidde Plc	28 739	0,273	SVB Holdings PLC	8 685	0,433	Infineon Technologies AG	577 787	0,839
Kingfisher PLC	299 511	0,372	Tate & Lyle Plc	191 544	1,039	KarstadtQuelle AG	5 897	0,029
Laird Group Plc	29 124	0,626	Taylor Woodrow Plc	32 961	0,179	Linde AG	77 749	0,179
Land Securities Group PLC	42 557	0,077	Tesco Plc	901 355	0,404	MAN AG	52 028	0,170
Legal & General Group PLC	273 353	0,350	THUS Group PLC	28 165	0,585	Merck KGaA	218 123	0,402
Liberty International Plc	41 929	0,163	Tibbett & Britten Group Plc	13 023	0,544	Metro AG	203 326	0,208
Lloyds TSB Group Plc	901 157	0,296	Tomkins Plc	97 445	0,393	MG Technologies AG	131 801	0,721
LogicaCMG PLC	144 049	0,631	Travis Perkins PLC	71 933	0,420	MLP AG	6 857	0,049
London Merchant Securities	30 214	0,458	Trifast Plc	15 983	2,257	Mobilcom AG	26 437	0,349
Lonmin Plc	237 142	1,305	Trinity Mirror Plc	53 191	0,267	Muenchener Rueckversicherungs AG	965 917	0,510
Lookers Plc	4 904	0,443	Ultra Electronics Holdings	47 217	1,140	Porsche AG	94 690	0,133
Man Group Plc	256 512	0,479	Unilever Plc	883 590	0,490	ProSieben SAT.1 Media AG	49 957	0,226
Management Consulting Group PLC	785	0,152	Unite Group Plc	5 672	0,247	Puma AG Rudolf Dassler Sport	21 330	0,107
Marconi Corp PLC	17 829	0,127	United Business Media PLC	112 455	0,570	RWE AG	269 413	0,184
Marks & Spencer Group PLC	251 590	0,344	United Utilities PLC	124 170	0,374	SAP AG	998 407	0,280
Marlborough Stirling plc	4 738	0,379	Vardy (Reg) Plc	20 183	0,609	Schering AG	212 425	0,314
Matalan Plc	78 521	0,879	Victrex Plc	17 283	0,524	Siemens AG	2 118 063	0,443
Meggitt PLC	20 924	0,256	Vodafone Group PLC	5 543 326	0,484	Software AG	11 005	0,280
MERANT Plc	17 162	1,001	VT Group PLC	36 605	0,763	Suedzucker AG	53 308	0,241
MFI Furniture Plc	28 869	0,266	Wellington Underwriting Plc	12 220	0,265	ThyssenKrupp AG	122 504	0,181
Michael Page International Plc	120 123	1,466	Wembley Plc	12 916	0,526	T-Online International	98 087	0,090
Misys Plc	66 221	0,457	Whatman Plc	5 728	0,235	TUI AG	45 230	0,174
Mitchells & Butlers PLC	43 431	0,311	Whitbread PLC	79 773	0,314	Viva Media AG	1 936	0,152
Mitie Group	12 557	0,277	Wincanton Plc	30 942	1,079	Volkswagen AG	255 072	0,199
mmO2 PLC	144 804	0,174	Witan Investment Trust PLC	22 473	0,179	Wella AG	67 567	0,153
Morrison WM Supermarkets	153 429	0,368	Wolseley Plc	334 172	0,612			
Mowlem PLC	43 780	1,317	Woolworths Group PLC	15 810	0,212	ÖSTERRIKE		
National Express Group Plc	14 553	0,149	WPP Group Plc	244 532	0,313	Erste Bank der Oesterreichischen		
National Grid Transco PLC	877 491	0,592	WSP Group PLC	23 846	1,677	Sparkassen AG	257 848	0,515
Nestor Healthcare Group PLC	13 526	0,625	Wyevale Garden Centres Plc	21 189	0,910	EVN AG	7 150	0,055
Next Plc	151 079	0,402	Xstrata PLC	343 763	0,718	IMMOFINANZ Immobilien Anlagen AG	430	0,004
Northern Rock Plc	224 624	0,621	Yell Group PLC	1 540	0,006	OMV AG	303 465	1,125
Northgate Plc	16 450	0,433	Yule Catto & Co Plc	15 200	0,334	RHI AG	4 067	0,153
Novar Plc	88 589	1,208				Telekom Austria AG	416 610	0,987
Old Mutual PLC	113 220	0,260	TYRKIA			Verbund - Oesterreichische		
Paragon Group Cos	25 224	0,497	Ak Enerji Elektrik Uretim	1 331	0,063	Elektrizitaetswirtschafts AG	5 492	0,023
Pearson Plc	140 724	0,238	Akbank TAS	6 839	0,016	Wienerberger AG	34 234	0,294
Pendragon Plc	17 093	0,574	Akansa Cimento AS	2 242	0,066			
Peninsular and Oriental Steam			Anadolu Efes Biracilik Ve Malt Sanayii AS	8 999	0,094			
Navigation Co/The	63 620	0,303	Arcelik	8 431	0,056			
Pennon Group Plc	20 931	0,207	Aygaz AS	1 090	0,027			
Persimmon Plc	57 181	0,315	Dogan Sirketler Grubu Hldgs	5 736	0,072			
Photo-Me International PLC	24 760	0,495	Enka Insaat ve Sanayi AS	6 642	0,039			
Pilkington Plc	30 445	0,212	Eregli Demir ve Celik Fabrikalari TAS	8 860	0,096			
Pillar Property PLC	52 645	0,781	Ford Otomotive Sanayii AS	5 474	0,041			
Premier Farnell PLC	31 024	0,311	Hurriyet Gazeteci	4 498	0,076			
Premier Oil Plc	27 124	0,602	KOC Holding AS	10 446	0,033			
Provident Financial Plc	23 568	0,117	Tofas Turk Otomobil Fabrik	4 211	0,023			
Prudential PLC	585 354	0,510	Trakya CAM Sanayii	2 446	0,067			
PSD Group Plc	17 656	2,002	Tupras Turkiye Petrol Rafine	5 571	0,038			
RAC PLC	19 059	0,220	Turk Sise VE CAM Fabrikalari	2 507	0,059			
Rank Group Plc	62 548	0,316	Turkcell Iletisim Hizmet AS	4 223	0,012			
Reckitt Benckiser PLC	516 203	0,484	Turkiye Garanti Bankasi AS	2 633	0,016			
Reed Elsevier PLC	186 722	0,268	Vestel Elektronik Sanayi	4 690	0,101			
Reed Health Group PLC	4 003	0,584	Yapi VE Kredi Bankasi	2 842	0,024			
Renishaw Plc	19 483	0,409						
Rentokil Initial Plc	129 078	0,308	TYSKLAND					
Reuters Group Plc	134 301	0,329	Adidas-Salomon AG	145 737	0,395			
Rexam Plc	86 621	0,311	Allianz AG	1 304 376	0,422			
Rio Tinto Plc	676 746	0,344	Altana AG	136 406	0,246			
RM PLC	11 835	0,820	AMB Generali Holding AG	41 533	0,154			
RMC Group Plc	69 721	0,318	AWD Holding AG	44 283	0,487			
Robert Walters Plc	16 337	1,106	AXA Konzern AG	1 179	0,016			
Rolls-Royce Group PLC	162 649	0,467	BASF AG	702 497	0,334			
Rotork Plc	15 189	0,405	Bayer AG	356 275	0,243			
Royal & Sun Alliance Insurance Group	348 324	1,160	Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG	54 121	0,063			
Royal Bank of Scotland Group Plc	2 250 471	0,390	Bayerische Motoren Werke AG	530 380	0,257			
SABMiller PLC	279 485	0,405	Beiersdorf AG	57 744	0,083			
Safeway Plc	106 675	0,302	Celesio AG	61 062	0,218			
Sage Group Plc	82 998	0,309	Commerzbank AG	68 908	0,086			
Schroders PLC	143 869	0,659	Continental AG	244 273	0,703			
Scottish & Newcastle Plc	112 774	0,283	DAB Bank AG	25 293	0,630			
Scottish & Southern Energy Plc	259 271	0,376	DaimlerChrysler AG	1 086 612	0,342			
Scottish Mortgage Investment Trust PLC	8 191	0,074	Degussa AG	9 118	0,019			
Scottish Power Plc	291 126	0,350	Deutsche Bank AG	503 606	0,155			
Severn Trent PLC	118 008	0,382	Deutsche Boerse AG	416 747	1,010			
Shell Transport & Trading Co PLC	2 757 003	0,575	Deutsche Lufthansa AG	55 505	0,130			
Shire Pharmaceuticals Plc	92 161	0,286	Deutsche Post AG	191 557	0,125			
SIG Plc	23 740	0,510	Deutsche Telekom AG	1 652 064	0,309			
Signet Group PLC	67 677	0,322	Douglas Holding AG	37 960	0,525			
Singer & Friedlander Group	18 579	0,389	E.ON AG	917 572	0,303			
Slough Estates Plc	16 722	0,077	Fresenius AG	279 779	1,357			
Smith & Nephew PLC	152 375	0,294	Fresenius Medical Care AG	290 024	0,693			
Smith WH Plc	25 973	0,341	Fuchs Petrolub AG	10 664	0,346			
Smiths Group PLC	135 468	0,309	GFK AG	33 593	0,639			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2003

Amerika	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Campbell Soup Co	47 465	0,065	Dominion Resources Inc/VA	254 001	0,184	Gillette Co/The	401 721	0,165
Capital One Financial Corp	418 895	0,453	Doral Financial Corp	11 902	0,053	GlobalSantaFe Corp	58 938	0,153
Cardinal Health Inc	316 003	0,184	Dover Corp	65 360	0,123	Golden West Financial Corp	361 137	0,354
Career Education Corp	48 883	0,176	Dow Chemical Co/The	393 095	0,156	Goldman Sachs Group Inc	475 601	0,150
Caremark Rx Inc	42 892	0,099	Dow Jones & Co Inc	17 598	0,066	Goodrich Corp	64 299	0,282
Carnival Corp	239 070	0,143	DR Horton Inc	68 896	0,161	Greenpoint Financial Corp	16 611	0,053
Caterpillar Inc	418 450	0,219	DST Systems Inc	29 429	0,091	Guidant Corp	381 340	0,306
CDW Corp	31 849	0,098	DTE Energy Co	52 998	0,120	Gymboree Corp	39 769	1,171
Cendant Corp	349 703	0,236	Duke Energy Corp	180 366	0,147	H&R Block Inc	13 383	0,020
Centerpoint Energy Inc	16 971	0,086	Duke Realty Corp	15 303	0,055	Halliburton Co	118 668	0,156
Centex Corp	73 780	0,171	Dynegey Inc	1 304	0,011	Harley-Davidson Inc	189 095	0,199
CenturyTel Inc	92 476	0,294	Eastman Chemical Co	75 618	0,371	Harrah's Entertainment Inc	57 004	0,158
Cephalon Inc	58 898	0,325	Eastman Kodak Co	58 581	0,121	Harris Corp	13 966	0,082
Ceridian Corp	31 257	0,149	Eaton Corp	130 260	0,242	Hartford Financial Services Group Inc	93 249	0,084
Cerner Corp	11 936	0,132	eBay Inc	343 925	0,127	Hasbro Inc	83 132	0,341
Certegy Inc	21 570	0,152	EchoStar Communications Corp	87 276	0,079	HCA Inc	219 149	0,154
CH Robinson Worldwide Inc	31 457	0,148	Ecolab Inc	74 678	0,161	Health Care Property Investors Inc	10 148	0,047
Charles Schwab Corp/The	91 085	0,086	Edison International	85 664	0,180	Health Management Associates Inc	51 760	0,133
Charter One Financial Inc	26 823	0,053	Edwards Lifesciences Corp	31 798	0,269	Health Net Inc	33 038	0,131
Check Point Software Technologies	17 497	0,063	El Du Pont de Nemours & Co	484 384	0,161	Henry Schein Inc	25 517	0,132
ChevronTexaco Corp	879 432	0,144	El Paso Corp	43 468	0,128	Hershey Foods Corp	24 993	0,038
Chiron Corp	70 503	0,100	Electronic Arts Inc	149 410	0,158	Hewitt Associates Inc	42 807	0,216
ChoicePoint Inc	32 895	0,148	Electronic Data Systems Corp	70 534	0,090	Hewlett-Packard Co	976 711	0,187
Chubb Corp	69 835	0,082	Eli Lilly & Co	1 091 587	0,213	Hibernia Corp	270 180	1,131
Ciena Corp	17 975	0,085	Embarcadero Technologies Inc	170	0,006	Hillenbrand Industries Inc	34 010	0,134
Cigna Corp	57 756	0,108	EMC Corp/Massachusetts	342 458	0,145	Hilton Hotels Corp	66 720	0,155
Cincinnati Financial Corp	23 212	0,052	Emerson Electric Co	262 352	0,145	HJ Heinz Co	62 921	0,075
Cinergy Corp	103 269	0,225	Emulex Corp	17 856	0,120	Home Depot Inc	958 334	0,181
Cintas Corp	52 229	0,092	Energizer Holdings Inc	25 136	0,124	Honeywell International Inc	342 662	0,179
Cisco Systems Inc	1 721 159	0,136	Energy East Corp	36 856	0,167	Hongkong Land Holdings Ltd	5 677	0,020
CIT Group Inc	91 386	0,180	Engelhard Corp	37 864	0,154	Hormel Foods Corp	15 102	0,064
Citigroup Inc	4 061 674	0,236	ENSCO International Inc	41 587	0,154	Host Marriott Corp	38 879	0,149
Citizens Communications Co	62 141	0,264	Entercom Communications Corp	15 221	0,084	Hudson City Bancorp Inc	6 326	0,013
City National Corp/CA	9 874	0,049	Entergy Corp	105 333	0,121	Hughes Electronics Corp	84 823	0,058
Clear Channel Communications Inc	274 562	0,144	Enterprise Products Partners LP	6 212	0,016	Huntington Bancshares Inc	17 694	0,052
Clorox Co	46 019	0,069	EOG Resources Inc	57 802	0,165	Ilex Oncology Inc	13 357	0,233
CMS Energy Corp	1 997	0,022	Equifax Inc	35 450	0,160	Illinois Tool Works Inc	263 181	0,155
Coach Inc	56 946	0,125	Equitable Resources Inc	27 576	0,155	IMS Health Inc	54 862	0,138
Coca-Cola Co/The	1 374 856	0,167	Equity Office Properties Trust	44 103	0,058	Infospace Inc	23 186	0,464
Coca-Cola Enterprises Inc	44 468	0,068	Equity Residential	30 018	0,055	Ingersoll-Rand Co	91 235	0,118
Cognizant Technology Solutions Corp	51 405	0,257	Erie Indemnity Co	8 506	0,043	Integrated Circuit Systems Inc	17 475	0,131
Colgate-Palmolive Co	437 418	0,247	Estee Lauder Cos Inc/The	54 365	0,093	Intel Corp	1 816 548	0,130
Comcast Corp	908 508	0,188	Everest Re Group Ltd	286 760	0,927	InterActiveCorp	194 215	0,123
Comerica Inc	261 071	0,403	EW Scripps Co	154 051	0,302	International Business Machines Corp	1 431 432	0,137
Commerce Bancorp Inc/NJ	13 636	0,050	Exelisis Inc	18 546	0,560	International Flavors & Fragrances Inc	18 400	0,086
Commerce Bancshares Inc	11 822	0,054	Exelon Corp	272 139	0,190	International Game Technology	128 412	0,158
Community Health Systems Inc	17 134	0,097	Expeditors International Washington Inc	40 328	0,155	International Paper Co	218 039	0,160
Compass Bancshares Inc	17 106	0,054	Express Scripts Inc	46 579	0,136	Interpublic Group of Cos Inc	88 434	0,206
Compucom Systems Inc	554	0,032	Extreme Networks	32 301	0,568	Intersil Corp	88 282	0,387
Computer Associates International Inc	71 067	0,068	Exxon Mobil Corp	2 406 879	0,135	Intuit Inc	125 466	0,182
Computer Sciences Corp	155 943	0,283	Fair Isaac Corp	23 394	0,155	Iron Mountain Inc	33 708	0,151
Compuware Corp	12 400	0,080	Fairchild Semiconductor International Inc	34 578	0,178	iStar Financial Inc	10 170	0,037
Comverse Technology Inc	19 510	0,087	Family Dollar Stores Inc	152 018	0,387	ITT Industries Inc	145 216	0,317
ConAgra Foods Inc	66 707	0,072	Fannie Mae	974 088	0,203	IVAX Corp	40 548	0,131
Concord EFS Inc	71 331	0,156	Fasterl Co	28 983	0,115	Jabil Circuit Inc	45 037	0,118
Connetics Corp	13 581	0,351	Federated Department Stores	127 055	0,229	Jacobs Engineering Group Inc	26 955	0,153
ConocoPhillips	482 421	0,163	Federated Investors Inc	89 099	0,428	Janus Capital Group Inc	13 040	0,049
Conseco Inc	7	0,000	FedEx Corp	288 461	0,214	Jardine Strategic Holdings Ltd	21 385	0,072
Consolidated Edison Inc	131 632	0,204	Fidelity National Financial Inc	18 981	0,050	JC Penney Co Inc Holding Co	55 765	0,120
Constellation Energy Group Inc	101 093	0,231	Fifth Third Bancorp	414 767	0,187	JDS Uniphase Corp	29 686	0,082
Convergys Corp	31 050	0,185	First Data Corp	517 229	0,262	Jefferson-Pilot Corp	27 848	0,059
Cooper Cameron Corp	146 584	0,876	First Health Group Corp	16 220	0,133	John Hancock Financial Services Inc	43 307	0,059
Cooper Industries Ltd	166 298	0,465	First Tennessee National Corp	91 611	0,253	Johnson & Johnson	1 551 239	0,152
Corning Inc	169 387	0,186	FirstEnergy Corp	84 860	0,109	Johnson Controls Inc	174 707	0,252
Costco Wholesale Corp	223 835	0,202	FirstMerit Corp	126 554	0,819	Jones Apparel Group Inc	62 803	0,217
Countrywide Financial Corp	403 422	0,441	Fiserv Inc	77 289	0,153	JP Morgan Chase & Co	277 077	0,056
COX Communications Inc	109 825	0,077	FleetBoston Financial Corp	661 754	0,220	Juniper Networks Inc	137 570	0,189
Cox Radio Inc	9 232	0,055	Fluor Corp	33 251	0,156	KB Home	35 060	0,161
CR Bard Inc	37 294	0,133	Ford Motor Co	262 489	0,134	Kellogg Co	55 587	0,054
CSX Corp	78 052	0,153	Forest Laboratories Inc	335 165	0,222	Kerr-McGee Corp	46 653	0,147
CV Therapeutics Inc	14 368	0,501	Fortune Brands Inc	83 066	0,121	Keycorp	291 045	0,360
CVS Corp	217 091	0,231	Foundry Networks Inc	18 238	0,079	KeySpan Corp	50 257	0,129
D&B Corp	29 672	0,123	Fox Entertainment Group Inc	117 752	0,067	Kimberly-Clark Corp	180 820	0,092
Dana Corp	272	0,002	FPL Group Inc	147 876	0,186	Kimco Realty Corp	18 337	0,056
Danaher Corp	84 167	0,091	Franklin Resources Inc	278 640	0,323	Kinder Morgan Inc	29 230	0,061
Darden Restaurants Inc	70 503	0,308	Freddie Mac	890 388	0,333	King Pharmaceuticals Inc	60 495	0,243
Dean Foods Co	196 334	0,571	Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc	74 531	0,156	Kla-Tencor Corp	94 635	0,129
Deere & Co	140 034	0,134	Gannett Co Inc	318 197	0,199	Knight-Ridder Inc	58 158	0,143
Del Monte Foods Co	12 245	0,085	Gap Inc/The	241 193	0,206	Kohl's Corp	233 766	0,236
Dell Inc	925 026	0,158	Genstar-TV Guide International Inc	12 138	0,086	Komercni Banka AS	69 159	0,303
Delphi Corp	47 034	0,124	Genentech Inc	191 730	0,059	Kraft Foods Inc	54 134	0,015
Deluxe Corp	21 386	0,156	General Dynamics Corp	160 736	0,136	Kroger Co	111 713	0,122
Dendrite International Inc	4 420	0,106	General Electric Co	3 694 870	0,178	L-3 Communications Holdings Inc	39 565	0,120
Dentsply International Inc	30 974	0,132	General Growth Properties Inc	13 058	0,033	Laboratory Corp Of America Holdings	53 290	0,150
Devon Energy Corp	226 363	0,255	General Mills Inc	121 345	0,109	Lafarge North America Inc	14 415	0,072
Diamond Offshore Drilling	11 715	0,066	General Motors Corp	431 399	0,216	Lamar Advertising Co	51 473	0,200
Diebold Inc	21 635	0,082	Genentech Corp	26 304	0,119	Leapfrog Enterprises Inc	65 516	0,616
Dillard's Inc/AR	50 372	0,555	Genuine Parts Co	45 925	0,120	Lear Corp	65 546	0,237
DNP Select Income Fund Inc	7 058	0,045	Genzyme Corp	275 377	0,376	Legg Mason Inc	71 081	0,200
Dollar General Corp	43 157	0,093	Georgia-Pacific Corp	81 079	0,157	Leggett & Platt Inc	33 533	0,122
Dollar Tree Stores Inc	93 166	0,410	Gilead Sciences Inc	182 046	0,233	Lehman Brothers Holdings Inc	129 195	0,094

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2003

Amerika

	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Lennar Corp	63 620	0,131	Norfolk Southern Corp	109 393	0,176	RR Donnelley & Sons Co	25 395	0,112
Level 3 Communications Inc	13 401	0,052	North Fork Bancorporation Inc	21 293	0,053	Sabre Holdings Corp	29 905	0,146
Lexmark International Inc	59 314	0,089	Northeast Utilities	13 271	0,078	Safeco Corp	33 100	0,093
Liberty Media Corp	420 398	0,180	Northern Trust Corp	36 563	0,054	Safeway Inc	77 595	0,122
Liberty Property Trust	9 964	0,047	Northrop Grumman Corp	158 561	0,137	Sandisk Corp	27 822	0,085
Lincare Holdings Inc	26 311	0,133	Novellus Systems Inc	116 827	0,276	Sanmina-SCI Corp	89 250	0,206
Lincoln National Corp	27 546	0,058	NSTAR	12 057	0,070	Sara Lee Corp	74 523	0,066
Linear Technology Corp	223 685	0,258	Nucor Corp	44 585	0,153	SBC Communications Inc	819 396	0,140
Liz Claiborne Inc	30 836	0,121	NVR Inc	35 345	0,173	SCANA Corp	18 336	0,072
Lockheed Martin Corp	332 563	0,219	Occidental Petroleum Corp	168 081	0,156	Schering-Plough Corp	411 562	0,238
Loews Corp	55 297	0,091	Office Depot Inc	42 728	0,125	Schlumberger Ltd	334 388	0,157
Lowe's Cos Inc	404 589	0,144	Old Republic International Corp	22 348	0,073	Scientific-Atlanta Inc	25 491	0,089
LSI Logic Corp	20 067	0,089	Omnicare Inc	36 990	0,133	Scottish Re Group Ltd	116 942	2,400
Ltd Brands	76 018	0,125	Omnicom Group	218 323	0,198	Seagate Technology	34 339	0,059
Lucent Technologies Inc	128 767	0,148	Oneok Inc	32 317	0,271	Sealed Air Corp	47 346	0,158
LUKOIL	55 372	0,041	Oracle Corp	655 101	0,143	Sears Roebuck and Co	95 286	0,126
M&T Bank Corp	40 889	0,052	Orbitz Inc	7 223	0,114	SEI Investments Co	8 117	0,038
Macromedia Inc	13 067	0,169	Outback Steakhouse Inc	34 328	0,157	Sempra Energy	83 471	0,184
Mandalay Resort Group	26 647	0,138	Oxford Health Plans	31 304	0,132	Sepracor Inc	25 807	0,187
Manor Care Inc	26 681	0,132	Paccar Inc	78 619	0,121	ServiceMaster Co/The	34 311	0,150
Manpower Inc	35 586	0,145	Pactiv Corp	38 311	0,158	Sherwin-Williams Co/The	63 514	0,189
Marathon Oil Corp	113 347	0,165	Pall Corp	28 763	0,129	Sibneft	38 814	0,042
Marriott International Inc	112 233	0,158	Park Place Entertainment Corp	32 755	0,147	Siebel Systems Inc	41 482	0,092
Marsh & McLennan Cos Inc	422 893	0,250	Parker Hannifin Corp	121 013	0,257	Sierra Pacific Resources	28 078	0,485
Marshall & Ilsley Corp	29 231	0,052	PartnerRe Ltd	490 468	2,368	Sigma-Aldrich Corp	41 593	0,156
Marvell Technology Group Ltd	57 004	0,174	Patterson Dental Co	38 860	0,136	Simon Property Group Inc	24 847	0,042
Masco Corp	218 076	0,263	Patterson-UTI Energy Inc	26 114	0,147	Sirius Satellite Radio Inc	29 785	0,109
Matav Magyar Tavkozlesi Rt	6 522	0,025	Paychex Inc	141 981	0,153	Skyworks Solutions Inc	16 941	0,190
Mattel Inc	136 764	0,248	People's Bank/Bridgeport CT	72 713	0,541	SLM Corp	58 861	0,053
Maxim Integrated Products	125 672	0,117	Peoplesoft Inc	55 534	0,098	Smith International Inc	43 792	0,159
Maxtor Corp	47 005	0,246	Pepco Holdings Inc	24 426	0,108	Smurfit-Stone Container Corp	34 810	0,118
May Department Stores Co/The	68 603	0,126	Pepsi Bottling Group Inc	27 899	0,066	Soletron Corp	66 985	2,022
Maytag Corp	17 027	0,117	PepsiAmericas Inc	10 256	0,062	Southern Co/The	179 443	0,123
MBA Inc	477 817	0,843	PepsiCo Inc	762 000	0,144	SouthTrust Corp	43 531	0,061
MBNA Corp	195 071	0,093	Petsmart Inc	25 969	0,115	Southwest Airlines Co	129 099	0,155
McClatchy Co	8 468	0,040	Pfizer Inc	2 850 819	0,158	Sovereign Bancorp Inc	334 796	0,727
McCormick & Co Inc	21 515	0,078	PG&E Corp	143 521	0,191	Sprint Corp-PCS Group	343 048	0,886
McData Corp	56 433	0,742	Phelps Dodge Corp	70 675	0,154	SPX Corp	36 067	0,126
McDonald's Corp	374 374	0,179	Pier 1 Imports Inc	66 485	0,536	St Joe Co/The	6 344	0,034
McGraw-Hill Cos Inc/The	77 023	0,087	Pinnacle West Capital Corp	182 225	0,745	St Jude Medical Inc	95 871	0,137
McKesson Corp	169 163	0,283	Pioneer Natural Resources Co	41 303	0,165	St Paul Cos	272 811	0,454
MDU Resources Group Inc	1 584	0,009	Pitney Bowes Inc	115 995	0,184	Stanley Works/The	25 143	0,126
MeadWestvaco Corp	61 163	0,154	Pixar Inc	14 826	0,058	Staples Inc	110 956	0,128
Medco Health Solutions Inc	188 341	0,315	Plantronics Inc	8 471	0,087	Starbucks Corp	133 963	0,155
Medicines Co	33 279	0,353	Plum Creek Timber Co Inc (REIT)	58 052	0,157	Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc	75 079	0,156
Medimmune Inc	71 546	0,170	PMI Group Inc/The	10 837	0,049	State Street Corp	250 272	0,219
Medtronic Inc	531 778	0,136	PNC Financial Services Group Inc	53 284	0,052	Storage Technology Corp	57 944	0,304
Mellon Financial Corp	227 126	0,247	Pogo Producing Co	33 803	0,165	Stryker Corp	114 001	0,103
Mercantile Bankshares Corp	12 312	0,051	Polo Ralph Lauren Corp	44 662	0,226	Sun Microsystems Inc	85 614	0,084
Merck & Co Inc	970 849	0,139	Popular Inc	20 889	0,052	Sungard Data Systems Inc	132 282	0,250
Mercury General Corp	3 670	0,022	PPG Industries Inc	112 658	0,157	Sunoco Inc	37 488	0,144
Mercury Interactive Corp	165 639	0,563	PPL Corp	193 902	0,376	SunTrust Banks Inc	223 913	0,169
Merrill Lynch & Co Inc	849 042	0,233	Praxair Inc	245 965	0,302	Supervalu Inc	29 383	0,117
MetLife Inc	123 115	0,073	Pride International Inc	23 914	0,144	Symantec Corp	106 115	0,149
Metro-Goldwyn-Mayer Inc	8 757	0,031	Principal Financial Group	36 909	0,052	Synopsis Inc	91 742	0,264
MGC Investment Corp	19 052	0,052	Procter & Gamble Co	1 756 830	0,206	Synovus Financial Corp	29 609	0,052
MGM Mirage	27 196	0,076	Progress Energy Inc	115 982	0,156	Sysco Corp	148 039	0,093
Michaels Stores Inc	105 595	0,538	Progressive Corp/The	68 891	0,058	T Rowe Price Group Inc	20 575	0,051
Microchip Technology Inc	115 489	0,249	Prologis	21 560	0,056	Target Corp	402 500	0,176
Micron Technology Inc	48 113	0,086	Public Service Enterprise Group Inc	130 780	0,191	TCF Financial Corp	12 661	0,054
Microsoft Corp	3 346 779	0,163	Public Storage Inc	14 759	0,037	TECO Energy Inc	15 866	0,088
Millennium Pharmaceuticals Inc	49 994	0,132	Puget Energy Inc	15 691	0,106	Tektronix Inc	15 289	0,084
Millipore Corp	18 316	0,131	Pulte Homes Inc	61 677	0,164	Telephone & Data Systems Inc	16 476	0,069
MMC Norilsk Nickel	45 170	0,046	QLogic Corp	46 212	0,144	Tellabs Inc	46 631	0,201
Mobile Telesystems	49 852	0,089	Qualcomm Inc	389 842	0,137	Temple-Inland Inc	33 992	0,151
Mohawk Industries Inc	37 922	0,121	Quest Diagnostics	52 279	0,105	Tenet Healthcare Corp	67 021	0,135
Mol Magyar Olaj- es Gazipari Rt.	113 104	0,592	Questar Corp	20 512	0,106	Teradyne Inc	76 516	0,239
Molex Inc	35 993	0,088	Qwest Communications International	61 324	0,124	Texas Genco Holdings Inc	887	0,005
Moody's Corp	31 624	0,053	Radian Group Inc	14 903	0,049	Texas Instruments Inc	433 380	0,128
Morgan Stanley	886 746	0,216	RadioShack Corp	41 090	0,126	Textron Inc	117 989	0,228
Motorola Inc	419 110	0,187	Raytheon Co	99 554	0,120	Thermo Electron Corp	31 778	0,117
Murphy Oil Corp	57 463	0,147	Reader's Digest Association Inc/The	3 345	0,035	Tiffany & Co	54 104	0,127
Mylan Laboratories	60 179	0,134	Red Hat Inc	66 838	0,317	Time Warner Inc	1 040 166	0,190
Nabi Biopharmaceuticals	5 843	0,120	Reebok International Ltd	16 480	0,108	TJX Cos Inc	139 768	0,193
National City Corp	73 027	0,054	Regal Entertainment Group	3 413	0,018	Torchmark Corp	20 992	0,061
National Commerce Financial Corp	190 516	0,518	Regions Financial Corp	28 133	0,052	Toro Co	42 568	0,267
National Semiconductor Corp	95 721	0,201	Reinsurance Group Of America	120 066	0,770	Total System Services Inc	11 674	0,029
NCR Corp	20 960	0,086	Reliant Resources Inc	3 167	0,022	Toys R US Inc	20 025	0,115
NetScreen Technologies Inc	30 659	0,197	RenaissanceRe Holdings Ltd	117 704	0,507	Transatlantic Holdings Inc	8 592	0,031
Network Appliance Inc	124 702	0,262	Rent-A-Center Inc	25 491	0,161	Transocean Inc	78 682	0,154
Network Associates Inc	12 895	0,080	Republic Services Inc	41 998	0,153	Travelers Property Casualty Corp	532 756	0,472
New York Community Bancorp Inc	24 257	0,051	RF Micro Devices Inc	32 240	0,257	Triad Hospitals Inc	21 428	0,129
New York Times Co	73 813	0,158	RJ Reynolds Tobacco Holdings Inc	21 006	0,065	Tribune Co	109 980	0,103
Newell Rubbermaid Inc	50 793	0,123	Robert Half International Inc	40 754	0,151	Tri-Continental Corporation	6 705	0,049
Newmont Mining Corp	219 211	0,937	Rockwell Automation Inc	40 179	0,093	Trimble Navigation Ltd	26 262	0,325
Nextel Communications Inc	285 878	0,140	Rockwell Collins Inc	42 984	0,124	Trizec Properties Inc	5 301	0,034
Nextel Partners Inc	82 957	0,364	Rohm & Haas Co	75 464	0,120	Tuesday Morning Corp	79 595	0,974
Nike Inc	136 241	0,115	Ross Stores Inc	95 729	0,364	TXU Corp	113 696	0,222
NiSource Inc	44 970	0,118	Rouse Co/The	14 923	0,053	Tyco International Ltd	796 876	0,222
Noble Corp	49 158	0,155	Rowan Cos Inc	30 037	0,210	Tyson Foods Inc	18 278	0,059
Nordstrom Inc	37 324	0,123	Royal Caribbean Cruises Ltd	52 104	0,116	UGI Corp	22 553	0,233

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2003

Amerika	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel	Asia/Oseania	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Union Pacific Corp	180 531	0,154	AUSTRALIA			St George Bank Ltd	33 138	0,067
Union Planters Corp	20 341	0,052	Adelaide Bank Ltd	727	0,019	Stockland	7 884	0,025
UnionBanCal Corp	47 611	0,087	Adelaide Brighton Ltd	1 602	0,040	Suncorp-Metway Ltd	26 322	0,080
Unisys Corp	29 861	0,092	Alinta Ltd	1 706	0,031	TAB Ltd	64 411	0,629
United National Group Ltd	14 694	0,889	Alumina Ltd	36 253	0,095	TABCORP Holdings Ltd	92 932	0,402
United Natural Foods Inc	70 189	1,563	Amcor Ltd	114 448	0,317	Telstra Corp Ltd	81 049	0,026
United Parcel Service Inc	303 678	0,055	AMP Ltd	53 979	0,116	Ten Network Holdings Ltd	3 045	0,056
United Technologies Corp	599 561	0,203	Ansell Ltd	5 461	0,092	Toll Holdings Ltd	12 824	0,097
UnitedGlobalCom Inc	33 748	0,101	APN News & Media Ltd	1 841	0,020	Transurban Group	64 923	0,571
UnitedHealth Group Inc	340 591	0,148	Aristocrat Leisure Ltd	3 367	0,086	UNiTAB Ltd	3 657	0,087
Unitrin Inc	9 452	0,050	Austereo Group Ltd	733	0,025	Virgin Blue Holdings Ltd	2 372	0,020
Universal Health Services Inc	25 946	0,125	Australand Property Group	2 577	0,046	Washington H Soul Pattinson & Co Ltd	3 528	0,046
Univision Communications Inc	68 923	0,082	Australia & New Zealand Banking Group Ltd	313 544	0,198	Wesfarmers Ltd	48 049	0,096
Unocal Corp	134 205	0,211	Australian Foundation Investment Co Ltd	4 595	0,035	West Australian Newspapers Holdings Ltd	1 526	0,022
UnumProvident Corp	52 947	0,167	Australian Gas Light Co Ltd	95 677	0,378	Westfield America Trust	16 589	0,050
US Bancorp	374 013	0,100	Australian Pharmaceutical Industries Ltd	917	0,029	Westfield Holdings Ltd	33 734	0,087
UST Inc	35 627	0,091	Australian Stock Exchange Ltd	8 369	0,097	Westfield Trust	25 230	0,066
Valero Energy Corp	49 488	0,134	AWB Ltd	4 902	0,066	Westpac Banking Corp	310 869	0,217
Valley National Bancorp	8 330	0,046	AXA Asia Pacific Holdings Ltd	36 032	0,145	WMC Resources Ltd	69 928	0,214
Valuevision Media Inc	9 010	0,230	Bendigo Bank Ltd	1 027	0,018	Woodside Petroleum Ltd	128 833	0,259
Varian Medical Systems Inc	41 698	0,132	BHP Billiton Ltd	630 364	0,273	Woolworths Ltd	166 523	0,278
Varian Semiconductor Equipment Associates Inc	90 675	0,870	Billabong International Ltd	4 683	0,066			
Verint Systems Inc	24 044	0,537	BlueScope Steel Ltd	21 276	0,100	HONG KONG		
VeriSign Inc	83 815	0,319	Boral Ltd	15 249	0,104	Aluminum Corp of China Ltd	25 107	0,045
Veritas Software Corp	118 461	0,114	Brickworks Ltd	3 473	0,066	Asia Aluminum Holdings Ltd	17 930	0,500
Verity Inc	47 790	1,157	Burns Philp & Co Ltd	3 045	0,052	ASM Pacific Technology	151 081	1,210
Verizon Communications Inc	1 083 780	0,167	Caltex Australia Ltd	2 409	0,037	Bank of East Asia	7 937	0,026
Vertex Pharmaceuticals Inc	6 345	0,117	Centro Properties Group	3 540	0,028	Beijing Capital Land Ltd	14 563	0,421
VF Corp	37 361	0,122	CFS Gandel Retail Trust	12 182	0,100	Beijing Datang Power Gen. Co Ltd	30 980	0,122
Viacom Inc	896 223	0,174	Coca-Cola Amatil Ltd	105 838	0,491	Beijing Enterprises Holdings Ltd	1 622	0,033
Viad Corp	21 731	0,145	Cochlear Ltd	4 088	0,070	BOC Hong Kong Holdings Ltd	28 788	0,021
Viasys Healthcare Inc	29 547	0,727	Coles Myer Ltd	77 718	0,169	Brilliance China Automotive Holdings Ltd	5 590	0,038
Vimpel-Communications	112 026	0,422	Commonwealth Bank of Australia	434 393	0,235	Cafe de Coral Holdings Ltd	2 287	0,073
Vishay Intertechnology Inc	21 116	0,080	Computershare Ltd	63 862	0,717	Cathay Pacific Airways Ltd	125 277	0,297
Vitesse Semiconductor Corp	25 915	0,307	Corporate Express Australia Ltd	2 045	0,051	Chaoda Modern Agriculture	1 728	0,033
Vornado Realty Trust	17 743	0,043	CSL Ltd	102 004	0,613	Cheung Kong Holdings Ltd	127 697	0,097
Vulcan Materials Co	51 951	0,163	CSR Ltd	7 896	0,089	Cheung Kong Infrastructure Holdings Ltd	5 968	0,017
Wachovia Corp/SC	605 975	0,149	Downer EDI Ltd	3 560	0,065	China Everbright Ltd	1 066	0,014
Walgreen Co	303 667	0,125	Envestra Ltd	767	0,021	China Insurance International Holdings Co Ltd	704	0,016
Wal-Mart Stores Inc	2 033 793	0,135	Flight Centre Ltd	6 917	0,068	China Life Insurance Co Ltd	60 933	0,041
Walt Disney Co	484 336	0,150	Foodland Associated Ltd	5 937	0,052	China Merchants Holdings International Co Ltd	70 160	0,339
Washington Mutual Inc	222 104	0,094	Foster's Group Ltd	130 482	0,285	China Mobile Hong Kong Ltd	78 774	0,019
Washington Post	13 815	0,028	Futuris Corp Ltd	2 568	0,052	China National Aviation	1 324	0,033
Waste Management Inc	176 639	0,153	General Property Trust	7 799	0,027	China Overseas Land & Investment Ltd	910	0,011
Waters Corp	33 414	0,125	Gunns Ltd	4 803	0,091	China Resources Cement Holding Ltd	80	0,009
Watson Pharmaceuticals Inc	98 863	0,304	GWA International Ltd	3 529	0,089	China Resources Enterprise	7 448	0,044
Weatherford International Ltd	50 626	0,161	Harvey Norman Holdings Ltd	6 823	0,044	China Travel International Inv HK	2 645	0,047
WebMD Corp	27 657	0,145	Hills Motorway Group	5 352	0,090	China Unicom Ltd	15 220	0,018
webMethods Inc	8 111	0,260	Iluka Resources Ltd	4 288	0,083	CITIC International Financial Holdings Ltd	1 015	0,008
Weight Watchers International Inc	13 694	0,049	Insurance Australia Group Ltd	69 907	0,196	Citic Pacific Ltd	18 029	0,046
WellPoint Health Networks	132 995	0,134	John Fairfax Holdings Ltd	2 231	0,014	CLP Holdings Ltd	122 726	0,161
Wells Fargo & Co	412 721	0,063	Leighton Holdings Ltd	7 932	0,049	CNOOC Ltd	221 596	0,191
Wendy's International Inc	45 693	0,154	Lend Lease Corp Ltd	85 343	0,416	Cnp Hong Kong Ltd	1 732	0,031
Wesco Financial Corp	3 761	0,023	Lion Nathan Ltd	7 296	0,045	Cofco International Ltd	1 722	0,022
Westwood One Inc	33 035	0,145	Macquarie Airports	21 194	0,228	COSCO Pacific Ltd	79 682	0,381
Weyerhaeuser Co	144 846	0,153	Macquarie Bank Ltd	10 835	0,029	DAH Sing Financial	92 432	0,738
Whirlpool Corp	42 231	0,128	Macquarie Infrastructure Group	40 899	0,127	Dairy Farm International Holdings Ltd	5 163	0,033
White Mountains Insurance Group Ltd	14 161	0,052	Mayne Group Ltd	9 394	0,078	Denway Motors Ltd	36 522	0,143
Whole Foods Market Inc	31 536	0,118	Metcash Trading Ltd	2 685	0,031	Dream International Ltd	6 541	0,623
Williams Cos Inc	39 674	0,117	Mirvac Group	4 121	0,028	Esprit Holdings Ltd	97 799	0,370
Williams-Sonoma Inc	32 055	0,120	National Australia Bank Ltd	568 005	0,256	First Pacific Co	2 799	0,059
Willis Group Holdings Ltd	76 475	0,216	National Foods Ltd	3 332	0,052	Fountain SET Hldgs	3 007	0,081
Winn-Dixie Stores Inc	7 310	0,080	Newcrest Mining Ltd	19 368	0,091	Giordano International Ltd	3 745	0,083
Wisconsin Energy Corp	58 361	0,223	News Corp Ltd	652 583	0,200	Global Bio-Chem Technology Group Co Ltd	19 966	0,237
WM Wrigley Jr Co	77 946	0,094	Nufarm Ltd	3 786	0,091	Great Eagle Hldg Co	2 106	0,041
World Wrestling Entertainment Inc	12 637	0,211	Oil Search Ltd	4 448	0,077	Guangdong Investments Ltd	1 642	0,022
WR Berkley Corp	17 094	0,087	OneSteel Ltd	4 802	0,086	Guoco Group Ltd	3 477	0,021
WW Grainger Inc	35 588	0,124	Orica Ltd	109 181	0,572	Hang Lung Group Ltd	43 646	0,362
Wyeth	729 852	0,192	Origin Energy Ltd	14 190	0,090	Hang Lung Properties Ltd	3 117	0,012
Xcel Energy Inc	61 517	0,137	Pacifica Group Ltd	1 417	0,048	Hang Seng Bank Ltd	53 800	0,032
Xerox Corp	64 428	0,090	PaperlinX Ltd	23 543	0,214	Henderson Investment Ltd	2 607	0,012
Xilinx Inc	209 076	0,238	Patrick Corp Ltd	83 611	0,595	Henderson Land Development	85 644	0,142
XL Capital Ltd	226 572	0,319	Perpetual Trustees Australia Ltd	1 367	0,017	HKR International Ltd	8 762	0,316
XM Satellite Radio Holdings Inc	15 695	0,059	Promina Group Ltd	114 141	0,666	Hong Kong & China Gas	28 438	0,050
XTO Energy Inc	56 306	0,163	Publishing & Broadcasting Ltd	5 317	0,013	Hong Kong Aircraft Engineerg	2 964	0,045
Yahoo! Inc	293 694	0,148	Qantas Airways Ltd	13 493	0,045	Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd	85 292	0,521
YUKOS	299 366	0,153	QBE Insurance Group Ltd	189 381	0,542	Hongkong & Shanghai Hotels/The	2 205	0,040
Yum! Brands Inc	137 945	0,210	Repeco Corp Ltd	11 116	0,532	HongKong Electric Holdings	47 525	0,084
Zimmer Holdings Inc	152 327	0,135	Rinker Group Ltd	165 176	0,541	Hopewell Holdings	7 936	0,087
Zions Bancorporation	18 852	0,052	Rio Tinto Ltd	224 072	0,238	Huafeng Textile International GP Ltd	8 906	1,464
Zymogenetics Inc	1 701	0,030	Rural Press Ltd	1 228	0,029	Hung Hing Printing Group	2 221	0,073
			Santos Ltd	17 445	0,093	Hutchison Harbour Ring Ltd	1 380	0,029
			Seven Network Ltd	485	0,007	Hutchison Whampoa Ltd	153 177	0,069
			Sigma Co Ltd	4 590	0,094	Hysan Development Co Ltd	1 722	0,014
			Sims Group Ltd	4 335	0,089	i-CABLE Communications Ltd	564	0,017
			Smorgon Steel Group Ltd	3 741	0,081	Industrial & Commercial Bank of China Ltd/Hong Kong	9 212	0,139
			Sonic Healthcare Ltd	19 601	0,212	Jardine Matheson Holdings Ltd	17 801	0,043
			Southcorp Ltd	6 701	0,067	JCG Holdings Ltd	9 566	0,243
			Southern Cross Broadcasting Australia Ltd	1 943	0,061			
			Spotless Group Ltd	4 208	0,085			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2003

Asia/Oseania

	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Johnson Electric Holdings Ltd	98 377	0,311	Casio Computer Co Ltd	13 516	0,070	Hiroshima Bank Ltd/The	3 334	0,021
Kerry Properties Ltd	881	0,008	Cawachi Ltd	9 809	0,179	HIS Co Ltd	6 188	0,200
Kingboard Chemicals Holdings	4 158	0,065	Central Glass Co Ltd	6 169	0,067	Hisamitsu Pharmaceutical Co Inc	2 436	0,032
Kingdee International Software Group Co Ltd	17 672	1,732	Central Japan Railway Co	30 926	0,024	Hitachi Cable Ltd	19 889	0,207
Kingmaker Footwear Holdings Ltd	14 114	0,729	Chiba Bank Ltd/The	71 234	0,304	Hitachi Capital Corp	665	0,005
Kowloon Motor Bus Holdings Ltd	7 833	0,058	Chubu Electric Power Co Inc	181 342	0,176	Hitachi Chemical Co Ltd	55 713	0,228
Legend Group Ltd	7 781	0,035	Chugai Pharmaceutical Co Ltd	146 715	0,275	Hitachi Construction Machinery Co Ltd	64 481	0,357
Legado Group Holdings Co	12 335	1,328	Chugoku Bank Ltd/The	3 755	0,024	Hitachi High-Technologies Corp	43 627	0,294
Li & Fung Ltd	23 527	0,069	Chugoku Electric Power Co Inc/The	19 785	0,046	Hitachi Information Systems Ltd	2 276	0,028
Linmark Group Ltd	8 663	0,472	Citizen Electronics Co Ltd	12 045	0,069	Hitachi Ltd	98 827	0,072
Moulin International Hldgs	29 149	1,498	Citizen Watch Co Ltd	53 503	0,279	Hitachi Maxell Ltd	2 059	0,022
MTR Corp	12 883	0,027	Coca-Cola West Japan Co Ltd	2 842	0,026	Hitachi Metals Ltd	2 994	0,034
New World Development Ltd	7 887	0,061	Cosel Co Ltd	56 251	1,683	Hitachi Software Engineering Co Ltd	2 609	0,023
Next Media Ltd	8 452	0,177	Cosmo Oil Co Ltd	5 538	0,064	Hogy Medical Co Ltd	5 352	0,112
Oriental Press Group	13 678	0,228	Credit Saison Co Ltd	32 402	0,125	Hokkaido Electric Power Co Inc	10 651	0,043
Pacific Andes International Hldg	7 817	0,882	CSK Corp	12 844	0,068	Hokkoku Bank Ltd/The	3 235	0,025
PCCW Ltd	10 911	0,045	Dai Nippon Printing Co Ltd	124 724	0,171	Hokugin Financial Group Inc	1 440	0,016
Phoenix Satellite Television Holdings Ltd	9 671	0,276	Daicel Chemical Industries Ltd	34 325	0,332	Hokuriku Electric Power Co	10 712	0,044
PICC Property & Casualty Co Ltd	12 846	0,039	Daido Life Insurance	90 557	0,306	Homac Corp	2 586	0,123
SCMP Group Ltd	1 786	0,038	Daido Steel Co Ltd	3 243	0,064	Honda Motor Co Ltd	442 723	0,150
Shanghai Industrial Holdings Ltd	5 021	0,035	Daiei Inc/The	5	0,000	Honeys Co Ltd	852	0,040
Shangri-La Asia Ltd	7 262	0,049	Daihatsuo Motor Co Ltd	2 794	0,021	Horiba Ltd	32 303	1,359
Shenzhen Expressway Co Ltd	16 703	0,155	Daichi Pharmaceutical Co Ltd	19 750	0,056	House Foods Corp	2 402	0,028
Shenzhen International Holdings	2 306	0,069	Daichikoshi Co Ltd	2 558	0,044	Hoya Corp	201 943	0,283
Shun TAK Holdings Ltd	383	0,008	Daikin Industries Ltd	131 209	0,317	Hyakugo Bank Ltd/The	1 448	0,017
Sino Land Co	2 263	0,014	Daimaru Inc	20 462	0,202	Hyakujushi Bank Ltd/The	3 739	0,023
Sun Hung Kai Properties Ltd	44 785	0,031	Dainippon Ink and Chemicals Inc	6 902	0,066	Ibiden Co Ltd	7 274	0,069
Swire Pacific Ltd	272 203	0,449	Dainippon Pharmaceutical Co Ltd	4 452	0,057	Iida Home Max	12 790	0,292
TCL International Holdings Ltd	3 005	0,038	Dainippon Screen Manufacturing Co Ltd	26 209	0,263	Infocom Corp	49 885	2,292
Techtronic Industries Co	12 483	0,094	Daishi Bank Ltd/The	1 815	0,017	Information Services International-Dentsu Ltd	10 469	0,444
Television Broadcasts Ltd	6 685	0,045	Daishinku Corp	10 056	0,734	Intage Inc	5 420	0,525
Texwinca Holdings Ltd	2 527	0,038	Daito Trust Construction Co Ltd	157 312	0,569	Intelligent Wave Inc	24 693	2,027
Tingyi Holding Corp	1 666	0,015	Daiwa House Industry Co Ltd	182 510	0,471	Isetan Co Ltd	40 544	0,248
TPV Technology Ltd	14 610	0,297	Daiwa Securities Group Inc	19 963	0,033	Ishikawajima-Harima Heavy Industries Co Ltd	19 015	0,155
Wharf Holdings Ltd	112 164	0,243	Denki Kagaku Kogyo K K	38 486	0,370	Isuzu Motors Ltd	3 667	0,035
Wheelock & Co Ltd	1 161	0,007	Denso Corp	130 552	0,111	Ito En Ltd	40 379	0,307
Wing Hang Bank Ltd	2 989	0,026	Dentsu Inc	14 414	0,030	Itochu Corp	24 920	0,070
Wing Lung Bank	7 263	0,073	Diamond Lease Co Ltd	19 726	0,179	Itochu Techno-Science Corp	6 158	0,047
Yue Yuen Industrial Holdings	99 007	0,324	Disco Corp	68 240	0,566	Itoham Foods Inc	14 449	0,297
Zhejiang Expressway Co Ltd	84 036	0,411	Don Quijote Co Ltd	4 127	0,059	Ito-Yokado Co Ltd	67 726	0,077
			Doshisha Co Ltd	10 768	0,571	Iyo Bank Ltd/The	3 343	0,021
JAPAN			Dowa Mining Co Ltd	44 695	0,409	Jafo Co Ltd	24 283	0,096
77 Bank Ltd/The	2 964	0,020	Drake Beam Morin Japan Inc	17 219	1,402	Japan Airlines System Corp	11 279	0,030
ABC-Mart Inc	21 756	0,395	East Japan Railway Co	237 437	0,185	Japan Business Computer Co Ltd	4 364	0,418
Access Co Ltd	10 459	0,139	Ebara Corp	5 843	0,066	Japan Radio Co Ltd	18 863	0,427
Acom Co Ltd	15 033	0,034	EDGE Co Ltd/Tokyo	9 576	0,066	Japan Retail Fund Investment Corp	33 404	0,510
Aderans Co Ltd	21 466	0,476	Eisai Co Ltd	111 558	0,203	Japan Tobacco Inc	30 067	0,031
Advan Co Ltd	12 289	0,774	Eneserve Corp	7 207	0,130	JFE Holdings Inc	193 541	0,181
Advantest Corp	69 914	0,131	Enplac Co Ltd	43 618	0,994	JGC Corp	134 571	0,775
Aeon Co Ltd	289 513	0,384	Ezedy Corp	11 121	0,273	Joint Corp	1 298	0,077
Aeon Credit Service Co Ltd	16 057	0,107	Ezaki Glico Co Ltd	2 761	0,043	Joyfull Co Ltd	35 027	1,163
Aichi Steel Corp	2 210	0,040	Faith Inc	14 979	0,221	Joyo Bank Ltd/The	3 819	0,020
Aiful Corp	19 830	0,043	FamilyMart Co Ltd	9 982	0,067	JSAT Corp	1 830	0,020
Aioi Insurance Co Ltd	6 373	0,031	Fanuc Ltd	352 703	0,369	JSR Corp	113 141	0,300
Aisin Seiki Co Ltd	39 704	0,132	Fast Retailing Co Ltd	272 055	0,628	Juroku Bank Ltd/The	1 991	0,017
Ajinomoto Co Inc	24 493	0,049	FP Corp	14 789	0,532	Kagoshima Bank Ltd/The	1 545	0,019
All Nippon Airways Co Ltd	7 205	0,027	Fuji Electric Holdings Co Ltd	7 938	0,072	Kajima Corp	16 353	0,071
Alps Electric Co Ltd	12 946	0,072	Fuji Fire & Marine Insurance Co Ltd/The	11 991	0,134	Kamigumi Co Ltd	52 513	0,409
Amada Co Ltd	9 456	0,064	Fuji Heavy Industries Ltd	11 524	0,044	Kanden Co Ltd	1 734	0,035
Anritsu Corp	3 551	0,062	Fuji Photo Film Co Ltd	65 771	0,059	Kanebo Ltd	1 441	0,040
AOI Electronic Co Ltd	5 972	0,534	Fuji Seal Inc	79 218	1,306	Kaneka Corp	30 145	0,162
Arisawa Manufacturing Co Ltd	28 342	0,353	Fuji Television Network Inc	113 127	0,289	Kanematsu Corp	22 203	0,603
Arrk Corp	75 542	1,471	Fujikura Ltd	53 239	0,345	Kanematsu Electronics Ltd	18 333	0,793
Aruze Corp	14 218	0,119	Fujimi Inc	5 351	0,169	Kansai Electric Power Co Inc/The	84 743	0,073
Asahi Breweries Ltd	14 823	0,048	Fujisawa Pharmaceutical Co Ltd	155 800	0,330	Kansai Paint Co Ltd	94 494	1,034
Asahi Glass Co Ltd	159 404	0,249	Fujitsu Broad Solution & Consulting Inc	5 875	0,697	Kao Corp	108 939	0,133
Asahi Kasei Corp	37 393	0,071	Fujitsu Ltd	143 082	0,178	Kappa Create Co Ltd	12 640	0,262
Asats-DK Inc	3 924	0,044	Fukui Bank Ltd/The	918	0,012	Katokichi Co Ltd	2 416	0,040
Ashikaga Financial Group Inc	20	0,018	Fukuyama Transporting Co Ltd	2 298	0,033	Kawasaki Heavy Industries Ltd	8 235	0,069
Asics Corp	7 725	0,273	Fullcast Co Ltd	5 750	0,203	Kawasaki Kisen Kaisha Ltd	13 930	0,071
ASKUL Corp	27 102	0,378	Funai Electric Co Ltd	8 310	0,025	KDDI Corp	273 020	0,169
Aucnet Inc	12 380	1,466	Furukawa Electric Co Ltd	9 569	0,064	Keihin Electric Express Railway Co Ltd	14 330	0,071
Autobacs Seven Co Ltd	3 933	0,067	Futaba Corp	4 997	0,069	Keio Electric Railway Co Ltd	16 078	0,072
Avex Inc	56 129	1,011	Futaba Industrial Co Ltd	23 795	0,369	Kennedy-Wilson Japan	8 474	0,568
Awa Bank Ltd/The	2 613	0,026	Gigno System Japan Inc	7 574	0,739	Kenwood Corp	7 688	0,200
Bandai Co Ltd	12 705	0,079	Goodwill Group Inc/The	6 621	0,082	Keyence Corp	233 767	0,359
Bank of Fukuoka Ltd/The	31 670	0,175	Gunma Bank Ltd/The	3 405	0,022	Kibun Food Chemifa Co Ltd	7 485	0,298
Bank of Kyoto Ltd/The	1 909	0,015	Gunze Ltd	4 697	0,065	Kikkoman Corp	4 399	0,047
Bank of Nagoya Ltd/The	686	0,009	Hachijuni Bank Ltd/The	3 885	0,020	Kinden Corp	5 455	0,065
Bank of Yokohama Ltd/The	31 100	0,088	Hamamatsu Photonics KK	4 725	0,064	Kintetsu Corp	23 947	0,069
Belluna Co Ltd	20 185	0,400	Hankyu Corp	17 820	0,096	Kintetsu World Express Inc	14 572	0,376
Benesse Corp	12 483	0,071	Hankyu Department Stores	5 705	0,067	Kirin Brewery Co Ltd	28 823	0,051
Bosch Automotive Systems Corp	2 517	0,022	Hanshin Electric Railway Co Ltd	5 831	0,088	Kissei Pharmaceutical Co Ltd	3 999	0,057
Bridgestone Corp	77 914	0,099	Hard Off Corp Co Ltd	1 770	0,181	Kobayashi Pharmaceutical Co Ltd	40 589	0,584
Brother Industries Ltd	15 744	0,093	Heian Ceremony Service Co Ltd	6 197	0,922	Kobe Steel Ltd	18 683	0,074
C&S Co Ltd	4 492	0,043	Heiwa Corp	11 400	0,101	Koei Co Ltd	2 370	0,028
Calsonic Kasei Corp	2 471	0,022	Heiwado Co Ltd	7 977	0,171	Koito Manufacturing Co Ltd	10 491	0,154
Canon Inc	394 021	0,143	Higo Bank Ltd/The	1 934	0,017	Kokuyo Co Ltd	21 204	0,223
Canon Sales Co Inc	3 831	0,043	Hikari Tsushin Inc	1 517	0,008	Komatsu Ltd	102 998	0,239
Capcom Co Ltd	11 546	0,238	Hino Motors Ltd	9 723	0,034			
			Hirose Electric Co Ltd	120 335	0,394			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2003

Asia/Oseania

	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Komeri Co Ltd	35 162	0,433	Nihon Trim Co Ltd	9 967	0,639	Relo Holdings Inc	16 224	1,185
Konami Corp	17 296	0,068	Nihon Unisys Ltd	17 716	0,284	Resona Holdings Inc	12 601	0,013
Konica Minolta Holdings Inc	119 554	0,245	Nikko Cordial Corp	234 124	0,325	Resorttrust Inc	4 691	0,126
Kose Corp	95 679	0,866	Nikon Corp	213 955	0,562	Ricoh Co Ltd	289 632	0,300
Koyo Seiko Co Ltd	2 871	0,021	Nintendo Co Ltd	97 379	0,108	Rinnai Corp	5 956	0,068
Kubota Corp	19 124	0,048	Nippon Ceramic Co Ltd	10 032	0,667	Riso Kyoiku Co Ltd	1 985	0,250
Kuraray Co Ltd	20 427	0,093	Nippon Electric Glass Co Ltd	26 404	0,125	Rock Field Co Ltd	17 335	1,644
Kuraya Sanseido Inc	4 886	0,053	Nippon Express Co Ltd	23 024	0,070	Rohm Co Ltd	212 153	0,229
Kurita Water Industries Ltd	7 176	0,065	Nippon Kanzai Co Ltd	23 512	1,077	Rohto Pharmaceutical Co Ltd	7 492	0,250
Kyocera Corp	124 636	0,145	Nippon Kayaku Co Ltd	3 212	0,052	Round One Corp	11 885	0,134
Kyorin Pharmaceutical Co Ltd	4 488	0,068	Nippon Meat Packers Inc	7 026	0,046	Ryohin Keikaku Co Ltd	81 371	1,342
Kyowa Hakko Kogyo Co Ltd	11 059	0,061	Nippon Mining Holdings Inc	12 015	0,060	Ryoshoku Ltd	1 626	0,021
Kyushu Electric Power Co Inc	27 481	0,050	Nippon Oil Corp	36 199	0,069	Sagami Railway Co Ltd	1 386	0,016
Lawson Inc	54 120	0,217	Nippon Paint Co Ltd	3 780	0,064	Saizeriya Co Ltd	10 151	0,296
Lion Corp	5 007	0,044	Nippon Sanso Corp	5 596	0,066	Sakai Chemical Industry Co Ltd	983	0,038
Mabuchi Motor Co Ltd	35 184	0,146	Nippon Sheet Glass Co Ltd	6 043	0,069	Sammy Corp	5 131	0,038
Mac House Co Ltd	710	0,077	Nippon Shinpan Co Ltd	31 980	0,539	San-A Co Ltd	4 546	0,269
Makita Corp	6 794	0,067	Nippon Shokubai Co Ltd	6 712	0,064	San-In Godo Bank Ltd/The	1 570	0,017
Mandom Corp	16 671	0,502	Nippon Steel Corp	256 200	0,266	Sanken Electric Co Ltd	57 321	0,484
Marubeni Corp	14 049	0,072	Nippon Telegraph & Telephone Corp	207 134	0,039	Sankyo Co Ltd	31 382	0,057
Marui Co Ltd	23 474	0,075	Nippon Television Network Corp	2 848	0,011	Sankyo Co Ltd/Gunma	70 474	0,339
Maruichi Steel Tube Ltd	5 282	0,065	Nippon Thompson Co Ltd	14 524	0,433	Sankyo Seiki MFG Co Ltd	4 024	0,060
Matsuda Sangyo Co Ltd	5 157	0,509	Nippon Unipac Holding	118 571	0,310	Sanyo Chemical Industries Ltd	1 930	0,039
Matsumotokiyoishi Co Ltd	48 249	0,647	Nippon Yusen Kabushiki Kaisha	26 669	0,072	Sanyo Electric Co Ltd	91 670	0,140
Matsushita Electric Industrial Co Ltd	220 102	0,097	Nipponkoa Insurance Co Ltd	11 200	0,035	Sanyo Shinpan Finance Co Ltd	661	0,008
Matsushita Electric Works Ltd	21 880	0,050	Nipro Corp	2 367	0,041	Sanyo Shokai Ltd	11 201	0,191
Matsuzakaya Co Ltd	13 245	0,299	Nishimatsu Construction Co Ltd	4 363	0,071	Sapporo Hokuyo Holdings Inc	723	0,005
Max Co Ltd	5 118	0,162	Nishimatsuya Chain Co Ltd	16 985	0,400	Sapporo Holdings Ltd	2 710	0,042
Mazda Motor Corp	6 075	0,027	Nishi-Nippon Bank Ltd/The	460	0,008	Secom Co Ltd	91 452	0,156
Meiji Dairies Corp	3 712	0,043	Nishi-Nippon Railroad Co Ltd	5 660	0,069	Sega Corp	7 592	0,068
Meiji Seika Kaisha Ltd	4 291	0,041	Nishio Rent All Co Ltd	12 958	1,003	Seibu Railway Co Ltd	15 169	0,038
Meitec Corp	65 883	0,732	Nissan Chemical Industries Ltd	130 661	1,145	Seiko Epson Corp	43 330	0,072
Millea Holdings Inc	258 638	0,158	Nissan Motor Co Ltd	510 429	0,145	Seino Transportation Co Ltd	6 270	0,064
Mimasu Semiconductor Industry Co Ltd	11 192	0,609	Nissay Dowa General Insurance Co Ltd	26 865	0,209	Seiren Co Ltd	6 043	0,246
Minebea Co Ltd	13 238	0,098	Nissen Co Ltd	3 602	0,061	Seiyu Ltd/The	9 216	0,065
Misumi Corp	185 507	2,302	Nissin Seifun Group Inc	5 863	0,041	Sekisui Chemical Co Ltd	28 607	0,152
Mitsubishi Chemical Corp	26 707	0,071	Nisshin Steel Co Ltd	8 098	0,065	Sekisui House Ltd	37 589	0,076
Mitsubishi Corp	213 533	0,190	Nisshinbo Industries Inc	5 559	0,068	Seven-Eleven Japan Co Ltd	66 557	0,040
Mitsubishi Electric Corp	43 812	0,073	Nissan Co Ltd	4 535	0,113	SFCG Co Ltd	44 788	0,460
Mitsubishi Estate Co Ltd	117 292	0,140	Nissin Food Products Co Ltd	118 293	0,554	Sharp Corp	87 127	0,074
Mitsubishi Gas Chemical Co Inc	7 477	0,067	Nitori Co Ltd	3 892	0,042	Shiga Bank Ltd/The	796	0,010
Mitsubishi Heavy Industries Ltd	150 175	0,234	Nitto Denko Corp	370 930	0,588	Shikoku Bank Ltd/The	2 576	0,024
Mitsubishi Logistics Corp	5 929	0,062	Nitotoku Engineering Co Ltd	9 175	1,300	Shikoku Electric Power Co Inc	14 249	0,044
Mitsubishi Materials Corp	8 696	0,071	NOF Corp	15 825	0,311	Shima Seiki Manufacturing Ltd	6 431	0,067
Mitsubishi Motors Corp	3 236	0,016	NOK Corp	152 402	0,365	Shimachu Co Ltd	45 827	0,654
Mitsubishi Pharma Corp	1 538	0,006	Nomura Holdings Inc	473 668	0,210	Shimamura Co Ltd	78 770	0,470
Mitsubishi Rayon Co Ltd	25 479	0,165	Nomura Research Institute Ltd	73 109	0,243	Shimano Inc	12 279	0,073
Mitsubishi Securities Co Ltd	71 731	0,206	Noritake Co Ltd	12	0,000	Shimizu Corp	15 171	0,076
Mitsubishi Tokyo Financial Group Inc	549 376	0,165	Noritsu Koki Co Ltd	19 380	0,235	Shimozima Co Ltd	445	0,031
Mitsui & Co Ltd	244 773	0,284	NS Solutions Corp	34 506	0,340	Shin-Etsu Chemical Co Ltd	337 425	0,289
Mitsui Chemicals Inc	21 611	0,070	NSK Ltd	9 605	0,070	Shinko Securities Co Ltd	3 314	0,020
Mitsui Engineering & Shipbuilding Co Ltd	6 373	0,071	NTN Corp	43 871	0,298	Shionogi & Co Ltd	220 205	0,495
Mitsui Fudosan Co Ltd	79 071	0,156	NTT Data Corp	27 203	0,039	Shiseido Co Ltd	74 011	0,214
Mitsui Mining & Smelting Co Ltd	15 166	0,094	NTT DoCoMo Inc	285 795	0,037	Shizuoka Bank Ltd/The	36 808	0,099
Mitsui OSK Lines Ltd	28 525	0,072	OBAYASHI Corp	16 116	0,074	Shizuoka Gas Co Ltd	6 188	0,360
Mitsui Sumitomo Insurance Co Ltd	384 635	0,471	OBIC Business Consultants Ltd	50 233	0,716	Showa Denko K K	11 968	0,069
Mitsui Trust Holdings Inc	5 097	0,017	Obic Co Ltd	35 066	0,256	Showa Shell Sekiyu KK	5 645	0,027
Mitsukoshi Ltd	9 871	0,070	Odakyu Electric Railway Co Ltd	16 656	0,071	SKY Perfect Communications Inc	8 166	0,046
Mitsumi Electric Co Ltd	4 549	0,085	Ogaki Kyoritsu Bank Ltd/The	2 495	0,020	Skylark Co Ltd	8 999	0,070
Mizuho Financial Group Inc	475 829	0,200	OJI Paper Co Ltd	59 410	0,129	SMC Corp/Japan	179 948	0,304
Mizuho Investors Securities Co Ltd	1 084	0,006	Oki Electric Industry Co Ltd	10 664	0,066	Softbank Corp	33 657	0,046
Mizuho Trust & Banking Co Ltd	4 819	0,008	Okinawa Electric Power Co Inc/The	20 485	0,725	Softbank Investment Corp	2 371	0,015
Mochida Pharmaceutical Co Ltd	2 470	0,046	Okumura Corp	64 625	0,976	Sohgo Security Services Co Ltd	3 153	0,041
Modec Inc	10 669	0,318	Olympus Corp	54 701	0,141	Sompo Japan Insurance Inc	49 987	0,090
Mori Seiki Co Ltd	17 712	0,406	Omron Corp	47 000	0,140	Sony Corp	296 810	0,138
Moshi Moshi Hotline Inc	11 280	0,392	Ono Pharmaceutical Co Ltd	17 624	0,056	Sparx Asset Management Co Ltd	42 923	1,242
Murata Manufacturing Co Ltd	114 441	0,135	Onoken Co Ltd	6 023	0,630	Square Enix Co Ltd	6 364	0,036
Musashino Bank Ltd/The	1 460	0,018	Onward Kashiyama Co Ltd	43 740	0,310	Stanley Electric Co Ltd	140 016	0,559
N E Chemcat Corp	12 633	0,380	Oracle Corp Japan	7 545	0,017	Studio Alice Co Ltd	14 174	0,672
Nagoya Railroad Co Ltd	11 976	0,073	Oriental Land Co Ltd	41 566	0,100	Sugi Pharmacy Co Ltd	8 740	0,145
Nakanishi Inc	25 029	1,239	ORIX Corp	368 087	0,787	Sumida Corp	44 099	1,364
Namco Ltd	27 913	0,277	Osaka Gas Co Ltd	21 441	0,050	Sumisho Computer Systems Corp	21 368	0,242
NBC Inc	6 157	0,605	Otsuka Corp	2 490	0,045	Sumisho Lease Co Ltd	40 537	0,457
NEC Corp	201 009	0,209	Otsuka Kagu Ltd	67 105	1,540	Sumitomo Bakelite Co Ltd	22 130	0,213
NEC Electronics Corp	45 992	0,078	Oyo Corp	5 875	0,412	Sumitomo Chemical Co Ltd	167 948	0,362
NEC Fielding Ltd	2 410	0,021	Pacific Metals Co Ltd	25 784	0,307	Sumitomo Corp	101 828	0,188
NEC Soft Ltd	2 094	0,029	Pal Co Ltd	2 412	0,114	Sumitomo Electric Industries Ltd	68 628	0,152
NET One Systems Co Ltd	163 269	1,146	Paltac Corp	16 973	0,682	Sumitomo Forestry Co Ltd	6 700	0,066
New Japan Radio Co Ltd	1 498	0,049	PanaHome Corp	2 319	0,038	Sumitomo Heavy Industries Ltd	14	0,000
NGK Insulators Ltd	18 226	0,101	Parco Co Ltd	22 717	0,835	Sumitomo Metal Industries Ltd	23 063	0,073
NGK Spark Plug Co Ltd	3 722	0,030	Paris Miki Inc	14 970	0,199	Sumitomo Metal Mining Co Ltd	145 932	0,504
NHK Spring Co Ltd	69 914	0,896	Park24 Co Ltd	34 564	0,631	Sumitomo Mitsui Financial Group Inc	650 434	0,314
Nichias Corp	12 414	0,478	Pentax Corp	50 041	0,977	Sumitomo Osaka Cement Co Ltd	4 954	0,087
Nichicon Corp	32 271	0,583	Phoenix Electric Co Ltd	7 440	1,232	Sumitomo Real Estate Sales Co Ltd	34 077	0,530
Nichihara Corp	11 443	0,342	Pioneer Corp	23 722	0,071	Sumitomo Realty & Development Co Ltd	164 970	0,665
Nichii Gakkan Co	13 285	0,097	Plant Co Ltd	8 326	1,185	Sumitomo Rubber Industries Inc	2 280	0,026
Nichirei Corp	2 930	0,043	Plenus Co Ltd	44 432	0,649	Sumitomo Trust & Banking Co Ltd/The	132 226	0,227
Nidec Copal Corp	1 526	0,023	Promise Co Ltd	44 456	0,119	Sun Wave Corp	7 710	0,587
Nidec Copal Electronics Corp	32 572	1,979	QP Corp	6 260	0,072	Suncall Corp	1 010	0,055
Nidec Corp	356 008	0,853	Q'Sai Co Ltd	25 391	1,444	Suruga Bank Ltd/The	2 267	0,019
Nihon Inter Electronics Corp	1 284	0,093	Rakuten Inc	22 503	0,068	Suzuken Co Ltd	6 416	0,038

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2003

Asia/Oseania

	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Suzuki Motor Corp	201 713	0,366	Yamato Transport Co Ltd	25 304	0,070	Samsung Fine Chemicals Co Ltd	1 410	0,058
Taiheiyu Cement Corp	13 430	0,077	Yamazaki Baking Co Ltd	1 545	0,013	Samsung Fire & Marine Insurance Co Ltd	21 342	0,117
Taisei Corp	17 886	0,077	Yaskawa Electric Corp	109 017	1,034	Samsung Heavy Industries Co Ltd	7 727	0,095
Taisho Pharmaceutical Co Ltd	35 202	0,085	Yokogawa Electric Corp	250 520	1,011	Samsung SDI Co Ltd	25 394	0,067
Taiyo Ink Manufacturing Co Ltd	56 248	1,620	Yok-Benimaru Co Ltd	4 088	0,052	Samsung Securities Co Ltd	53 637	0,554
Taiyo Life Insurance Co	3 620	0,022	Yoshinoya D&C Co Ltd	2 537	0,043	Samsung Techwin Co Ltd	5 920	0,086
Taiyoo Yuden Co Ltd	9 654	0,091	Zenrin Co Ltd	25 957	1,352	Shinhan Financial Group Co Ltd	40 738	0,129
Takachiho Electric Co Ltd	8 492	0,956	Zeon Corp	8 965	0,066	Shinsegae Co Ltd	186 033	0,772
Takara Holdings Inc	5 672	0,041	Zuken Inc	14 866	0,817	Shinsegae Food System Co Ltd	14 827	1,507
Takashimaya Co Ltd	11 255	0,076				Sindo Ricoh Co Ltd	1 915	0,055
Takeda Chemical Industries Ltd	245 057	0,103	KOREA			SK Corp	65 678	0,350
Takefuji Corp	20 393	0,043	Amorepacific Corp	17 431	0,195	SK Networks Co Ltd	11 362	0,041
Tanabe Seiyaku Co Ltd	7 965	0,054	Anam Semiconductor Inc	841	0,028	SK Telecom Co Ltd	282 907	0,287
TDK Corp	83 291	0,130	Cheil Communications Inc	1 681	0,038	SKC Co Ltd	1 283	0,052
Teijin Ltd	13 258	0,073	Cheil Industries Inc	4 657	0,093	S-Oil Corp	11 717	0,064
Teikoku Oil Co Ltd	7 093	0,069	Chohung Bank	346	0,002	Ssangyong Motor Co	19 060	0,289
Telewave Inc	3 066	0,207	CJ Corp	2 951	0,037	Trigem Computer Inc	1 933	0,105
Teraoka Seisakusho Co Ltd	1 161	0,080	CJ Home Shopping	9 201	0,381	Youngone Corp	12 382	1,850
Terumo Corp	70 852	0,261	Dacom Corp	476	0,030	Yuhan Corp	2 659	0,098
THK Co Ltd	96 773	0,591	Daeduck Electronics Co	2 609	0,085			
Tietech Co Ltd	1 529	0,260	Daegu Bank	11 554	0,277	NEW ZEALAND		
TMS Entertainment Ltd	3 247	0,213	Daelim Industrial Co	157 743	1,627	Air New Zealand Ltd	1 599	0,027
Toa Corp/Hyogo	6 284	0,453	Daewoo Engineering & Construction Co Ltd	6 543	0,064	Auckland International Airport Ltd	6 009	0,064
Tobu Railway Co Ltd	14 693	0,071	Daewoo Heavy Industries & Machinery Ltd	3 932	0,045	Briscoe Group Ltd	486	0,031
TOC Co Ltd	4 715	0,186	Daewoo Securities Co Ltd	574	0,012	Carter Holt Harvey Ltd	6 876	0,048
Toda Corp	4 345	0,071	Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering Co Ltd	20 554	0,127	Contact Energy Ltd	3 782	0,028
Toei Animation Co Ltd	4 422	0,187	Daishin Securities Co Ltd	25 391	0,520	Fisher & Paykel Appliances Holdings Ltd	3 346	0,078
Toho Co Ltd/Tokyo	7 663	0,047	Dongbu Insurance Co Ltd	26 037	1,638	Fisher & Paykel Healthcare Corp	3 838	0,068
Toho Gas Co Ltd	4 819	0,035	Dongkuk Steel Mill Co Ltd	3 145	0,077	Fletcher Building Ltd	8 117	0,102
Tohoku Electric Power Co Inc	70 986	0,127	Doosan Heavy Industries and Construction Co Ltd	1 330	0,034	Fletcher Challenge Forests Ltd	3 755	0,340
Tokai Rubber Industries Inc	1 795	0,018	Good Morning Shinhan Securities Co Ltd	961	0,019	Independent Newspapers Ltd	2 172	0,022
Tokuyama Corp	32 875	0,542	Halla Climate Control	7 737	0,117	Infratil Ltd	1 496	0,065
Tokyo Broadcasting System Inc	2 437	0,013	Hana Bank	4 620	0,018	Kiwi Income Property Trust	138	0,005
Tokyo Electric Power Co Inc/The	171 876	0,087	Hanjin Shipping	5 665	0,060	NGC Holdings Ltd	906	0,021
Tokyo Electron Ltd	282 821	0,307	Hankuk Electric Glass Co Ltd	1 425	0,040	Port of Tauranga Ltd	1 255	0,049
Tokyo Gas Co Ltd	33 294	0,049	Hanmi Pharm Co Ltd	11 083	0,945	Ports of Auckland Ltd	421	0,011
Tokyo Seimitsu Co Ltd	5 168	0,066	Hanwha Chem Corp	2 441	0,038	Sanford Ltd/NZ	779	0,036
Tokyo Style Co Ltd	4 888	0,067	Hite Brewery Co Ltd	3 753	0,040	Sky City Entertainment Group Ltd	7 814	0,094
Tokyo Tomim Bank Ltd/The	15 046	0,348	Honam Petrochemical Corp	4 649	0,041	Sky Network Television Ltd	723	0,008
Tokyu Corp	27 587	0,070	Hynix Semiconductor Inc	2 505	0,016	Telecom Corp of New Zealand Ltd	30 344	0,067
Tokyu Land Corp	17 690	0,259	Hyosung Corp	2 663	0,105	Tower Ltd	121	0,005
TonenGeneral Sekiyu KK	13 050	0,040	Hyundai Department Store Co Ltd	4 238	0,085	Warehouse Group Ltd	2 866	0,041
Toppan Forms Co Ltd	1 841	0,022	Hyundai Development Co	23 354	0,470	Westpac NZ Investments Ltd	831	0,020
Toppan Printing Co Ltd	23 879	0,049	Hyundai Engineering & Construction	3 010	0,093	SINGAPORE		
Toray Industries Inc	212 834	0,544	Hyundai Heavy Industries	10 565	0,065	Allgreen Properties Ltd	689	0,014
Toshiba Corp	69 430	0,084	Hyundai Mobis	123 495	0,407	BIL International Ltd	1 230	0,029
Toshiba TEC Corp	2 781	0,035	Hyundai Motor Co	220 289	0,336	CapitaLand Ltd	1 390	0,009
Tosoh Corp	8 889	0,065	Hyundai Securities Co	386	0,011	CapitaMall Trust	2 196	0,043
Tostem Inax Holding Corp	207 655	0,475	INI Steel Co	2 665	0,038	Chartered Semiconductor Manufacturing Ltd	6 803	0,039
Toto Ltd	209 287	0,981	Jahwa Electronics Co Ltd	18 105	1,669	China Aviation Oil Singapore Corp Ltd	7 160	0,197
Toyo Corp	12 152	0,501	Kangwon Land Inc	9 417	0,055	CHT Holdings Ltd	8 580	0,895
Toyo INK MFG Co Ltd	13 056	0,199	KH Vatec Co Ltd	8 488	0,403	City Developments Ltd	4 583	0,022
Toyo Radiator Co Ltd	12 541	0,628	Kia Motors Corp	31 845	0,134	ComfortDelgro Corp Ltd	14 760	0,213
Toyo Seikan Kaisha Ltd	15 158	0,072	Kook Soon Dang Brewery Co Ltd	10 633	0,394	Creative Technology Ltd	4 207	0,071
Toyo Suisan Kaisha Ltd	3 475	0,042	Kookmin Bank	386 870	0,451	Cycle & Carriage Ltd	10 836	0,139
Toyobo Co Ltd	6 929	0,066	KorAm Bank	277 137	1,680	Datacraft Asia Ltd	2 033	0,051
Toyoda Gosei Co Ltd	44 981	0,186	Korea Electric Power Corp	60 589	0,080	DBS Group Holdings Ltd	248 804	0,286
Toyota Auto Body Co Ltd	1 649	0,019	Korea Exchange Bank	665	0,003	Elec & Eltek International Co Ltd	1 576	0,060
Toyota Industries Corp	11 114	0,024	Korea Gas Corp	1 065	0,010	Flextronics International Ltd	63 123	0,120
Toyota Motor Corp	930 754	0,110	Korean Air Co Ltd	6 571	0,086	Fraser and Neave Ltd	5 145	0,043
Toyota Tsusho Corp	6 540	0,036	Korean Reinsurance Co	22 055	0,999	Great Eastern Holdings Ltd	11 820	0,058
Toys R Us Japan Ltd	18 030	0,411	KT Corp	23 149	0,039	Haw Par Corp Ltd	2 221	0,060
Trans Cosmos Inc	9 032	0,221	KT Freetel	9 332	0,045	Hong Leong Asia Ltd	11 589	0,429
Trend Micro Inc	17 312	0,073	KT&G Corp	7 625	0,037	Hotel Properties Ltd	302	0,016
Trusco Nakayama Corp	17 555	0,659	Kumgang Korea Chemical Co Ltd	3 253	0,051	Keppel Corp Ltd	137 783	0,732
Tsubaki Nakashima Co Ltd	12 827	0,274	LG Cable Ltd	2 706	0,099	Keppel Land Ltd	630	0,013
TV Asahi Corp	2 206	0,021	LG Card Co Ltd	415	0,087	Marco Polo Developments Ltd	11	0,000
Ube Industries Ltd/Japan	18 178	0,152	LG Chem Ltd	18 483	0,090	MobileOne Ltd	11 822	0,190
UFJ Holdings Inc	159 017	0,096	LG Corp	6 138	0,048	NatSteel Ltd	474	0,015
UFJ Tsubasa Securities Co Ltd	4 095	0,022	LG Electronics Inc	104 041	0,228	Neptune Orient Lines Ltd	8 658	0,068
UMC Japan	37 432	0,543	LG Engineering & Construction Corp	40 490	0,836	Oversea-Chinese Banking Corp	110 880	0,180
Uni-Charm Corp	99 354	0,439	LG Household & Health Care Ltd	1 412	0,052	Overseas Union Enterprise Ltd	2 396	0,049
Uniden Corp	15 507	0,205	LG Investment & Securities Co Ltd	13 259	0,211	Pacific Century Regional Developments Ltd	423	0,012
UNY Co Ltd	24 248	0,186	LG Petrochemical Co Ltd	63 354	0,851	Parkway Holdings Ltd	997	0,034
Ushio Inc	47 929	0,306	Lotte Chilsung Beverage Co Ltd	12 139	0,290	Seksun Corp Ltd	14 441	1,714
USS Co Ltd	45 332	0,312	Lotte Confectionery Co Ltd	5 484	0,148	SembCorp Industries Ltd	3 770	0,041
Victor Co Of Japan Ltd	3 790	0,027	Nong Chim Co Ltd	3 136	0,041	SembCorp Logistics Ltd	2 860	0,042
Vodafone Holdings KK	52 664	0,090	Nong Shim Holdings Co Ltd	1	0,000	SembCorp Marine Ltd	2 589	0,047
Wacoal Corp	15 293	0,187	Orion Corp	16 436	0,645	Singapore Airlines Ltd	25 636	0,046
Warabeya Nichiyu Co Ltd	7 857	0,717	Pantech Co Ltd	439	0,037	Singapore Computer Systems Ltd	2 528	0,537
West Japan Railway Co	24 958	0,047	Plenus Inc	13 200	0,542	Singapore Exchange Ltd	1 615	0,023
Workman Co Ltd	7 075	0,469	Poongsan Corp	2 451	0,109	Singapore Food Industries Ltd	7 058	0,488
Works Applications Co Ltd	75 041	1,531	POSCO	98 111	0,119	Singapore Land Ltd	326	0,006
World Co Ltd	7 451	0,066	Pusan Bank	23 138	0,427	Singapore Post Ltd	11 862	0,228
Yahoo Japan Corp	118 085	0,070	S1 Corp/Korea	2 778	0,056	Singapore Press Holdings Ltd	16 792	0,061
Yakult Honsha Co Ltd	11 438	0,062	Samsung Corp	7 466	0,089	Singapore Telecommunications Ltd	44 202	0,088
Yamada Denki Co Ltd	46 930	0,253	Samsung Electro-Mechanics Co Ltd	18 628	0,113	SMRT Corp Ltd	1 389	0,038
Yamaguchi Bank Ltd/The	2 557	0,021	Samsung Electronics Co Ltd	969 442	0,257	ST Assembly Test Services Ltd	2 209	0,023
Yamaha Corp	19 575	0,072				Straits Trading Co Ltd	6	0,000
Yamaha Motor Co Ltd	5 805	0,029				Unisteel Technology Ltd	16 034	1,302
Yamanouchi Pharmaceutical Co Ltd	166 119	0,218						

Asia/Oseania

United Industrial Corp Ltd/Singapore	3 087	0,067	KGI Securities Co Ltd	693	0,016
United Overseas Bank Ltd	267 607	0,320	Kinpo Electronics	4 206	0,092
United Overseas Land Ltd	8 842	0,185	Largan Precision Co Ltd	1 759	0,027
Venture Corp Ltd	209 185	1,029	LITE-ON IT Corp	3 145	0,027
Want Want Holdings Ltd	1 519	0,018	Lite-On Technology Corp	14 855	0,091
Wing Tai Holdings Ltd	22	0,001	Macronix International	5 386	0,085
YHI International Ltd	17 040	1,406	Masterlink Securities Corp	742	0,025
TAIWAN			MediaTek Inc	175 874	0,425
Accton Technology Corp	2 718	0,089	Mega Financial Holding Co Ltd	22 412	0,047
Acer Inc	19 358	0,089	Merry Electronics Co Ltd	7 384	0,565
Advanced Semiconductor Engineering Inc	59 721	0,233	Micro-Star International Co Ltd	4 010	0,059
Advantech Co Ltd	2 689	0,068	Mitac International	2 172	0,073
Altek Corp	1 343	0,084	Mosel Vitelic Inc	1 100	0,057
Ambit Microsystems Corp	55 227	0,894	Nan Ya Plastics Corp	60 644	0,094
AmTRAN Technology Co Ltd	1 975	0,091	Nanya Technology Corp	6 737	0,042
Aopen Inc	1 159	0,073	National Petroleum Co Ltd	9 338	0,655
Arima Computer Corp	2 044	0,070	Nien Hsing Textile Co Ltd	16 176	0,407
ASE Test Ltd	21 612	0,211	Nien Made Enterprises	2 235	0,077
Asia Cement Corp	2 869	0,035	Novatek Microelectronics Corp Ltd	3 782	0,057
Asia Optical Co Inc	103 713	1,435	Oriental Union Chemical	3 230	0,066
Askey Computer Co Ltd	1 343	0,087	Pacific Electric Wire & Cable Co Ltd	124	0,036
Asustek Computer Inc	23 221	0,068	Phoenixtec Power Co Ltd	18 442	0,494
AU Optronics Corp	22 785	0,062	Pihsiang Machinery Manufacturing Co Ltd	184	0,005
Basso Industry Corp	17 501	0,991	Polaris Securities Co Ltd	452	0,011
Benq Corp	24 865	0,143	POU Chen Corp	12 129	0,088
Capital Securities Corp	937	0,029	Powerchip Semiconductor Corp	9 748	0,083
Career Technology Co Ltd	14 703	0,970	Premier Image Technology Corp	5 434	0,093
Cathay Financial Holding Co Ltd	33 200	0,038	President Chain Store Corp	3 103	0,034
Cathay Real Estate Development Co Ltd	276	0,006	President Securities Corp	749	0,023
Chang Hwa Commercial Bank	2 257	0,014	ProMOS Technologies Inc	3 595	0,039
Cheng Shin Rubber Industry Co Ltd	1 989	0,024	Quanta Computer Inc	177 847	0,386
Cheng Uei Precision Industry Co	2 093	0,070	Quanta Display Inc	6 123	0,059
Chi Mei Optoelectronics Corp	15 219	0,065	Quanta Storage Inc	3 050	0,062
Chia Hsin Cement Corp	1 419	0,048	Radiant Opto-Electronics Corp	4 596	0,209
Chicony Electronics Co Ltd	3 503	0,085	Realtek Semiconductor Corp	6 993	0,093
China Airlines	1 690	0,020	Ritek Corp	8 236	0,092
China Bills Finance Corp	611	0,019	Ruentex Industries Ltd	1 456	0,063
China Development Financial Holding Corp	23 858	0,059	Sampo Corp	2 955	0,078
China Motor Corp Ltd	3 334	0,021	Sheng Yu Steel Co Ltd	898	0,031
China Steel Corp	24 752	0,046	Shin Kong Financial Holdings Co Ltd	1 250	0,012
Chinatrust Financial Holding Co	314 570	0,789	Silicon Integrated Systems Corp	5 321	0,086
Chunghwa Picture Tubes Ltd	11 142	0,063	Siliconware Precision Industries Co	163 141	1,178
Chunghwa Telecom Co Ltd	10 839	0,011	Sinopac Holdings Co	20 506	0,158
CMC Magnetics Corp	14 965	0,089	Sunplus Technology Co Ltd	6 174	0,065
Compal Electronics Inc	115 200	0,384	Synnex Technology International Corp	6 542	0,097
Compeq Manufacturing Co	2 663	0,081	Systex Corp	2 399	0,072
Coretronic Corp	2 499	0,098	Taishin Financial Holdings Co Ltd	24 802	0,128
Cosmos Bank Taiwan	1 002	0,015	Taiwan Business Bank	683	0,012
CTCI Corp	11 203	0,370	Taiwan Cellular Corp	96 310	0,350
DBTEL Inc	3 822	0,084	Taiwan Cement Corp	3 576	0,039
Delta Electronics Inc	16 430	0,127	Taiwan Fertilizer Co Ltd	2 312	0,053
D-Link Corp	4 163	0,095	Taiwan Glass Industrial Corp	3 990	0,059
E.Sun Financial Holdings Co Ltd	1 458	0,014	Taiwan Secom	1 475	0,054
Elite Semiconductor Memory Technology Inc	1 778	0,085	Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	739 249	0,257
Elitegroup Computer Systems	2 361	0,063	Taiwan Styrene Monomer	3 262	0,087
Eternal Chemical Co Ltd	1 659	0,067	Tatung Co Ltd	6 349	0,087
Eva Airways Corp	1 681	0,022	Teco Electric & Machinery	3 702	0,079
Evergreen International Storage & Transport Corp	1 022	0,036	TON YI Industrial Corp	2 048	0,067
Evergreen Marine Corp	3 025	0,023	Tong Yang Industry	11 806	0,295
FAR Eastern International Bank	625	0,013	Transcend Information Inc	1 115	0,035
Far Eastern Textile Co Ltd	7 897	0,061	TYC Brother Industrial Co Ltd	11 422	0,630
Far EasTone Telecommunications Co Ltd	848	0,006	Unimicron Technology Corp	3 772	0,092
Faraday Technology Corp	2 350	0,072	Union Bank Of Taiwan	870	0,030
Farmers Bank of China Ltd/The	854	0,025	Uni-President Enterprises Corp	5 273	0,053
Feng Hsin Iron & Steel Co	2 505	0,088	United Microelectronics Corp	202 245	0,183
Feng TAY Enterprise Co Ltd	1 745	0,071	Vanguard International Semiconductor Corp	2 318	0,031
First Financial Holding Co Ltd	12 247	0,044	Via Technologies Inc	7 328	0,068
First International Computer Inc	1 963	0,091	Walsin Lihwa Corp	6 280	0,080
Formosa Chemicals & Fibre Co	117 885	0,232	Wan Hai Lines Ltd	3 874	0,041
Formosa Plastics Corp	295 813	0,541	Waterland Financial Holdings	785	0,019
Formosa Taffeta Co	2 801	0,060	Winbond Electronics Corp	10 397	0,070
Fu Sheng Industrial Co Ltd	13 014	0,194	Wintek Corp	3 020	0,093
Fubon Financial Holding Co Ltd	307 782	0,568	Ya Hsin Industrial Co Ltd	3 393	0,059
Fuh-Hwa Financial Holdings Co Ltd	1 135	0,017	Yageo Corp	5 655	0,082
Giant Manufacturing	1 276	0,055	Yang Ming Marine Transport	5 197	0,039
Gigabyte Technology Co Ltd	4 450	0,063	Yieh Phui Enterprise	3 680	0,073
Grand Hall Enterprise Co Ltd	7 476	0,392	Yuanta Core Pacific Securities Co	2 717	0,026
HannStar Display Corp	7 539	0,076	Yuen Foong Yu Paper Manufacturing Co Ltd	3 544	0,089
High Tech Computer Corp	4 274	0,083	Yulon Motor Co	4 066	0,026
HON HAI Precision Industry	157 811	0,235	Yung Chi Paint & Varnish Manufacturing Co Ltd	9 079	0,741
Hotai Motor Co Ltd	1 498	0,035	Yungtay Engineering Co Ltd	1 403	0,079
Hsinchu International Bank	639	0,016	Zyxel Communications Corp	3 537	0,079
Hua Nan Financial Holdings Co Ltd	4 493	0,018			
International Bank of Taipei	2 121	0,028			
International Semiconductor Technology Ltd	9 044	0,541			
Inventec Co Ltd	14 636	0,182			
Jenn Feng Industrial Co Ltd	13 766	1,061			
Jih Sun Financial Holdings Co Ltd	320	0,008			
Kenda Rubber Industrial Co	789	0,037			

Obligasjoner pr. 31. desember 2003

Europa

	Verdi i tusen kroner		Verdi i tusen kroner		Verdi i tusen kroner
BELGIA		Lottomatica Spa	21 149	Cadbury Schweppes Fin	287 771
Den belgiske stat	2 362 223	Monte Dei Paschi Di Siena	125 303	Carnical Plc	39 518
Dexia Credit Local	46 135	Poste Italiane Spa	364 848	Centrica Plc	24 804
Solvay SA	164 154	Region of Lombardy	68 660	Clerial Medical Fin Plc	76 165
		Region of Sicily	140 033	Compass Group Plc	212 073
DANMARK		Sanpaolo IMI Spa	121 548	Daily Mail & General Trust	57 420
Brfkredit A/S	118 475	Telecom Italia	1 371 851	Den britiske stat	13 577 917
Den danske Bank	295 254			Diageo Plc	276 160
Den danske stat	10 107 793	KROATIA		Dixons Group Plc	36 786
ISS Global A/S	102 546	Den kroatiske stat	48 119	FKI Plc	23 558
Nordea Kredit Realkredit	504 708			Friends Provident Plc	31 222
Nykredit	979 919	LUXEMBOURG		Gallaher Group Plc	51 595
Realkredit Danmark	1 397 006	Holcim Finance Luxembourg	34 073	Glaxo Smithkline	150 977
Tele Danmark AS (TDC AS)	118 922	Michelin Finance	155 027	Gracechurch Card Funding Plc	43 243
		Pfandbriefbank International	85 909	Great Universal Stores Plc	128 680
FINLAND		SES Global SA	74 394	Hanson Plc	43 668
Den finske stat	887 035			HBOS Plc	1 578 790
Municipality Finance Plc	94 347	NEDERLAND		Hilton Group Finance Plc	126 234
Stora Enso Oyj-Global	77 699	ABN Amro Bank NV	589 184	HSBC Holdings	2 385 515
UPM-Kymmene Corp	114 234	ABN Amro Bouwfonds Nederland Gemeenten	251 377	Imperial Chemical Industries	26 988
		Akzo Nobel Inc	126 011	Imperial Tobacco O/S BV-Global	108 416
FRANKRIKE		Bank Nederlandse Gemeenten	2 687 260	Jardine Strategic Holding Ltd	36 295
Accor SA	60 648	Den nederlandske stat	3 645 049	Kelda Group Plc	111 114
Agence Francaise De Developpement	58 966	DSM NV	66 845	Kingfisher Plc	142 933
Auchan SA	58 853	E. On AG	637 864	Land Securities Plc	145 725
Aventis SA	353 565	Eneco Holding Inv	85 050	LCR Finance Plc	357 898
Axa SA	513 196	Essent NV	67 321	Legal And General Group Plc	87 223
Banque Federative Du Credit Mutuel	75 578	Fortis Finance NV	120 222	Lloyds Bank Plc	252 512
BNP Paribas	705 736	ING Bank	1 044 858	Marks & Spencer Finance	265 816
Bouygues SA	84 152	Koninklijke Kpn NV	264 432	MMO2 Plc	191 517
Caisse Centrale du Credit Immobilier de France	188 999	Metro Finance BV	54 661	Mound Financing Plc	9 389
Caisse D'amortissement de La Dette Sociale	549 987	Nederlandse Waterschapsbank	1 168 880	National Grid Transco Plc	666 500
Caisse Nationale des Autoroutes	203 743	NIB Capital Bank	66 660	Nationwide Building Society	83 161
Caisse Nationale des Caisses	339 884	Rabobank	785 742	Northern Rock Plc	135 299
Caisse Refinance Hypothec	934 071	Schipol Nederland BV	25 270	Pearson Plc	153 442
Carrefour SA	242 499	Shell Finance UK Plc	144 846	Pilkington Plc	46 947
Casino Guichard	230 295	SNS Bank Nederland	277 781	Prudential Plc	189 549
CDC Ixix	1 902 553	TPG NV	93 691	Rentokil Initial	61 578
CIF Euromortgage	2 172 014	TPSA Eurofinance BV	65 823	Rexam Plc	256 735
Cofiroute	74 855	Transamerica Financial Corp	126 246	Rio Tinto Plc	137 239
Credit Agricole	107 737	Unilever NV	434 995	Rolls-Royce Plc	94 064
Credit Foncier de France	1 959 844	Union Fenosa	59 591	Royal Bank of Scotland Group	1 113 754
Credit Lyonnais	185 351	Verenigd Bezit Vnu NV	93 160	Safeway Plc	73 841
Den franske stat	8 276 101	Wolters Kluwer NV	92 437	Sainsbury Plc	121 023
Dexia Municipal agency	4 552 148			Schlumberger Tech Corp	90 024
Electricite de France	308 994	POLEN		Severn Trent	109 459
ERAP	682 991	Den polske stat	701 226	Six Continents Plc	50 553
France Telecom	974 405			Smiths Group Plc	70 024
Gaz de France	44 947	PORTUGAL		Standard Chartered Bank	27 533
Gecina	26 645	Banco Comercial Portugues	23 924	Tate and Lyle Intl Fin Plc	70 600
Imerys SA	137 684	Banco Espirito Santo S.A	188 148	Tesco Plc	231 031
La Poste	297 625	Brisa-Auto-Estrada De Portugal	85 308	Tomkins Plc	53 896
Lafarge	147 835	Electricidade De Portugal	147 642	United Utilities Plc	279 178
Natexis Banque	24 877	Den portugisiske stat	2 775 138	Vodafone Group Plc	903 180
Peugeot SA	44 939	Portugal Telecom Intl Fin	154 794	Wessex Water Services Finance	24 709
Regie Autonome des Transports Parisiens	256 741			WPP Group Plc	46 477
Reseau Ferre de France SA	516 443	SLOVENIA			
Saint-Gobain Nederland BV	108 292	Den slovenske stat	144 178	SVEITS	
Schneider SA	27 657			Adecco S.A.	46 334
SNCF	416 153	SPANIA		Ciba Special Chemical	33 434
Societe Generale	467 679	Ayt Cedula Cajas li Fta	2 895 767	Credit Suisse First Boston	1 457 220
Societe Television Francais 1	92 756	Banco Bilbao Vizcaya SA	1 485 255	Den sveitsiske stat	2 414 078
Sodexho Alliance SA	55 830	Banco Sabadell	104 361	Nestle Holding (Emtn)	48 880
Suez	193 579	Banco Santander SA	2 228 889	Syngenta AG	136 052
Total SA	66 004	Caja De Madrid	427 744	UBS AG	128 765
Vauban Mobilisations Gara	1 335 852	Cedula Tda 2	421 197		
Vinci	157 038	Den spanske stat	19 903 546	SVERIGE	
Vivendi Environnement	420 708	Endesa	211 777	Birka Energi AB	179 341
		Generalitat de Valenciana	257 517	Den svenske stat	2 940 934
HELLAS		Iberdrola	233 054	Electrolux AB	66 563
Coca-Cola Hellenic Bottling	24 371	Radio TV Espanola	443 616	Investor AB	162 312
Den greske stat	7 549 820	Red Electrica de Espana	57 587	Lansforsakringar AB	16 998
OTE Plc	131 709	Repsol Ypf SA	258 479	Nordbanken AB	328 592
Public Power Corp	35 245	Telefonica Europe BV	442 068	SCA Coordination Center	177 513
				Scania Cv AB	140 674
IRLAND		STORBRITANNIA		SEB AB	141 058
Allied Irish Banks Ltd	30 783	Abbey National Plc	211 879	Securitas AB	76 261
Bank of Ireland	164 851	Allied Breweries Ltd	166 142	Spintab AB	456 518
Chalet Finance Plc	26 012	Amvescap Plc	62 271	Svenska Handelsbanken	495 466
Den irske stat	1 135 924	Anglian Water Plc	62 522	Swedish Natl Housing Fin	96 774
		Anglo American Capital	80 352	Teliasonera AB	89 004
ITALIA		Aviva Plc	343 892	Vattenfall Treasury AB	100 151
Assicurazioni Generali Spa	243 873	BAE System Plc	51 810	Volvo Group Finance Europe BV	239 187
Banca Intesa Spa	189 332	Bank of England Notes	539 909		
City of Rome	103 120	Barclays Bank Plc	615 895	TYSKLAND	
Den italienske stat	31 035 391	BG Energy Capital Plc	74 241	Allgemeine Hypothekenbank Rheinboden AG	1 889 467
Edison Spa	51 190	BOC Group Plc	62 886	Allianz Finance BV	412 902
ENI Spa	141 619	Boots Co Ltd	62 462	BASF AG	132 122
Ente Nazionale Per L'energi	191 506	BP Plc	65 350	Bayer Corp	345 114
Fiat Finance & Trade	26 354	British Telecom Plc	539 577	Bayerische Hypothekenbank	4 899 576
Finmeccanica Finance SA	85 013	BAA Plc	282 330	Bayerische Landesbank	5 848 396

Obligasjoner pr. 31. desember 2003

Europa	Verdi i tusen kroner	Asia /Oseania / Afrika	Verdi i tusen kroner	Amerika	Verdi i tusen kroner
Berlin Hannover Hypobank AG	695 434	AUSTRALIA		BRASIL	
BMW AG	309 377	ANZ Banking Group	109 672	Brazil Development Fund	14 604
Bremer Landesbank Kreditanstalt	85 336	BHP Billiton Ltd	113 227	Cia Barsileira de Bebida	50 098
Den tyske stat	56 066 967	Commonwealth Bank of Australia	57 784	Petrobras Intl Finance	108 354
Daimlerchrysler	1 330 102	Den australske stat	812 508	Tele Norte Leste Participacoes	32 563
Degussa AG	59 484	Fosters Brewing Group	75 901		
Deka Bank Deutsche Girozentrale	885 157	Mayne Group Ltd	35 897	CANADA	
Depfa Bank AG	2 871 762	National Australia Bank	563 703	Abitibi-Consolidated	34 609
Deutsche Bank AG	731 719	Principal Financial Group	169 759	Alberta Energy Co Ltd	170 482
Deutsche Bundesbahn	382 526	Qantas Airways	67 798	Alcan Inc	130 672
Deutsche Bundespost	444 564	Telstra Corporation Limited	271 822	Barrick Gold Corp	37 917
Deutsche Genossenschafts Hypothekenbank	1 193 774			BCE Inc	58 686
Deutsche Hypothekenbank	450 200	HONG KONG		Bombardier Inc	93 814
Deutsche Post Finance	166 780	Bank of East Asia	36 854	Brascan Corp	37 311
Deutsche Postbank	962 280	China Light & Power	37 589	British Columbia	70 875
Deutsche Telekom	914 474	Hongkong Land Finance	75 090	Canada Mortgage & Housing	578 257
Dresdner Bank AG	22 794	Hutchison Whamp Intl Ltd	424 794	Canadian National Railway	75 571
Eurohypo AG	4 433 419	Kowloon-Canton Railway	158 106	Canadian Natural Resources	39 046
Gemeinsame Bundeslaender	238 714	MTR Corp	118 903	Canadian Pacific Railway	237 155
Hannover Rueckversicherung	27 854	PCCW Capital Ltd	34 381	Den canadiske stat	6 271 744
Henkel Kga	33 299			Domtar Inc	78 278
Hsh Nordbank AG	1 454 105	ISRAEL		Export Development Corporation	434 678
Hypo Real Estate Bank AG	996 314	Den israelske stat	98 153	Greater Toronto Airport	110 744
Hypothekenbank In Essen	2 462 573	Israel Electric Corp	71 734	Hydro-Quebec	85 140
Ikb Deutsche Industriebank	62 086			Inco Ltd	44 305
Kreditanstalt Fur Wiedera	4 672 754	JAPAN		Manufacturers Life Insurance	127 866
Land Berlin	228 155	American Honda Finance	33 712	Nexen Inc	139 456
Land Brandenburg	482 083	City of Kobe	125 522	Noranda Inc	38 509
Land Hessen	519 026	Den japanske stat	39 045 222	Ontario Hydro - Global	79 284
Land Nordrhein Westfalen	838 228	Development Bank of Japan	730 120	Ontario Prov Canada-Global	742 873
Landesbank Baden Wuerttemberg	563 801	Export-Import Bank of Japan	296 530	Petro-Canada	176 878
Landesbank Berlin	1 076 511	Japan Finance Corp For Municipal Enterprises	281 081	Placer Dome Inc	20 844
Landesbank Hessen-Thuringen Girozentrale	1 514 509	Sharp	2 523	Potash Corp Saskatchewan	40 960
Landesbank Nrw	1 347 819	Sony Corp	35 636	Province of Alberta	71 068
Landesbank Rheinland Pfalz	868 951	Takefujii Corp	38 984	Province of Manitoba	81 479
Landesbank Sachsen Girozentrale	348 651	Tokyo Electric Power Co Inc	246 252	Province of Newfoundland	35 587
Landeskreditbank Baden-Wuerttemberg	5 974 507	Toyota Motor Corp	272 706	Province of Nova Scotia	73 678
Linde Finance BV	94 177	UFJ Bank Ltd	140 646	Province of Quebec	587 690
Muenchener Rueckversicherung	152 426			Royal Bank of Canada	33 135
Norddeutsche Landesbank	696 055	KINA, FOLKEREPUBLIKKEN		Suncor Energy Inc	46 654
Rentbank	6 570 903	Cnooc Ltd	37 384	Talisman Energy	152 635
Robert Bosch Gmbh	63 285	Den kinesiske stat	236 315	Trans-Canada Pipelines	38 528
Rwe Finance BV	560 732			CHILE	
Seb Hypothekenbank AG	169 095	KOREA		Celulosa Arauco	55 635
Siemens Financieringsmat	276 860	Den koreanske stat	93 505	Corp Nacional Del Cobre - Codelco Inc	78 657
Suedzucker AG	103 637	Export-Import Bank of Korea	187 859	Den Chilenske stat	175 684
Volkswagen AG	69 135	Hyundai Motor Co Ltd	127 808		
Westlb AG	1 998 912	Korea Development Bank	146 312	MEXICO	
		LG-Caltex Oil Corp	77 713	Den mexikanske stat	1 091 363
TSJEKKIA		POSCO	74 096	Petroleos Mexicanos	789 901
Czech Export Bank	374 082			Telefonos De Mexico S.A.	100 475
		MALAYSIA		USA	
UNGARN		Den malaysiske stat	59 246	Abbott Laboratories	110 099
Den ungarske stat	334 881	Petronas Capital Ltd	152 168	Abn Amro Mortgage Corp	68 926
National Bank of Hungary	19 158	Tenaga Nasional Berhad	54 343	Access Group	18 304
		NEW ZEALAND		ACE Ltd	29 018
ØSTERRIKE		Den new zealandske stat	1 243 419	Aetna Inc	8 815
Asfinag	415 136	Fonterra Co-Operative	136 430	Aflac Inc	58 873
Bank Austria AG	242 275	TCNZ Finance Ltd	86 773	Alabama Power Co	157 291
Bank Fuer Arbeit & Wirtschaft	460 872			Albertson's Inc	93 484
Bundes Immobiliengesell	67 351	QATAR		Alcoa Inc	73 020
Den østerrikske stat	10 952 642	State of Qatar	94 740	Alliant Energy Resources	68 872
Erste Bank Der Oesterreichischen Sparkassen	85 662			Allstate Corp	213 647
Hypo Alpe-Adria Bank AG	110 564	SINGAPORE		Amerada Hess Corp	138 284
Kommunalkredit AG	912 295	Den singaporske stat	1 265 737	American Airlines	34 333
Pfandbrief Landeshypotheken	533 962	Development Bank of Singapore	318 209	American Electric Power	187 009
Sappi Papier Holding AG	50 723	Oversea-Chinese Banking	111 519	American Express Co	110 966
Telekom Austria	103 336	Singapore Telecommunications	231 705	American Express Credit Account Master Trust	66 281
		Singapore Power	33 695	American Express Master Trust	35 499
		United Overseas Bank Ltd	32 575	American International Group	1 416 549
		SØR-AFRIKA		Americredit Automobile Receivables Trust	44 801
		Den sør afrikanske stat	116 047	Ameritrust Mortgage Securities Inc.	5 535
				Amortizing Residential Collateral Trust	7 495
				Amsouth Bank	77 589
				Anadarko Petroleum	145 024
				Anheuser-Busch Co.,Inc.	128 664
				Anthem Inc	18 621
				Apache Finance Canada	29 933
				Aq Finance Nim Trust	2 291
				Arc Net Interest Margin Trust	1 008
				Archer-Daniels-Midland	128 937
				Argent Securities Inc	546
				Ashland Inc	29 572
				Asset Backed Funding Certificates	1 591
				Asset Backed Securities Corp Home Equity	3 345
				Asset Securitization Corporati	9 025
				AT&T Corp	508 478
				AT&T Wireless Group	476 586
				Atmos Energy Corp	16 774

Obligasjoner pr. 31. desember 2003

Amerika

	Verdi i tusen kroner		Verdi i tusen kroner		Verdi i tusen kroner
Ba Master Credit Card Trust	64 126	Deutsche Mortgage And Asset Receiving Corp	925	John Hancock Global Funds	49 798
Banc of America Large Loan	1 368	Devon Energy Corp	147 981	Johnson & Johnson	79 889
Banc One Corp	551 519	Discover Card Master Trust I	105 696	Johnson Controls Inc	34 245
Banca Pop Bergamo	52 341	Distribution Financial Svcs Floorplan Mastert Trust	11 395	Jones Apparel Group	66 287
Bank of America Alternative Loan Trust	30 841	DLJ Commercial Mortgage Corp	6 822	K N Energy Inc	86 221
Bank of America Corp	1 755 840	Dominion Resources Inc	210 581	Kellogg Co	85 064
Bank of America Funding Corporation	15 314	Dover Corp	14 871	Kerr Mcgee Corp	127 285
Bank of America Mortgage Securities	143 161	Dow Chemical	371 623	Key Bank Na	145 975
Bank of New York	107 056	DPL Inc	34 369	Keyspan Corp	71 412
Bank One Issuance Trust	45 292	DTE Energy Co	107 798	Kimberly Clark	70 521
Baxter International Inc	106 371	Duke Energy Corp	440 712	Kinder Morgan Energy Partners	157 008
Bayview Financial Acquisition Trust	16 576	Dupont E. I. De Nemours-Global	43 585	Kraft Foods	459 865
BB&T Corporation	20 105	Eastman Chemical	38 520	Kroger	239 758
Bear Stearns Asset Backed Securities, Inc	7 886	Eastman Kodak Company	12 654	LB-UBS Commercial Mortgage Trust	58 236
Bear Stearns Co, Inc	457 576	Ecolab Inc	82 881	Lehman Brothers Floating Rate Commercial Mtg Trst	25 418
Beckman Coulter Inc	86 106	Edison International	77 918	Lehman Brothers Holdings	592 453
Bellsouth Tele	144 926	Education Funding Capital Trust I	52 059	Liberty Media Corp	148 037
BMW Floorplan Master Owner Trust	10 027	Eli Lilly Co	87 220	Liberty Mutual Insurance	11 937
Boeing Co	237 774	Emerson Electric	47 802	Limited Brands Inc	74 160
Boston Scientific	35 863	Encore Credit Corporation	1 193	Liz Claiborne	39 371
Bristol-Myers Squibb	265 539	Enterprise Products Operating	13 514	LNR CDO Ltd.	2 325
Bunge Ltd Finance Corp	33 443	Entertainment Properties Trust	1 166	Lockheed Martin	218 466
Burlington North Santa Fe	109 259	EOP Operating Lp	181 796	Long Beach Mortgage Loan Trust	34 373
Burlington Resources Inc	95 343	ERP Operating Lp	39 982	Manor Care Inc	69 437
Cabot Corp	36 733	Estee Lauder Cos Inc	82 066	Marathon Oil Corp	155 272
Campbell Soup	99 645	Exelon Corp	142 529	Marriott International, Inc	21 655
Capital Auto Receivables Asset	36 445	Federal Home Loan Banks	1 564 093	Marriott Vacation Club Owner Trust	2 700
Capital One Bank	247 617	Federal Home Loan Mortgage Corp	12 495 304	Marsh & McLennan Cos Inc	92 274
Capital One Master Trust	13 277	Federal National Mortgage Association	12 356 545	Masco Corp	50 214
Capital One Multi-Asset Execution Trust	6 258	Federated Department Stores	31 148	Massmutual Global Funding	57 949
Capital One Prime Auto Receivables	33 248	Ffca Secured Lending Corporation	1 307	Mastr Asset Backed Securities Trust	2 288
Cardinal Health	69 053	Fidelity International	189 257	Mastr Asset Securitization Trust	182 388
Cargill Inc	85 059	First Energy Corp	173 354	MBNA America Bank Na	162 562
Caterpillar Inc	94 903	First Franklin Mtg Loan Asset Backed Certificates	70 015	MBNA Credit Card Master Note Trust	60 077
Cdc Mortgage Capital Trust	264	First Franklin Nim Trust	927	MBNA Master Credit Card Trust	76 073
Cendant Corp	55 227	First Horizon Asset Securities Inc	13 602	Mcdonald's Corp	137 390
Centerpoint Energy	57 958	First National Master Note Trust	27 885	McKesson Corp	15 843
Centex Corporation	46 297	First Union-Lehman Brothers-Bank of America	2 115	Meadwestvaco Corp	180 017
Centex Home Equity	4 998	First Usa Credit Card Master Trust	40 494	Medallion Trust	6 288
Centurytel Inc	30 349	Fleet Credit Card Master Trust	65 464	Mellon Residential Funding Corporation	18 090
Chase Commercial Mortgage Securities Corp	2 816	Fleetboston Financial Corp	480 483	Merck & Co	37 135
Chase Credit Card Master Trust	93 292	Ford Credit Auto Owner Trust	10 009	Merit Securities Corporation	42 746
Chase Funding Loan Acquisition Trust	9 071	Ford Motor Co	2 013 270	Merrill Lynch & Co Inc	869 087
Chase Funding Mortgage Loan Asset-Backed	30 163	Fortune Brands Inc	113 852	Merrill Lynch Mortgage Investors	26 123
Chase Funding Net Interest Margin	4 505	FPL Group Capital Inc	130 377	Merrill Lynch Mortgage Trust	49 073
Chesapeake Funding Llc	33 687	Gannett Co Inc	105 050	Metropolitan Life Insurance Co	384 611
Chevron Phillips Chemical Co	262 387	GE Capital Mortgage Services	2 901	Midamerican Energy Holdings Co	389 173
Cinergy Corp	49 083	General Dynamics Corp	132 525	Mid-State Trust	1 713
Cingular Wireless Llc	155 548	General Electric Capapital Corp	2 511 068	Miller Brewing Co	82 786
Cintas Corp No 2	35 580	General Mills	144 572	Mohawk Industries Inc	36 709
Cit Group Inc	490 010	General Motors Corp	2 448 305	Monumental Global Funding	173 868
Citibank Credit Card Issuance	96 592	G-Force Cdo Ltd	2 143	Morgan Stanley Abs Capital I	10 394
Citicorp Mortgage Securities	108 721	Gillette Co	32 036	Morgan Stanley Capital I	26 080
Citifinancial Mortgage Securities Inc.	6 880	GMAC Commercial Mortgage Securities	49 327	Morgan Stanley Dean Witter	933 886
Citigroup Inc	1 721 860	Golden West Financial Corp	48 042	Morgan Stanley Dean Witter Capital I	82 217
Citizens Communications	145 101	Goldman Sachs Group Inc	903 356	Mortgage Capital Funding, Inc.	10 148
Clear Channel Communicat	33 433	Government National Mortgage	1 803 463	Motorola Inc	87 941
Clorox Co.	38 451	Granite Mortgages	17 674	Msdwcc Heloc Trust	11 537
CNH Equipment Trust	16 126	Green Tree Financial Corporation	15 638	Murphy Oil Corporation	36 955
CNH Wholesale Master Note Trust	20 491	Greenwich Capital Commercial Funding	113 702	National City Bank	128 896
Coca-Cola Enterprises Inc.	147 347	Gs Mortgage Securities Corp.	35 381	National City Credit Card Master Trust	66 638
Coca-Cola Co	37 334	GSRPM Mortgage Loan Trust	2 730	National Rural Utilities Co	233 500
Colgate Palmolive Co	50 340	Halliburton Co	49 129	Navigator Cdo Ltd	2 136
College Loan Corporation Trust	17 530	Harley Davidson Inc	33 393	Navistar Financial Corp Owner Trust	4 462
Collegiate Funding Services	6 843	Harras Operating Co Inc	66 531	Nelnet Student Loan Trust	27 309
Comcast Corp	629 280	Harsco Corp	13 640	New Century Home Equity Loan Trust	12 573
Commercial Mortgage Acceptance	12 242	Hartford Financial Services Group	35 925	New Century Mortgage Corporation Nim	1 124
Computer Sciences Corp	29 634	Health Net Inc	43 403	New York Life Insurance	33 340
Conagra Foods Inc	197 466	Healthcare Realty Trust	15 385	Newcastle Cdo, Limited	1 051
Conocophillips	487 635	Heinz Co	164 303	News Am Holdings	79 017
Conseco Finance	626	Hewlett-Packard Co	78 536	Nike Inc	21 854
Conseco Finance Securitization	22 926	Holmes Financing Plc	19 970	Nisource Finance Corp	104 367
Conseco Recreational Enthusiast Consumer Trust	453	Home Equity Asset Trust	2 870	Nissan Auto Lease Trust	9 261
Constellation Energy	128 547	Honeywell International	183 299	Nissan Master Owner Trust Receivables	51 094
Coors Brewing Co	54 686	Household Affinity Credit Card Master Note	64 565	Nomura Asset Securities Corp	14 305
Costa Finance SA	100 618	Household Automotive Trust	6 135	Nordstrom Inc	73 810
Costco Wholesale Corp	21 743	Household Credit Card Master Note Trust	3 992	Norfolk Southern Corp	133 179
Countrywide Home Loans	447 257	Household Home Equity Loan Trust	4 352	Northrop Grumman	202 915
Cox Enterprises	172 899	Hubbel Inc	37 427	Novastar Caps Trust	221
Credit-Based Asset Servicing And Securitization	611	IBM Corp	173 739	Novastar Nim Trust	1 783
Crest Ltd	1 436	Illinois Power Special Purpose Trust	10 703	Npf Xii, Inc.	2
CRH America Inc	66 251	Indymac Loan Trust	11 149	Nucor Corp	50 192
Cs First Boston Mortgage Securities	187 200	Ingersoll Rand	52 892	Oakwood Mortgage Investors Inc	18 011
CSX Corp	192 609	Intelsat	53 357	Occidental Petroleum	137 125
Daimler Chrysler Master Owner Trust	82 270	International Paper	163 768	Oneok Inc	14 570
De forent stater	9 063 949	Interstar Millennium Trust	9 247	Option One Mortgage Loan Trust	39 324
Deere John Capital Corp	129 889	Irwin Home Equity	2 806	Option One Mortgage Securities Corp	24 296
Delhaize America Inc	51 469	J.P. Morgan & Co Inc	1 643 750	Oregon St	20 945
Delta Air Lines	33 897	J.P. Morgan Chase Commercial Mortgage		Pacificorp	34 529
Dentsply International Inc	112 789	Securities Corp	48 576	Pactiv Corp	68 137
Detroit Edison Securitization	8 815	J.P. Morgan Commercial Mortgage Finance Corp	9 898	Pepco Holdings Inc	75 214

Obligasjoner pr. 31. desember 2003

Amerika

	Verdi i tusen kroner
Pepsi Co Inc	173 298
Permanent Financing Plc	71 989
Pfizer Inc	263 108
Philip Morris	72 388
Pinnacle West Cap Corp	93 664
PNC Bank	52 921
Polo Ralph Lauren	104 694
Popular Na Inc	46 840
PPG Industries	50 814
PPL Corp	63 434
Praxair Inc	35 803
Procter & Gamble Co	257 701
Progress Energy Inc	399 225
Progressive Corp	34 201
Protective Life Corp	177 150
Prudential Financial Inc	227 018
Public Service Company of New Mexico	27 199
Public Service Enterprise	273 457
Public Service New Hampshire Funding Llc	9 309
Pulte Homes Inc	60 749
Quebecor World Inc	33 986
Raytheon Co	267 179
Reed Elsevier Capital Plc	176 373
Regions Financial Corp	47 164
Resi Finance Limited Partnership	86 193
Residential Asset Mortgage Products	51 494
Residential Asset Securities Corp	27 569
Residential Asset Securitization Trust	2 577
Residential Funding Mortgage Securities	164 522
Residential Funding Securities Corp	4 932
Rj Reynolds Tobacco Holdings Inc	18 851
Rohm & Haas Co	130 978
Rouse Company	33 013
Sabre Holdings	11 473
Safeco Corp	68 969
Safeway Stores Inc	187 710
Sail Net Interest Margin Notes	6 391
Salomon Brothers Mortgage Securities	90 324
Sara Lee Corp	195 735
Sasco Arc Net Interest Margin Notes	861
Saxon Asset Securities Trust	61 707
Sbc Communications Inc	208 532
Scana Corp Mtn Be	72 345
Schering Plough Corp	13 962
Scholastic Corporation	9 246
Science Applications Int	15 751
Seacor Smit Inc	69 629
Sealed Air Corp	85 977
Sempra Energy	33 001
Simon Property Group Lp	83 475
Slm Student Loan Trust	56 677
Slm Corp	908 679
Southern Union Co	2 588
Specialty Underwriting & Residential	5 055
Sprint Capital Corp	581 558
St Paul Companies Inc	36 280
Staples Inc	15 530
State Street Bank & Trst	33 822
Strategic Hotel Capital Inc	19 669
Structured Asset Investment Loan Trust	12 871
Structured Asset Securities Corp	90 761
Sun Microsystems Inc	38 695
Suntrust Banks, Inc	62 373
Superior Wholesale Inventory Financing Trust	44 945
Supervalu Inc	21 183
System Energy Resources	34 593
Target Corp	165 277
Teco Energy Inc	34 410
Tennessee Valley Author.	352 620
Textron Inc	36 288
The Money Store Home Equity Trust	35 174
Time Warner Inc	934 787
TIAA Commercial Real Estate Securities	16 195
TIAA Global Markets	34 371
Toyota Auto Receivables Owner	59 998
Toys R Us	20 291
Triad Auto Receivables Owner Trust	7 315
Tribune Co	27 654
Trizecahn Office Properties Trust	1 030
TXU Corp	7 087
Tyson Foods Inc	115 817
Union Oil of California	35 362
Union Pacific Corp	179 984
Union Planters	59 295
Unionbanca Corporation	33 752
United Parcel Service Inc	37 882
United Technologies	259 727
Unitedhealth Group Inc	100 376
Unitrin Inc	20 143
Univision Comm Inc	10 140
Unumprovident Corp	72 258

Verdi i tusen kroner

Internasjonale organisasjoner

	Verdi i tusen kroner
US Bancorp	430 111
US Cellular Corp	26 853
Valero Energy Corp	120 287
Vanderbilt Mortgage Finance	16 346
Verizon Communications Inc	1 165 477
Viacom International Inc	251 479
Volkswagen Credit Auto Master Trust	26 491
Vornado Realty	35 382
Wachovia Ban Commercial Mortgage Trust	33 870
Wachovia Corp	467 688
Wachovia Credit Card Master Trust	69 870
Wal-Mart Stores Inc	398 702
Walt Disney Co	331 950
Washington Mutual	87 210
Washington Mutual Inc	384 612
Washington Mutual Msc Mortgage	68 190
Wellpoint Health Network	18 777
Wells Fargo & Co	510 142
Wells Fargo Mortgage Backed Securities Trust	267 239
Wells Fargo Student Loan Trust	2 390
Wendy's International	14 384
Weyerhaeuser Co	291 704
White Mountains Insurance Group Ltd	51 028
William Street Funding Corporation	17 123
Wisconsin Energy Corp	109 074
World Financial Network Credit Card	33 275
Wyeth	233 818
Zurich Finance (Usa) Inc	44 903
Aames Mortgage Trust	910
African Development Bank	79 063
Asian Development Bank	263 230
Corp Andina De Fomento	75 502
Den Europeiske Investeringsbank	6 742 672
Eurofima	85 680
Inter-American Development Bank	229 994
Internationale Utviklingsbanken	481 577
Nordiske Investeringsbanken	52 425

Verdi i tusen kroner

Verdi i tusen kroner

Ord og uttrykk

ADR

American Depository Receipts er verdipapirer som gir rett til et visst antall aksjer i et ikke-amerikansk selskap. Disse verdipapirene handles på amerikanske børser selv om selskapets egne aksjer ikke handles der.

Aktivklasser

Ulike typer verdipapirer, som for eksempel aksjer og obligasjoner.

Aktiv forvaltning

Forvalterne velger selv verdipapirer som man på basis av egne analyser og vurderinger mener gir best avkastning. Motstykket til aktiv forvaltning er passiv forvaltning, det vil si at forvalterne kun har som mål å oppnå den samme avkastningen som på nærmere angitte indekser av aksjer eller obligasjoner. Se **indeksforvaltning**. Norges Bank setter klare rammer for de eksterne forvaltningsorganisasjoner som velges for å drive aktiv forvaltning. De blir løpende vurdert i forhold til definerte indekser, og de er pålagt en maksimal ramme for det forventede avviket fra disse indeksene. Se **relativ volatilitet**.

Aksjeindekser

En aksjeindeks angir den gjennomsnittlige avkastningen for de aksjer som inngår i indeksen. Noen aksjeindekser utarbeides av aksjebørser, mens andre utvikles av for eksempel konsultantselskaper, aviser eller investeringsbanker. Det kan være flere ulike indekser i hvert land, og det finnes noen internasjonale indekser basert på at et sett med landindekser er veid sammen. Disse angir gjerne også avkastningen fordelt på ulike bransjer. Det er betydelige forskjeller mellom aksjeindekser, både når det gjelder hvor stor del av et lands aksjemarked som er dekket, og med hensyn til beregningsmetoder. Aksjeindekser brukes ofte som sammenligningsgrunnlag ved vurdering av den avkastning aksjeforvaltere oppnår. Da er det viktig at den som utarbeider en aksjeindeks viser åpenhet om hvordan indeksen er laget og hvilke regler som brukes ved endringer av indeksen. Det er videre viktig at indeksene konstrueres av andre enn de som forvalter porteføljene (av hensyn til en realistisk resultatmåling). Det er meget arbeidskrevende å konstruere og vedlikeholde internasjonale aksjeindekser, og det er få miljøer som har etablert internasjonale indekser som tilfredstiller nødvendige krav om dokumentasjon, forutsigbarhet og åpenhet.

Aksjefuturekontrakter

Se **futurekontrakter**

Allokering

Allokeringsfunksjonen består i å fordele de midler som skal investeres på ulike markeder og aktivklasser. Taktisk aktivallokering består således i å velge andre aktiva- eller markeds-sammensetninger enn i referanseporteføljen, med sikte på å

oppnå høyere avkastning.

Arbitrasje

Samtidig kjøp og salg av svært like, men ikke identiske verdipapirer, med sikte på å tjene på prisforskjellen mellom dem. For eksempel kan aksjer i samme selskap omsettes til litt ulike priser på to børser. Dersom prisforskjellen er stor nok til å dekke transaksjonskostnadene, vil det lønne seg å kjøpe papiret på den billigste børsen og selge det på den dyreste.

Aritmetisk differanse

Se **geometrisk differanse**.

Basispunkt

Et basispunkt er en hundredel av en prosent. Denne måleenheten brukes særlig til å angi kostnader og avkastningsforskjeller i kapitalforvaltning.

Clearing

Beregning av netto krav mellom to motparter i en handel. En clearing-sentral brukes for eksempel som en uavhengig part ved oppgjør av aksjefuturekontrakter. Dersom prisen på den underliggende aksjeindeks ved forfall er høyere enn avtalt i kontrakten, skal kjøper av futurekontrakten motta denne prisforskjellen fra selgeren. Som sikkerhet for at forpliktelsen blir oppfylt, må selgeren deponere en margin i clearing-sentralen. Norges Bank bruker flere ulike clearing-sentraler i sin forvaltning av Petroleumsfondet.

Deflatering

Omregning av et verdital til et fast prisnivå. For eksempel deflateres den nominelle avkastningen av Petroleumsfondet med prisstigningen for få et uttrykk for reell avkastning; det vil si hvor mye mer verdt fondet er blitt regnet i faste priser.

Depotinstitusjon

Vanligvis en bank. Den viktigste oppgaven til en depotinstitusjon eller et depot er å sikre at den enkelte kundes verdipapirer er riktig registrert og ”oppbevart” i verdipapirsentralene i de enkelte land der papirene er utstedt. Et depot har viktige funksjoner ved oppgjør av verdipapirhandler. Det kan videre avtales ulike typer tilleggstjenester, som regnskapsføring, overvåking av eksterne forvaltere og utlån av verdipapirer.

Derivater

En samlebetegnelse på kontrakter basert på verdien av et sett underliggende (fysiske) aksjer eller (fysiske) obligasjoner eller indekser bestående av aksjer eller obligasjoner. De viktigste former for derivater er futurekontrakter og opsjoner.

Differanseavkastning

Differansen mellom avkastningen i en faktisk portefølje og

avkastningen på en nærmere definert referanseportefølje. Positiv differanseavkastning kalles meravkastning, negativ kalles mindreavkastning.

Diversifikasjonsgevinster

En viktig del av kapitalforvaltning består i å veie forventet avkastning mot risiko. Man vil gjerne ha en portefølje av verdipapirer der forventet avkastning er så høy som mulig gitt den risikoen man er villig til å ta. For å finne den beste avveiningen kan man først "luke bort" de porteføljene som er slik at risikoen enkelt kan reduseres uten at det reduserer forventet avkastning. En måte å oppnå dette på er å diversifisere eller spre en portefølje på flere **aktivklasser**, flere verdipapirer innen hver aktivklasse og flere land.

Durasjon

Renteinstrumenter har en pålydende verdi som tilbakebetales til kjøperen ved forfall, og rentekuponger som vanligvis betales til kjøperen på faste tidspunkter gjennom løpetiden. Til sammen utgjør dette instrumentets kontantstrømmer til kjøperen. Durasjon er den gjennomsnittlige tid det tar før disse kontantstrømmene mottas. Kontantstrømmene veies med størrelsen, slik at tilbakebetalingstidspunktet for pålydende verdi vanligvis får størst vekt. Det betyr at durasjonen kan betraktes som en korrigert løpetid for instrumentet. Durasjonen er aldri lenger enn løpetiden, og rentekuponger gjør at den vanligvis er kortere. Durasjonen (egentlig modifisert durasjon) er dessuten et mål for hvor følsom prisen på instrumentet er for renteendringer (hvor mange prosent prisen reduseres med når renten øker med en prosent). Lang durasjon betyr at prisen er svært følsom for renteendringer.

Egenkapitalinstrumenter

Aktivklasse som i hovedsak omfatter (fysiske) aksjer, **aksjefuturekontrakter** og opsjoner knyttet til aksjeverdier.

Emisjon

Utstedelse av verdipapirer.

Futurekontrakter

En futurekontrakt er en avtale om å levere en eiendel eller dens pengeverdi på en forhåndsbestemt dag til en forhåndsbestemt pris. Aksjefuturekontrakter handles på børs på samme måte som aksjer. Mange land har velutviklede markeder med lave transaksjonskostnader. Handel med aksjefuturekontrakter er derfor et kostnadseffektivt virkemiddel for å foreta endringer og justeringer i en aksjefortefølje. Det handles også futurekontrakter på renteinstrumenter.

Geometrisk differanse

Forskjellen mellom to avkastningstall kan beregnes enten som en enkel **aritmetisk differanse** (prosentpoeng som er forskjell i

tallverdi), eller som en geometrisk differanse der en sier hvor mange prosents forskjell det er på avkastningstallene. For eksempel er den aritmetiske differansen mellom 10 prosent og 11 prosent lik 1 prosentpoeng, mens den geometriske differansen er lik $(111/110-1)*100 = 0,9$ prosent.

Globalt depot

Se **depotinstitusjon**.

Hedgefond

En samlebetegnelse på verdipapirfond der forvalterne søker å ta posisjoner i ulike retninger for å unngå en ensidig risikoeksponering i porteføljen. "Hedging" betyr å skaffe seg sikring mot risiko, men formålet er også høy avkastning. Forvaltningen baseres gjerne på å utnytte ulike typer av ineffisienser i markedene. Fondene er stort sett private og lukkede og tilbys ikke til det brede publikum. Dermed har de ikke vært underlagt like strenge reguleringer fra myndighetene som ordinære verdipapirfond.

Importveid valutakurv

Et gjennomsnitt av valutaene til Norges handelspartnere, med landenes andeler i norsk import som vekter.

Indeksforvaltning

En indeksforvalter har som oppdrag å oppnå en avkastning som er nær opp til avkastningen på nærmere angitte indekser av aksjer eller obligasjoner. Om disse indeksene er bredt definert og favner om store deler av markedene, som er tilfellet for de indekser Petroleumsfondet bruker, vil man med indeksforvaltning oppnå omtrent den samme avkastningen som gjennomsnittet av markedet. Indeksforvaltning (også kalt passiv forvaltning) har lave forvaltnings- og transaksjonskostnader sammenlignet med aktiv forvaltning.

Information ratio (IR)

IR er et mål på risikjustert avkastning, og benyttes for måle dyktighet i kapitalforvaltning. IR beregnes som forholdstallet mellom differanseavkastningen og den faktiske relative markedsrisikoen som porteføljen har hatt. IR viser hvor høy meravkastning man har fått igjen for hver risikoenheter.

Initial Public Offering (IPO)

IPO er nyutstedelse av verdipapirer. Det foregår som oftest ved at det settes en fast pris og et maksimalt antall enheter (f.eks. aksjer) som skal selges. En tilrettelegger tar imot bestillinger (tegninger) innen en viss frist, og fordeler papirene til de som har tegnet seg. Ved overtegning blir det gjort avkorting i bestillingene. Den prisen som settes er gjerne lavere enn markedsprisen på tilsvarende papirer. Hensikten med det er å sikre seg at man får solgt det volumet man ønsker.

Korrelasjon

Korrelasjonen mellom to variable beskriver graden av samvariasjon. Dersom korrelasjonen er lik 1 beveger de to variablene seg alltid helt i takt. Dersom det er null korrelasjon, beveger de seg helt uavhengig av hverandre.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for å lide tap på grunn av at utstederen av et verdipapir eller motparten i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine forpliktelser.

Kryssing (eller crossing)

Kjøp og salg av aksjeporteføljer utenom det ordinære meglerapparatet ved at et fond samordner sine kjøp/salg med et annet fond som ønsker å gjøre den motsatte transaksjon.

Kvantil

I beskrivelser av risiko er det vanlig å beregne en-prosents eller fem-prosents kvantilen, det vil si den avkastningen som er så dårlig at den bare vil opptre i en av hundre eller fem av hundre tilfeller.

Kvartil

Første kvartil angir den verdi som akkurat en fjerdedel av observasjonene i en fordeling ligger under, andre kvartil angir verdien som akkurat halvdelen av observasjonene ligger under, og tredje kvartil angir verdien som akkurat tre fjerdedeler av observasjonene ligger under. Kvartilene svarer altså til 25 prosent, 50 prosent og 75 prosent **kvantilene**.

Likviditetspremie

Ulike verdipapirer er mer eller mindre lett omsettelige. For eksempel omsettes det i de fleste land statsobligasjoner for store beløp hver dag, mens det for enkelte obligasjoner utstedt av private selskaper kan være vanskelig å finne en kjøper eller selger om en ønsker å foreta en handel. Papirer som det vanskelig å få solgt har gjerne litt høyere avkastning på grunn av det. Denne meravkastningen kalles en likviditetspremie.

Markedskapitaliseringsvekter

Markedskapitaliseringsvekter er vekter som svarer til den andel hvert aktivum eller **aktivaklasse** eller land/region har av total markedsverdi innenfor et definert univers. For Petroleumsfondet brukes slike vekter til å bestemme hvor stor andel hvert lands aksjeindeks skal ha i totalindeksen for en region.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risiko knyttet til bevegelser i markedspriser, som for eksempel aksjekurser og renter.

Meravkastning, mindreavkastning

Se **differanseavkastning**.

Obligasjonsfuturekontrakter

Se **futurekontrakter**.

Obligasjonsindeks

Som **aksjeindeks**.

Oppgjørsrisiko

Oppgjørsrisiko er risiko for å lide tap fordi utveksling av betaling og verdipapir ikke går som det skal etter en avtalt handel.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er risiko for å lide tap fordi det gjøres feil eller fordi de rutiner som følges ikke svarer til formålet med rutinene. Operasjonell risiko er nært knyttet til kompetansenivå hos medarbeidere og til hvor godt kvalitetssikret arbeidsrutinene er.

Opsjoner

En opsjon er en rett (men ikke en plikt) til å kjøpe eller selge et verdipapir til en bestemt pris på eller innen et bestemt tidspunkt.

Pengemarked

Marked for kortsiktige lån mellom store investorer. Når midler fra Petroleumsfondet plasseres i pengemarkedet skjer dette vanligvis som innskudd i store banker, med en løpetid fra en dag og oppover.

Portefølje

Brukes om samlet mengde av de verdipapirer som et fond blir investert i. Petroleumsfondets portefølje består blant annet av aksjer, aksjefuturekontrakter, obligasjoner, pengemarkedsplasseringer, rentefuturekontrakter og valutaterminkontrakter.

Rating

De mest kjente ratingbyråene er Moody's og Standard & Poor's. Disse byråene vurderer hvor kredittverdige utstedere av verdipapirer er, og gir utstederne karakterer. Disse karakterene angir utstedernes kredittrating.

Rebalansering

I **referanseporteføljen**, definert av Finansdepartementet, er aksjeandelen 40 prosent og obligasjonsandelen 60 prosent. Innen hver av de to aktivaklassene inngår hovedregionene med faste vekter, mens det for hvert land innen hver region brukes **markedskapitaliseringsvekter**. Over tid vil ulik prisutvikling mellom aktivaklassene og regionene bety at vektene vil endre seg, for eksempel vil sterkest økning i aksjeprisene bety at aksjeandelen blir mer enn 40 prosent. Rebalansering vil si å "nullstille" referanseporteføljen tilbake til de opprinnelige vektene.

Referanseportefølje

En sammenvekting av **aksjeindekser** og/eller **obligasjonsindekser** som en forvalter resultatmåles i forhold til. For forvaltningen av Petroleumsfondet har Finansdepartementet definert en referanseportefølje der aksje- og obligasjonsindekser for en rekke land eller valutaer er vektet sammen.

Relativ volatilitet

Ved delegering av et forvaltningsoppdrag vil oppdragsgiveren vanligvis sette rammer for hvor mye risiko forvalteren kan ta. Det kan gjøres ved å definere en referanseportefølje og samtidig legge inn en grense for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseporteføljen. Dersom man ønsker én enkelt grenseverdi for hele porteføljen, kan det være hensiktsmessig å legge beskrankingene på den forventede forskjellen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Finansdepartementet har definert et slikt mål overfor Norges Bank, og det er også definert hvilket modellverktøy som skal brukes for å beregne forventet forskjell i avkastning. Målet er definert som forventet relativ volatilitet, som er forventet **standardavvik** på avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Rammen for Norges Bank er satt til 1,5 prosent forventet relativ volatilitet. Om hele rammen utnyttes, vil faktisk avkastning likevel i gjennomsnittlig to av tre år avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra avkastningen på referanseporteføljen.

Renteinstrumenter

Aktivaklasse som omfatter alle verdipapirer der avkastningen er bestemt ved at eieren mottar en fast rente av en pålydende verdi, og dessuten verdipapirer med avkastning avledet av slike rentegodtgjørelser. Klassen omfatter i hovedsak (fysiske) obligasjoner og derivater knyttet til obligasjoner.

Risikoeksponering

Petroleumsfondet eller andre investorer har risikoeksponering overfor bestemte forhold, dersom de er utsatt for tap knyttet til endringer i disse forholdene. For eksempel vil Petroleumsfondet få et tap dersom markedsprisene på de verdipapirer fondet eier går ned. Vi sier at fondet er eksponert for markedsrisiko.

Short-salg

I mange markeder er det tillatt å avtale salg av verdipapirer man ikke eier. På avtalt leveringsdato må imidlertid selgeren ha papiret, enten etter å ha kjøpt det, eller vanligere ved å ha lånt det av en tredjepart. Short-salg kan være lønnsomt dersom man venter at prisen på verdipapiret skal synke før man må kjøpe det.

Standardavvik

Standardavvik er et mål som viser hvor mye verdien av en variabel kan ventes å svinge. For en konstant verdi vil standardavviket være lik 0. Høyere standardavvik betyr større svingninger.

Spread

Brukes generelt om forskjellen mellom to priser. I obligasjonsmarkedet brukes spread om forskjellen mellom salgs- og kjøpskurs på en obligasjon. Ved omsetning av obligasjoner tar ikke meglerne direkte betalt for sine tjenester, men stiller i stedet ulike kurser for kjøp og salg.

Swap

Kontrakt om å bytte aktiva med en annen investor for en periode. For eksempel er en renteswap en avtale om at en part gir fra seg renteinnbetalingene fra ett tenkt papir mot i stedet å få renteinnbetalingene fra et annet tenkt papir. Typisk kan det være et bytte mellom fast rente og flytende rente i en periode.

Terminkontrakter

Kontrakter om kjøp eller salg av aktiva på et fremtidig tidspunkt og til en bestemt pris. Petroleumsfondet kjøper og selger valuta på termin for å unngå valutakursrisiko i forhold til referanseporteføljens valutasammensetning.

Terminstruktur

Rentens terminstruktur er en sammenheng mellom gjenstående løpetid for et lån (egentlig et lån der rentebetalinger først forfaller samtidig som hovedstolen) og den rente som noteres i markedet for lånet. Normalt vil lenger løpetid gi høyere rente, men i noen situasjoner er det omvendt (invertert terminstruktur).

Utvidet ("enhanced") indeksering

På en portefølje som er gjenstand for **indeksforvaltning** kan det i spesielle prisingssituasjoner brukes ulike teknikker for å oppnå høyere avkastning enn en ville få ved rent passiv forvaltning. Et eksempel er situasjoner der et selskap skal inn i en aksjeindeks. Dette fører vanligvis til høyere pris på aksjen, og da kan en ofte tjene på å kjøpe aksjen før prisen stiger.

"Value at Risk"

Den verdi en investor risikerer å tape innen en gitt tidshorisont dersom avkastningen blir så ugunstig som den kan bli med en viss sannsynlighet. Det er vanlig å bruke en prosents sannsynlighetsnivå, altså se på hva som kan tapes i ett av hundre tilfeller.

ISSN 1501-2794

Designmal: GRID Strategisk Design
Design 2003: Lobo Media AS

Prepress og trykk: Lobo Media AS

Papir: Omslag: Tre kronor 225 g
Materie: Eurobulk 115 g

Foto: Heiko Junge / Scanpix

Norges Bank
Bankplassen 2
Postboks 1179, Sentrum
0107 Oslo
Tlf.: 22 31 60 00
Faks: 22 31 66 61
www.norges-bank.no

ISSN 1501-2794

