

Innhold

	Hovedtall for forvaltningen 1996-2001	4
	Forord	5
	Statens petroleumsfond 1990-2001	7
Beretningsdel	1. Mandat	12
	2. Hovedtall for avkastningen i Petroleumsfondet i 2001	14
	3. Renteforvaltningen	18
	4. Aksjeforvaltningen	20
	5. Taktisk aktivaallokering	23
	6. Risikoeksponering	23
	7. Organisering av forvaltningen	25
	8. Kostnader i forvaltningen	25
	9. Regnskapsrapportering	27
	Uttalelse fra Norges Banks revisjon	28
Temadel	1. Ikke-statsgaranterte obligasjoner i Petroleumsfondet	30
	Sammenhengen mellom referanseindeks og faktiske investeringer	30
	Bakgrunn for omleggingen	30
	Markedet for ikke-statsgaranterte obligasjoner	32
	Endringer i rammene for forvaltningen av Petroleumsfondets obligasjonsportefølje	33
	Planer for Norges Banks forvaltning	34
	2. Fra passiv til aktiv indeksforvaltning	35
	Innledning	35
	Målsetting med indeksforvaltning	35
	Oppbygging og organisering av indeksforvaltningen i Norges Bank	36
	Utvikling i Norges Banks indeksforvaltning gjennom 2001	37
	Aktive indekseringsstrategier	37
	Resultater	38
	3. Utviklingen i det internasjonale markedet for kapitalforvaltning	39
	Strukturendringer i forvaltningsbransjen	39
	Faktorer bak konsolidering og strukturendringer	41
	Nyetableringer innen hedgefond	42
	Norges Banks kjøp av forvaltningstjenester fra eksterne forvaltere	43
	Tildeling av mandater til bransjespesialister	43
	Tidligere publiserte artikler	44
	Artiklene finnes på Norges Banks internettsider under Petroleumsfondet.	
Dokumentasjonsdel	Mandat for forvaltningen	46
	Organisasjonskart - Norges Bank	51
	Aksjeholdninger pr. 31. desember 2001	52
	Obligasjoner og markedsplasseringer pr. 31. desember 2001	66
	Ord og uttrykk	69

www.norges-bank.no

Statens petroleumsfond - hovedtall for forvaltningen 1996 - 2001

Endring i markedsverdi som skyldes endret
kronekurs og som ikke har betydning for Pe-
troleumsfondets internasjonale kjøpekraft.

Endring i markedsverdi målt i internasjonal
valuta:

Avkastning totalt i 2001	-2,47 %
• Aksjeporteføljen	-14,58 %
• Obligasjonsporteføljen	5,04 %

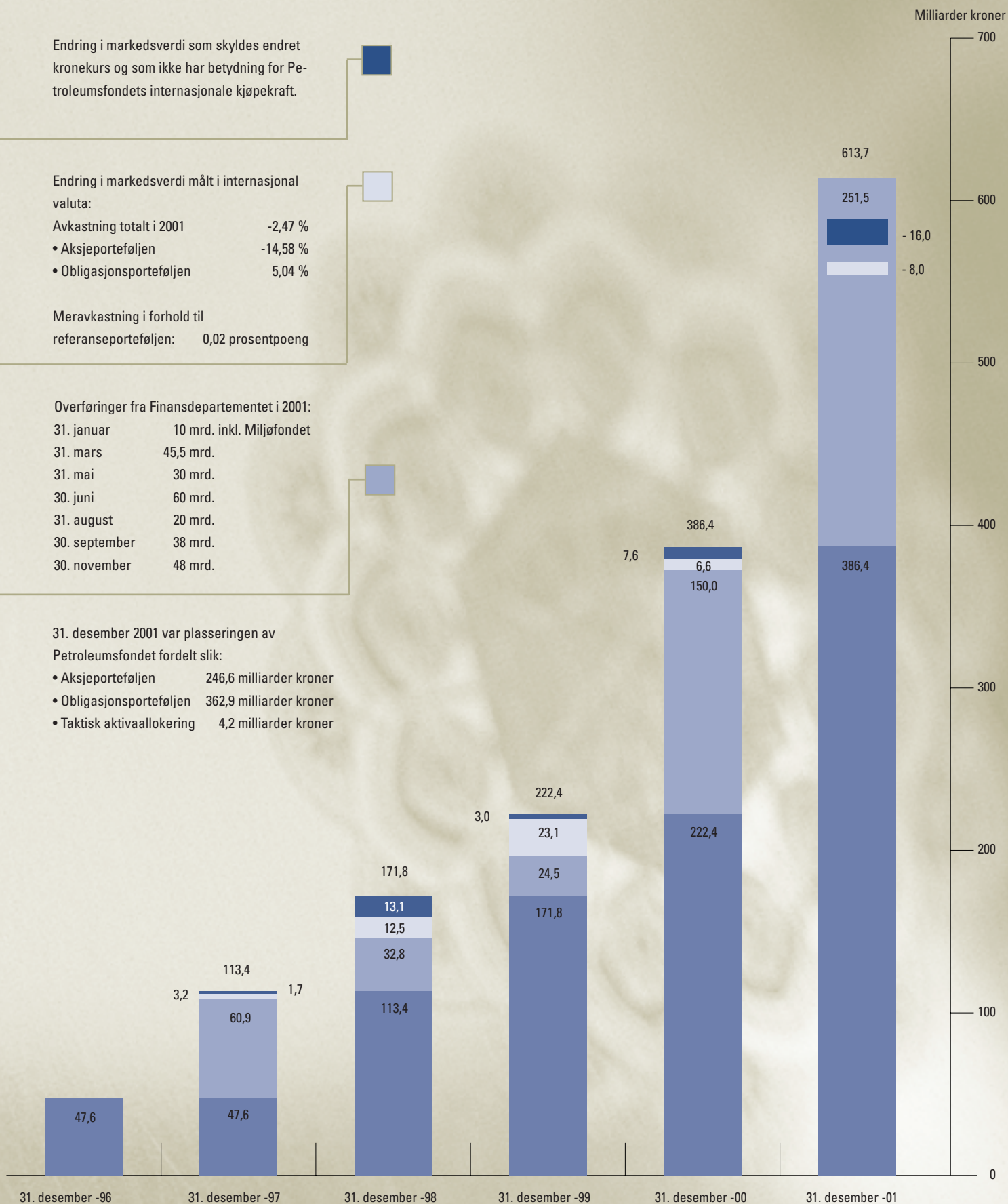
Meravkastning i forhold til
referanseporteføljen: 0,02 prosentpoeng

Overføringer fra Finansdepartementet i 2001:

31. januar	10 mrd. inkl. Miljøfondet
31. mars	45,5 mrd.
31. mai	30 mrd.
30. juni	60 mrd.
31. august	20 mrd.
30. september	38 mrd.
30. november	48 mrd.

31. desember 2001 var plasseringen av
Petroleumsfondet fordelt slik:

• Aksjeporteføljen	246,6 milliarder kroner
• Obligasjonsporteføljen	362,9 milliarder kroner
• Taktisk aktivaallokering	4,2 milliarder kroner



Første år i minus

For første gang har årsavkastningen i Statens petroleumsfond vært negativ. I 2001 var avkastningen $-2,5$ prosent. Resultatet skyldes et markert fall i aksjekursene, særlig i tredje kvartal. Avkastningen på aksjeporteføljen var $-14,6$ prosent. For obligasjoner var det en positiv avkastning på $5,0$ prosent.

Resultatet for 2001 er en påminnelse om at svingningene i de internasjonale kapitalmarkedene også slår inn i avkastningen på Petroleumsfondet. Aksjer svinger langt mer enn obligasjoner. Nettopp risikoen for at aksjer i perioder har svak avkastning gjør at investorer over tid oppnår høyere avkastning på aksjer enn på plasseringer med mindre variasjoner i verdien.

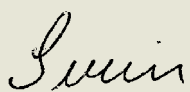
Den negative aksjeavkastningen de to siste årene må vurderes på bakgrunn av at markedet steg med drøyt 20 prosent i årlig gjennomsnitt fra 1995 til 1999. Fortsatt er det usikkert om kursene har funnet et rimelig nivå sett i forhold til bedriftenes forventede inntjening. Kursutviklingen fremover vil særlig avhenge av den økonomiske veksten internasjonalt.

Til tross for to negative år har den akkumulerte aksjeavkastningen vært på 23 prosent siden Petroleumsfondet første gang gikk inn i aksjer i 1998. Dette er omtrent som avkastningen på obligasjoner. Realavkastningen fratrukket forvaltningskostnader har i denne perioden vært $3,6$ prosent målt som årlig gjennomsnitt. Det er neppe grunn til å forvente at de høye avkastningstallene i kapitalmarkedene på 1990-tallet vil gjentas i dette ti-året.

Avkastningen på Petroleumsfondet avhenger i hovedsak av rammer for forvaltningen satt av Finansdepartementet. Norges Banks bidrag til avkastningen måles løpende ved at resultatet sammenlignes med en referanseportefølje som Finansdepartementet har definert. Norges Bank har oppnådd meravkastning hvert år. I perioden 1998 til 2001 var årlig gjennomsnittlig meravkastning $0,39$ prosentpoeng. Meravkastningen i 2001 var klart svakere enn tidligere.

Året 2001 har ellers vært preget av stor tilflyt av nye midler til forvaltning. I alt ble det investert drøyt 250 milliarder kroner i de internasjonale kapitalmarkedene. Norges Bank har lagt stor vekt på å investere midlene på en kostnadseffektiv og betryggende måte.

I denne årsrapporten legger Norges Bank fram en detaljert gjennomgang av resultatene i forvaltningen. Videre beskrives hvordan forvaltningen er utført det siste året. I egne artikler gis bakgrunn for blant annet endringer innen aksjeforvaltningen og planer for investeringer i obligasjoner med kredittrisiko.



Svein Gjedrem
Sentralbanksjef



Knut N. Kjær
Direktør Norges Bank
Kapitalforvaltning



Balanse

Petroleumsfondet er en buffer mot svingende inntekter fra petroleumssektoren. Fondet bidrar til å skjerme finanspolitikken og pengepolitikken fra til dels betydelige variasjoner i oljeprisen og produksjonsvolumet.

Petroleumsfondet er statens instrument for å flytte formue fra olje- og gassreserver til en bred portefølje av internasjonale verdipapirer. Det gir en bedre balanse mellom forventet avkastning og forventet risiko i den samlede formuesforvaltningen.

Petroleumsfondet gjør det mulig å skille anvendelsen av oljeinntektene fra opptjeningen av dem. Dermed kan man unngå brå skift i næringsstrukturen, slik som man har sett i mange andre land med store ressursinntekter, og bidra til at man på lang sikt har et bærekraftig næringsliv.

Petroleumsfondet bidrar til balanse ved å fordele petroleumsformuen mellom generasjoner. Selv om oljeformuen reduseres, vil avkastningen fra de investerte midlene kunne være til glede for mange generasjoner fremover.

Illustrasjonene i denne årsrapporten symboliserer Petroleumsfondets balanse-ende funksjon. De viser gamle vekter fra Norges Bank.



Statens petroleumsfond 1990-2001

Overskuddet på statsregnskapet blir hvert år satt av til Statens petroleumsfond. De første årene etter at loven om Petroleumsfondet ble vedtatt i 1990 var det ikke noe overskudd. Den første avsetningen kom i mai 1996, etter at statsregnskapet for 1995 viste overskudd. I 1996 og 1997 ble det avsatt midler til Petroleumsfondet ved utgangen av året, mens det fra 1998 er blitt avsatt midler til fondet gjennom året. Når det endelige statsregnskapet foreligger er det blitt korrigert for avviket mellom det som ble avsatt i løpet av året og endelige regnskapstall, ved at neste års avsetninger til fondet er blitt justert.

Tabell 1 viser at avsetningene har variert fra om lag 2 milliarder kroner for 1995 til mer enn 250 milliarder for 2001. Samlet for årene 1995-2001 har det vært avsatt 567,2 milliarder kroner. Ved utgangen av 2001 var markedsverdien av Petroleumsfondets portefølje på 613,7 milliarder kroner.

Hovedtall

Avkastningen av Petroleumsfondets internasjonale portefølje siden 1997 er

vist i tabell 2. I 1997 hadde fondet en ren renteportefølje, mens porteføljen siden 1998 har bestått av både aksjer og rentebærende papirer. Samlet for årene 1998-2001 har den nominelle avkastningen både på aksje- og renteporteføljen ligget på noe over 5 prosent i året. Etter fradrag for prisstigning og forvaltningskostnader har netto årlig realavkastning i gjennomsnitt vært på 3,6 prosent for hele fondet. Det tilsvarer en akkumulert netto realavkastning på 15,4 prosent.

Forvaltningskostnadene har i gjennomsnitt vært på knapt en promille av forvaltningskapitalen. Dette er på samme nivå eller lavere enn kostnadene ved sammenlignbar forvaltning i utenlandske pensjonsfond av samme størrelse som Petroleumsfondet, slik disse beregnes av det canadiske konsulentfirmaet Cost Effectiveness Measurement Inc.

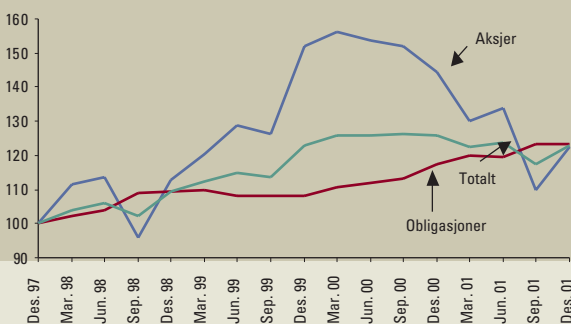
Figur 1 viser akkumulert nominell avkastning i de to aktivaklassene aksjer og renter fra januar 1998, som var tidspunktet da Petroleumsfondet første gang investerte i aksjer. Avkastningen er regnet i prosent av den markedsverdi fondet på hvert tidspunkt hadde, og gir derfor ikke

et korrekt bilde av avkastningen i kroner. Figuren viser at aksje- og renteporteføljen begge har hatt en akkumulert avkastning på 23 prosent siden 1998. Mens renteporteføljen har hatt en noenlunde jevn avkastning, er svingningene store for aksjeavkastningen.

Norges Banks bidrag til forvaltningsresultatet

Norges Banks viktigste oppgave er å gjennomføre den investeringsstrategien som Finansdepartementet har fastsatt på en effektiv og kontrollert måte. Denne strategien er konkretisert i en referanseportefølje. Norges Bank skal dessuten søke å oppnå høyest mulig avkastning i forhold til denne referanseporteføljen. Det gjøres ved å velge en faktisk portefølje som avviker fra referanseporteføljen. Finansdepartementet har gitt en ramme for hvor stort avviket kan være. Denne rammen for relativ risiko er liten i forhold til den absolutte markedsrisiko som referanseporteføljen representerer. Valg av strategi har langt større betydning for avkastningen enn det bidraget Norges Bank

Regnskapsår	Faktisk netto avsetning i løpet av året	Avsetning i statsregnskapet
1995	0	1 981
1996	47 476	44 213
1997	60 900	64 019
1998	32 837	27 982
1999	24 500	26 133
2000	150 000	150 519
2001	251 519	
Sum 1995-2001	567 232	



Figur 1: Indeks for akkumulert avkastning av aktivaklassene i Petroleumsfondet 1998-2001. Fondets valutakurv pr 31.12.97=100

Tabell 2: Årlig nominell og reell avkastning av Petroleumsfondet 1997-2001 i prosent, regnet mot fondets valutakurv

	1997	1998	1999	2000	2001	1998-2001
Nominell avkastning						
- på aksjeporteføljen		12,86	34,81	-5,82	-14,58	5,18
- på renteporteføljen	9,07	9,31	-0,99	8,41	5,04	5,36
- på totalporteføljen	9,07	9,25	12,44	2,50	-2,43	5,28
Prisstigning*	1,75	1,03	1,41	2,05	1,21	1,56
Reell avkastning	7,32	8,22	11,03	0,45	-3,65	3,72
Forvaltningskostnader**		0,06	0,09	0,11	0,07	0,08
Netto realavkastning		8,16	10,94	0,34	-3,65	3,64

* Veid gjennomsnitt av konsumprisstigningen i de land som i vedkommende år inngår i fondets referanseportefølje.

** Kostnadene i 1997 var klart lavere enn i 1998, men er ikke beregnet nøyaktig. Kostnadene i 2000 og 2001 inneholder honorarer til eksterne forvaltere for oppnådd meravkastning.

kan gi ved å drive aktiv forvaltning av porteføljen.

Selv om Norges Bank skulle kopiere referanseporteføljen helt nøyaktig, ville ikke den faktiske avkastningen bli lik den referanseavkastningen som indeksevenandøren beregner. Det skyldes at referanseavkastningen ikke tar hensyn til transaksjonskostnader og skatt på utbytte, se en egen temaartikkel i Årsrapporten for 1999 og omtale i beretningsdelen nedenfor.

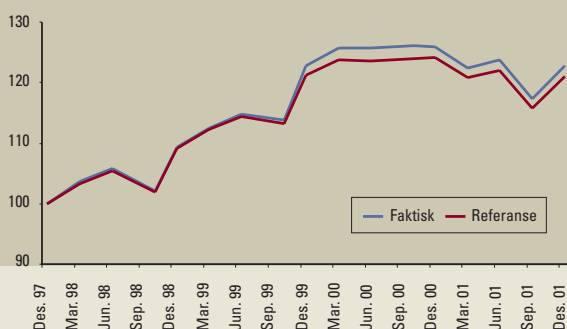
Tabell 3 viser meravkastningen i hvert av årene siden 1998. I tabellen er det for de to siste årene korrigert for kostnader ved kjøp av verdipapirer når nye midler investeres i markedene og for skattekost-

nader. Inntekter fra utlån av verdipapirer er derimot trukket fra. Dette er kostnader og inntekter som det ikke tas hensyn til ved beregning av referanseavkastningen. Kostnadene er særlig høye i år der det tilføres store midler til Petroleumsfondet. Bankens bidrag er både å tjene inn igjen disse kostnadene, og å oppnå meravkastning utover det. På den annen side belastes fondet med bankens forvaltningskostnader, som i tabellen er trukket fra ved beregning av netto meravkastning. Som gjennomsnitt for 1998-2001 har årlig netto meravkastning i bankens forvaltning av Petroleumsfondet vært på 35 basispunkter.

Figur 2 viser den akkumulerte avkast-

ningen i den faktiske porteføljen og referanseporteføljen siden 1998 (uten korleksjoner). I fireårs perioden har den faktiske akkumulerte avkastningen vært 1,8 prosentpoeng høyere enn den akkumulerte referanseavkastningen. Det svarer til en årlig meravkastning på 39 basispunkter i gjennomsnitt

Figur 3 viser utviklingen i den relative markedsrisikoen 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 langt bakover i tid. Dette er det mål Finansdepartementet bruker for å avgrense risikotakingen i



Figur 2: Avkastningen på den faktiske porteføljen og på referanseporteføljen siden inngangen til 1998. Fondets valutakurv pr 31.12.97=100

Tabell 3: Meravkastningen av Petroleumsfondet 1998-2001, utover avkastningen på referanseporteføljen for fondet. Basispunkter (hundredeler av et prosentpoeng)

	1998	1999	2000	2001
Meravkastning	20	125	20	2
Korreksjoner for funding- og skattekostnader	NA	NA	8	11
Korrigert meravkastning	20	125	28	13
Forvaltningskostnader	6	9	11	7
Netto meravkastning	14	116	17	6

Norges Banks forvaltning. Forventet relativ volatilitet viser forholdsvis små endringer over tid. Faktisk standardavvik er beregnet i ettertid ut fra hvor mye den faktiske differanseavkastningen har variert i siste 12 måneders periode. De to målene viser svært forskjellig nivå på risikotakingen i 2000, da aksjemarkedene svingte mye. Men i 2001 viser målene om lag samme grad av risikotaking.

Informasjonsraten er et vanlig mål på dyktighet i kapitalforvaltning. Det er forholdstallet mellom den årlige meravkastningen og den relative markedsrisikoen som er tatt. For fireårs perioden 1998-2001 er gjennomsnittlig informasjonsrate for Petroleumsfondet 0,82. Norges Bank har som mål for forvaltningen at forholdstallet skal være høyere enn 0,2-0,3.

Figur 4 viser noen nøkkeltall om forholdet mellom intern og ekstern forvaltning av Petroleumsfondet. Som gjennomsnitt for 2001 ble om lag 70 prosent av

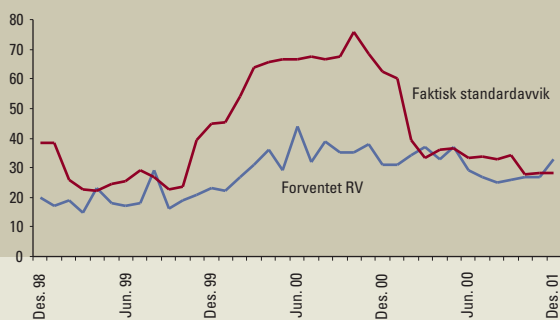
fondet forvaltet internt i Norges Bank. Kostnadene ved den interne forvaltningen utgjorde om lag 40 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den interne forvaltningen stod for drøyt 30 prosent av den samlede risiko knyttet til aktiv forvaltning.

Mesteparten av den aktive risikoen tas av eksterne forvaltere. Aktiv forvaltning er klart dyrere enn indeksforvaltning, og det er noe av forklaringen på at den eksterne forvaltningen er dyrere enn den interne. Men 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.

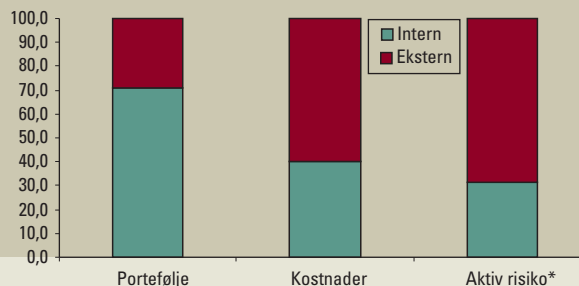
Perspektiver på størrelsen av Petroleumsfondet

Ved utgangen av 2001 var markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje på 613 milliarder kroner. Regjeringens handlingsregel for bruk av petroleumsinntektene tilsier at i en normal konjunktursituasjon skal bare forventet realavkastning av fondet brukes. Med en forventning om 4 prosent realavkastning utgjør det 24,5 milliarder kroner i 2002. Det tilsvarer om lag 4,5 prosent av statsforvaltningens utgifter.

Petroleumsfondet er ikke en svært stor investor i de internasjonale kapitalmarkedene. I figur 5 sammenlignes Petroleumsfondet med de største pensjonsfondene i Europa og Amerika. Både det største europeiske fondet (ABP fra Nederland) og det største amerikanske fondet (CALPERS fra California) var ved utgangen av 2001 om lag dobbelt så store



Figur 3: Den relative markedsrisikoen ved utgangen av hver måned 1999 – 2001, målt ved forventet relativ volatilitet og ved standardavviket for differanseavkastningen siste 12 måneder. Basispunkter (hundredeler av et prosentpoeng)



Figur 4: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko mellom intern og ekstern forvaltning i 2001 (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 hvert mandat, uten hensyn til korrelasjon mellom mandatene.

Tabell 4: Petroleumsfondets andel av markedskapitaliseringen pr 31.12.2001 i de markeder der fondet investerer. Milliarder norske kroner

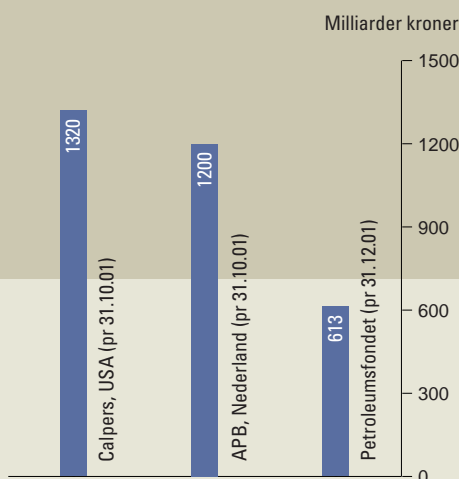
	Statens petroleumsfond	Markeds-kapitalisering*	Petroleumsfondets andel i prosent
Aksjer Europa	125,73	45 312	0,28
Aksjer Amerika	77,68	95 726	0,08
Aksjer Asia og Oceania	46,07	17 611	0,26
Statsobligasjoner Europa	182,79	24 617	0,74
Statsobligasjoner Amerika	110,92	15 045	0,74
Statsobligasjoner Asia og Oceania	69,24	15 270	0,45

* For aksjer er det brukt fri flyt markedsverdi av de selskaper som inngår i FTSE-indeksen i de land der Petroleumsfondet er investert.

som Petroleumsfondet. Sammenlignet med de største kapitalforvalterne i verden blir Petroleumsfondet enda mindre. Amerikanske Fidelity hadde pr. 30. juni 2001 porteføljer tilsvarende nesten 10 000 milliarder kroner under forvaltning. Det er 15 ganger størrelsen av Petroleumsfondet ved utgangen av året. Se ellers temaartikkelen om utvikling i markedet for forvaltningstjenester.

Tabell 4 viser Petroleumsfondets gjennomsnittlige eierandeler i de tre hovedregionene for henholdsvis børsnoterte aksjer og statsobligasjoner. Eierandelene i aksjer er beregnet som andel av markedsverdien av de selskaper som inngår i FTSE-indeksen i de land der Petroleumsfondet er plassert. Eierandelene i statsobligasjoner er regnet av totalt utestående.

Andelene er høyest i statsobligasjonsmarkedene i Europa og Amerika, der fondet eier om lag 0,7 prosent av alle utestående papirer. I aksjemarkedene er andelen høyest i Europa, med en gjennomsnittlig eierandel på om lag 0,3 prosent.



Figur 5: Størrelsen på Statens petroleumsfond i forhold til andre store internasjonale fond. Markedsverdier i milliarder norske kroner.



1. Mandat

Finansdepartementet har delegert den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond til Norges Bank. Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og 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 forvaltningen ble presentert i en egen artikkel i Petroleumsfondets årsrapport for 1999. Finansdepartementet holdes orientert om forvaltningen gjennom grundige kvartalsrapporter som også offentliggjøres.

Finansdepartementet har definert en referanseportefølje av konkrete aksjer og obligasjoner som uttrykker oppdragsgiverens investeringsstrategi for Petroleumsfondet. Departementet har definert grenser for hvor mye fondets faktiske portefølje kan avvike fra referanseporteføljen. I 2001 ble referanseporteføljen endret ved at aksjemarkedene i Hellas og i fem framvoksende markeder (Tyrkia, Brasil, Mexico, Sør-Korea og Taiwan) ble tatt med fra 31. januar. Fra samme tidspunkt ble også statsobligasjonsmarkedet i Hellas tatt med.

Fra 31. januar ble det opprettet et eget miljøfond som ble investert i bedrifter vurdert etter miljøkriterier. Ved opprettelsen var Miljøfondet på én milliard norske kroner.

Miljøfondets referanseportefølje er den samme som for den ordinære aksjeporteføljen i Petroleumsfondet, med unntak av at bare selskaper som oppfyller nærmere bestemte krav til miljørapportering eller miljøstyringssystemer in-

kluderes. Selskaper fra de fem framvoksende markedene inkluderes heller ikke. Kravene til miljørapportering og miljøsertifisering er bestemt av Finansdepartementet. Basert på disse kravene blir alle selskapene i referanseporteføljen en gang i kvartalet gjennomgått av en ekstern institusjon valgt av Finansdepartementet.

Miljøfondets referanseportefølje hadde ved etableringen samme fordeling på hovedregionene Europa, Amerika og Asia/Oceania som den ordinære porteføljen. Over tid flyter regionvektene med utviklingen i markedsverdiene, og vektene blir ikke på noe tidspunkt styrt tilbake til de opprinnelige. Dette skiller seg fra den ordinære porteføljen, der referanseporteføljens regionvekt blir brakt tilbake til den opprinnelige fordelingen etter faste regler.

Referanseporteføljen for aksjer i Petroleumsfondet bygger på FTSEs aksjeindekser. Disse gjennomgikk en betydelig endring 15. juni 2001, da FTSE gikk over fra å vekte selskapene med full markedskapitalisering, det vil si markedsverdien av alle aksjer i selskapene, til fri flyt markedskapitalisering. Fri flyt defineres som den andelen av aksjekapitalen som er tilgjengelig for omsetning, det vil si med fradrag for krysseierskap, statlig eierskap og andre store eierposter. Petroleumsfondets aksjeportefølje ble tilpasset de nye vektene i løpet av andre kvartal. Fri flyt markedskapitalisering gir en bedre representasjon av de faktiske investeringsmulighetene for investorer. Nesten samtlige store indeksevenandører justerer eller har justert sine indekser til fri flyt.

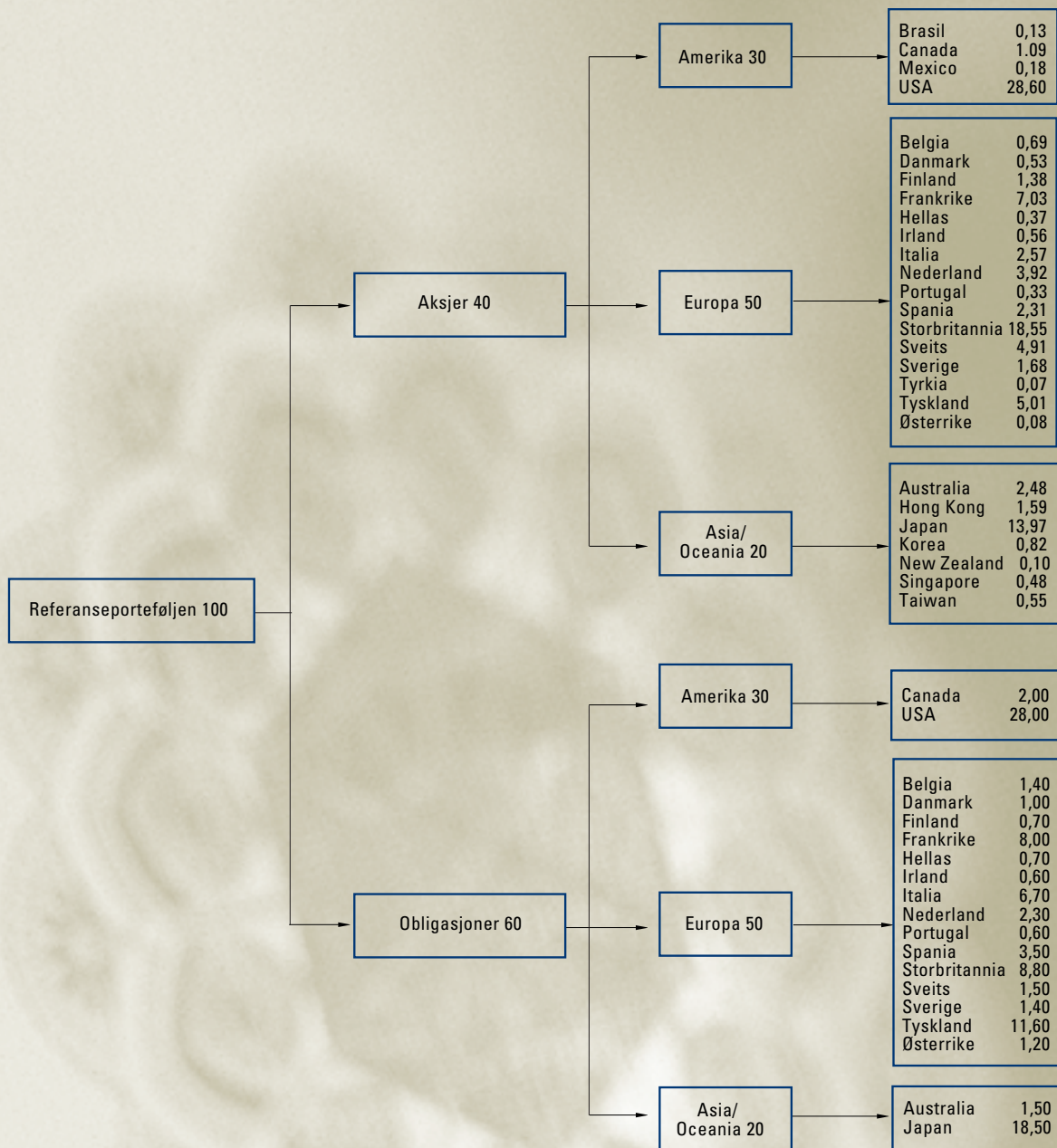
Fri flyt-tilpasningen førte til at markedsverdien av de aksjer som inngår i FTSE All World indeksen, gikk ned med om lag 7 prosent. Regionvektene til Pe-

troleumsfondets referanseportefølje er fastlagt av Finansdepartementet og avhenger ikke av regionvektene i FTSE-indeksen. Sammenlignet med indeksens regionvekter har Amerika en lavere vekt i Petroleumsfondets referanseportefølje, mens de to andre regionene har høyere vekter. Etter fri flyt-tilpasningen avviker Petroleumsfondets region- og landfordeling i enda sterkere grad fra markedskapitaliseringsvektene i FTSE-indeksen.

Finansdepartementet endret forskriften om Statens petroleumsfond 28. september og opprettet 30. november 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 kan bestemme at slike instrumenter skal utelukkes fra Petroleumsfondets investeringsmuligheter. Denne uttrekksmekanismen har ikke vært brukt i 2001.

Dokumentasjon på internett

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



2. Hovedtall for avkastningen i Petroleumsfondet i 2001

2.1 Bakgrunn: Den makroøkonomiske utviklingen i 2001

Tilbakeslaget som begynte i USA mot slutten av 2000, forsterket seg utover 2001 og spredte seg til resten av verden. For første gang siden 1980-tallet var de tre hovedområdene USA, Europa og Japan inne i en konjunkturedgang samtidig. Arbeidsløsheten steg relativt markert gjennom året. For OECD-området som helhet økte bruttonasjonalproduktet med 1,2 prosent i 2001 ifølge anslag fra Consensus Forecasts; det er den svakeste veksten siden begynnelsen av 1990-tallet. Inflasjonen falt ytterligere fra et lavt nivå i 2000, men bare Japan av OECD-landene opplevde deflasjon i 2001. Terrorangrepene mot USA 11. september økte usikkerheten og forsterket frykten for et dypere og mer langvarig tilbakeslag i verdensøkonomien, jf figur 1. Utviklingen så imidlertid ut til å stabilisere seg mot slutten av året, og foreløpige tall viste en oppgang i bruttonasjonalproduktet i USA i fjerde kvartal.

USAs økonomi var i 2001 inne i en negativ fase av investeringscyklen. Forventninger om sterk vekst i fremtidig fortjeneste skapte en boble i teknologiak-

sjer og utløste sterk investeringsvekst mot slutten av 1990-tallet. Dette gjaldt særlig investeringer i sektorene teknologi, media og telekommunikasjon (TMT-sektorene). Boblen sprakk da det viste seg at disse forventningene ikke kunne innfris. Etterspørselen etter TMT-produkter falt og investeringene, herunder lagerinvesteringene, sank markert. Til tross for høyere arbeidsløshet og fallet i aksjemarkedet har både det private forbruket og boliginvesteringene holdt seg oppe. Boligprisene økte gjennom året. Finans- og pengepolitikken fikk en markert mer ekspansiv innretning.

Nedgangen i USA og det globale fallet i aksjemarkedene rammet også de europeiske økonomiene hardt, men som vanlig med et visst tidsetterslep. I tråd med et normalt konjunkturmønster ble Tyskland, som en stor produsent og eksportør av investeringsvarer, særlig hardt rammet. Inflasjonstakten har falt noe, men lå i eurosonen over den europeiske sentralbankens mål om mindre enn 2 prosent inflasjon. Selv om de korte rentene er senket også i Europa, har stimulansen fra finans- og pengepolitikken vært vesentlig mindre enn i USA. Svake budsjettpo-

sisjoner i utgangspunktet har forhindret aktiv bruk av finanspolitikken.

Japan var preget av nedgangstider med deflasjon allerede før tilbakeslaget i USA. Som store eksportører av TMT-produkter ble både Japan og de øvrige landene i Sørøst-Asia tidlig rammet av den reduserte etterspørselen etter slike produkter. Bruttonasjonalproduktet i Japan forventes å ha falt med 0,3 prosent i 2001, og arbeidsledigheten økte til rekordhøye 5 prosent ved utgangen av året. Deflasjon og korte renter nær null begrenser muligheten for å bruke pengepolitikken til å stimulere økonomien. Det finanspolitiske spillerommet er også uttømt etter at vedvarende store budsjettunderskudd har brakt offentlig gjeld opp til mer enn 130 prosent av bruttonasjonalproduktet. En depresiering av japanske yen de siste månedene av året har gitt en viss stimulans til økonomien.

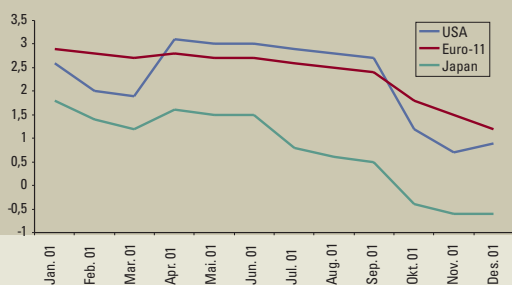
2.2. Avkastningen av Petroleumsfondet

Markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje var ved starten av året på 386,4 milliarder kroner. Finansdepartementet overførte i løpet av 2001 251,5 milliarder kroner til fondets

Tabell 1: Markedsverdien av Petroleumsfondets delporteføljer

	31/12/00	31/03/01	30/06/01	30/09/01	31/12/01
Aksjer i ordinær portefølje	152 829	169 540	207 767	215 644	245 796
Renteinstrumenter	227 323	248 229	310 023	327 754	362 945
Taktisk aktivaallokering *	6 297	6 316	4 146	2 833	4 153
Miljøfondet	-	863	899	721	792
Totalt	386 450	424 948	522 835	546 952	613 686

* Taktisk aktivaallokering inneholder både aksjer og renteinstrumenter.



Figur 1: Forventninger om BNP-vekst for 2001 i hovedmarkedene

Kilde: Consensus Economics Inc.

Tabell 2: Avkastningen av Petroleumsfondets ordinære portefølje i prosent for hvert kvartal og for året 2001

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Første kvartal	-2,77	-2,61	-4,18	-4,03	-0,16
Andre kvartal	1,09	0,95	2,00	1,85	0,14
Tredje kvartal	-5,29	-5,16	-6,34	-6,22	-0,12
Oktober	2,92	2,84	2,10	2,01	0,09
November	1,61	1,56	1,70	1,65	0,05
Desember	0,21	0,17	-0,38	-0,42	0,04
Fjerde kvartal	4,80	4,62	3,45	3,27	0,18
Året 2001	-2,43	-2,45	-5,31	-5,33	0,02
Etter korreksjonsposter			-5,31	-5,43	0,13

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

kronekonto, og motverdien av disse ble umiddelbart tilført valutaporteføljen. Overføringene var fordelt slik:

- 10 milliarder kroner 31. januar
- 45,5 milliarder kroner 30. mars
- 30 milliarder kroner 31. mai
- 60 milliarder kroner 29. juni
- 20 milliarder kroner 31. august
- 38 milliarder kroner 28. september
- 48 milliarder kroner 30. november.

Av overføringen 31. januar ble én milliard kroner tilført Miljøfondet, som ble opprettet samme dato.

Overføringene gjennom året er basert på anslag for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten i nysaldert statsbudsjett. Avvik mellom budsjettanslaget og endelig regnskap blir korrigert neste år. Av overføringen 30. mars 2001 utgjorde 0,5 milliarder kroner for lite overført beløp i 2000.

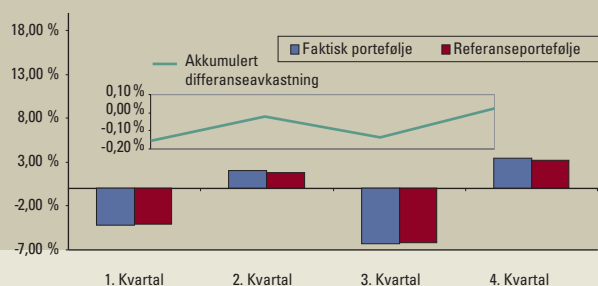
Petroleumsfondets ordinære portefølje (det vil si utenom Miljøfondet) hadde i

2001 en avkastning på -2,43 prosent målt i den valutakurven som defineres av landvektene i referanseporteføljen. Tabell 2 viser at avkastningen var negativ i første og tredje kvartal, men positiv i andre og fjerde kvartal. Disse svingningene fulgte i hovedsak av utviklingen i de viktigste aksjemarkedene, men ble noe dempet ved at renteavkastningen beveget seg motsatt av aksjeavkastningen.

Den faktiske avkastningen av Petroleumsfondets ordinære portefølje var i 2001 0,02 prosentpoeng eller 2 basispunkter høyere enn avkastningen på referanseporteføljen, se tabell 2. Siden forvaltningen av Petroleumsfondet startet, har Norges Bank oppnådd meravkastning hvert år. Figur 2 viser at fondet hadde mindreavkastning i første og tredje kvartal, som også var de kvartalene da den absolutte avkastningen av fondet var svakest. Tilsvarende hadde fondet meravkastning i andre og fjerde kvartal da

den absolutte avkastningen var positiv.

De faktiske avkastningstallene i tabell 2 er regnet med fradrag for en rekke kostnader som det ikke gjøres fradrag for ved beregning av referanseavkastningen. Det gjelder skatt på utbytte i enkelte land og direkte transaksjons- og skattekostnader i forbindelse med investering av nye midler i markedene. I år med stor tilførsel av midler til Petroleumsfondet vil disse kostnadene være særlig høye. I 2001 var tilførselen på 251,5 milliarder kroner, eller om lag 65 prosent av fondets markedsverdi ved starten av året. Innfasingen av nye midler var også indirekte en belastning på meravkastningen, fordi utbytte fra selskapene i hovedsak ble utbetalt mens porteføljen var liten i starten av året. Referanseavkastningen forutsetter derimot jevn fordeling av utbytte over året. Dersom en tar hensyn til disse kostnadskomponentene, blir referanseavkastningen i 2001 16 basispunkter lavere.

**Figur 2: Avkastning og differanseavkastning i hvert kvartal 2001**

Tabell 3: Avkastningen av Petroleumsfondets totale portefølje i prosent for 2001 målt mot ulike referansevalutaer

	Totalporteføljen (inkl. Miljøfondet)
Referanseporteføljens valutakurv	-2,47
Importveiet valutakurv	-1,67
Amerikanske dollar	-6,93
Euro	-1,86
Norske kroner	-5,34

På den annen side inkluderer de faktiske avkastningstillene inntekter fra utlån av verdipapirer, mens referanseavkastningen ikke gjør det. Det dreier seg om kortsiktige utlån til motparter som både har høy kredittverdighet og stiller full sikkerhet for verdien av de papirer som blir lånt. Utlånsinntektene var i 2001 på vel 225 millioner kroner, som utgjorde 5 basispunkter av den gjennomsnittlige totalporteføljen. Dersom dette legges til referanseavkastningen blir netto korreksjonsposter i 2001 om lag 11 basispunkter av den gjennomsnittlige totalporteføljen i fondet. Siste linje i tabell 2 viser at Norges Banks bidrag til meravkastning dermed var på 13 basispunkter.

Tabell 4: Norges Banks bidrag til meravkastningen i 2001 (dvs etter korreksjonsposter) i basispunkter

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Total delportefølje
Aksjer	8,0	4,3	12,3
Renter	-0,2*	5,4	5,2
Taktisk allokering	-3,7	-3,8	-7,5
Uforklart			2,9
Sum Petroleumsfondet			12,9

* Bidraget fra ekstern renteforvaltning er negativt, selv om differanseavkastningen er positiv. Grunnen er at den positive differanseavkastningen kom mens andelen ekstern renteforvaltning var liten.

Tabell 3 viser avkastningen av Petroleumsfondets totale portefølje i ulike valutaer. Medregnet Miljøfondet var avkastningen målt i valutakurven $-2,47$ prosent, mens den målt i kroner var $-5,34$ prosent. Forskjellen skyldes at den norske kronen styrket seg mot valutakurven i løpet av 2001. Siden formålet med forvaltningen av Petroleumsfondet er å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft av fondets midler, er det mest relevant å se på avkastningen målt i valuta.

Figur 3 viser hvordan bidragene til fondets avkastning fordelte seg på de land der midlene var investert. Det klart største positive bidraget kom fra investeringene i USA, men det negative bidra-

get fra investeringer i Japan er langt større. Dette avspeiler den vanskelige økonomiske situasjonen i Japan. Store negative bidrag kom også fra fondets investeringer i Storbritannia og Frankrike.

Tabell 4 viser Norges Banks bidrag til meravkastningen, det vil si at det er tatt hensyn til de korreksjonsposter som ble omtalt ovenfor. Meravkastningen i Norges Banks forvaltning har i 2001 vært på 13 basispunkter eller om lag 300 millioner kroner. Både aksje- og renteforvaltningen har bidratt positivt. Det største positive bidraget kommer fra ekstern aksjeforvaltning, mens taktisk allokering har gitt tap både internt og eksternt.



Figur 3: Bidrag til Petroleumsfondets avkastning i 2001, fordelt på land. Prosentproeng målt mot norske kroner.

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene¹

Avkastningen beregnes etter markedsverdi prinsippet, det vil si at porteføljenes inngangs- og utgangsverdier verdsettes til de aktuelle markedspriser ved hhv. beregningsperiodens begynnelsen 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 fremkommer som en aritmetisk differanse mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

For en portefølje der det skjer inn- og utbetalinger, bør tidsvektet metode benyttes ved avkastningsberegningene. Metoden krever at man beregner markedsverdien av porteføljen ved hvert tidspunkt for inn-/utbetaling og finner avkastningen som endring i markedsverdi fra det ene tidspunktet til det andre. Slik finner man på hvert tidspunkt en indeks for markedsverdien i forhold til forrige kontantstrømtidspunkt. Ved å multiplisere disse indekstallene for de enkelte delperioder avleder man avkastningen for den totale perioden. Kontantstrømsenelementene vil dermed kun bidra til avkastningen fra og med tidspunktet for inn-/utbetaling.

Norges Bank har foreløpig kvalitetssikrede markedsverdier kun ved månedsslutt², og beregner derfor ikke tidsvektet avkastning internt i måneden. I stedet benyttes en pengevektet metode (modifisert Dietz metode) der den prosentvise månedlige avkastningen beregnes ved å fordele de enkelte kontantstrømmer på inngangs- og utgangsverdi. Avkastningen finnes ved å dividere porteføljens justerte utgangsverdi på den justerte inngangsverdien³.

$$R_M = \left[\left(\frac{MV_E - \frac{\sum_i i \cdot K_i}{T}}{MV_B + \frac{\sum_i (T-i) \cdot K_i}{T}} \right) - 1 \right] \cdot 100$$

Modifisert Dietz metode kan beskrives ved følgende formel:

der R_M = Pengevektet avkastning i perioden (i prosent)
 MV_B = Inngangsverdi
 MV_E = Utgangsverdi
 T = Antall dager i perioden
 i = Dagnummer for kontantstrøm K_i
 K_i = Kontantstrøm på dag nr. i

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 ved å summere markedsverdien for alle enkeltvalutaer målt i norske kroner og fordele totale kontantstrømmer i norske kroner som beskrevet i formelen ovenfor. WM/Reuters valutakurser⁴ 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 opptjente renter og av ikke tilbakebetalt kildeskatt. I regnskapet blir det dessuten foretatt avsetninger til dekning av forvalterhonorar til Norges Bank.

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

² Norges Bank beregner også daglige markedsverdier, men disse er foreløpig ikke tilfredsstillende kvalitetssikret. Det arbeides kontinuerlig for å oppnå kvalitetssikrede daglige markedsverdier.

³ Det forekommer ikke tilførsler til/uttrekk fra Statens petroleumsfond innenfor en måned, og det forekommer heller ikke overføringer mellom rente- og aksjeporteføljen innenfor en måned. Dette betyr at den månedlige avkastningen som beregnes for totalfondet, renteporteføljen og aksjeporteføljen vil være uavhengig av hvilken avkastningsmetode som benyttes (modifisert Dietz eller tidsvektet metode). Ved beregning av avkastning for delporteføljer (valuta-porteføljer og enkeltmandater) vil man kunne få forskjeller i avkastning avhengig av hvilken metode man benytter.

⁴ WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London tid.

3. Renteforvaltningen

3.1 Utviklingen i rentemarkedene

Obligasjonsrentene var stabile eller fallende i de fleste land i 2001. Den amerikanske sentralbanken satte ned de korte styringsrentene to ganger i januar måned. Dette skapte forventninger om sterkere økonomisk vekst i løpet av høsten 2001. De lange obligasjonsrentene steg derfor sammen med aksjekursene i januar. I februar ble det klart for de fleste at situasjonen i telekommunikasjonssektoren var mer alvorlig enn man hadde regnet med. Aktørene i verdipapirmarkedene endret nå oppfatning og sendte både aksjekurser og obligasjonsrenter nedover. Dette varte fram til mars/april, da obligasjonsrentene snudde igjen, og steg fram til sommeren.

Nye tall viste nå at problemene i telekommunikasjonssektoren hadde spredt seg til andre deler av industrien og til tjenesteytende sektorer i økonomien. Pessimismen fikk overtaket i juli/august og ble forsterket av terrorangrepene på USA 11. september. I løpet av andre halvår senket den amerikanske sentralbanken rentene fra 3,5 til 1,75 prosent, og rentene på 10 års amerikanske statsobligasjoner falt fra om lag 5,5 prosent i juli til om lag 4,25 prosent i oktober. Den amerikanske Kongressen vedtok finansielle stimulerings tiltak, og i begynnelsen av november begynte obligasjonsrentene å stige igjen. Tiårsrentene i USA steg på et par uker med mer enn ett prosentpoeng.

Også Bank of England og Den europeiske sentralbanken senket styringsrentene etter terrorangrepene 11. september. Europeiske obligasjonsrenter har i hovedsak fulgt de amerikanske både opp og ned i løpet av 2001. Korte renter er blitt satt mindre ned i Europa enn i USA. Dette kan i noen grad forklares ved at Den

europeiske sentralbanken har et mandat som er sterkere knyttet til den løpende inflasjonsutviklingen.

I Japan har det i løpet av 2001 bygget seg opp et stadig større politisk press på Bank of Japan for å øke pengemengden i håp om at dette skal avhjelpe landets økonomiske problemer. Denne situasjonen har ikke ført til større endringer i obligasjonsrentene i Japan i løpet av 2001. Rentene har vært relativt stabile mellom 1 og 1,5 prosent. Mot slutten av året ble imidlertid kursen på den japanske valutaen kraftig svekket.

Fallende rentenivå i USA og Europa førte til kursstigning på obligasjoner og positiv avkastning på renteinvesteringer i disse markedene. Figur 5 viser at avkastningen på den obligasjonsindeksen som Petroleumsfondet følger var på om lag 6 prosent i USA og Europa. Også japanske obligasjoner gav positiv avkastning, men bare på om lag 3 prosent.

Figur 6 viser at avkastningen på Petroleumsfondets investeringer i rentebærende papirer ikke har vært spesielt høy i 2001. De fleste av de 21 foregående årene siden 1980 ville ha gitt høyere avkastning på en portefølje med samme sammensetning som rentedelen av Petroleumsfondet hadde i 2001.

3.2 Gjennomføringen av renteforvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets renteportefølje steg i 2001 fra 227 milliarder kroner ved starten av året til 363 milliarder ved slutten. Om lag 95 prosent av renteporteføljen har vært forvaltet internt i Norges Bank. Ved utgangen av året hadde fire eksterne renteforvaltere mandater med en forvaltningskapital på

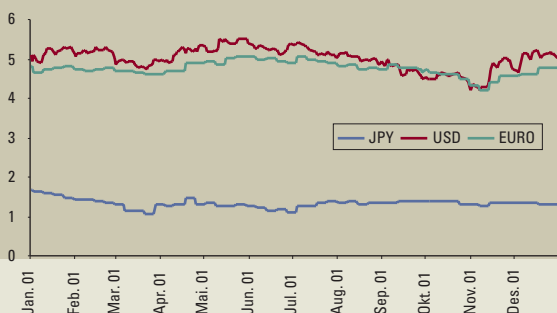
Eksterne aktive renteforvaltere pr 31.12.01

Bridgewater Associates Inc.
Gjensidige Nor Kapitalforvaltning
Morgan Stanley Dean Witter
Pareto Partners

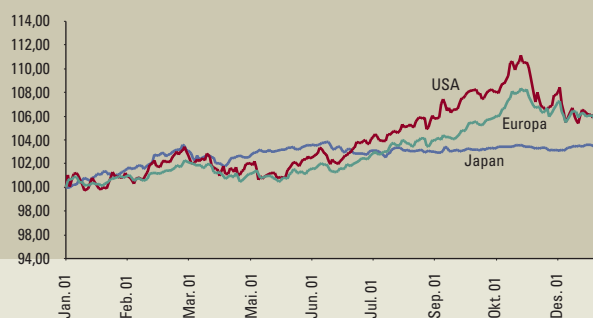
Alle aktive rentemandater er globale. Pareto Partners fikk første gang tilført midler 30. juni. De tre øvrige har hatt midler under forvaltning gjennom hele året. Mandatene har den samme referanseporteføljen som fondets totale renteportefølje. Risikonivået målt ved forventet relativ volatilitet er avtalt særskilt for hvert enkelt mandat. Forvaltningsmandatene er alle globale og har tilnærmet samme investeringsunivers som den interne renteforvaltningen.

til sammen 20 milliarder kroner.

Den interne forvaltningen er inndelt i to hovedområder: indeksering og annen indeksrelatert forvaltning på den ene siden, og aktiv forvaltning på den andre. Aktivitetene i disse områdene er igjen oppdelt i ulike spesialfunksjoner. Indeksforvaltningen har som mål å kjøpe referanseporteføljen på en effektiv måte, og samtidig utnytte spesielle prisingssituasjoner til å oppnå noe meravkastning (utvidet indeksering). Dessuten utnyttes inntjeningspotensialet ved utlån av obligasjoner fra porteføljen. En viktig oppgave er også å investere nye midler i rentemarkedene og å korrigere uønskede avvik fra referanseporteføljen på en mest mulig effektiv måte.



Figur 4: Utviklingen i de viktigste obligasjonsmarkedene i 2001. Rentene på 10-års statsobligasjoner (prosent p.a.)



Figur 5: Verdikutviklingen på Schroder Salomon Smith Barney's statsobligasjonsindekser i hovedmarkedene i 2001 (31.12.2000 = 100)

Tabell 5: Renteavkastningen i prosent for hvert kvartal og for året 2001

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse*
Første kvartal	1,90	1,89	0,42	0,41	0,01
Andre kvartal	-0,38	-0,39	0,51	0,50	0,01
Tredje kvartal	3,41	3,37	2,26	2,22	0,03
Oktober	2,27	2,22	1,45	1,40	0,05
November	-1,07	-1,04	-0,98	-0,95	-0,03
Desember	-1,09	-1,11	-1,67	-1,69	0,02
Fjerde kvartal	0,07	0,04	-1,23	-1,26	0,03
Året 2001	5,04	4,96	1,94	1,87	0,08

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

Tabell 6: Differanseavkastning i renteforvaltningen i 2001, målt i norske kroner

	Markedsverdi pr 31/12/01	Faktisk avkastning	Referanse- avkastning	Differanse- avkastning i 2001
Ekstern forvaltning	19 941	1,98 %	1,86 %	0,12 %
Intern forvaltning	343 004	1,95 %	1,87 %	0,08 %
Sum renteforvaltning	362 945	1,94 %	1,87 %	0,08 %

Innen aktiv forvaltning er det et mål å utnytte systematiske prisforskjeller mellom obligasjoner med omtrent like egenskaper til å oppnå meravkastning. En annen strategi for å oppnå meravkastning er å ta posisjoner som avhenger av framtidig renteutvikling. Et viktig mål for forvaltningen er å sikre bredde i de aktive posisjonene i renteforvaltningen, slik at avkastningen ikke vil avhenge for mye av en enkelt forklaringsfaktor. Den aktive forvaltningen ble i 2001 også utvidet til å omfatte prisingsforskjeller innen universet av obligasjoner utstedt av bedrifter og institusjoner med høy kredittverdighet. Dette inngikk som en del av forberedelsene til at Petroleumsfondets referanseportefølje fra 2002 gradvis vil bli utvidet til også å inneholde denne type obligasjoner. Risikoen i denne aktiviteten var begrenset i 2001.

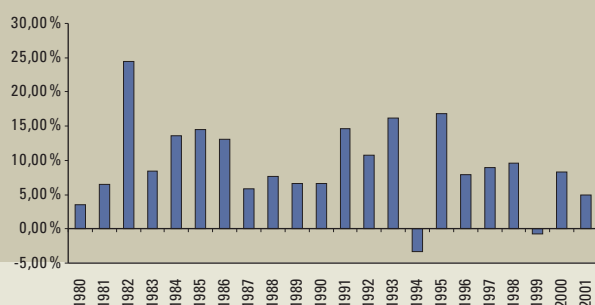
Den interne renteporteføljen ble forvaltet ved kontorene i Oslo og New York. Kontoret i New York ble evakuert under terrorangrepet på World Trade Center 11. september, og forvaltningsansvaret for porteføljene ble i en uke ivare tatt fra Oslo. Fra 18. september til 12. oktober var det problemer med linjene for dataoverføringer, og det ble derfor nødvendig å legge de handler som ble gjort i New York, inn i datasystemene fra Oslo. Fra 15. oktober har kontoret i New York igjen vært fullt operativt, og avbruddet hadde små konsekvenser for forvaltningen.

Tabell 5 viser at renteporteføljen i 2001 hadde en avkastning på 5,04 prosent målt i fondets valutakurv. Avkastningen var positiv i første og tredje kvartal, mens den var svakt negativ i andre og

nær null i fjerde kvartal. Dette gjenspeiler den generelle renteutviklingen gjennom året.

Den faktiske avkastningen på renteporteføljen var 0,08 prosentpoeng eller 8 basispunkter høyere enn referanseavkastningen. Av dette kom 4 basispunkter eller 109 millioner kroner fra utlån av verdipapirer. På den annen side er det påløpt transaksjons- og skattekostnader som ikke trekkes fra ved beregning av referanseavkastningen. Dette utgjør omtrent like mye som utlånsinntektene, jfr. temaartikkel 3 i årsrapporten fra 1999. Korreksjoner er ikke innarbeidet i tabellen.

Tabell 6 viser at meravkastningen på de eksterne porteføljene var litt høyere enn i den interne forvaltningen. Forskjellen mellom resultatene i intern og ekstern forvaltning er liten og bør ses i lys av at de relativt små beløpene i eksterne porteføljer i sin helhet har vært forvaltet aktivt. I intern forvaltning har risikonivået vært mer beskjedent, regnet i forhold til forvaltningskapitalen. Det meste av den aktive risikoen i renteforvaltningen er likevel tatt internt.

**Figur 6: Avkastning i rentemarkedene 1980-2001 med dagens referanseportefølje og målt i Petroleumsfondets valutakurv**

4. Aksjeforvaltningen

4.1 Utviklingen i aksjemarkedene

Aksjekursene har falt kraftig i løpet av året, selv om det var svak oppgang i andre og fjerde kvartal. Det har vært tydelige forskjeller i avkastningsutviklingen mellom de viktigste aksjemarkedene. Figur 7 viser at kursene i USA falt mindre enn kursene i Europa og Japan. Dette skjedde til tross for at USA har større andel av teknologiaksjer i aksjeindeksene enn Europa og Japan.

Europeiske aksjer falt spesielt sterkt etter terrorangrepene i USA 11. september. Noe av årsaken var at aksjeverdiene til forsikringsselskapene og flyselskapene falt særlig mye, og at disse selskapene utgjør en stor andel av de europeiske indeksene. Japanske aksjekurser har i hovedsak hatt samme tidsprofil som aksjer i USA og Europa, men med en svakere trend mot slutten av året.

Tabell 7 viser hvordan de forskjellige sektorene i FTSEs verdensindeks har utviklet seg i 2001. Informasjonsteknologi var sektoren med sterkest kursnedgang i 2001, mens mer tradisjonelle sektorer som energi- og vannforsyning klarte seg bedre.

I 2001 ble det tatt inn fem framvoksende markeder i aksjedelen av referanseporteføljen. Disse landene var Brasil, Mexico, Tyrkia, Korea og Taiwan. Figur 8 viser at aksjemarkedene i disse landene hadde svært ulik kursutvikling i 2001. Målt i dollar var det sterkest kursoppgang i Korea.

Figur 9 illustrerer den betydning sektorene teknologi, media og telekommunikasjon (TMT-sektorene) har hatt for aksjeindeksene de siste tre årene. Figuren viser at aksjekursene målt ved FTSEs verdensindeks har ligget nokså flatt når

Tabell 7: Avkastning på Petroleumsfondets ordinære referanseportefølje for aksjer i fjerde kvartal og i året 2001, fordelt på hovedsektorer. I prosent mot lokal valuta

	Fjerde kvartal	Året 2001
Råvarer	-2,71	-18,01
Prosessindustri	12,88	-2,91
Generell industri	19,67	-12,81
Konjunkturfølsomme varer	21,57	-5,85
Ikke-konjunkturfølsomme varer	1,41	-9,06
Konjunkturfølsomme tjenester	17,64	-4,47
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	1,25	-20,93
Energi- og vannforsyning	4,96	-1,11
Finansielle tjenester	8,64	-11,55
Informasjonsteknologi	35,00	-30,93

Kilde: Datastream

en ser bort fra TMT-sektorene. Men disse sektorene hadde sterk kursstigning fra 1999 og fram til forsommeren 2000. Deretter falt de enda sterkere fram til slutten av 2001. Utviklingen i totalindeksen viser samme mønster, men er mer avdempet.

Figur 10 viser at avkastningen i aksjemarkedene har vært uvanlig dårlig i 2001. Siden 1980 ville en aksjeportefølje med samme sammensetning som aksjedelen av Petroleumsfondet ha gitt bedre avkastning i hvert eneste år unntatt 1990. Dette må ses på bakgrunn av den sterke aksjekursutviklingen i årene 1995-99. I hvert av disse årene var den relative kursoppgangen sterkere enn den relative kursnedgangen i 2001.

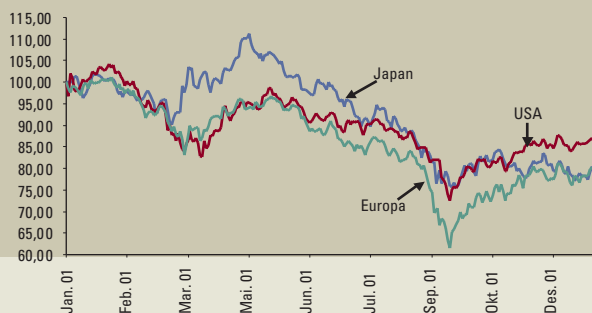
4.2 Gjennomføringen av aksjeforvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets aksjeportefølje steg i 2001 fra 153 milliarder kroner ved starten av året til 247 milliarder ved slutten. Delporteføljene i aktiv forvaltning har økt fra 38 prosent

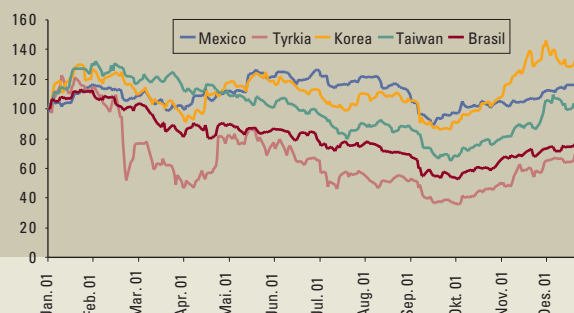
(57 milliarder) ved inngangen av året til 49 prosent (119 milliarder) ved utgangen av året. Fortsatt er dermed mer enn halvparten av aksjeporteføljen indeksforvaltet.

Ved utgangen av 2001 ble 43 prosent av aksjeporteføljen forvaltet eksternt, mot 80 prosent ved inngangen til året. Reduksjonen skyldes i første rekke at andelen som forvaltes av eksterne indeksforvaltere er redusert fra 53 prosent til 10 prosent. Deutsche Bank Asset Management sine indeksmandater ble omgjort til utvidede indeksmandater 15. mai. Andelen i aktiv eksternt forvaltning har økt fra 26 prosent til 33 prosent. I løpet av året er nye og eksisterende eksterne aktive forvaltere blitt tilført nærmere 41 milliarder kroner i nye midler.

Flere forvaltere har fått tildelt enten aktive regionale mandater eller aktive sektormandater. Sektormandatene har som formål å oppnå meravkastning gjennom aksjevalg innenfor enkeltsektorer. Enkelte av de nye regionale mandatene er spesielt rettet inn mot små og



Figur 7: Verdiutviklingen på FTSE aksjeindekser i hovedmarkedene i 2001 (31.12.00 = 100)



Figur 8: Verdiutviklingen på FTSE aksjeindekser i de framvoksende markedene som Petroleumsfondet har investert i (31.12.00 = 100), målt mot amerikanske dollar

mellomstore selskaper. Disse mandatene er et godt supplement til de eksisterende mandatene ved at aksjeavkastningen blir mindre avhengig av de store selskapene som dominerer i aksjeindeksene.

Den interne forvaltningen har i løpet av året økt fra 20 prosent (31 milliarder) til 57 prosent (142 milliarder) av aksjeporteføljen. Økningen skyldes i det vesentligste at en del av indeksforvaltningen er tatt over fra eksterne forvaltere. De interne indeksporteføljene forvaltes som utvidet indeksering, der man søker å oppnå meravkastning ved utnyttelse av spesielle prisingssituasjoner, som for eksempel de som oppstod i forbindelse med omleggingen av FTSE-indeksen 15. juni. Av de internt forvaltede midlene ble 53 milliarder kroner forvaltet etter denne type strategier ved utgangen av året. I dette inngår Miljøfondet, som forvaltes som en indeksert portefølje internt i Norges Bank.

Mot slutten av tredje kvartal ble det etablert et internt mandat for sektorstrategier. Mandatet, som ved utgangen av året var på 52 milliarder kroner, er også i hovedsak et indekseringsmandat. I tillegg skal det søkes å oppnå meravkastning ved å over- eller undervekte globale eller regionale sektorer i forhold til den vekten sektorene har i referanseporteføljen. Det ble tatt få slike posisjoner i 2001. Det interne sektormandatet brukes som grunnlag for å tilføre midler til eksterne sektormandater.

Av de resterende interne midlene blir 34 milliarder kroner aktivt forvaltet i utvalgte sektorer. Disse sektorene er finans, telekommunikasjon, media og handels/service-næringen. Sektorene er valgt både fordi de er store, og fordi de gjennomgår betydelige strukturendringer

Eksterne aksjeforvaltere pr 31.12.01

Indeksforvaltere

Barclays Global Investors
Deutsche Asset Management

Aktive aksjeforvaltere

Mandater i Europa utenom Storbritannia:

ABN Asset Management
Blackrock International Limited
Capital International Limited
Gartmore Investment Management

Mandater i Storbritannia:

Merril Lynch Investment Managers

Mandater i Asia:

Capital International Limited
Fidelity Pensions Management
Schroder Investment Management
Sparx Asset Management
Zürich Scudder Investors

Sektormandater:

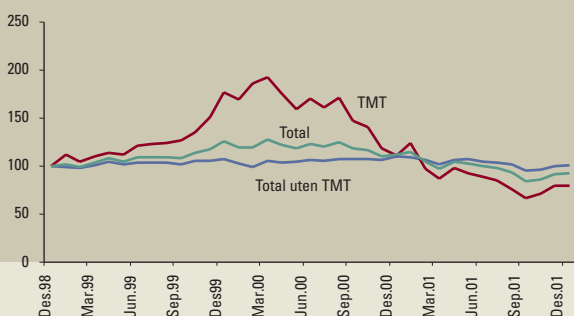
Citigroup Asset Management
Credit Agricole Asset Management
Dresdner RCM Global Investors
Franklin Advisors
Wellington Management Company

Mandater for investeringer i mindre selskaper:

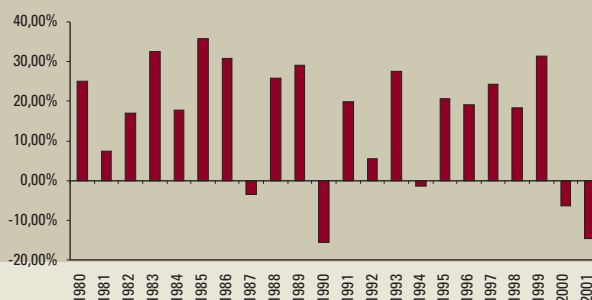
Deutsche Asset Management
Handelsbanken Asset Management
Merril Lynch Investment Managers
Schroder Investment Management
Sparx Asset Management

Omfanget av den eksterne indeksforvaltningen er redusert i løpet av 2001. Mandatet til Deutsche Asset Management er endret fra ren indeksering til såkalt utvidet indeksering.

Regionale aktive mandater er videreført og utvidet i 2001. I tillegg er det opprettet to nye typer mandater. Sektormandatene tar sikte på å utnytte spesialistkompetanse som enkelte eksterne forvaltere har i viktige sektorer. Mandatene for investeringer i mindre selskaper tar sikte på å komplettere porteføljen med selskaper som typisk er mindre enn de som inngår i FTSE-indeksene.



Figur 9: FTSE global aksjeindeks 1999-2001: Totalt og sektorene teknologi, media og telekommunikasjon (TMT) (31.12.1998=100)



Figur 10: Avkastning i aksjemarkedene 1980-2001 med dagens referanseportefølje, målt i Petroleumsfondets valutakurv

Tabell 8: Avkastningen i Petroleumsfondets ordinære aksjeforfølje i prosent for hvert kvartal og for året 2001

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse*
Første kvartal	-9,82	-9,48	-11,13	-10,80	-0,33
Andre kvartal	3,31	2,96	4,24	3,88	0,36
Tredje kvartal	-18,16	-17,96	-19,07	-18,88	-0,19
Oktober	3,90	3,77	3,07	2,94	0,13
November	5,55	5,39	5,65	5,49	0,16
Desember	2,14	2,09	1,54	1,49	0,05
Fjerde kvartal	12,02	11,65	10,57	10,20	0,37
Året 2001	-14,58	-14,64	-17,10	-17,16	0,06
Etter korreksjonsposter			-17,10	-17,38	0,28

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

Tabell 9: Differanseavkastning i forvaltningen av Petroleumsfondets ordinære aksjeforfølje i 2001. Millioner kroner og prosent av delporteføljer

	Markedsverdi pr 31/12/01	Faktisk avkastning*	Korrigert referanseavkastning	Differanseavkastning i 2001
Ekstern forvaltning	105 544	-15,94	-16,35	0,41
Intern forvaltning	140 252	-18,04	-18,14	0,10
Sum aksjeforvaltning	245 796	-17,10	-17,38	0,28
Derav korreksjonsposter			-0,22	-0,22
Sum aksjeforvaltning uten korreksjoner		-17,10	-17,16	0,06

* Avkastningen er beregnet ved å vekte hver enkelt forvalters avkastning i NOK med forvalterens vekt i gruppen basert på månedlige inngående markedsverdier.

som gir gode muligheter for aktiv forvaltning. Risikoen i den interne aktive forvaltningen, målt ved relativ volatilitet, er holdt på et begrenset nivå. Dette henger sammen med at posisjoner i første rekke er blitt tatt ved å undervekte og overvekte selskaper innenfor samme sektor.

Tabell 8 viser at Petroleumsfondets ordinære aksjeforfølje i 2001 hadde en avkastning på -14,58 prosent målt i fondets valutakurv. Avkastningen var negativ i første og tredje kvartal, mens den var positiv i andre og fjerde kvartal. Dette gjenspeiler de generelle kursbevegelsene gjennom året. Svingningene var store, spesielt fra tredje til fjerde kvartal.

Den faktiske avkastningen på aksjeforføljen var 0,06 prosentpoeng eller 6 basispunkter høyere enn referanseavkastningen. Den reelle verdiskapingen i forvaltningen var imidlertid høyere, siden en rent passiv indeksering ville ha gitt en betydelig mindreavkastning. Det skyldes transaksjonskostnadene inklusi-

ve skatt ved innfasing av nye midler i aksjemarkedene, skatt på utbytte og fordelingen av utbytte over året.¹ I motsatt retning teller utlåninntektene, som i hovedsak kunne kommet også ved passiv forvaltning, og som i 2001 utgjorde 6 basispunkter eller 116 millioner kroner. Netto utgjorde disse korreksjonspostene 22 basispunkter.

Samlet verdiskaping ved ulike former for aktiv aksjeforvaltning var dermed på

28 basispunkter, regnet som andel av aksjeforføljen. Det største bidraget kom fra ekstern aktiv forvaltning, men den interne forvaltningen gav også betydelig meravkastning, se tabell 9. Siden mer av de interne porteføljene indeksforvaltes, er det rimelig å vente lavere relativ meravkastning enn i den eksterne forvaltningen.

Miljøfondet hadde i de elleve månedene etter at det ble opprettet i 2001, en avkastning på -18,94 prosent målt i fondets valutakurv, se tabell 10. Avkastningen på Miljøfondet var vel 2 prosentpoeng lavere enn avkastningen på en sammenlignbar portefølje der ingen selskaper er tatt ut etter miljøkriterier. Det er i hovedsak en konsekvens av at TMT-sektorene (teknologi, media og telekommunikasjon), som utgjør en større andel av Miljøfondet, har hatt svakere kursutviklingen enn de tradisjonelle sektorene, se omtalen av markedsutviklingen foran.

Tabell 10: Avkastningen i Miljøfondet i 2001 (i prosent)

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Første kvartal	-12,97	-12,82	-13,69	-13,54	-0,15
Andre kvartal	3,23	2,95	4,16	3,87	0,29
Tredje kvartal	-18,92	-18,94	-19,82	-19,84	0,02
Fjerde kvartal	11,28	11,48	9,84	10,04	-0,20
2001	-18,94	-18,90	-20,83	-20,79	-0,04
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøfondet (2001)		-16,67		-18,62	

¹ Mesteparten av utbyttet ble faktisk utbetalt i starten av året mens Petroleumsfondets aksjeforfølje var relativt liten, mens det i referanseavkastningen er forutsatt jevn fordeling av utbyttet over året.

5. Taktisk aktivaallokering

Med taktisk aktivaallokering menes aktiv forvaltning som tar sikte på å oppnå meravkastning ved å over- eller undervekte aktivklasser eller markeder på aggregert nivå. Norges Bank drev slik forvaltning i svært beskjedent omfang i 2001. Den interne forvaltningen er reorganisert i løpet av 2001 og bygger nå bare på kvalitative analyser av markedsutviklingen. Ved utgangen av året hadde to eksterne forvaltere mandater basert på mer kvantitativ analyse av markedene. Samlet utgjorde

de interne og eksterne porteføljene vel 4 milliarder kroner, eller mindre enn en prosent av Petroleumsfondets totale portefølje. Porteføljen bestod av både aksjer og rentebærende papirer. Regnet som andel av delporteføljen gav taktisk aktivaallokering i 2001 en betydelig mindreavkastning. Virkningen på totalporteføljen var en mindreavkastning på 8 basispunkter, etter at det var tatt hensyn til korreksjonsposter som beskrevet i kapitlet om aksjeforvaltning.

Eksterne allokeringsforvaltere pr 31.12.01

Arrowstreet Capital L.P.
Storebrand Kapitalforvaltning

Arrowstreet ble første gang tilført midler i august. Storebrand fikk midler i desember 2001. To tidligere mandater hos andre forvaltere ble avsluttet i løpet av året.

6. Risikoeksponering

Finansdepartementet har satt en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet, slik dette måles i risikomodellen BARRA. Figur 11 viser at den relative markedsrisikoen i 2001 har ligget innenfor den øvre grensen. De avvik som er gjort fra referanseporteføljen, har ikke brakt forventet relativ volatilitet over 0,4 prosentpoeng.

I ettertid kan den relative markedsrisikoen måles ved å beregne standardavviket til de månedlige differanseavkastningene. I 2001 var risikoen målt på denne måten på 28 basispunkter, som er på samme nivå som det tall risikomodellen gav på forhånd. For perioden 1999-2001

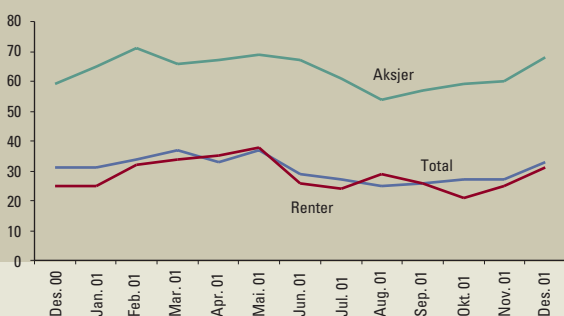
var standardavviket på de månedlige differanseavkastningene omregnet til årsrate på om lag 50 basispunkter.

Risikotakingen har i 2001 vært stabil i forhold til forvaltningskapitalen både i aksje- og renteforvaltningen. Men siden forvaltningskapitalen har vokst sterkt gjennom året, har risikotakingen regnet i verdi ("value at risk") økt mye. Økningen har skjedd både i intern og i eksternt forvaltning.

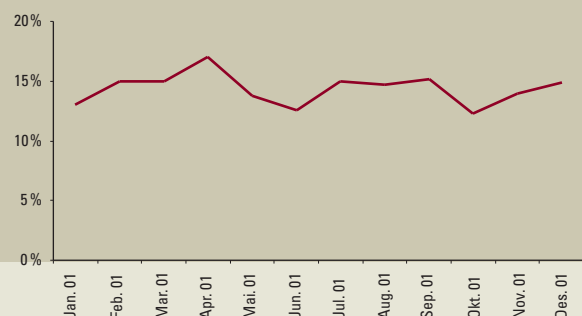
Den relative risikoen er betydelig høyere i aksjeforvaltningen enn i renteforvaltningen. Det har sammenheng med at aksjemarkedene svinger mer enn rentemarkedene, slik at like store posisjoner gir mer risiko i aksjeforvaltningen. Det har også sammenheng med at omfanget av aktiv forvaltning har vært noe større

på aksjesiden. Figur 12 viser et annet mål på risikotakingen i aksjeforvaltningen, nemlig den andelen av aksjeforvaltningen som består av andre papirer enn de som følger av referanseporteføljen. Andelen har i 2001 ligget mellom 10 og 20 prosent.

Tabell 11 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen (renteforvaltningen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering. For eksempel har amerikanske statsobligasjoner fått karakteren Aaa/AAA, mens statsgaranterte utstedelser fra byen Yokohama, denominert i USD, har fått Aa/AA, som er den japan-



Figur 11: Forventet relativ volatilitet ved hver månedslutt i 2001. Basispunkter (hundredeler av et prosentpoeng)



Figur 12: Andel av aksjeforvaltningen som ikke faller sammen med referanseporteføljen i 2001

ske stats karakter ved låneopptak i fremmed valuta.

Tabell 12 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.

Det har imidlertid i løpet av året skjedd to mindre brudd på Finansdepartementets forskrift. Begge gjelder handel i norske kroner, som Petroleumsfondet ikke har anledning til. Det ene tilfellet skyldtes at en ekstern forvalter ved tilførsel av midler feiltolket mandatet på en slik måte at det ble en eksponering

overfor norske kroner i valutaterminmarkedet. Det andre skyldtes at en ekstern forvalter gjorde en operasjonell feil og foretok en valutahandel mot norske kroner. Bruddene, som begge var av begren-

set omfang, ble raskt oppdaget, og posisjonene i norske kroner ble avviklet umiddelbart.

Det har ikke vært noen brudd på retningslinjene for Miljøfondet.

Tabell 11: Obligasjonsporteføljen pr. 31. 12.2001 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard and Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	64,67%	AAA	66,11%
Aa	33,77%	AA	31,88%
A	1,56%	A	1,58%
Baa	0,00%	BBB	0,00%
Lavere	0,00%	Lavere	0,00%
Ingen rating	0,00%	Ingen rating	0,43%

Tabell 12: Forskriftens grenser for risikoeksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk	Faktisk	Faktisk	Faktisk	Faktisk
			31.12.00	31.03.01	30.06.01	30.09.01	31.12.01
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,31	0,37	0,29	0,26	0,33
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70%	60,5	60,0	60,2	60,0	59,2
		Aksjer 30-50%	39,5	40,0	39,8	40,0	40,8
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60%	52,4	50,9	50,0	49,9	50,4
		Amerika 20-40%	29,2	29,7	30,1	30,7	30,8
		Asia/Oceania 10-30%	18,4	19,4	19,9	19,4	18,8
		Nye markeder < 5% av aksjeporteføljen	0	1,21	1,33	1,16	1,93
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,27	5,64	5,48	5,57	5,39
§ 8	Kreditrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	10,6	8,01	6,64	4,58	3,43
§ 10	Eierandel	Maks 3% av et selskap	0,8	1,02	1,10	1,72	1,99

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

Forventet relativ volatilitet

Finansdepartementets grense for 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 å sette en øvre grense for forventet relativ volatilitet, vil den faktiske avkastningen med høy sannsynlighet

varierte 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 referanseavkastningen.

7. Organisering av forvaltningen

Forvaltningen av Petroleumsfondet utføres i Norges Bank Kapitalforvaltning, som ble opprettet som et eget område i Norges Bank 1. januar 1998. Det ble fra starten drevet intern renteforvaltning, mens aksjeforvaltningen ble satt ut til eksterne forvaltere. Senere har eksterne forvaltere fått ansvaret for deler av renteporteføljen, mens det er bygd opp en intern aksjeforvaltning. Det er gjort og gjøres fortsatt betydelige investeringer i en kostnadseffektiv og sikker infrastruktur for forvaltningen.

Hovedstyret i Norges Bank har det overordnede ansvaret for virksomheten. Norges Banks representantskap er bankens tilsynsorgan. Norges Banks revisjon, som rapporterer til bankens representantskap, utfører den operasjonelle revisjonen av kapitalforvaltningen, og reviderer bankens kvartals- og årsrapporter for Petroleumsfondet. Riksrevisjonen har ansvaret for den overordnede revisjon av Petroleumsfondet og bygger sitt arbeid på blant annet materialet fra Norges Banks revisjon.

I tillegg til Petroleumsfondet forvalter Norges Bank Kapitalforvaltning også Statens petroleumsforsikringsfond på

oppdrag fra Olje- og energidepartementet, og det meste av Norges Banks valutareserver. Samlet portefølje under forvaltning var ved utgangen av 2001 på 746 milliarder kroner.

Innen Norges Bank Kapitalforvaltning er det klare skiller mellom de avdelingene som tar investeringsbeslutningene og avdelingen for investeringsstøtte, som sørger for oppgjør av transaksjonene, risikomåling, avkastningsmåling og regnskap. En egen avdeling påser at internkontrollsystemene fungerer godt. Norges Bank har vedtatt at banken skal utføre internkontrollen i samsvar med Kredittilsynets forskrift om internkontroll i finansinstitusjoner.

Norges Bank Kapitalforvaltning har utenlandskontorer i New York og London. Representantskapet i banken har gitt samtykke til at det også skal opprettes et kontor i Tokyo. Nærvær i disse tre hovedmarkedene gir verdifull tilgang til informasjon for forvaltningen, og gjør det samtidig lettere å følge opp eksterne forvaltere.

Norges Bank Kapitalforvaltning har ved utgangen av 2001 109 medarbeidere, medregnet 4 på heltids engasjement. 13

medarbeidere er stasjonert ved utenlandskontorene. I løpet av året er det i hele organisasjonen ansatt 25 nye faste medarbeidere.

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 sammenheng med bankens evne til å rekruttere, utvikle og beholde høyt kvalifiserte personer fra dette markedet.

For 36 medarbeidere med resultatansvar for investeringsbeslutninger er deler av lønnen avhengig av oppnådde resultater. I 2001 var den høyeste opparbeidede lønnen 1 922 000 kroner. Lederen for Norges Bank Kapitalforvaltning fikk utbetalt en lønn på 1 584 764 kroner. For norske ansatte ved utenlandskontorene følges Utenriksdepartementets satser for bostedstillegg.

8. Kostnader i forvaltningen

Tabell 13 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i 2001. Kostnadene består dels av honorarer til eksterne forvaltere og depotinstitusjoner og dels av Norges Banks interne driftskostnader. Norges Bank Kapitalforvaltning forvalter foruten Petroleumsfondet også Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. De totale interne kostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av et sett internpriser. De interne kostnadene omfatter ikke bare Norges Bank Kapitalforvaltning, men også alle støttefunksjoner utført i andre deler av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de ret-

Kostnadssammenligninger med andre fond

Finansdepartementet har bedt Norges Bank levere kostnadstall til det canadiske konsulentfirma 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 2000. 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.

Tabell 13: Forvaltningskostnader i 2001 (i 1000 kroner og i basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)

	2001		2000	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Honorar til eksterne aksjeforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	78 421		64 956	
Kostnader til aksjedepot og oppgjør	45 346		26 798	
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	69 702		66 407	
Sum aksjeforvaltning	193 469	10,4	158 161	13,8
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere</i>	<i>37 342</i>		<i>80 884</i>	
Honorar til eksterne renteforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	20 237		14 493	
Depotkostnader renter	16 946		11 525	
Interne kostnader i renteforvaltningen	69 943		51 749	
Sum renteforvaltning	107 125	3,8	77 767	4,5
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne renteforvaltere</i>	<i>856</i>		<i>0</i>	
Honorar til eksterne forvaltere taktisk allokering	5 324			
Depotkostnader taktisk allokering	855			
Interne kostnader i taktisk allokering	9 793			
Sum taktisk allokering*	15 972			
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	316 566	6,7	235 928	8,2
Sum alle forvaltningskostnader	354 764	7,5	316 812	11,0

* Ved rapporteringen for 2000 ble kostnadene ved taktisk allokering slått sammen med renteforvaltningens kostnader.

ningslinjer som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Kostnadene i aksjeforvaltningen utgjør 0,104 prosent av gjennomsnittlig aksjeforfølje, mens kostnadene i renteforvaltningen utgjør 0,038 prosent av gjennomsnittlig renteportefølje. Disse tallene omfatter ikke avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. For taktisk allokering har en pris liten mening, fordi forvaltningen i hovedsak drives med utgangspunkt i aksje- og renteporteføljene, og slik at de egne porteføljene er små i forhold til risikotakingen. For totalporteføljen var kostnadene på 0,067 prosent eller 6,7 basispunkter.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere utgjør 37,3 millioner kroner (0,020 prosent av gjennomsnittlig aksjeforfølje), og avkastningsavhengige honorarer til eksterne rentefor-

valtere utgjør 0,9 millioner kroner. Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning de fire siste kvartalene. Medregnet disse avkastningsavhengige honorarene utgjør aksjekostnadene 0,124 prosent og rentekostnadene 0,039 prosent av gjennomsnittlige porteføljer.

For hele porteføljen inklusive taktisk allokering var forvaltningskostnadene i 2001 på 355 millioner kroner. Tabell 14 viser at om lag 60 prosent av kostnadene påløp i ekstern forvaltning, mens bare om lag 30 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i ekstern forvaltning var mer enn tre ganger så høye som i intern forvaltning. At indeksforvaltningen i hovedsak gjøres internt, er bare en del av forklaringen; ved sammenlignbar forvaltning er også intern forvaltning billigst.

Forvaltningsavtalen mellom Finans-

departementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. Utgangspunktet er at godtgjøringen skal dekke de kostnader banken har. For 2001 utgjør godtgjøringen 0,0722 prosent av Petroleumsfondets gjennomsnittlige markedsverdi gjennom året. Utenom denne godtgjøringen skal honorarer til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning dekkes. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere og er i hvert enkelt tilfelle godkjent av Finansdepartementet.

Fra 2002 vil godtgjøringen bli beregnet på en ny måte. Det blir satt en øvre grense på 10 basispunkter for de kostnader Finansdepartementet vil dekke. Grensen er satt på grunnlag av informasjon om hva den type forvaltning Petroleumsfondet har, koster i store pensjonsfond, se rammen om kostnadssammenligninger. Finansdepartementet vil etter den nye modellen bare dekke de faktiske kostnadene, gitt at disse er lavere enn den grensen som er satt.

Tabell 14: Kostnader i intern og ekstern forvaltning i 2001

	Gjennomsnittlig markedsverdi (millioner kroner)	Forvaltningskostnader (tusen kroner)	Gjennomsnittlige enhetskostnader (basispunkter)
Intern forvaltning	332 835	141 376	4,2
Ekstern forvaltning	137 281	213 388	15,5

9. Regnskapsrapportering

Innestående på Petroleumsfondets kronekonto ved utgangen av 2001 utgjør samlet 613 317 millioner kroner. Da er det tatt hensyn til regnskapsmessig avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjøring for året 2001. Petroleumsfondets internasjonale portefølje fordeler seg på instrumenter som vist i tabell 15. 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 31.12.2001. Regnskapsført verdi avviker noe fra markedsverdien som er oppgitt i tabell 1 foran. Det skyldes at forvaltningsgodtgjøringen ikke er trukket fra der, og at det brukes ulike vurderingsprinsipper på noen punkter, jf rammen om metodegrunnlaget for

avkastningsberegningene. Tilsvarende er det små avvik i avkastningstallene.

Pr 31.12.2001 var det kjøpt børsnoterte aksjeindeksfuturekontrakter med en samlet markedsverdi på 9 843 millioner kroner. Det var kjøpt børsnoterte rentefuturekontrakter med en markedsverdi på 46 549 millioner kroner, og solgt rentefuturekontrakter med en samlet markedsverdi på 35 939 millioner kroner. Det var kjøpt og solgt valuta på termin med en samlet verdi på 9 678 millioner kroner. I tillegg var det inngått rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 63 875 millioner kroner.

Etter forskriften om forvaltning av Petroleumsfondet skal Norges Banks netto bokførte avkastning på fondets internasjonale portefølje legges til fondets kro-

nekonto. Avkastningen i 2001 består av de komponenter som framgår av tabell 16. 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 2001 negativ med -24 327 millioner kroner. Tapene skyldes i hovedsak kurstap på verdipapirer og på valuta. Valutakurstapet er en følge av at den norske kronen i 2001 har styrket seg mot gjennomsnittet av plasse- ringsvalutaer.

Beregnet forvaltningsgodtgjøring i 2001 var på 372 millioner kroner.

Tabell 15: Petroleumsfondets portefølje pr 31.12.2001 (tusen kroner)

	31.12.00	31.03.01	30.06.01	30.09.01	31.12.01
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	34 358 399	44 121 194	34 887 205	42 406 244	20 002 123
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	79 461 351	111 282 119	106 908 470	105 857 427	121 848 011
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-123 522 619	-132 289 675	-103 543 138	-117 779 691	-119 092 695
Utenlandske rentebærende verdipapirer	245 789 902	260 290 423	297 907 551	322 464 755	350 008 902
Utenlandske aksjer	150 175 494	141 639 807	186 712 315	194 013 322	240 884 381
Reguleringer av terminkontrakter	193 609	-121 631	-37 496	14 053	39 018
Total portefølje før forvaltningsgodtgjøring	386 456 136	424 922 237	522 834 907	546 976 110	613 689 740
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-330 018	-80 338	-159 459	-253 831	-372 255
Total portefølje regnskapsført verdi	386 126 118	424 841 899	522 675 448	546 722 279	613 317 485

Tabell 16: Petroleumsfondets regnskapsmessige avkastning pr 31.12.2001 (tusen kroner)

Bokført avkastning	31.12.00	31.03.01	30.06.01	30.09.01	31.12.01
Rentelementer	9 719 526	3 118 589	6 754 056	10 732 345	14 911 191
Dividende	1 552 377	524 548	1 579 770	2 246 593	2 738 851
Valutakursregulering	7 907 405	-6 373 350	-2 554 261	-8 483 760	-16 242 683
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-6 318 289	-14 851 795	-13 870 491	-41 743 938	-19 308 721
Realisert verdipapirgevinst	1 661 195	1 054 981	-284 868	-2 757 605	-4 190 744
Kurtasje	-22 221	-11 947	-26 080	-40 087	-48 960
Resultat terminhandel valuta	-1 741	1 452	-6 077	-3 362	1 477
Gevinst/tap futures	-319 798	-185 668	-402 570	-2 619 463	-1 816 099
Total avkastning på plasseringer	14 178 454	-16 723 190	-8 810 521	-42 669 277	-23 955 688
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-330 018	-80 338	-159 459	-253 831	-372 255
Netto opptjent bokført avkastning	13 848 436	-16 803 528	-8 969 980	-42 923 108	-24 327 943

Beretning om forvaltning av Statens petroleumsfond er avgitt av Norges Banks hovedstyre 6. februar 2002.

Uttalelse til Finansdepartementet

STATENS PETROLEUMSFOND – ÅRSRAPPORT 2001


Vi har revidert årsrapporten for Statens petroleumsfond for 2001 som viser en markedsverdi på fondet ved utgangen av året på 613,3 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 og vurdere hvorvidt fondet forvaltes i henhold til lov av 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond og forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond av 3. oktober 1997. Vår revisjon omfatter regnskapsinformasjonen presentert i avsnitt 9 i beretningsdelen. Vi har også revidert tabellene i avsnitt 1-8 vedrørende avkastning, forvaltning og risikoeksponering og tallmessige opplysninger i beretningsdelen om disse forhold.

Vi har utført revisjonen i henhold til vår revisjonsinstruks 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 regnskapsprinsipper, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsrapporten. Vi har kontrollert at de regnskapsmessige opplysninger er konsistente med Norges Banks årsregnskap for 2001, som er revidert av oss. Vår revisjonsberetning er avgitt pr. 6. februar 2002. 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

- regnskapsinformasjonen i årsrapporten gir et uttrykk for Statens petroleumsfonds midler og avkastning pr. 31. desember 2001, i samsvar med Norges Banks årsregnskap og regnskapsprinsipper.
- tallmessig informasjon i årsrapporten om avkastning, forvaltning og risikoeksponering i fondet er i samsvar med underliggende dokumentasjon og registreringer i Norges Banks regnskaps- og oppfølgingssystemer.
- fondet i 2001 er forvaltet i henhold til de lover og forskrifter det er henvist til i første avsnitt.

Oslo, den 6. februar 2002
 NORGES BANKS REVISJON


 Svinn Erik Forsstrøm
 Statsautorisert revisor


 Mats Leonhard Pedersen
 Statsautorisert revisor



Ikke-statsgaranterte obligasjoner i Petroleumsfondet

Statens petroleumsfond plasserer fra og med 2002 en større andel av porteføljen i obligasjoner utstedt av andre enn stater. Fra kun å inneholde statsobligasjoner, vil referanseindeksen etter hvert bli utvidet med ikke-statsgaranterte obligasjoner. De nye obligasjonene som kommer inn i referanseindeksen, vil ha en viss kredittrisiko. Utstederne av disse obligasjonene har likevel høy kredittverdighet. Denne artikkelen tar opp bakgrunnen for omleggingen. Videre presenteres kjennetegn ved markedet for ikke-statsgaranterte obligasjoner, og hovedtrekk i Norges Banks planer for forvaltningen av obligasjoner med kredittrisiko.

Sammenhengen mellom referanseindeks og faktiske investeringer

Referanseindeksen fastsettes av eier (Finansdepartementet) og skal tjene to formål:

- Den gir uttrykk for den langsiktige avveining eieren (av Petroleumsfondet) gjør mellom hensynet til høy avkastning og hensynet til lav risiko i porteføljen.
- Den tjener som et sammenligningsgrunnlag for den faktiske porteføljen, slik at eieren og omverdenen kan bedømme kvaliteten på forvaltningen. Når forval-

teren velger å ha en annen sammensetning av porteføljen enn selve referanseindeksen, må en samtidig kreve at det over tid oppnås en høyere avkastning enn avkastningen på referanseindeksen. Dersom forvalteren ikke har noe aktivt syn på markedsutviklingen som søkes utnyttet, bør en forvente at den faktiske porteføljen er sammensatt slik at avkastningsforskjellene mot referanseindeksen blir minimal.

Norges Bank har siden 1998 hatt anledning til å investere i ikke-statsgaranterte obligasjoner med en kredittrating på BBB eller bedre (høy kredittrating eller "investment grade") fra de store kredittvurderingsbyråene. Så lenge ikke-statsgaranterte obligasjoner ikke inngikk i referanseindeksen, ville imidlertid investeringer i slike papirer innebære at banken tok aktiv risiko i forhold til referanseindeksen. Fra og med mars 2002

forandres dette. Banken vil da tvert om ta aktiv risiko dersom den unnlater å investere i ikke-statsgaranterte obligasjoner. Omleggingen av referanseindeksen vil derfor gi et kraftig insitamant til Norges Bank om å gjennomføre en tilsvarende omlegging av de faktiske obligasjonsinvesteringene, med større investeringer i obligasjoner uten statlig garanti.

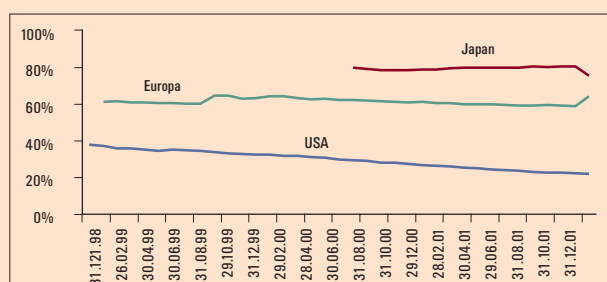
Bakgrunn for omleggingen

I brev til Finansdepartementet 15. mars 2001 viste Norges Bank til tre forhold som tilsa at referanseindeksen for obligasjonene i Petroleumsfondet også burde inneholde ikke-statsgaranterte obligasjoner:

- Referanseindeksen blir mer representativ for de investeringsmuligheter fondet har.
- Referanseindeksens forventede langsiktige avkastning vil bli noe høyere hvis den utvides.
- Utviklingen i det offentlige utestående gjeld (utenfor Japan) tydet på at statsobligasjoner vil utgjøre en stadig mindre andel av obligasjonsmarkedene i årene fremover.

Figur 1 viser andelen som innenlandske statsobligasjoner har utgjort av det samlede markedet for obligasjoner med høy kreditttrating¹ i henholdsvis USA, Europa og Japan i perioden 1999-2001^{2,3,4}.

Figuren viser at statsobligasjoner utstedt i egen valuta relativt sett utgjør en mindre andel av markedet i USA enn hva som er tilfellet i Europa og spesielt i Japan. USA har i lang tid hatt et stort og veldiversifisert



Figur 1: Statsobligasjoner utstedt i egen valuta som andel av alle obligasjoner med høy kreditttrating

¹ Klassen med høy kreditttrating er definert som obligasjoner med såkalt "investment grade" kreditttrating fra kredittvurderingsbyråene Moody's eller Standard & Poor's.

² Kilder: Lehman US Aggregate Index, Lehman Pan European Index, Lehman Japan Aggregate Index.

³ Japan fra og med juli 2000.

⁴ Endringene i relative markedsvekter som fremkommer i figuren for Europa og Japans del, skyldes tekniske justeringer i underliggende indekser, ikke endringer i markedsverdier eller nye utstedelser av obligasjoner.

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

obligasjonsmarked, hvor både føderale myndigheter, utenlandske stater, internasjonale organisasjoner, finansielle foretak og industriforetak har vært aktive låntakere. Utenfor USA har obligasjonsmarkedet tradisjonelt ikke vært en så viktig finansieringskilde for andre enn nasjonalstatene.

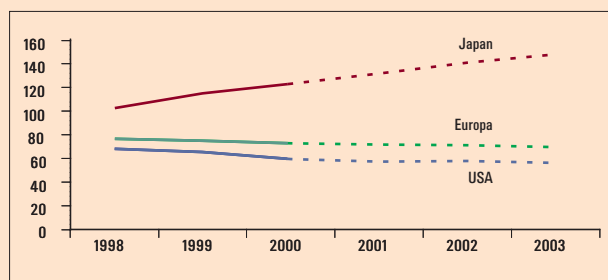
Figuren viser også at andelen har vært fallende i hele perioden i USA. Ved utgangen av 2001 er andelen statsobligasjoner utstedt i egen valuta nesten halvert sammenlignet med utgangen av 1998. I denne perioden har en sterk amerikansk økonomi ført til at føderale amerikanske myndigheter har kjøpt tilbake deler av sin obligasjonsgjeld.

For ett år siden var det ventet at amerikansk føderal obligasjonsgjeld ville reduseres kraftig de kommende årene. Tilbakeslaget i amerikansk økonomi og terrorangrepet mot USA 11. september har endret forutsettningene noe. I figur 2 vises utviklingen i offentlige myndigheters brutto finansielle forpliktelser i USA, EU og Japan i perioden 1998-2000 (som andel av nominell BNP), samt sist offentliggjorte anslag fra OECD for den videre utvikling i årene 2001 til 2003⁵. Figuren viser at offentlig gjeld som andel av BNP ventes å synke svakt i USA og EU, mens den fortsatt ventes å stige sterkt i Japan.

Obligasjoner utstedt av andre enn stater vil normalt ha en høyere effektiv rente til forfall enn hva statsobligasjoner har. Deler av renteforskjellen kan forklares ved at slike obligasjoner har en viss kredittrisiko. Det er større sannsynlighet for at private utstedere får betalingsproblemer enn at stater får det. En investor vil derfor ha kompensert for denne høyere sannsynligheten gjennom noe høyere rente. Innenfor universet av obligasjoner med høy kredittrating ("investment grade") vil imidlertid denne sannsynligheten for tap være svært begrenset. Kun en liten del av de faktiske renteforskjeller kan derfor forklares ved at investorene kompenseres for en objektivt vurdert konkurssannsynlighet. Det årlige gjennomsnittlige tapet som følge av betalingsproblemer på obligasjoner med laveste rating innenfor klassen av obligasjoner med høy kredittrating (rating BBB) i USA har i perioden 1970-99 vært 0,06 prosent⁶.

De fleste investorer har en kortere investeringshorisont enn obligasjonenes gjennomsnittlige løpetid. Avkastningsforskjellen i forhold til statsobligasjoner er derfor ikke bare avhengig av renteforskjellen i dag, men også av renteforskjellen ved utløpet av investorenes vurderingshorisont. Innenfor klassen av obligasjoner med høy kredittrating, er det større sannsynlighet for at obligasjonenes kredittrating i gjennomsnitt synker over tid, enn det motsatte. Man kan ikke oppnå en bedre rating enn AAA (beste rating) uansett, mens det er mange mulige lavere ratingnivåer. Når kredittkvaliteten (ratingen) relativt til staten synker, utvides renteforskjellen. En investor med kortere vurderingshorisont enn obligasjonenes gjennomsnittlige løpetid vil derfor også ønske å bli kompensert for forventet svekkelse av kredittratingen i obligasjonsporteføljen.

Renteforskjeller ut over det som skyldes sannsynligheten for nedgradering gir opphav til en forventet meravkastning på ikke-statsgaranterte obligasjoner sammenlignet med statsobligasjoner. Denne forventede meravkastningen kan delvis ses på som en likviditetspremie, og delvis som en premie for den nedgraderingsrisikoen som er omtalt ovenfor. Ikke-statsgaranterte obligasjoner er mindre likvide enn statsobligasjoner, og investorer vil gjerne kreve en høyere forventet avkastning for å eie mindre likvide investeringer. Petroleumsfondet er en langsiktig investor, som har begrenset behov for høy likviditet. Det vil det være

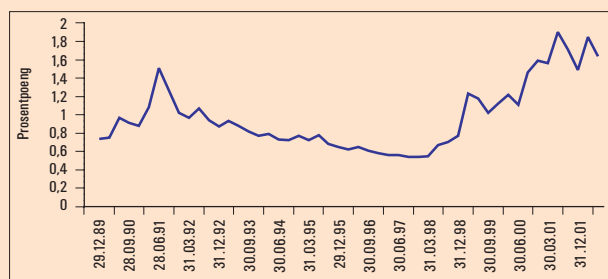


Figur 2:

Brutto offentlige forpliktelser som andel av nominell BNP i USA, EU og Japan 1998-2000, anslag 2001-2003

interessant å investere i mindre likvide investeringer, dersom likviditetspremien er høy.

Det må understrekes at dette er en forventet, ikke en garantert, meravkastning på lang sikt. Over lengre perioder kan ikke-statsgaranterte obligasjoner ha en lavere avkastning enn statsobligasjoner. Dette har for eksempel vært tilfellet i USA for perioden juni 1998 – desember 2001 som helhet. Mens gjennomsnittlig årlig meravkastning på ikke-statsgaranterte obligasjoner med høy kredittrating i forhold til statsobligasjoner har vært 1,4 prosentpoeng i siste 20-årsperiode, har statsobligasjoner gitt en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,28 prosentpoeng siden januar 1998.



Figur 3:

Renteforskjell mellom obligasjoner med kredittrisiko og statsobligasjoner, USA 1990 - 2001

Figur 3 viser utviklingen i den såkalte opsjonsjusterte renteforskjellen mellom selskapsobligasjoner og statsobligasjoner i USA i perioden 1990 – 2001⁷. Mindreavkastningen på obligasjoner med kredittrisiko sammenlignet med statsobligasjoner i perioden 1998-2001 er en konsekvens av den utvidede renteforskjellen i denne perioden⁸.

⁵ Kilde: OECD Economic Outlook, desember 2001.

⁶ Kilde: Moody's Investor Service: "Historical default rates of Corporate Bond Issuers, 1920 – 1999".

⁷ Enkelte av selskapsobligasjonene har en såkalt "call"-opsjon. Dette er en rett (men ikke plikt) for låntaker til å innløse hele eller deler av lånet på bestemte tidspunkter i tiden før forfall. Låntakers mulighet til å velge en tidligere tilbakebetaling har en verdi i seg selv for låntaker. Prisen kan beregnes ved hjelp av finansielle modeller. Hvis denne prisen trekkes fra markedsprisen på obligasjonen, får man en opsjonsjustert pris. Ut fra denne prisen kan man enkelt finne den opsjonsjusterte renten. Korrigeringen gjøres for å kunne fremstille renteforskjeller som utelukkende skyldes kredittrisiko.

⁸ Prisen på en obligasjon bevegges pr. definisjon i motsatt retning av renten. Hvis renten på en obligasjon med kredittrisiko stiger mer enn renten på en statsobligasjon med lignende endelig forfallstidspunkt, vil prisen falle mer. Dersom renten på begge obligasjonene faller, men mest på statsobligasjonen, vil prisøkningen være minst på obligasjonen med kredittrisiko. I begge tilfeller utvides renteforskjellen, og avkastningen er over en kortere periode høyest på statsobligasjonen, selv om den absolutte renten som er notert i markedet, er lavest på denne.

Markedet for ikke-statsgaranterte obligasjoner



Obligasjonene som inngår i Petroleumsfondets referanseindeks fra 2002, kan grupperes i følgende kategorier:

- statsobligasjoner utstedt i egen valuta (som inntil 2002 har utgjort hele referanseindeksen)
- obligasjoner utstedt av selskaper med eksplisitt eller implisitt statsgaranti, eller obligasjoner utstedt av lokale myndigheter, i hjemlandets valuta ("øvrige innenlandske obligasjoner i offentlig sektor"). Ordinære obligasjoner utstedt av de store føderale kredittinstitusjonene⁹ i USA for å finansiere egen virksomhet, er et eksempel på dette.
- private selskapsobligasjoner, som for eksempel obligasjoner utstedt av banker, teleoperatører eller industriforetak.
- andre obligasjoner med kredittrisiko, som ikke er utstedt av selskaper. Eksempler på slike utstedere er internasjonale organisasjoner, eller nasjonalstater som utsteder obligasjoner i fremmed valuta.
- pantsikrede obligasjoner, primært med pant i fast eiendom.

Obligasjoner utstedt av føderale kredittinstitusjoner i USA er en viktig del av kategorien "pantesikrede obligasjoner". De store kredittinstitusjonene kjøper opp individuelle boliglån og pakker disse sammen i enkeltobligasjoner som tilbys institusjonelle investorer. Den enkelte låntaker har rett til å betale tilbake boliglånet raskere enn hva fastsatt tilbakebetalingsplan medfører. Kredittinstitusjonene garanterer for låntakerne overfor obligasjonskjøperne. Disse institusjonene har meget høy kredittverdighet. Renteforskjellen mellom disse obligasjonene og statsobligasjoner skyldes derfor ikke primært kredittrisiko, men må i stor grad ses som en kompensasjon for at investorene har gitt låntakerne en rett til å velge betalingstidspunkt. En må forvente at låntakerne utnytter denne rettigheten til egen fordel, noe som investorene må ha kompensasjon for gjennom renteforskjellen.

Tabell 1-3 viser antall obligasjoner og ande-

len de enkelte kategorier utgjorde i hver enkelt region pr. 31.12.2001, når Lehman's brede obligasjonsindeks legges til grunn^{10, 11}.

Tabellene illustrerer følgende sentrale forhold ved den nye referanseindeksen:

- Antallet obligasjoner i referanseindeksen utvides kraftig. Gjennomsnittlig utestående beløp for den enkelte obligasjon er langt lavere enn hva som er tilfellet for statsobligasjoner utstedt i egen valuta. Likviditeten vil derfor være svakere. Særlig

markant er likviditetsforskjellen mellom statsobligasjoner og private selskapsobligasjoner.

- Utvidelsen av referanseindeksen får størst konsekvenser i USA, hvor statsobligasjoner utstedt i egen valuta bare utgjør en mindre del av totalmarkedet. I Europa og Asia/Oceania er fortsatt innenlandske statsobligasjoner den viktigste kategorien i markedet.

Tabell 1:
Antall obligasjoner og andelen de enkelte kategorier utgjorde pr. 31.12.2001. Nord-Amerika

Kategori	Antall obligasjoner	Andel av markedsverdi i region (prosent)
Innenlandske statsobligasjoner	164	23,9
Øvrige innenlandske obligasjoner i offentlig sektor	777	11,7
Private selskapsobligasjoner	3651	22,6
Øvrige obligasjoner med kredittrisiko	296	3,6
Pantesikrede obligasjoner	1900	38,3
Sum	6788	100
Memo: Markedsverdi (mrd USD)	7046	

Tabell 2:
Antall obligasjoner og andelen de enkelte kategorier utgjorde pr. 31.12.2001. Europa

Kategori	Antall obligasjoner	Andel av markedsverdi i region (prosent)
Innenlandske statsobligasjoner	386	64,2
Øvrige innenlandske obligasjoner i offentlig sektor	323	6,2
Private selskapsobligasjoner	1028	14,1
Øvrige obligasjoner med kredittrisiko	219	4,8
Pantesikrede obligasjoner	430	10,7
Sum	2386	100
Memo: Markedsverdi (mrd EUR)	4859	

Tabell 3:
Antall obligasjoner og andelen de enkelte kategorier utgjorde pr. 31.12.2001. Asia/Oceania

Kategori	Antall obligasjoner	Andel av markedsverdi i region (prosent)
Innenlandske statsobligasjoner	287	75,1
Øvrige innenlandske obligasjoner i offentlig sektor	441	11,0
Private selskapsobligasjoner	565	13,2
Øvrige obligasjoner med kredittrisiko	33	0,6
Pantesikrede obligasjoner	1	0,0
Sum	1327	100
Memo: Markedsverdi (mrd JPY)	339050	

⁹ De tre store institusjonene er kjent som Fannie Mae, Freddie Mac og Ginnie Mae, hvorav kun den siste institusjonen har eksplisitt statsgaranti.

¹⁰ Lehman US Aggregate + Canada Government Index, Lehman Pan-European Aggregate Index, Lehman Asia/Pacific Aggregate Index.

¹¹ Det er ikke fullt samsvar mellom disse indeksene og den nye referanseindeksen som Finansdepartementet har fastsatt.

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

Endringer i rammene for forvaltningen av Petroleumsfondets obligasjonsportefølje

Etter råd fra Norges Bank har Finansdepartementet endret forskriften for Petroleumsfondet og de tilhørende retningslinjene. Endringene er gjort for å tilpasse forvaltningen av fondet til den utvidede referanseindeksen:

- Det var tidligere en absolutt begrensning at maksimalt 10 prosent av porteføljens markedsverdi og durasjon¹² kunne plasseres i ikke-statsgaranterte obligasjoner. Denne begrensningen er tatt bort. Det følger av at andelen disse obligasjonene utgjør i en markedsvektet portefølje, er over 10 prosent. Den tidligere begrensning på maksimalt 5 prosent plassert i obligasjoner med laveste rating (BBB) innenfor klassen med høy kredittrating er også tatt bort.
- Det var tidligere en begrensning at utstedere av obligasjoner måtte være hjemmehørende i et av landene som var godkjent for obligasjonsinvesteringer, eller være en internasjonal organisasjon. Dette medførte at det ikke var tillatt å investere i for eksempel en obligasjon utstedt av Koreas utviklingsbank i japanske yen, fordi Korea ikke var et godkjent marked på obligasjonssiden. Dette kravet er nå



tatt bort. Noe slikt krav stilles heller ikke til obligasjoner som tas med i vanlig brukte obligasjonsindekser, og det er derfor nå blitt lettere å benytte eksisterende obligasjonsindekser i markedet som referanseindeks uten å måtte ta bort individuelle obligasjoner. Krav til minimum rating er opprettholdt (med det unntak som fremkommer av neste punkt), og listen over godkjente markeder er opprettholdt. Det er for eksempel ikke adgang til å investere i koreanske statsobligasjoner, selv om det er adgang til å kjøpe obligasjoner utstedt av koreanske selskaper i dollar, yen eller andre godkjente valutaer, dersom disse har en godkjent kredittrating.

- Kravet om at begge de to store ratingbyråene Moody's og Standard & Poor's måtte ha gitt en kredittrating på minimum Baa (Moody's)/BBB(S&P), er endret til at minst en av disse må ha vurdert den aktuelle utsteder til høy kredittverdighet. Det tidligere kravet var strengere enn hva leverandører av brede obligasjonsindekser benyttet. Med den endringen som nå er gjort, er behovet for å skreddersy referanseindeksen blitt redusert.
- Av hensyn til fleksibilitet i forvaltningen har Norges Bank lov til å holde inntil 0,5 prosent av obligasjonsporteføljen i obligasjoner med BB-rating (høyeste rating utenfor klassen med høy kredittrating). Dette sikrer at Norges Bank ikke tvinges til å selge en obligasjon hvis den skulle bli nedgradert. Erfaringsmessig er markedsutslagene store i tiden før og like etter en slik nedgradering.

Finansdepartementet har spesielt vurdert andelen for pantsikrede obligasjoner i USA. Den største delen av disse obligasjonene er utstedt av to føderale kredittinstitusjoner uten eksplisitt statsgaranti. For å unngå en for sterk konsentrasjon i porteføljen av papirer fra enkeltutstedere som antas å ha en viss kredittrisiko, har Finansdepartementet valgt å redusere andelen for pantsikrede obligasjoner i USA til 25 prosent av det en ren markedsvektet andel ville vært.

Etter råd fra Norges Bank har Finansdepartementet fastsatt at den nye referanseindeksen, etter at innfasingperioden er over, skal være slik det fremgår av tabell 4.

Tabell 4: Ny referanseindeks for obligasjonsdelen av Statens petroleumsfond

Region	Amerika	Europa	Asia
Referanseindeks	Lehman Global Aggregate USA + Canada	Lehman Global Aggregate Europa + Lehman Swiss Aggregate statsobligasjoner*	Lehman Global Asia/Pacific
Andel	30 %	50 %	20 %
Tilpasninger	Kategorien "pantesikrede lån" er vektet ned til 25 % av sin markedsvektede andel mot en forholdsmessig oppvekting av innenlandske statsobligasjoner og obligasjoner med kredittrisiko	Obligasjoner denominert i norske kroner inngår ikke i fondets referanseindeks	De markeder som er utenfor fondets investeringsunivers (Korea, Thailand, Taiwan, Malaysia) inngår ikke i referanseindeksen

* Lehman Swiss Aggregate inngår foreløpig ikke i den europeiske eller globale indeksen som Lehman publiserer. For å unngå at valg av indeksevenandør i seg selv skulle påvirke markedet, er den enkeltstående indeksen for sveitsiske statsobligasjoner lagt til. Slike obligasjoner inngår i Salomon World Government Bond Index, som har vært grunnlag for referanseindeksen fram til 2002.

¹² Prisen på en obligasjon er egentlig nåverdien av alle framtidige lovede kontantstrømmer (kuponginnbetalinger og forfallsbeløp). Hver av kontantstrømmene er diskontert til en verdi i dag. Diskonteringssatsen er det samme som obligasjonens rente. Hvis tiden fra nå og fram til den enkelte kontantstrøm vektet sammen med den enkelte kontantstrøms andel av obligasjonens nåverdi (pris) som vekt, får man obligasjonens durasjon. Jo høyere durasjon en obligasjon har, jo større utslag vil en gitt renteendring få for markedsprisen på obligasjonen.



Planer for Norges Banks forvaltning

Retningslinjene fastsatt av Finansdepartementet legger vekt på kostnadseffektivitet i innfasingen av den nye referanseporteføljen. I de markedene hvor liten likviditet er et reelt problem (dette gjelder særlig markedet for selskapsobligasjoner) må tempoet i innfasingen veies opp mot transaksjonskostnadene. Dersom fondet ønsker å kjøpe selskapsobligasjoner raskt, kan den gjennomsnittlige kjøpsprisen for de nye produktene bli høyere enn om kjøpene strekkes ut over tid.

Norges Bank og Finansdepartementet legger opp til et forvaltningsregime der tempoet i innfasingen løpende blir vurdert i forhold til kostnadene. Bakgrunnen for dette er også at likviditeten i markedet for mange av de nye produktene til dels er sterkt varierende gjennom året, og varierende fra ett år til et annet. Dette betyr i praksis at man forut for innfasin-

gen ikke uten videre kan eller bør operere med ufravikelige planer om hvilke beløp som skal fases inn i løpet av en måned, et kvartal, eller et år, men heller bør legge opp til et mer fleksibelt system eller program. I denne sammenhengen bidrar forvalterne i Norges Bank med vurderinger av markedsforholdene, deriblant en vurdering av innfasingstempoet og kostnadene forbundet med innfasingen.

Målsettingen for forvaltningen er i første omgang å kjøpe en portefølje som best mulig gjenspeiler den nye referanseindeksen. Denne indeksen er på mange måter vesentlig forskjellig fra den statspapirindeksen som Petroleumsfondet har benyttet så langt. Spesielt er det slik at bare et begrenset utvalg av papirene i referanseindeksen faktisk er tilgjengelige for kjøp i markedet. Dessuten er risikoen forbundet med selskaps-

obligasjoner annerledes enn for statsobligasjoner.

Manglende anledning til kjøp av en del obligasjoner som inngår i referanseindeksen betyr at Petroleumsfondet vil kunne ha en tilsvarende større eksponering og risiko mot de selskapene hvis gjeldspapirer blir kjøpt. For å begrense risikoen mot enkeltselskaper, vil det bli lagt vekt på utstrakt bruk av diversifisering mellom låntakere.

Det legges opp til at Norges Bank selv forvalter en stor del av de ikke-statsgaranterte obligasjonene. Men en ikke ubetydelig del av porteføljene vil også bli håndtert av eksterne forvaltere. Disse vil kunne komme til å håndtere enkelte deler av innfasingen av ny indeks for Petroleumsfondet, for eksempel innfasingen av selskapsobligasjoner og pantesikrede papirer. Dette gir muligheter til å ta i bruk spesialkompetanse hos ek-

sterne forvaltere. Det gir også et grunnlag for å kunne sammenligne resultatene for den interne forvaltningen mot hva andre kan oppnå.

Et siste viktig poeng ved den nye indeksen gjelder forholdet til våre motparter. Fordi den nye indeksen inneholder mindre likvide og mindre standardiserte papirer, og fordi transaksjonskostnader ved kjøp og salg av disse papirene jevnt over er høyere enn for statspapirer, blir forholdet vårt til de enkelte motpartene viktigere enn før. Det er blant annet viktig for oss å kunne dirigere handler til de motparter som kan bidra til å minimere handlekostnadene våre. For å kunne gjøre dette, vil alle handler i nye papirer bli nøye overvåket. Et kostnadsregnskap er samtidig et utgangspunkt for å tallfeste kostnader forbundet med forvaltningen av den nye referanseindeksen.

Fra passiv til aktiv indeksforvaltning

I 2001 flyttet Norges Bank store aksjeporteføljer fra ekstern til intern forvaltning. Dette gjaldt indeksforvaltning, det vil si forvaltning der siktemålet er å oppnå den samme avkastningen som på veldefinerte indekser. Formålet med å flytte porteføljene var i hovedsak å bruke ulike teknikker for å oppnå noe høyere avkastning enn indeksavkastning. Også den gjenværende eksterne indeksforvaltningen ble lagt om til "aktiv indeksering". Denne artikkelen beskriver hvorfor og hvordan Norges Bank har lagt om indeksforvaltningen av aksjer.

Innledning



Petroleumsfondet investerte i 1998 for første gang i aksjer. For Norges Bank var det naturlig å starte opp med å sette all aksjeforvaltning ut til eksterne forvaltere. Fram til slutten av 1998 ble hele porteføljen forvaltet av indeksforvaltere. Internasjonalt har det i flere år vært en trend mot økt omfang av indeksforvaltning, ikke minst fordi dette har vist seg å gi gode resultater sammenlignet med aktiv forvaltning. Indeksforvaltning er en billig form for forvaltning, og den sikrer stor spredning av risikoen i porteføljene.

Siden indeksforvaltning har blitt stadig mer utbredt, er det en risiko for at aksjekursene blir påvirket i ugunstig retning for dem som følger en indeksstrategi. Det kan særlig skje i form av prisbevegelser når selskaper tas inn i eller ut av indekser, eller når utestående aksjekapital endres. I FTSE-indeksen, som er den aksjeindeksen Finansdepartementet har lagt til grunn som referanseportefølje for Petroleumsfondet, kan det i et normalår skje så mye som 500 slike endringer. En viktig bakgrunn for at Norges Bank ønsker en annen strategi for indeksforvaltningen, er nettopp å unngå tap i avkastningen i forbindelse med indeksendringene.

Norges Bank startet sin interne indeksforvaltning i januar 2000. Ved utgangen av 2001 var den interne indeksporteføljen på vel 50

milliarder kroner i Petroleumsfondet og 23 milliarder i den langsiktige delen av valutareservene.

Med en så stor aksjeindeksportefølje er det kostnadmessig lønnsomt å ta forvaltningen selv. Innen forvaltning generelt og indeksering spesielt er det klare stordriftsfordeler, fordi det administrative arbeidet knyttet til porteføljedriften må utføres uavhengig av porteføljens størrelse. Det koster relativt lite å forvalte en ekstra kapitalenhet, og gjennomsnittskostnadene går dermed ned. En annen fordel ved intern indeksering er at dette letter aktiv forvaltning ved at oppfølging av selskaphendelser, indeksendringer og fokus på datakvalitet kan overlates til indeksmandatet. For det tredje gir intern indeksering mulighet for fleksibel styring av de aktive forvaltningsressursene til utvalgte regioner eller sektorer. Men den viktigste grunnen til at indekseringen i stor grad gjøres internt, er likevel mulighetene dette gir for å skape meravkastning ved bruk av forholdsvis enkle strategier. Denne forvaltningstypen kalles for aktiv eller utvidet indeksering ("enhanced indexing"). De strategier som brukes, vil bli beskrevet nedenfor.

Målsetting med indeksforvaltning

Aktiv indeksering skal gi meravkastning i forhold til referanseindeksen. Dette skiller seg fra en tradisjonell, passiv indeksering, der målet er å følge referanseindeksen så tett som overhodet mulig.

Mulighetene for aktiv indeksforvaltning skapes av tekniske og strukturelle forhold ved aksjene og aksjemarkedene, og de er til stede i korte perioder av gangen. Strategiene som brukes er relativt presist definert, og gjennomføres når betingelsene ligger til rette for det. Markedsrisikoen er begrenset og ligger mye lavere for indeksforvaltning enn for ak-

tiv forvaltning. Den forventede meravkastningen er også lavere. Men det kan forventes at indeksstrategiene vil bidra med jevnere positiv meravkastning enn aktiv forvaltning. Dersom en tar hensyn til den lavere risikoen, vil det dessuten være grunnlag for å hevde at mange av indeksstrategiene har en høyere forventet informasjonsrate enn aktiv forvaltning, det vil si at de har høyere forventet avkastning i forhold til risikoen som tas.

Oppbygging og organisering av indeksforvaltningen i Norges Bank

Oppbygging av indeksforvaltningen

Indeksforvaltning består grovt sett av tre deler: For det første er det et betydelig element av administrasjon og porteføljedrift. Blant annet er det viktig å følge opp ulike selskaps-hendelser, som for eksempel emisjoner av aksjekapital og oppkjøp av og fusjoner mellom selskaper. Oppfølging av slike selskaps-hendelser er ikke bare en administrativ oppgave, men i stor grad også en kilde til informasjon som kan gi investeringsmuligheter. Derfor inngår hendelsene som en del av investerings-analysene. I tillegg får mange av selskaps-hendelsene konsekvenser for sammensetningen av referanseindeksen. Denne informasjonen kan også ofte utnyttes i den aktive indekseringen.

Blant rene driftsoppgaver inngår styring av kontantbeholdningen i porteføljene. Det må blant annet passes på at mottatt utbytte blir reinvestert i aksjemarkedet. Det er videre en arbeidskrevende oppgave å holde daglig oversikt over alle beholdninger, priser og utestående antall aksjer i hvert selskap. Kravene til datakvaliteten er høyere i et forvaltningsmiljø med indeksforvaltning enn uten slik forvaltning.

En annen viktig funksjon er gjennomføring av kjøp- og salgsordrer i aksjemarkedene. Ved større transaksjonsmengder er en kostnadseffektiv gjennomføring av handler viktig. Store transaksjonsmengder forekommer særlig når Petroleumsfondet tilføres nye midler, og når porteføljensammensetningen må justeres i samsvar med endringer i referanseindeksen. Men også ved handler der det tas posisjoner med avvik fra referanseindeksen, er fleksibel og kostnadseffektiv gjennomføring av handler viktig. Mange av investeringsmulighetene har ganske små fortjenestemarginer, og det må ofte transaksjoner av ganske stort volum til for at man skal kunne få en merkbar gevinst. Da er det viktig at handlene gjennomføres kostnadseffektivt, og med god kontroll i henhold til presist definerte handleprosedyrer.

Den tredje typen arbeidsoppgaver innebærer gjennomgang av investeringsuniverset for å lete etter investeringsmuligheter, og vurdering av de mest interessante mulighetene. Videre innebærer dette nøye gjennomtenkt oppbygging av de posisjoner som skal tas, med vekt på å ta bare ønsket risiko, og utforming av de handleordrer som skal utføres.

Organisering av indeksforvaltningen

Indeksforvaltningen er organisert som en egen gruppe innen aksjeforvaltningen. Gruppen samarbeider nært med de andre gruppene, både for å motta bidrag til indeksforvaltningen og ved å tilby egne tjenester til den aktive forvaltningen. Som eksempel på det siste kan det nevnes at indeksgruppen har ansvar for å følge opp selskaps-hendelser i alle interne porteføljer, også de som forvaltes av andre grupper.

Handelsfunksjonen dekkes utenfor indeksgruppen av en egen tradinggruppe med ansvar for all handel i interne porteføljer - ikke bare i indeksporteføljene. Denne tradinggruppen har også ansvar for å investere tilflyten av nye midler til Petroleumsfondet, og å håndtere den overordnede risikostyringen av totalporteføljen. Slik sett gjør indekseringsgruppen bruk av en enhet som er etablert for å dekke også andre behov.

Som nevnt i innledningen er indeksforvaltning en forvaltningsform med åpenbare stor-driftsfordeler. Ekstern forvaltning kan fås til en pris på bare noen få tidels promille av porteføljestørrelsen. Men med så store midler som Norges Bank har under forvaltning, er det likevel kostnadsmessig regningsvarende å ta forvaltningen av indeksporteføljer selv. I dag bruker indekseringsgruppen bare 3 årsverk til å forvalte 74 milliarder kroner. Kostnadsbesparelsen vil i 2002 være i størrelsesorden 50

millioner kroner sammenlignet med tilsvarende ekstern forvaltning.

Datasystemer i indeksforvaltningen

Indeksforvaltning er kritisk avhengig av gode informasjonssystemer, og med strenge krav til kvaliteten i dataene som brukes. Aksjeforvaltningen har i 2001 tatt i bruk et nytt system for ordrebehandling og posisjonsoppfølging. Dette systemet gir oppdatert oversikt over beholdninger av kontanter og aksjer i alle interne porteføljer. Oversikter over alle transaksjoner og beholdninger overføres daglig fra den eksterne leverandøren av oppgjørstjenester. Vi får også daglige verddivurderinger fra depotinstitusjonen som har forvaringsansvaret for aksjene. For referanseindeksen får vi daglig tilsendt data. På sin internettside gir FTSE informasjon om løpende endringer i referanseindeksen, både endringer i hvilke selskaper som inngår, og endringer i totalt antall utestående aksjer i hvert selskap. Samlet gjør dette oss i stand til å holde oversikt over alle avvik fra referanseindeksen, som jo er en sentral oppgave i indeksforvaltning.

Den eksterne oppgjørslleverandøren er til hjelp ved administrasjon og oppfølging av selskaps-hendelser. Oppgjørslleverandøren brukes imidlertid først og fremst i forbindelse med iverksetting av beslutninger i tilknytning til hendelsene, for eksempel om deltakelse i rettede emisjoner av aksjer. For å få kjennskap til hendelsene på et tidlig tidspunkt abonneres det på markedsinformasjonssystemer. Slike markedsinformasjonssystemer gir løpende prisinformasjon og andre nyheter i tillegg til at de inneholder historisk datamateriale. For kontroll av risiko i porteføljene brukes det et standardssystem fra modellproduzenten BARRA. I tillegg til de ulike standardsystemene bruker vi også egenutviklede datasystemer til hjelp ved porteføljekonstruksjon og til ulike analyse- og rapporteringsbehov.

Aksjeutlån og beregning av finansieringskostnad for posisjoner

Indekseringsgruppen har også ansvar for å følge opp utlån av aksjer fra de porteføljer Norges Bank har til forvaltning. Utlånene skjer gjennom den eksterne depotinstitusjonen, og det sikrer oss tilgang til et av verdens største lånemarkeder. Det kan være mange grunner til at markedsaktører ønsker å låne aksjer. I noen grad ser det ut til at høy låneaktivitet er knyttet til selskaps-hendelser. Dette betyr at vi kan prøve å tolke etterspørselen fra lånemarkedene som signaler om at andre markedsaktører ser interessante muligheter. Det betyr i så tilfelle at dersom vi selv ønsker å ta posisjon, vil det skje i konkurranse med utlån av aksjene. Utlånsinntekten er dermed en alternativkostnad for posisjonen, og trekkes fra ved beregning av nettogevinsten ved strategien.



Utvikling i Norges Banks indeksforvaltning gjennom 2001



Ved inngangen til 2001 ble det forvaltet en mindre portefølje av Petroleumsfondets midler i indeksgruppen. I løpet av 2001 ble tilsammen 49 milliarder av regionale indeksporteføljer i Storbritannia, Europa og Stillehavsområdet (Asia og Oceania) overført fra eksternt til intern indeksforvaltning. Dette skjedde formelt ved

utgangen av februar for den britiske porteføljen, og ved utgangen av april for den pan-europeiske porteføljen og "Stillehavsporteføljen".

2001 var et år med store endringer i de indekser som leveres fra de to store indeks-leverandørene FTSE og MSCI. FTSE-indeksen er den som brukes av Fi-

nansdepartementet og ligger til grunn for forvaltningen av Petroleumsfondet. Et felles formål for endringene hos de to indeksleverandørene var at det skulle bli større samsvar mellom det som er tilgjengelig av aksjer for omsetning i markedene, såkalt fri flyt, og den vekten disse aksjene inngår med i indeksene.

Ved at vi tok over den direkte kontrollen med disse store porteføljene, ble det lettere å gjennomføre de nødvendige endringene i porteføljene - godt fordelt over tid og i god tid før selve indeksene ble endret. En del av porteføljendringene ble foretatt ved at tilførsel av nye midler til Petroleumsfondet ble kanalisert til de store indeksporteføljene. Det bør understrekes at tidlig tilpasning til indeksendringene som vi visste ville komme, innebar avvik fra

den gjeldende referanseindeksen inntil 15. juni. Disse avvikene ble tatt fordi vi mente at vi kunne oppnå meravkastning i forhold til å avvente selve indeksendringen. Hensikten var å komme andre som skulle foreta den samme endringen, i forkjøpet. Denne strategien innebar reell risiko, og for å redusere risikoen ble det gjennomført sikringsstrategier både i aksjemarkedet, der vi benyttet samvarierende aksjer innen samme bransje, og i markedet for aksjefutures på landnivå.

En stor del av resultatbidraget fra indeksgruppen for 2001 stammer nettopp fra det at vi foretok denne tilpasningen til de store endringene i indeksen tidlig, og ved det klarte å skape meravkastning.

Ved årsskiftet 2001/2002 hadde indeksgruppen følgende porteføljer til forvaltning:

Portefølje	Type	Størrelse, NOK	Fond
Europa	Regional sektor	28,2 mrd	Petroleumsfondet
Storbritannia	Regional	5,8 mrd	Petroleumsfondet
Stillehavsområdet	Regional sektor	9,4 mrd	Petroleumsfondet
Amerika	Regional sektor	6,8 mrd	Petroleumsfondet
Langsiktig del av valutareservene	Global	23,0 mrd	Valutareservene
Pensjonskassens utenlandsportefølje	Global	0,4 mrd	Norges Banks pensjonskasse
Miljøporteføljen	Global	0,8 mrd	Petroleumsfondet
Totalt i intern indeksforvaltning		74,3 mrd	

Norges Bank har engasjert én eksternt forvalter for aktiv indeksering. Strategiene som anvendes er prinsipielt de samme som i den

interne indeksforvaltningen, men fokus kan være noe forskjellig. Det er en fordel å ha en eksternt forvalter å sammenligne egne re-

sultater med – en dynamisk referanse å måle egen indeksforvaltning mot. Den eksterne forvalteren har lang erfaring i slik forvalt-

ning, og vi har stor nytte av den faglige kontakten.

Aktive indekseringsstrategier

Aktiv indeksering innebærer anvendelse av strategier på ulike fenomener som har vært gjenstand for tester i empirisk forskning. Strategiene er rettet inn mot bredt observerte fenomener og strukturelle endringer knyttet til aksjer og aksjemarkeder generelt, snarere enn til en grundig vurdering av enkeltelskaper. Strategiene implementeres likevel som posisjoner i enkeltelskaper. De empiriske testene av strategiene viser jevnt over en klart positiv meravkastning i forhold til en referanseindeks.

Strategiene består eksempelvis i å utnytte følgende observasjoner i markedene:

- Når et selskap får endret vekt i eller går inn i eller ut av indekser, er det en tendens til at investorer, og særlig passive indeksfond, foretar tilpasningen først når endringen skjer. Denne atferden skaper en prisseffekt på grunn av økt tilbud eller etterspørsel etter aksjene. En strategi vil være å foreta egen tilpasning på andre tidspunkter enn når referanseindeksen endres, og å fungere som likviditetstilbyder av aksjene ved endring i andre indekser enn den som følges i egen forvaltning. Dette er en kjent strategi som brukes av mange andre, og den innebærer risiko for overskuddstilbud av likviditet. Å sitte med slike posisjo-

ner over lang tid, innebærer selvsagt også høy risiko for å fange opp verdiendringer som ikke har noe med indeksendringen å gjøre. Det er således viktig å prøve å isolere risikoen mest mulig til de effekter vi ønsker eksponering mot.

- I forbindelse med annonsering av indeksendringer får de fleste berørte aksjer et skift i prisen, både på grunn av forventningen om at passive indeksfond vil skape økt tilbud/etterspørsel, og på grunn av en endring i de berørte aksjenes likviditetspremie. At en aksje kommer med i en mye fulgt indeks, innebærer som regel at den får større omsetning og

reduert likviditetspremie. Aksjer som går ut av indekser, har en tendens til å få økt likviditetspremie. Dersom en kan forutsi hvilke aksjer som kommer med i eller går ut av indekser, er det mulig å tjene penger på å handle disse tidlig.

- Ved fusjoner og oppkjøp av selskaper er det ofte slik at verdien av budet ligger høyere enn markedsprisen på selskapet som kjøpes. Dette kan være tilfellet selv kort tid før fusjonen eller oppkjøpet gjennomføres. Denne overprisen eller premien vil være til stede fordi det er en risiko for at fusjonen eller oppkjøpet ikke går i orden. Men premien kan bli større enn det som svarer til en rimelig kompensasjon for denne risikoen. Grunnen til det kan være at det er for få aktører som vil eller kan handle for å få premien: Aktive forvaltere finner det kanskje ikke bryet verdt å ta posisjonen. Såkalte hedgefond og andre som driver arbitrasjehandel får kanskje ikke låne tilstrekkelig antall aksjer i det oppkjøpende selskapet til å kunne selge short. En indeksporfølje vil imidlertid som regel inneholde disse aksjene, og vil dermed kunne etablere en undervekt bare ved å selge egne aksjer, altså uten å måtte ty til innlån.
- Ved emisjoner i forbindelse med børsintroduksjon (IPO) av selskaper - særlig når det er en god sannsynlighet for at de nye aksjene kommer med i en mye fulgt indeks. Det er da ofte lønnsomt å tegne seg ved emisjonen.

• Det forekommer at én type eller klasse av aksjer synes billig eller dyr i forhold til andre typer/klasser av aksjer innen samme selskap. Da kan kjøp eller salg av ulike aksjetyper eller -klasser være lønnsomme. Eksempler på dette er:

- internasjonale utgaver (ADR, GDR) av lokalt noterte aksjer med mulighet for konvertering til de lokale aksjene når det oppstår tilfeldige eller systematiske prisforskjeller
- tvillingaksjer der aksjene har samme stemmerett og underliggende utbyttestrøm, men papirene er notert på ulike børser og kan midlertidig ha noe ulik prisutvikling, for eksempel på grunn av ulik likviditet
- A- og B-aksjer eller ordinære og preferanseaksjer der aksjene kan ha ulik stemmerett og utbyttestrøm, men papirene er knyttet til verdiutviklingen i samme selskap og har høy grad av samvariasjon

Lignende strategier brukes også ved kjøp og salg av aksjer innenfor samme bransje dersom aksjene har tilstrekkelig høy og stabil samvariasjon slik at spesielle skjevheter i prisutviklingen vil utlignes med høy grad av sannsynlighet.

Det drives kontinuerlig utviklingsarbeid med tanke på forbedring av gamle strategier og etablering av nye.



Resultater

2001 var et år med gode muligheter innen aktiv indeksering – særlig i forbindelse med de store endringene i FTSE- og MSCI-indeksene. Indekseringsstrategiene gav samlet en meravkastning på 0,35 prosentpoeng av indeksert kapital i 2001. Den største bidragsyteren til meravkastningen var posisjonering i forbindelse med endringene i FTSE-indeksen. Denne endringen forløp omtrent som forventet, med en viss overskuddsetterspørsel (tilbud) av aksjer som fikk økt vekt (reduert vekt) i indeksen. Ved endringene i MSCI-indeksen var det derimot en motsatt effekt de to siste dagene før endringstidspunktet ved utgangen av november. Dette viser at investeringsstrategiene slett ikke er risikofrie.

Resultatene må karakteriseres som meget gode i forhold til målene det er naturlig å sette for denne type forvaltning, gitt den store forvaltningskapitalen. Den interne indeksforvaltningen gav i 2001 noe bedre avkastning enn den eksterne.

Mulighetene for relativ meravkastning ved aktiv indeksering vil imidlertid bli mindre når forvaltningsvolumet øker. Det skyldes at det er begrenset hvor store posisjoner som kan tas ved hver anledning. Resultatene som oppnås med denne type forvaltning, vil variere med hvilke investeringsmuligheter som oppstår, og med hvor stort transaksjonsvolum det da er mulig å få handlet til fordelaktige priser.

Samlet meravkastning (0,35 prosentpoeng) ligger høyere enn både de interne (0,33 prosentpoeng) og eksterne (0,26 prosentpoeng) avkastningsratene. Det skyldes at de interne og eksterne avkastningene er beregnet i forhold kapitalen som de interne/eksterne løpende (månedlig) har hatt til forvaltning gjennom 2001. Kapitalfordelingen mellom intern og ekstern forvaltning endret seg mye gjennom året, og grunnen til den høyere samlede meravkastningen er at kapitalen ble flyttet til intern forvaltning på et tidspunkt hvor den interne forvaltningen leverte svært bra avkastning.



¹ Handel med sikte på å utnytte prisforskjeller som ikke er begrunnet i ulik risiko eller lignende.

² Dette er verdipapirer som ikke er aksjer, men som gir rett til et visst antall aksjer i et bestemt selskap. Avkastningen blir dermed den samme som for aksjene i selskapet.

Utviklingen i det internasjonale markedet for kapitalforvaltning

Det internasjonale markedet for produksjon og salg av tjenester innen kapitalforvaltning preges av oppkjøp og fusjoner. Store enheter blir større, både for å styrke salgsapparatet sitt, og for å utnytte stordriftsfordeler i produksjonen. De største bedriftene forvalter rundt 10 000 milliarder kroner. Samtidig er det også en trend mot spesialisering blant mindre forvaltningsmiljøer. I løpet av de siste årene har det vokst fram mer enn 6000 bedrifter innen ulike typer spesialistforvaltning. Norges Bank følger som stor innkjøper utviklingen i markedet for forvaltningstjenester på nært hold. I denne artikkelen oppsummeres utviklingstrekk vi har observert de siste årene. Videre gis det noen vurderinger knyttet til bankens fremtidige kjøp av produkter fra eksterne forvaltere.

Det er mange ulike drivkrefter som spiller sammen og forklarer den store dynamikken i forvaltningsmarkedet. Blant de største aktørene er utnyttelse av stordriftsfordeler en viktig faktor. Det er kostbart å opprettholde og utvikle et merkenavn på tvers av land. Større forvaltningsvolum gir lavere markedsføringskostnader per enhet. Produksjonen er tilsvarende preget av at store bidrag til kostnadene kommer fra faktorer som ikke avhenger mye av volumet. Investeringer i teknologi er ett eksempel; utvikling av analysemiljøer som følger ulike deler av markedene er et annet eksempel.

Det skjer også viktige endringer innen distribusjon, med i økende grad et skille mellom distributør og produsent. Tradisjonelt har den dominerende distribusjonsform i mange land, i likhet med Norge, vært at banker og forsikringselskaper selger sine forvaltningsprodukter direkte. Trenden er nå at kundene i større grad får tilbud om å kjøpe produkter også fra andre leverandører. Mer



av salget skjer via finansielle rådgivere, som nettopp har som fortrinn at de gir råd uavhengig av de enkelte produsentene.

Økende skille mellom distribusjon og produksjon åpner for spesialisering av produksjonen. Fra tidligere å være bundet til å levere et bredt produktspekter for å dekke alle behov i en distribusjonskanal, kan produsenter i større grad spesialisere virksomheten og levere sine produkter i flere kanaler. Dette gjelder i første rekke innen

detaljstmarkedet. Innen markedet for forvaltning til institusjonelle investorer har særlig fremveksten av indeksforvaltning bidratt til å øke etterspørselen etter spesialiserte produkter.

Stordriftsfordelene i kapitalforvaltning er ikke ubetingede. Store aktører risikerer å påvirke markedet når de handler i verdipapirer. Om man ikke tar forholdsregler kan denne ulempen være større enn fordelene knyttet til størrelsen. Det har også vist seg at

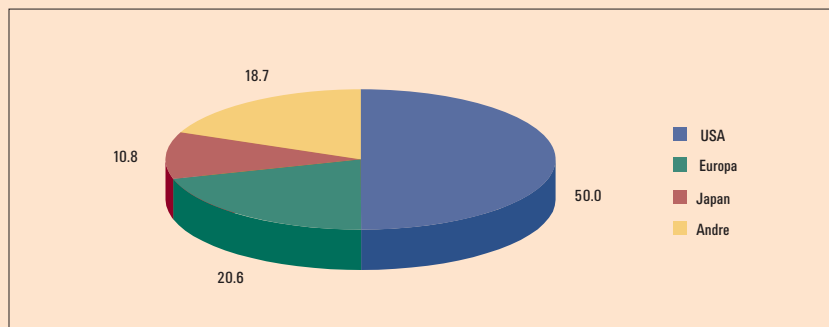
store selskaper har hatt problemer med å holde på dyktige medarbeidere. De siste årene har det vært en avskalling av talenter til såkalte hedgefond. I løpet av noen få år er mer enn 6000 slike fond, som stort sett er ganske små forvaltningsmiljøer, blitt etablert. Dyktige medarbeidere fra store forvaltningsmiljøer har med nystarting av virksomheter sett muligheter både for å få bedre betalt og få større innflytelse på egen jobb. I de største forvaltningsbedriftene har man i økende grad fått et valg mellom på den ene siden en effektiv og industriell struktur og på den andre siden å ta vare på nøkkelpersoner med store krav til egne utfoldelsesmuligheter.

En annen faktor som også bidrar til å forklare fremveksten av hedgefond, er at svak avkastning i flere markeder har flyttet investorers fokus til andre avkastningsmuligheter. Endringene i distribusjonskanalene har gitt større muligheter for spesialiserte og små aktører til å nå fram med sine produkter.

Strukturendringer i forvaltningsbransjen

I det globale markedet for sparing i verdipapirer er det to hovedtyper av produkter: Verdipapirfond og livs- og pensjonsforsikring. De er nesten like store. Samlet kapital til forvaltning i disse produktene er 24 500 milliarder dollar (220 000 milliarder kroner). Som figur 1 viser er mer enn halvparten av dette markedet i USA. Elleve prosent er i Japan, mens hovedtyngden av det resterende er i Europa.

I perioden fra 1992 til 1999 økte det årlige antall fusjoner og oppkjøp innen internasjonal kapitalforvaltning fra 44 til 148 (kilde: Goldman Sachs). I følge McKinsey & Company var det 50 slike transaksjoner som berørte forvaltere med mer enn en milliard dollar under



Figur 1: Det globale markedet for sparing i verdipapirer, fordelt på regioner. (Kilde: Fox Pitt Kelton)

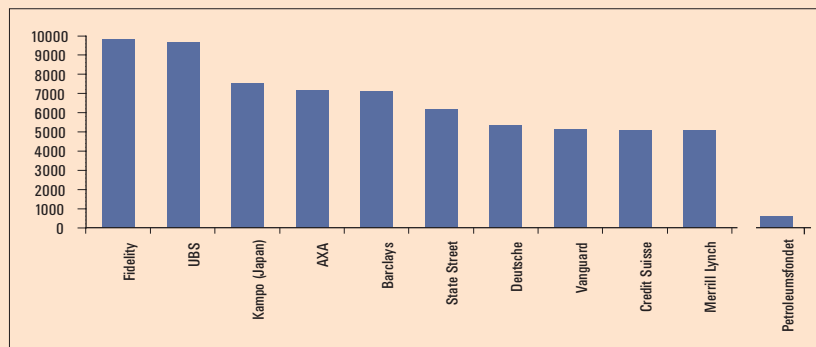
forvaltning i perioden 1998 – juni 2000. Samlet kapital i forvaltningsbedrifter som skiftet eier var 970 milliarder dollar. I de ti første månedene av 2001 var det 83 oppkjøp eller fusjoner, som samlet omfattet minst 829 milliarder dollar ifølge Salomon Smith Barney. Samme kilde setter antall transaksjoner i 2000 til 120 og berørt kapital under forvaltning til minst 1244 milliarder dollar.

Figur 2 viser verdens ti største kapitalforvaltere målt etter den kapital de forvaltet ved utgangen av 2000. For sammenligningens skyld har vi også tatt med Petroleumsfondet ved utgangen av 2001. Den største kapitalforvalteren i 2000 var amerikanske Fidelity, som forvaltet 9800 milliarder kroner (1074 milliarder dollar). Forvalter nummer 100 på listen over de største forvaltet 810 milliarder kroner, som er betydelig mer enn Petroleumsfondets kapital i dag. Et typisk trekk for verdens største kapitalforvaltere er at de har vokst gjennom oppkjøp og fusjoner. Videre er fire av de ti største indeksforvaltere.

Fidelity er en svært vellykket amerikansk forvaltningsorganisasjon. Veksten har i hovedsak vært organisk (uten oppkjøp av andre forvaltere) og basert både på salg av fondsprodukter i detaljistmarkedet og salg til institusjonelle investorer. Til tross for sin størrelse har Fidelity valgt ikke selv å produsere de indeksproduktene selskapet tilbyr i markedet. Denne virksomheten ble satt bort til daværende Bankers Trust (senere Deutsche Asset Management) i 1997.

Barclays og State Street kjemper om posisjonen som verdens største indeksforvaltere. Barclays Bank hadde ved sitt hovedkontor i London en betydelig virksomhet innen indeksforvaltning, med hovedvekt på det britiske markedet. Ved kjøpet av amerikanske Wells Fargo tidlig på 1990-tallet fikk man et betydelig volum også i det amerikanske markedet.

State Street har i større grad enn Barclays nådd sitt høye volum ved organisk vekst. Selskapet har gjennomført en rekke oppkjøp, men ingen av disse har vært signifikante i forhold til volumene nådd i egen virksomhet. Det siste oppkjøpet var fra engelske Gartmore. I 2001 overtok State Street indeksporteføljene til



Figur 2: Verdens ti største kapitalforvaltere målt ved kapital under forvaltning per 31/12 2000. Milliarder kroner. (Kilde: Institutional Investor/Fox Pitt Kelton)

Gartmore, som på det tidspunktet var en betydelig indeksforvalter særlig i det britiske markedet.

Den tredje indeksforvalteren blant verdens største kapitalforvaltere er Deutsche Asset Management. Men i motsetning til de øvrige, har Deutsche også stor virksomhet innen mange andre typer kapitalforvaltning. Posisjonen som stor indeksforvalter fikk Deutsche ved oppkjøpet av amerikanske Bankers Trust, som var verdens fjerde største indeksforvalter. Oppkjøpet skjedde ved årsskiftet 1998-99. Dette er bare ett av flere kjøp Deutsche har gjort over det siste tiåret i sin bevisste strategi for å bli blant verdens største innen kapitalforvaltning. Det siste store kjøpet skjedde i 2001 og gjaldt Zürich Scudder Investments, som da forvaltet 345 milliarder dollar. Ved utgangen av 2001 forvaltet Deutsche til sammen rundt 970 milliarder dollar.

Vanguard er den desidert største indeksforvalteren i det amerikanske markedet for verdipapirfond og har mer enn de øvrige indeksforvalterne satset på indeksprodukter i detaljistmarkedet. Veksten er i hovedsak oppnådd organisk (uten oppkjøp).

Listen over verdens største kapitalforvaltere avspeiler også et annet typisk trekk: Europeiske banker og forsikringselskaper har i stort omfang kjøpt kapitalforvaltere i USA. Dette er

nødvendig for å komme inn på det amerikanske markedet, som er desidert det største i verden. Bak en del av kjøpene ligger trolig også et ønske om å kjøpe kompetanse. Amerikanske forvaltere har jevnt over mye mer erfaring enn europeiske innen moderne porteføljeforvaltning.

Deutsches kjøp av Bankers Trust er et slikt eksempel. Et annet stort kjøp var Union Bank of Switzerland (UBS) sitt kjøp av forvaltningsorganisasjonen Brinson i 1995. Et eksempel i motsatt retning var Merrill Lynch sitt kjøp av den britiske forvalteren Mercury Asset Management i 1997.

Strukturendringer blant Norges Banks forvaltere

Siden Norges Bank startet med å bruke eksterne forvaltere, har det vært eierskifter blant flere forvaltere. Hver gang et slikt skifte skjer, må banken revurdere relasjonen til den berørte forvaltningsorganisasjonen. Viktige spørsmål ved en slik ny vurdering er om investeringsfilosofien endres, om det skjer endringer av betydning i linjemessige forhold og hvilke forandringer som eventuelt gjøres innen den delen av organisasjonen som forvalter midler for oss.

Eierskiftene innen Petroleumsfondets portefølje av eksterne forvaltere er:

Gartmore: Ble i 1999 solgt fra den britiske banken National Westminster til forsikringselskapet Legal & General. Gartmore

har et mandat innen aktiv aksjeforvaltning i Europa utenom Storbritannia. Selskapet hadde tidligere også et mandat innen indeksforvaltning i Storbritannia. I 2001 solgte Gartmore sin indeksvirksomhet til State Street.

Bankers Trust: Har vært indeksforvalter for Petroleumsfondet fra 1998. Ble en del av Deutsche Bank ved oppkjøp i 1998/99.

Mercury: Britisk forvalter med mandat innen aktiv aksjeforvaltning i Storbritannia. Kjøpt opp av amerikanske Merrill Lynch i 1997/98.

Zürich Scudder Investors: Mandat for forvaltning i japanske aksjer. Kjøpt av Deutsche Bank i 2001.

Faktorer bak konsolidering og strukturendringer

Strukturendringene i det internasjonale markedet for kapitalforvaltning er mangeartede, og det er et sammensatt bilde av faktorer som ligger bak. Nedenfor presenteres de viktigste.

Fremvekst av indeksforvaltning

Et slående utviklingstrekk gjennom de 10-20 siste årene er at indeksforvaltning har tatt en stadig større del av forvaltningsmarkedet. Andelen er nå rundt 30 prosent i USA og litt lavere i Europa og Japan. Utbredelsen er størst i markedet for institusjonelle kunder, men Vanguard er eksempel på en forvalter som har lyktes meget godt med å nå fram i detaljmarkedet.

Indeksforvaltning innebærer at forvalteren søker å oppnå en avkastning som er nær gjennomsnittet i de enkelte markeder slik dette uttrykkes ved representative indekser. Slik forvaltning kan drives billig ved utnyttelse av stordriftsfordeler (nærmere om dette under). Fremveksten av indeksforvaltning har bidratt til et generelt press nedover på marginene i forvaltningsmarkedet og således tvunget fram konsolideringer.

Indeksforvaltning innebærer å overføre andeler av verdiskapingen fra forvalterne til kundene. Grovt sagt kan verdiskapingen en forvalter gir deles i to; en del som følger ved eksponering mot en bestemt aktivklasse, og en del som er verdipapirspezifikk og som gir en mer eller mindre avkastning i forhold til det som følger ved en generell eksponering mot aktivklassen. Ta for eksempel en kunde som ønsker eksponering mot aksjemarkedet ved å kjøpe andeler i et aksjefond. Kunden vet at over tid gir aksjeeksponering bedre avkastning enn for eksempel bankinnskudd, og kan være villig til å betale forholdsvise høye honorarer til forvalteren. Med fremveksten av indeksprodukter står nå kunden overfor nye valg. Den generelle eksponeringen mot aksjer kan kjøpes billig som et indeksprodukt. Da beholder kunden selv mer av den avkastningen som følger av at hun har vært villig til å ta risikoen ved å være i aksjer. Om kunden ønsker å ta ytterligere risiko ved at forvalteren kan velge papirer som avviker fra gjennomsnittet i markedet, kan hun kjøpe produkter innen aktiv forvaltning. Men da blir gjerne også betalingsviljen knyttet til at forvalteren leverer et genuint bidrag til verdiskapingen ut over det som følger ved aksjeeksponeringen.

Generelt kan man si at fremveksten av indeksforvaltning, med en todeling av forvaltningsmarkedet, har styrket kundenes posisjon og lagt et press på den tradisjonelle forvalt-

ningsindustrien. I strukturutviklingen har dette vist seg både ved at spesialistene på indeksforvaltning har hatt en formidabel vekst, og ved at det har vokst fram knipper av mindre nisjeaktører som tilbyr spesialistprodukter.

Norges Bank har hele tiden vært en kunde som har ønsket denne todelingen i markedet. Markedseksposeringen i de ulike aktivklassene kjøper vi rimelig som indeksprodukter eller driver selv med lav innsats av ressurser sett i forhold til størrelsen på porteføljene. Når vi kjøper produkter innen aktiv forvaltning i markedet, er betalingen knyttet til at forvalteren bidrar genuint til verdiskapingen.

Utnyttelse av stordriftsfordeler

Kapitalforvaltning stiller store krav til IT-systemer. Desto flere markeder og instrumenter som dekkes, desto viktigere er det med en teknisk infrastruktur som automatiserer handler, registrerer og regnskapsfører posisjoner, gjør opp handler, måler og analyserer risiko og måler avkastning. Systemene må også ivareta



oppsplittings på ulike fond og rapportering til kundene.

Det foregår en rivende utvikling innen internasjonal børsvirksomhet og innen clearing, oppgjør og depotfunksjoner. Dette åpner for ytterligere muligheter til automatisering for forvalterne, men stiller samtidig krav til løpende investeringer for å oppgradere den tekniske infrastrukturen. Ennå er deler av forvaltningsbransjen i forbausende stor grad preget av papirbaserte rutiner for handler og oppgjør. Overgang til automatiserte systemer vil i de fleste tilfeller innebære en klar forbedring med hensyn på operasjonell risiko og muligheter for kontroll og innsyn.

Mye av IT-investeringene er uavhengig av forvaltningsvolumet. Stort volum er gjerne en forutsetning for at det skal være lønnsomt å gå langt i utviklingen av en effektiv teknisk plattform. På den annen side kan man øke volumet med små marginale kostnader når plattformen først er etablert.

En annen viktig drivkraft bak konsolideringen det siste tiåret innen forvaltningsbransjen, er høye kostnader med å utvikle og opprettholde et merkenavn. Kostnadene er spesielt høye når man skal utvikle virksomheten fra et nasjonalt marked til flere markeder.

Det er også stordriftsfordeler knyttet til analyser og utvikling av informasjonsfortrinn. For at forvaltere skal være i stand til over tid å levere netto meravkastning som er høyere enn det som følger ved rimelig indeksforvaltning, må de ha fortrinn med hensyn på innhenting og analyser av informasjon. Om man først har bygget opp et godt analysemiljø for de ulike deler av kapitalmarkedet man opererer i, kan forvaltningsvolumet økes uten at kostnadene til analyser øker tilsvarende mye.

Men det er også stordriftsulemper

Innen de fleste bransjer er det mange eksempler på feilslåtte fusjoner og oppkjøp. Forvaltningsbransjen er ikke noe unntak. Det er svært krevende å kombinere organisasjoner som i utgangspunkt kan ha svært forskjellig kultur, og som har hatt ulike filosofier for hvordan verdiene skal skapes. Ved fusjoner og oppkjøp innen forvaltningsindustrien er trolig kravene til ledelse og styring større enn innen mange andre bransjer siden man er avhengig av komplekse samspill mellom menneskelige og teknologiske faktorer.

En klar ulempe med størrelse er at en stor forvalter kan risikere å «flytte markedet» når man tar posisjoner. Enhver handel som gjøres har betydning for prisene i verdipapirmarkedene. Jo større enkelthandler man gjør, desto mer risikerer man å flytte markedskursene i ugunstig retning. Denne negative effekten kan i noen tilfeller være så stor at den utraderer det informasjonsfortrinnet en stor forvalter kan ha opparbeidet.

Måten mange store organisasjoner forsøker å løse dette på, er å utvikle egne «butikker i

butikken». De kan bruke fordelene ved størrelsen til å utvikle en organisasjon av analytikere som står til disposisjon for de forvalterne som har ansvar for å ta beslutninger innen sine porteføljer. Ved at det er ulike grupper av forvaltere som kan handle ulikt på den informasjonen som er tilgjengelig i organisasjonen, reduserer man risikoen for at organisasjonen på enkelt dager eller i enkeltperioder gjør store transaksjoner. Det er ulik praksis med hensyn på om man i slike organisasjoner sentraliserer effektiviteten av handlene i markedet. Slik sentralisering kan være viktig for systematisk å kunne ta i bruk teknikker for å holde transaksjonskostnadene nede.

Det er også farer knyttet til at store forvaltningsorganisasjoner vil vegre seg mot å ta risiko i investeringsbeslutningene. Nettopp store investeringer i infrastruktur og markedsføring kan medføre frykt for å gjøre investeringsvalg som avviker mye fra gjennomsnittet i markedet. Generelt kan det tenkes at økt størrelse kombinert med store investeringer i distribusjon og merkenavn kan medføre at avkastningen går mot gjennomsnittet i markedet.

Denne utfordringen møtes på flere måter. En vanlig respons er å definere ulike produkter med ulik risiko og fokus og markedsføre produktene under forskjellige betegnelser, men under en paraply av felles merkenavn. En annen respons innen markedet for institusjonelle investorer er å la kundene velge mellom ulike grupper av medarbeidere.

Økt størrelse og vekt på industrialisering av

forvaltningsorganisasjonene har bidratt til flukt av talenter fra en rekke organisasjoner over til små spesialistfirmaer. Jobbskifter kan delvis skyldes at man ikke opplever nok frihet til å ta investeringsbeslutninger, fordi risikorammene er redusert. Det kan også skyldes honorarstruktur. I store selskaper er gjerne honorarene uavhengig av resultat. I små selskaper er honorarstruktur knyttet tett opp mot resultat. Det gir større mulighet til å betale høye bonuser til de medarbeidere som bidrar stort til verdiskapingen.

Endringer i distribusjonsmønsteret

I Europa er det store forskjeller innen distribusjon av spareprodukter. Det britiske og nederlandske markedet preges av at uavhengige finansielle rådgivere har en stor del av markedet. I land som Tyskland, Frankrike og Italia er det normale at bankene og livselskapene har hånd om mesteparten av salget, slik det også er i Norge. Forskjellene i distribusjonsmønster avspeiler ulik grad av deregulering og konkurranse innen de enkelte lands finansmarkeder. Med den dereguleringen som nå skjer innen særlig pensjonsmarkedet i EU, kan det forventes at båndene mellom produsent og distributør brytes mer opp. Det er en tydelig tendens til dette allerede. En annen drivkraft er at kunder gjerne ønsker at finansiell rådgivning skjer uavhengig av den enkelte produsent. Det synes å være en trend mot at en større del av forvaltningshonorarene tilfaller dis-

tribusjonsleddet og en mindre del går til «fabrikken» som står for kapitalforvaltningen.

Økt skille mellom distribusjon og produksjon åpner for at produksjonsapparatene kan spesialiseres. I stedet for å levere et komplett produktspekter innen en salgskanal man eier selv, kan man utvikle spesialistprodukter for salg gjennom flere kanaler. En mulig fremtidig struktur i Europa vil trolig være det man lenge har sett i USA: Kundene kan velge blant både indeksprodukter til lav pris, produsert av organisasjoner som utnytter stordriftsfordeler, og spesialistprodukter innen mange varianter av aktiv forvaltning. Fremvekst av indeksprodukter i det europeiske markedet vil trolig bidra til å presse marginene ned. Trolig vil også myndighetene i land som deregulerer pensjonsmarkedet, ta forholdsregler for å hindre for store marginer og administrasjonskostnader innen både distribusjon og produksjon.

Andre faktorer

Det internasjonale finansmarkedet har generelt vært preget av overkapasitet og stor konkurranse. Ny teknologi, dereguleringer og nye distribusjonsformer legger press på marginene. For banker, investeringsbanker og andre aktører fremtrer kapitalforvaltning som et attraktivt forretningsområde, både på grunn av høy forventet vekst i markedet og fordi inntektene gjerne er mer stabile.

Nyetableringer innen hedgefond

Det har vært en sterk vekst i antallet såkalte hedgefond de siste årene. Det finnes nå mer enn 6000 ulike fond med en samlet kapital på mer enn 1000 milliarder dollar. De fleste fondene er små; 80 prosent har mindre enn 100 millioner dollar under forvaltning.

Hedgefond er en samlebetegnelse på fondsprodukter der forvalterne søker å ta posisjoner i ulike retninger for å unngå en ensidig risikoeksponering i porteføljen. 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.

Et hedgefond som opererer innenfor aksjemarkedet, kan tenkes å ha en risikoprofil som er helt forskjellig fra den generelle markedsutviklingen. Mens et vanlig aksjefond kjøper seg opp i en rekke aksjer, vil et typisk hedgefond kombinere slike aksjeposi-

sjoner med at man også har en rekke «negative» posisjoner implementert ved salg av lånte aksjer (short-posisjoner). Den samlede verdiutviklingen kan svinge uavhengig av den generelle trenden i aksjemarkedet. Om man lykkes godt med å «short selge» aksjer som faller mye i verdi, kan et slikt fond oppnå høy avkastning selv i et negativt aksjemarked. Men med dårlig evne til å plukke riktige aksjer kan man også tape mye selv om aksjemarkedene stiger.

De fleste forbinder nok betegnelsen hedgefond med høy risiko. Flere slike fond med både stor kapitalbase og høy profil har gjort det svært dårlig de siste årene. Det mest kjente eksemplet er det amerikanske fondet Long Term Capital Management (LTCM), som i 1998 måtte innstille sin virksomhet etter at mange kunder hadde blitt utsatt for store tap. Selv om man her mente å ha en meget balansert portefølje, bidro en massiv lånefinansiering av porteføljen til at selv små endringer i risikobil-



det kunne gi store utslag. Markedsutviklingen høsten 1998 var mer spesiell enn det selv meget avanserte risikomodeller hadde tatt høyde for.

Resultatene for hedgefond de siste årene bekrefter jevnt over at svært mange har holdt lav risiko og således levd bedre opp til betegnelsen hedgefond enn LTCM. Nærmere studier av faktisk risiko i hedgefond viser imidlertid at i fordelingssegenskapene kan være svært forskjellig fra hva man finner ved tradisjonelle investeringsmetoder innen aksje- og obligasjonsmarkedene. Avkast-

ningen er ofte skjevfordelt, det vil si med en overhyppighet av ekstreme avkastninger. Korrigert for slike forhold fremtrer ikke investeringer i hedgefond som så opplagt gunstige som om man kun betrakter gjennomsnittstall for avkastning og standardavvik. Også den store veksten i antall typer fond, med store midler under samlet forvaltning, tilsier at det blir vanskeligere å finne spesielle trekk ved markedene som kan utnyttes til å oppnå høy avkastning sett i forhold til risiko.

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

Norges Banks kjøp av forvaltningstjenester fra eksterne forvaltere

Petroleumsfondet startet investeringer i aksjer fra januar 1998. Fram til da foregikk all forvaltning internt i Norges Bank. I hele 1998 og inn i 1999 ble all aksjeforvaltning utført av eksterne forvaltere. I 1999 skjedde en omlegging ved at det også ble igangsatt noe aksjeforvaltning internt, samtidig som det ble satt ut oppdrag til eksterne innen forvaltning av obligasjoner.

I aksjeforvaltningen var det helt naturlig å starte opp med indeksmandater. For å oppnå bred markedseksponering bør en kjerne av porteføljen forvaltes nær gjennomsnittet i markedet, jf avsnittet om fremveksten av indeksforvaltning over. I tillegg kom at Norges Bank trengte noe tid for å bygge ut den delen av organisasjonen som skulle velge og følge opp forvaltere innen eksternt aktiv aksjeforvaltning. Slike oppdrag ble utlyst i februar 1998, og de første ble tildelt fra slutten av det året.

Når en vesentlig del av markedet følger en indeksstrategi og handler ganske mekanisk ut fra hvilke selskaper som går inn og ut av indeksen, påvirkes prisingen av disse aksjene. Man betaler for høy pris når man handler den dagen et selskap tas inn i en indeks, og man selger for billig når man går ut av et selskap samtidig som det tas ut av indeksen. En investor som følger indeksen slavisk, legger med andre ord igjen penger til andre investorer. Norges Bank har derfor valgt å gå bort fra å kjøpe ordinære indeksprodukter. Vi har gitt en eksternt forvalter som oppdrag å drive «utvidet indeksforvaltning» og samtidig igangsatt slik forvaltning internt. Dette er den viktigste grunnen til at rundt 50 prosent av aksjeforføljen nå forvaltes internt.

Norges Banks organisering av intern og eksternt forvaltning er på linje med hva som regnes som «beste praksis» blant store institusjonelle investorer internasjonalt. Strategien er dokumentert i flere artikler i tidligere årsrapporter og i et brev fra Norges Bank til Finansdepartementet

i september 2000, der det ble redegjort for bankens strategi for å velge mellom eksternt og intern forvaltning.

Endringene som Norges Bank nå gjennomfører innen aksjeforføljen, med utvelgelse av spesialistforvaltere til ulike bransjer, er ennå nokså uvanlige blant store fond. I det neste avsnittet gjøres det nærmere rede for bakgrunnen for denne måten å organisere forvaltningen på.

Stordriftsfordelene innen kapitalforvaltning gjelder i hovedsak indekssforvaltning og andre produkter som også gir bred markedseksponering. Derimot er det ikke nødvendigvis slik at man må være blant de store i verden for å hevde seg i konkurransen om spesialistprodukter til institusjonelle investorer. Innen dette segmentet kan en stor aktør snarere ha ulemper, jf over.

Mange av hedgefondene er uaktuelle for Norges Bank innen de nåværende rammer som gjelder for forvaltningen av Petroleumsfondet. Noen av de teknikkene slike forvaltere benytter kan likevel brukes i annen forvaltning, også i Norges Banks interne forvaltning. Etter forskriften om forvaltningen av Statens petroleumsfond må verdipapirer registreres i Norges Banks navn, det vil si at banken ikke kan kjøpe andeler i fond. Men mange av de godt etablerte hedgefondene tilbyr også diskresjonær forvaltning for institusjonelle investorer.

I de siste årene er det eksempler på at store pensjonsfond, som det amerikanske Calpers og nederlandske ABP, selv har bidratt til etablering av nye forvaltningsorganisasjoner. Bakgrunnen er at de ønsker spesialisert forvaltning som det ikke er tilstrekkelig tilgjengelig i markedet. Bidragene til oppstart har delvis vært i form av aksjekapital og delvis ved avtaler om fremtidige forvaltningsoppdrag.

Tildeling av mandater til bransjespesialister

I siste del av 2000 utlyste Norges Bank for første gang mandater for spesialisert sektorforvaltning i aksjer. Det gjaldt i denne omgangen sektorene finans, telekommunikasjon, farmasi og teknologi.

Petroleumsfondets størrelse stiller forvaltningen overfor spesielle utfordringer. Dersom Norges Bank bare gir forvaltningsoppdrag som omfatter regioner, vil man måtte velge mellom å utpeke få forvaltere som tildeles store porteføljer, eller et stort antall forvaltere som hver tildeles mindre kapital. Begge disse løsningene har uheldige egenskaper. På den ene side ønsker ikke Norges Bank en for sterk eksponering mot enkeltforvaltere. På den annen side vil et stort antall aktive forvaltere innenfor et mandat område ventelig føre til at summen av forvalternes disposisjoner nærmer seg referanseporteføljen, og meravkastningen konvergerer mot null før merkostnadene ved slik forvaltning tas med i betraktningen.

Ved å etablere sektormandater åpner muligheten seg for mange nye oppdrag til eksterne forvaltere som ikke overlapper hverandre. Petroleumsfondet kan dermed oppnå betydelig diversifisering av den totale risikotagningen, uten at den aksjespesifikke risikoen den enkelte forvalter bidrar, med utvanning av overlappende mandater.

Aksjeforvaltning tar utgangspunkt i analyse av enkeltelskaper og analytisk forståelse av hva som bestemmer inntjening innenfor spesi-

fikke sektorer. Dette er bakgrunnen for at de fleste større forvaltningsorganisasjoner bygger sine analyseorganisasjoner basert på sektorinndeling. De verdsettelsesmodeller som benyttes er ofte mer hensiktsmessige for vurdering av investeringsbeslutninger innenfor en sektor enn mellom selskaper i ulike sektorer. Investeringsbeslutninger på tvers av sektorer vil i større grad måtte basere seg på forvalternes syn på utvikling i makroøkonomiske forhold, strukturelle utviklingstrekk og endringstakt i ulike sektorer. Ved å avgrense forvaltningsoppdragene til sektorer, oppnås at man mer direkte utnytter forvalternes informasjon fortrinn. Videre vil avkastningen i mandatene i større grad reflektere forvalternes evne til å vurdere selskaps-spesifikk risiko enn i alternativet med geografiske mandater.

Valg av eksterne sektorforvaltere

Utvelgelsen av forvaltere har skjedd i flere trinn. I første runde har man silt ut kandidater basert på besvarelse av et meget innholdsrikt spørreskjema. Viktig fokus her var organisasjonenes stabilitet, investeringsmessige fokus, analytisk kapasitet og de historiske avkastningstallene. Deretter er det gjort intervjuer og gjennomgang av de mest interessante kandidatene for å kartlegge den faglige kvaliteten til analytikere, forvaltere og andre sentrale beslutningstagere, kvaliteten i informasjonsbe-



handlingen og investeringsprosessen samt kvaliteten i den operative strukturen rundt forvaltningen. På bakgrunn av dette er det vurdert hvilke potensialer den enkelte forvalter har for å skape meravkastning i fremtiden.

Det kom inn rundt 90 søknader til de utlyste mandatene. Søkerne var i første rekke store velkjente forvaltningsbedrifter, samt enkelte mindre nisjeaktører. Dette er aktører som har store spesialiserte analyseorganisasjoner på sektornivå. Forholdsvis få søkere hadde et nordisk hovedsete. I beretningsdelen av årsrapporten er det gitt en oversikt over hvilke forvaltere som er valgt hittil.

I tiden fremover vil Norges Bank søke forvaltere innenfor andre sektorer enn de som nå dekkes med spesialistmandater. Søket vil da foregå innenfor sektorer der færre forvaltere har etablerte produkter. En større grad av tilpassning vil da være nødvendig på forvalternes side for å imøtekomme Petroleumsfondets behov.

Tidligere publiserte artikler

Tidligere publiserte artikler i årsrapporten for 1998, 1999 og 2000 er fremdeles aktuelle.

Disse finnes på Norges Banks nettsider under Petroleumsfondet.

www.norges-bank.no/petroleumsfond

Årsrapporten 1998:

1 Et langsiktig perspektiv på markedsutviklingen Svingningene i aksje- og rentemarkedene siden 1978

Hva ville avkastningen på en portefølje som svarer til referanseporteføljen for Petroleumsfondet vært de siste tjue årene? Artikkelen viser at avkastningen ville variert svært mye over tid. Det betyr at en også i fremtiden må være forberedt på store svingninger i avkastningen av fondet.

2 Sammensetningen av Petroleumsfondets portefølje

Finansdepartementets strategi for Petroleumsfondet er konkretisert i en referanseportefølje, som er utgangspunktet for Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet. Artikkelen beskriver Petroleumsfondets referanseportefølje, og tar særlig for seg spørsmål knyttet til aksjeandelen.

3 Valg av eksterne aksjeforvaltere og aksjeinvesteringer

Denne artikkelen presenteres prosessen med etablering av aksjeforvaltningen i Statens petroleumsfond, valg av eksterne aktive forvaltere og rutiner for å følge opp forvalterne over tid, samt strategien for å oppnå meravkastning internt.

4 Styringen av risikoen i Petroleumsfondet

En fullstendig oversikt over porteføljens sammensetning er en grunnleggende forutsetning for å gjennomføre god risikostyring i forvaltningen av Petroleumsfondet. Artikkelen beskriver det kompliserte nettverket av leverandører og mottakere av informasjon som er bygget opp for at det skal være mulig å få en slik oversikt.

Årsrapporten 1999:

1 Strategi for høyest mulig avkastning

Et viktig mål for Norges Banks forvaltning av Statens petroleumsfond er å oppnå høy avkastning. Denne artikkelen presenterer hovedelementer i Norges Banks strategi for å oppnå meravkastning i forhold til referanseavkastningen

2 Metoder for å måle avkastning

Totalavkastningen på Statens petroleumsfond måles med stor nøyaktighet, siden det alltid beregnes kvalitetssikret markedsverdi av fondet når det kommer tilførsler av nye midler. Målt avkastning på delporteføljen kan imidlertid avhenge av den metoden for avkastningsmåling som blir valgt.

3 Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning?

Denne artikkelen gjennomgår grunnen til den faktiske avkastningen for de porteføljene som Norges Bank Kapitalforvaltning forvalter etter indeksstrategier, normalt blir lavere enn referanseporteføljens avkastning.

4 Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko

Den viktigste rammen for hvor stor markedsrisiko Norges Bank kan ta i forhold til referanseporteføljen er definert som et øvre nivå på forventet relativ volatilitet. Her presenteres begrepet relativ volatilitet, samtidig som vi ser på hvor strenge de øvrige grensene for markedsrisiko er i forhold til den grensen som er satt for relativ volatilitet.

Årsrapporten 2000:

1 Forvaltningsstrategi i store utenlandske fond

Petroleumsfondet er i norsk sammenheng et meget stort fond. Internasjonalt finnes mange fond med langsiktig strategi for forvaltningen som er betydelig større, og som har vært forvaltet gjennom mange år. Denne artikkelen presenterer de overordnede valgene av strategi som er gjort av andre store fond, med særlig fokus på amerikanske pensjonsfond.

2 Sammenhenger mellom størrelse, kostnader og avkastning i kapitalforvaltningen

Data fra store nord-amerikanske pensjonsfond viser at forvaltningskostnadene er lavere og netto avkastning er høyere, målt som andel av beløp under forvaltning, for større fond. I gjennomsnitt er netto avkastning høyere jo større andel av porteføljene som indeksforvaltes. Norges Banks forvaltning av Statens petroleumsfond i 1999 er analysert i forhold til dette datamaterialet.

3 utfordringer i drift av porteføljer og styringen av risiko

Statens petroleumsfond tilføres hvert år store beløp til investering i markedene, samtidig som resultatet av forvaltningen måles løpende, med store krav til styring av risiko og åpenhet om resultater og kostnader. I denne artikkelen presenteres de viktigste drifts- og styringsoppgaver i den operative forvaltningen av Petroleumsfondet.

4 Aksjeinvesteringer i nye land

Tidlig i 2001 ble aksjeinvesteringene i Petroleumsfondet utvidet til å omfatte noen såkalt fremvoksende markeder. Rundt 1,8 prosent av aksjeporteføljen er nå plassert i slike markeder. I denne artikkelen beskrives kriteriene som er lagt til grunn for å utvide aksjeinvesteringene til nye markeder.



Mandat for forvaltningen

Lov om Statens petroleumsfond

Vedtatt 22. juni 1990. Endret ved lover 21 des 1990 nr. 73, 10 jan 1992 nr. 2, 20 des 1996 nr. 99 (med virkning også for regnskapsåret 1995).

§ 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 og avkastningen av fondets formue. Kontantstrømmen framkommer som summen av

- de samlede skatte- og avgiftsinntekter av petroleumsvirksomheten som innkreves ifølge petroleumsloven og petroleumsskatteloven
- avgiftsinntekter ved utslipp av CO₂ i petroleumsvirksomhet på kontinentalsokkelen
- inntekter som følge av statens direkte økonomiske engasjement i petro-

leumsvirksomheten, definert som driftsinntekter og andre inntekter fratrukket driftsutgifter og andre direkte utgifter

- statlige inntekter på nettooverskudds-avtaler i enkelte utvinningstillatelser
- utbytte fra Den norske stats oljeselskap A/S
- 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 engasjement 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 senere endret 1. juni 1998, 10. desember 1998, 21. desember 1999, 12. mai 2000, 4. oktober 2000, 28. september 2001 og 16. januar 2002.

§ 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 aktivafordelingen etter første ledd skal derivater hvor det underliggende instrumentet er et egenkapitalinstrument, regnes som om det var investert i de underliggende instrumenter direkte. Aktivafordelingen etter første ledd regnes av hele den ordinære porteføljen eksklusive derivater.

§ 6. Valuta- og markedsfordeling

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

Europa 40 - 60%

Amerika 20 - 40%

Asia og Oceania 10 - 30%

Den ordinære porteføljen kan plasseres i egenkapitalinstrumenter notert på børs-

sene i følgende land/områder:

Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyrkia, Tyskland og Østerrike

Amerika: Brasil, Canada, Mexico og USA

Asia og Oceania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore, Sør-Korea, Taiwan og Thailand

Summen av investeringene i egenkapitalinstrumenter i Tyrkia, Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan og Thailand skal ikke utgjøre mer enn 5 prosent av de samlede investeringene i egenkapitalinstrumenter, målt etter valuta- og markedsandel. 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 og Østerrike

Amerika: Canada og USA

Asia og Oceania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore.

§ 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 angitte 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 eksponeringen 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 16. januar 2002 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 Oceania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand og Singapore

Miljøporteføljens referanseportefølje består av de selskapene i FTSE-indeksene for de ovennevnte land som oppfyller nærmere bestemte krav til miljørapportering eller miljøstyringssystem. 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/Oceania. Landvektene innenfor hver region bestemmes av markedsverdien til de bedriftene som oppfyller kriteriene. Innenfor hvert enkelt land vektet de godkjente selskapene i forhold til sin markedsverdi. Regionvektene i miljøporteføljens reba-

lanseres 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 referanseporteføljens, være i miljøporteføljens 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 referanseporteføljens.

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

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

8. FTSE lager referanseporteføljens for miljøporteføljens med utgangspunkt i FTSE All-World index 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 indeksleverandør for miljøporteføljens.

Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank

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

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 bekreftet av Norges Banks Revisjon. Norges Bank skal uten ugrunnet opphold varsle departementet dersom det har funnet sted eller ventes å finne sted vesentli-

ge 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 rammevilkå-

rene 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 investeringsmulighetene 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 motatt 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 instruksjoner 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 2002

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 2002. I tillegg til kostnadsdekning innenfor den øvre grensen godtgjøres Norges Bank for den del av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Organisasjonskart - Norges Bank



Norges Bank Kapitalforvaltning er organisert som et eget område i Norges Bank. Området omfatter tre avdelinger i front med direkte ansvar for investeringene, og fire støtteavdelinger.

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2001

Europa

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Belgia/Luxembourg			Frankrike		
ACKERMANS	9 898 156	0,125	ACCOR SA	194 158 435	0,300
AGFA GEVAERT NV	14 817 185	0,087	AIR LIQUIDE(L)	252 973 924	0,222
ALMANIJ(ALGEM MAATSCH VOOR NIJV) NV	18 213 847	0,031	ALCATEL SA	316 760 152	0,170
ARBED(ACIER REUN DE BURB-EICH-DUD) NV	5 590 192	0,050	ALSTOM	36 737 677	0,171
BARCO NV	1 720 495	0,044	ALTRAN TECHNOLOGIES	28 978 157	0,079
BEKAERT NV	10 142 001	0,132	APRIL GROUP	23 521 037	0,442
CIE NATLE A PORTEFEUILLE	10 442 555	0,055	ASS GEN DE FRANCE	54 845 120	0,069
COLRUYT SA	11 161 433	0,077	AVENTIS SA	1 221 665 096	0,244
DELHAIZE LE LION SA	75 993 962	0,177	AXA	749 335 026	0,233
DEXIA	145 952 105	0,113	BNP PARIBAS	989 040 318	0,278
D'IETTEREN SA	5 104 444	0,063	BOUYGUES	387 322 257	0,384
ELECTRABEL NV COM	193 448 155	0,190	BOUYGUES OFFSHORE S.A.	36 455 869	0,671
FORTIS	726 848 910	0,244	CANAL PLUS	1 313 617	0,036
GEVAERT NV	2 811 309	0,041	CAP GEMINI SOGETI	203 850 822	0,252
GIB GROUP SA	12 218 426	0,141	CARREFOUR SA	861 291 362	0,260
GROUPE BRUXELLES LAMBERT	34 642 667	0,053	CASINO GUICHARD PERRACHON	44 521 680	0,069
INTERBREW	95 312 371	0,091	CASTORAMA DUBOIS INVESTISSEMENT SA	182 610 558	0,252
KREDIETBANK NV	52 556 290	0,058	CHRISTIAN DIOR SA	123 111 864	0,246
MELEXIS NV	13 097 620	0,423	COMPAGNIE DE ST-GOBAIN	274 972 677	0,238
MOBISTAR SA	4 511 323	0,049	COMPAGNIE GENERALE D'INDUSTRIE ET		
SOCIETE EUROPEENNE DES SATELLITES	37 876 205	0,125	DE PARTICIPATION	12 895 075	0,064
SOLVAY ET CIE NV	39 582 651	0,087	CREDIT AGRICOLE SA	50 585 989	0,037
TESSENDERLO CHEMIE	7 466 819	0,120	CREDIT LYONNAIS SA	234 575 427	0,228
UCB SA	168 924 766	0,319	DASSAULT SYSTEMES SA	25 628 362	0,052
UMICORE	12 989 541	0,153	EQUANT NV	30 926 674	0,102
			ESI GROUP	9 093 667	1,140
Danmark			ESSILOR INTERNATIONAL SA	103 381 865	0,379
BRYGGERGRUPPEN A/S	1 063 371	0,080	ESSO (FRANCAISE)	3 637 905	0,048
CARLSBERG	17 941 784	0,079	EULER SA	7 466 899	0,063
CHRISTIAN HANSEN'S HLDGS	7 800 740	0,380	EUROPEAN AERONAUTIC DEFENSE AND		
CODAN A/S	2 711 515	0,046	SPACE COMPANY	60 543 216	0,069
COLOPLAST A/S	20 682 568	0,158	FRANCE TELECOM	184 677 266	0,045
D/S 1912	29 094 105	0,047	GEMPLUS INTERNATIONAL SA	10 523 616	0,076
D/S SVENDBORG	27 183 632	0,047	GENERALE DE SANTE	24 213 395	0,541
DANIONICS A/S	3 112 499	0,407	GROUPE DANONE	414 660 844	0,254
DANISCO A/S	31 398 163	0,168	HAVAS ADVERTISING SA	33 000 955	0,167
DANSKE BANK A/S	492 173 905	0,467	HERMES INTERNATIONAL	23 141 397	0,045
DANSKE TRAEALSTKOM	2 483 884	0,106	INFOVISTA SA	4 916 174	0,825
DSV	20 918 335	0,470	IOLTECH	9 922 119	0,867
EAST ASIATIC CO	3 012 885	0,070	LAFARGE	205 219 597	0,188
FLS INDUSTRIES	2 813 711	0,081	LARARDERE SCA	107 722 995	0,208
GN STORE NORD	14 775 863	0,125	L'OREAL SA	557 376 385	0,131
GROUP 4 FALCK A/S	75 821 253	0,366	LVMH MOET-HENNESSY LOUIS VUITTON	232 732 222	0,130
H. LUNDBECK A/S	29 666 952	0,055	M6-METROPOLE TELEVISION	14 036 684	0,042
ISS A/S	30 095 661	0,161	MARINE-WENDEL SA	4 887 425	0,051
JYSKE BANK(AS)	10 776 628	0,157	MARIONNAUD PARFUMERIES	21 172 759	0,325
KOBENHAVN LUFTHAVNE AS	2 951 961	0,056	MICHELIN (CGDE)	205 467 069	0,531
NAVISON	48 967 624	0,567	NEOPOST SA	23 394 588	0,295
NEG MICON	20 527 552	0,352	OBERTHUR CARD SYSTEMS	13 365 749	0,254
NKT HOLDING A/S	4 103 699	0,142	ORANGE SA	200 392 140	0,051
NOVO-NORDISK AS	233 867 718	0,212	PECHINEY	238 572 696	0,633
NOVOZYMES A/S	26 621 873	0,227	PENAUILLE POLYSERVICES	14 321 273	0,265
RADIOMETER A/S	7 104 662	0,303	PERNOD-RICARD	171 314 230	0,437
SOPHUS BERENDSEN	33 231 559	0,679	PEUGEOT SA	166 763 265	0,169
SPAR NORD BANK AS	1 037 592	0,058	PINAULT-PRINTEMPS-REDOUTE SA	328 922 333	0,233
SYDBANK	11 546 706	0,333	PINGUELY-HAULOTTE	9 707 899	0,321
TDC AS	103 642 961	0,150	RENAULT (REGIE NATIONALE DES USINES)	68 383 770	0,089
TOPDANMARK A/S	7 207 658	0,118	REXEL SA	12 719 224	0,050
VESTA WIND SYSTEMS A/S	135 010 568	0,526	SANOFI SYNTHELABO SA	1 135 721 045	0,232
WILLIAM DEMANT	40 130 487	0,230	SCHNEIDER ELECTRIC SA	278 284 362	0,269
			SILICON-ON-INSULATOR TECHNOLOGIES	56 319 886	0,566
Finland			SOCIETE GENERALE	295 968 295	0,137
ASKO OYJ	7 262 258	0,127	SOCIETE POUR L'INFORMATIQUE	11 749 699	1,665
ELISA COMMUNICATIONS OYJ	43 543 651	0,290	SOCIETE TELEVISION FRANCAISE 1	331 066 340	0,689
ETTEPLAN OYJ	1 425 499	0,729	SODEXHO ALLIANCE	164 216 028	0,269
FINNAIR A	1 197 898	0,047	SR TELEPERFORMANCE	20 328 117	0,323
FORTUM CORPORATION	14 590 037	0,045	ST MICROELECTRONICS NV	828 890 517	0,320
HUHTAMAKI VAN LEER OYJ	5 103 046	0,071	STEDIM	9 137 951	1,023
JAAKKO POYRY GROUP	3 833 274	0,215	SUEZ	690 379 475	0,249
KONE CORPORATION	9 942 555	0,090	TECHNIP-COFLEXIP	37 953 010	0,073
KONECRANES INTERNATIONAL CORP(KCI)	34 582 555	1,013	THALES EX THOMSON CSF	35 775 401	0,069
LASSILA & TIKANOJA PLC	2 177 779	0,096	THOMSON MULTIMEDIA	50 031 609	0,069
METSO OYJ	94 676 622	0,737	TOTAL FINA ELF SA	2 178 111 346	0,241
NOKIA OYJ	3 260 784 502	0,298	UNIBAIL SA	17 649 057	0,083
ORION-YHTYMA OY	2 407 775	0,044	UNION FINANCIER DE FRANC	5 488 100	0,126
OUTOKUMPU OY	30 282 867	0,257	USINOR	139 376 939	0,496
OYJ HARTWALL ABP	9 143 957	0,085	VALEO	161 772 458	0,545
PERLOS OYJ	7 442 941	0,152	VINCI	120 852 920	0,278
POHJOLA GROUP INSURANCE	2 377 828	0,036	VIVENDI ENVIRONNEMENT	123 653 124	0,119
SAMPO	47 222 426	0,121	VIVENDI UNIVERSAL SA	1 192 099 434	0,224
SATAMA INTERACTIVE	1 134 010	0,537			
SONERA CORPORATION OYJ	71 107 059	0,142	Hellas		
STORA ENSO OYJ	111 934 733	0,108	AEGEK SA	1 884 356	0,083
TECHNOMEN HOLDINGS OYJ	1 519 214	0,186	AKTOR	2 757 183	0,074
TELESTE CORP	3 989 800	0,238	ALPHA BANK SA	32 124 585	0,109
TIETO CORPORATION	58 675 911	0,296	ALPHA INVEST SA	649 492	0,024
TIETO-X OYJ	2 247 257	0,918	ALTEC SA INFORMATION & COMMUNICATION SYSTEMS	1 361 605	0,066
UPM-KYMMENE OY	190 626 917	0,247	ALUMINIUM CO OF GREECE	3 923 628	0,068
VACON OYJ	7 016 489	0,630	ANEK LINES SA	1 029 417	0,108
YIT-YHTYMA OY	6 468 650	0,204	ASPIS PRONIOIA SA	473 700	0,039

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2001

Europa

	Marketsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Marketsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
ATHENS MEDICAL CENTRE SA	1 658 450	0,073	BENETTON GROUP SPA	12 259 323	0,067
ATHENS STOCK EXCHANGE SA	2 947 234	0,089	BIPOP-CARIRE	22 677 240	0,078
ATHENS WATER SUPPLY AND SEWERAGE COMPANY SA	2 000 145	0,037	BREMO SPA	14 810 661	0,374
ATTICA ENTERPRISES	6 872 358	0,163	BULGARI SPA	52 678 432	0,259
BANK OF GREECE	4 882 965	0,087	CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	46 119 082	0,460
BANK OF PIRAEUS	13 603 861	0,102	CIR-COMPAGNIE INDUSTRIALI SPA	767 537	0,014
CHIPITA INTERNATIONAL SA	3 428 845	0,131	ENEL SPA	205 247 703	0,067
COCA COLA HELLENIC BOTTLING CO	20 196 162	0,066	ENI SPA	912 066 822	0,203
COMMERCIAL BANK OF GREECE	19 831 513	0,078	FIAT SPA	71 535 271	0,091
CORINTH PIPEWORKS SA	660 895	0,067	FINMECCANICA SPA	85 404 922	0,131
COSMOTE SA	10 943 086	0,036	FONDIARIA(LA)SPA	14 241 571	0,079
DELTA HOLDING COMPANY SA	2 076 707	0,080	GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	9 328 948	0,081
DUTY FREE SHOPS SA	3 201 312	0,066	HOLDING PARTECIPAZIONI INDUSTRIALI SPA	15 759 263	0,078
EFG EUROBANK	29 548 930	0,081	IFIL (FINANZIARIA DI PARTECIPAZIONI) SPA	13 529 435	0,081
EGNATIA BANK SA	2 757 310	0,102	INDUSTRIA MACCHINE AUTOMATICHE	20 783 515	0,838
ELAIS S A	1 502 340	0,074	INTETSA SPA	266 825 046	0,203
ELVAL(HELLENIC ALUMINIUM INDUSTRY)	4 565 931	0,127	ITALCEMENTI(FABBR RIUN CEM)SPA	11 074 694	0,089
ETBA BANK SA	2 337 435	0,038	ITALGAS SPA	36 993 396	0,126
ETHNIKI GENERAL INSURANCE COMPANY	666 530	0,024	MEDIASET	55 449 470	0,072
FOLLI FOLLIE	16 903 472	0,325	MEDIOBANCA SPA	51 242 330	0,066
FOURLIS HOLDING CO SA	574 300	0,063	MEDIOLANUM SPA	90 631 551	0,155
GENERAL CONSTRUCTION SA	1 584 436	0,083	OLIVETTI & C SPA	105 248 405	0,104
GERMANOS SA	2 585 050	0,074	PARMALAT FINANZIARIA SPA	15 994 311	0,083
GOODY'S	1 264 983	0,060	PIRELLI SPA	41 115 911	0,136
HALKOR SA	1 646 315	0,049	RAS	133 541 529	0,174
HELLAS CAN PACKAGING SA	419 823	0,039	RINASCENTE(LA)	8 086 519	0,087
HELLENIC PETROLEUM SA	9 045 993	0,062	ROLO BANCA 1473 SPA	21 094 724	0,032
HELLENIC SUGAR INDUSTRY SA	1 037 595	0,044	SAECO INTERNATIONAL GROUP	10 488 452	0,247
HELLENIC TECHNODOMIKI	6 430 765	0,130	SAIPEM	24 325 356	0,126
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	60 246 962	0,082	SAN PAOLO-IMI SPA	224 711 976	0,166
HERACLES GENERAL CEMENT	1 869 837	0,025	SEAT-PAGINE GIALLE SPA	32 914 219	0,041
HYATT REGENCY HOTELS & TOURISM SA	1 343 567	0,038	TELECOM ITALIA MOBILE (TIM) SPA	574 932 990	0,136
IASO SA	3 553 698	0,146	TELECOM ITALIA SPA	571 078 473	0,114
INFO QUEST SA	602 469	0,040	UNCREDITO ITALIANO SPA	297 270 227	0,164
INFORM P LYKOS SA	765 313	0,055			
INTERAMERICAN SA	153 513	0,004	Nederland		
INTRACOM SA	8 629 927	0,068	ABN-AMRO HLDGS NV	418 984 567	0,188
INTRALOT SA	1 235 742	0,026	AEGON NV	1 019 961 675	0,295
INTRASOFT SA	2 063 020	0,082	AKZO NOBEL NV	398 377 878	0,348
LAMBRAKIS MEDIA GROUP	1 170 094	0,045	ASML HOLDING NV	476 321 148	0,635
MJ.MAILLIA S.A.	2 253 218	0,074	BOSKALIS WSTMINS CVA	22 307 101	0,351
METKA SA	1 504 560	0,074	DRAKA HOLDINGS NV	18 479 173	0,292
MICHANIKI SA	706 056	0,034	DSM NV	43 731 138	0,139
MINOAN LINES	1 174 665	0,084	ELSEVIER NV	378 673 277	0,485
MYTILINEOS HLDGS	1 300 178	0,078	EXACT HOLDINGS NV	13 538 834	0,222
NAOUSSA SPINNING MILLS SA	764 594	0,049	FUGRO-MCCLELLAND CVA	26 975 008	0,476
NATIONAL BANK OF GREECE	113 569 794	0,233	GUCCI GROUP N V	36 245 406	0,046
NATIONAL INV BANK FOR IND DEV	813 628	0,024	HAGEMEYER NV	130 558 929	0,720
NOTOS COM HOLDINGS SA	236 590	0,039	HEIJMANS	26 198 175	0,760
PANAFON SA	15 213 480	0,061	HEINEKEN HOLDING NV	172 368 292	0,344
PAPASTRATOS CIGARETTES SA	4 045 978	0,130	HEINEKEN NV	272 618 300	0,205
POULLADES & PARTNERS SA	272 707	0,016	IHC CALAND NV	22 465 443	0,171
PUBLIC POWER CORP	5 155 275	0,023	ING GROEP NV	1 074 725 400	0,237
RADIO KORASSIDIS SA	247 590	0,039	KLM KONINKLIJKE LUCHTVAART MIJ NV	35 651 847	0,737
SARANTIS	534 989	0,057	KONINKLIJKE AHOLD NV	588 236 680	0,245
SILVER & BARYTE ORES MINING CO SA	1 780 808	0,077	KONINKLIJKE KPN NV	159 619 857	0,155
SINGULAR SA	2 918 016	0,074	KONINKLIJKE PHILIPS ELECTRONICS NV	1 319 526 958	0,389
TECHNIKI OLYMPIAKI SA	1 958 367	0,086	KONINKLIJKE VOLKER WESSELS STEVIN	22 831 461	0,369
TELESIS INVESTMENT BANK SA	1 494 906	0,066	KPNQWEST	11 941 448	0,054
TILETIPOS SA	404 973	0,039	LIBERTEL NV	25 821 016	0,100
TITAN CEMENT COMPANY	16 830 394	0,139	NUMICO (KONINKLIJKE) NV	55 571 231	0,166
UNISYSTEMS SA	971 676	0,081	PINKROCCADE NV	19 584 454	0,432
VIOHALCO	18 187 547	0,130	QIAGEN NV	74 012 071	0,304
			ROYAL DUTCH PETROLEUM	1 996 443 845	0,209
Irland			TELE ATLAS BV	6 946 890	1,200
ALLIED IRISH BANKS	441 082 270	0,479	TNT POST GROUP NV	276 924 867	0,298
ANGLO IRISH BANNK CORPORATION	60 984 331	0,062	UNILEVER NV	418 793 452	0,139
BANK OF IRELAND	372 253 638	0,444	UNITED PAN-EUROPE COMMUNICATIONS NV	2 740 791	0,149
CBT GROUP	20 243 477	0,161	VEDIOR NV-CVA	149 307 835	0,866
CRH PLC	310 053 447	0,376	VNU NV	383 437 622	0,585
DCC PLC	38 131 019	0,474	WOLTERS KLUWER NV	120 200 035	0,208
ELAN CORP	318 636 464	0,228			
INDEPENDENT NEWSPAPERS	11 799 239	0,123	Portugal		
IONA TECHNOLOGIES	39 831 960	0,801	BANCO COMERCIAL PORTUGUESE	88 926 132	0,105
IRISH LIFE AND PERMANENT	32 787 173	0,129	BANCO ESPR SANTO E COM DE LISBOA	6 869 301	0,030
KERRY GROUP	23 890 355	0,119	BPI SOCIEDADE GESTORA PARTIC SOCIAL	9 240 873	0,079
POWER LEISURE PLC	6 250 282	0,415	BRISA-AUTO-ESTRADAS DE PORTUGAL SA	33 924 061	0,166
RIVERDEP GROUP PLC	19 230 580	0,372	CIMPOR-CINENTOS DE PORTUGAL	24 504 309	0,116
RYANAIR HOLDINGS PLC	412 499 759	1,004	ELECTRICIDADE DE PORTUGAL SA	74 082 366	0,127
SMURFIT(JEFFERSON)GROUP	35 834 899	0,168	JERONIMO MARTINS	5 410 120	0,076
WATERFORD GLASS/WATERFORD WEDGWOOD	6 780 089	0,127	PORTUGAL TELECOM	463 166 465	0,528
			PT MULTIMEDIA SGPS	7 261 147	0,075
Italia			SONAE COM SGPS SA	1 143 962	0,026
ALITALIA LINEE	10 474 430	0,085	SONAE SGPS SA	16 500 984	0,128
ALLEANZA ASSICURAZIONI	214 639 349	0,257	VODAFONE TELECEL COMUNICACOES	102 413 543	0,663
ASSICURAZIONI GENERALI SPA	1 106 636 043	0,348			
AUTOSTRADA SPA	108 721 330	0,148	Spania		
BANCA DI ROMA SPA	19 244 223	0,079	ACCIONA SA	21 026 612	0,101
BANCA FIDEURAM	77 985 695	0,119	ACERALLIA CORPORACION SIDERURGICA	32 403 216	0,184
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	24 398 370	0,042	ACERINOX SA	57 847 467	0,322
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	30 515 997	0,078	ACS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y	51 036 006	0,364

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2001

Europa

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
AGUAS DE BARCELONA	26 736 554	0,167	CMG PLC	33 652 072	0,173
ALDEASA SA	14 919 173	0,520	COBHAM	38 384 768	0,273
ALTADIS SA	177 465 145	0,381	COLT TELECOM GROUP PLC	26 652 966	0,119
AMADEUS GLOBAL TRAVEL DISTRIBUTION	26 189 651	0,086	COMPASS GROUP PLC	304 527 803	0,205
AUMAR AUTOPISTAS DE MARE	27 989 981	0,214	COOKSON GROUP	18 224 975	0,200
AUTOPISTAS C E S A	34 078 838	0,131	CORUS GROUP PLC	60 963 068	0,208
BANCO BILBAO VIZCAYA S A	719 999 279	0,203	COUNTRYWIDE ASSURED GROUP PLC	22 459 246	0,428
BANCO POPULAR ESPANOL SA	222 931 714	0,349	COURTS PLC	6 070 067	0,408
BANCO SANTANDER CENTRAL HISP	463 351 390	0,132	CRODA INTERNATIONAL	17 779 421	0,441
BANKINTER SA	72 896 221	0,369	DAILY MAIL & GENERAL TRUST	195 963 328	0,522
CORPORACION FINANCIERA ALBA	29 686 984	0,203	DAIRY CREST GROUP PLC	8 194 590	0,125
ENDESA S A	323 135 977	0,218	DAVIS SERVICE GROUP	18 321 158	0,250
FOMENTO DE CONSTRUCTION Y CONTRAS SA	34 345 276	0,154	DE LA RUE PLC	20 605 592	0,180
GAS NATURAL SDG SA	87 469 794	0,131	DIAGEO	729 011 016	0,210
GRUPO AUXILIAR METALURGICO	21 123 032	0,212	DIAGONAL PLC	5 352 102	0,453
GRUPO DRAGADOS SA	18 503 373	0,089	DIALOG SEMICONDUCTOR PLC	6 321 501	0,222
GRUPO PRISA SA	43 755 018	0,238	DIMENSION DATA HOLDINGS PLC	42 806 529	0,307
IBERDROLA SA	177 031 161	0,168	DOMNICK HUNTER GRO	2 612 949	0,188
INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL SA	152 640 693	0,143	DRUCK HLDGS	1 745 960	0,157
INMOBILIARIA COLONIAL SA	10 291 982	0,197	EDINBURGH INVESTMENT TRUST	18 955 928	0,140
NH HOTELES SA	44 334 134	0,416	ELECTROCOMPONENTS	60 619 760	0,200
PROSEGUR COMP SEGURIDAD	19 787 660	0,273	ELEMENTIS (1998)	1 272 756	0,054
REPSOL YPS SA	402 702 309	0,252	EMAP	274 325 929	1,133
SOGECABLE SA	51 872 380	0,258	EMI GROUP	121 076 418	0,330
TELEFONICA SA	1 534 684 412	0,279	ENERGIS PLC	17 134 989	0,129
TERRA NETWORKS SA	48 263 968	0,106	ENTERPRISE OIL	61 633 325	0,210
UNION ELECTRICA FENOSA	116 248 536	0,263	EXCEL	62 646 356	0,206
ZELTIA SA	13 261 532	0,095	EXPRO INTL GROUP	16 439 764	0,495
Storbritannia			FENNER(J.H.)& CO(HLDGS)	8 516 369	0,547
3I GROUP PLC	112 875 781	0,166	FINDEL PLC	19 580 860	0,598
ABBAY NATIONAL PLC	359 558 307	0,195	FIRSTGROUP	19 189 243	0,119
ABBOT GROUP	14 593 862	0,521	FKI	28 673 188	0,205
AEA TECHNOLOGY	16 893 387	0,591	FOREIGN & COL INVESTMENT TRUST	38 772 721	0,140
AEGIS GROUP	26 234 463	0,196	FORTH PORTS	33 751 924	0,825
AGGREGATE INDUSTRIES	18 432 116	0,127	FRIENDS PROVIDENT PLC	70 863 576	0,159
ALBA	20 129 926	0,720	GALLAHER GROUP PLC	83 559 780	0,210
ALEXON GROUP ORD	13 667 440	0,984	GEEST	9 640 310	0,135
ALLIANCE & LEICESTER PLC	115 703 137	0,217	GENEMEDIX PLC	6 015 879	0,342
ALLIANCE TRUST	26 408 773	0,139	GKN	54 069 735	0,217
ALLIED DOMECOQ PLC	115 900 891	0,204	GLAXOSMITHKLINE PLC	3 593 932 014	0,257
AMEC	23 203 319	0,156	GO-AHEAD GROUP	18 750 631	0,475
AMERSHAM PLC	126 575 649	0,227	GOLDSHIELD GROUP PLC	18 112 295	0,691
AMVESCAP PLC	243 088 683	0,240	GRAINGER TRUST	22 322 180	0,806
ANGLO AMERICAN PLC	414 159 392	0,208	GRANADA PLC	230 034 118	0,444
ANTOFAGASTA HOLDINGS PLC	15 822 640	0,117	GREENE KING & SONS	18 314 631	0,270
ARM HOLDINGS PLC	127 276 975	0,268	GREGGS ORD	11 993 277	0,252
ARRIVA PLC	21 946 880	0,244	GUARDIAN IT	4 441 245	0,314
ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	51 569 960	0,099	GUS PLC	270 745 190	0,320
ASSOCIATED BRITISH PORTS HLDGS	16 447 922	0,092	HAMMERSON PLC	22 710 978	0,140
ASTRAZENECA GROUP PLC	1 927 906 139	0,273	HANSON	96 528 591	0,212
AWG	44 195 732	0,222	HAYS	93 493 865	0,199
AZLAN GROUP PLC	10 456 179	0,550	HBOS PLC	622 618 006	0,169
BABCOCK INTERNATIONAL GROUP PLC	18 360 320	0,997	HEADLAM GROUP	21 981 995	0,749
BAE SYSTEMS PLC	127 704 886	0,104	HELPHIRE GROUP PLC	4 542 759	0,266
BALFOUR BEATTY	20 324 933	0,219	HIGHBURY HOUSE COMMUNICATIONS PLC	5 785 366	0,697
BARCLAYS	1 340 166 772	0,274	HILTON GROUP	88 651 740	0,204
BBA GROUP	146 478 637	0,873	HOLIDAYBREAK PLC	18 565 684	0,662
BESPAK	25 879 024	1,301	HSBC HOLDINGS PLC	2 157 674 100	0,220
BG GROUP PLC	441 881 437	0,345	HUNTLEIGH TECHNOLOGY	16 614 477	0,687
BHP BILLITON PLC	240 366 674	0,228	ICAP	28 310 660	0,250
BOC GROUP	144 900 465	0,213	IMI	93 814 451	0,760
BOOTS CO	373 916 421	0,545	IMPERIAL CHEMICAL	76 958 371	0,214
BOVIS HOMES GROUP	13 802 874	0,240	IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	125 974 289	0,204
BP AMOCO PLC	4 243 994 735	0,269	INCHCAPE PLC	21 754 335	0,355
BPB INDUSTRIES	132 354 551	0,738	INNOGY HOLDINGS PLC	102 149 831	0,365
BPP HLDGS ORD	15 859 648	0,880	INTERIOR SERVICES GROUP PLC	6 180 343	0,638
BRADFORD & BINGLEY PLC	57 582 891	0,227	INTERMEDIATE CAP	19 189 243	0,342
BRAMBLES INDUSTRIES(UK)	65 094 830	0,203	INTERNATIONAL POWER	196 866 113	0,667
BRITISH AIRWAYS	28 524 190	0,104	INVENSYS PLC	112 464 361	0,207
BRITISH AMERICAN TOBACCO	261 408 796	0,158	ITNET	12 975 583	0,559
BRITISH ENERGY PLC	47 850 897	0,252	JIB SPORTS PLC	21 085 323	0,142
BRITISH LAND CO PLC	147 795 591	0,468	JOHN DAVID SPORTS	493 601	0,027
BRITISH SKY BROADCASTING	389 792 863	0,209	JOHNSTON MATTHEY	56 723 242	0,208
BT GROUP PLC	920 213 005	0,321	JOHNSTON PRESS	17 451 441	0,187
BTG PLC	33 501 291	0,326	KIDDE PLC	8 746 117	0,124
BUNZL	52 835 666	0,200	KINGFISHER	162 943 301	0,241
BUSINESS POST GROUP	13 177 919	0,566	LAND SECURITIES	119 625 235	0,224
BAA	240 938 957	0,316	LATTICE GROUP PLC	372 482 092	0,517
CABLE & WIRELESS	210 492 464	0,182	LEGAL & GENERAL GROUP PLC	384 617 406	0,360
CADBURY SCHWEPES PLC	254 506 078	0,217	LEX SERVICE	17 100 618	0,216
CALEDONIA INVESTMENTS	11 522 244	0,141	LLOYDS TSB GROUP	1 288 268 859	0,238
CAPITA GROUP	165 521 840	0,393	LOGICA	118 371 655	0,317
CAPITAL RADIO	19 807 672	0,244	LONDON MERCHANT SECURITIES	16 470 127	0,276
CARE UK PLC	7 397 318	0,648	LONMIN PLC	181 398 789	0,794
CARILLION PLC	9 137 735	0,235	MARCONI PLC	25 768 767	0,170
CARLTON COMMUNICATIONS	42 350 920	0,199	MARKS & SPENCER	450 880 942	0,333
CENTRICA PLC	236 582 136	0,203	MARLBOROUGH STIRLING PLC	8 028 153	0,132
CGNU	495 705 795	0,198	MARSHALLS	14 656 613	0,281
CHRYSALIS GROUP PLC	18 862 242	0,341	MATALAN PLC	16 486 895	0,086
CHUBB PLC	130 745 306	0,703	MCALPINE(ALFRED)	15 941 757	0,266
			MEGGITT HLDGS	18 797 625	0,263

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2001

Europa

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
MENTMORE ABBEY PLC	13 595 696	0,404	WHITBREAD PLC	43 207 615	0,204
MERANT PLC	15 867 023	0,815	WILMINGTON GROUP PLC	6 957 176	0,492
MILLENNIUM & COPTHORNE HOTELS	36 877 993	0,372	WIMPEY(GEORGE)	17 152 833	0,161
MISYS PLC	41 188 120	0,169	WITAN INVESTMENT COMPANY	25 255 231	0,140
MITIE GROUP PLC	15 909 449	0,263	WOLSELEY	91 867 915	0,213
MMO2 PLC	412 901 705	0,422	WOLVERHAMPTON & DUDLEY BREWERIES	26 202 454	0,371
MOWLEM JOHN & CO	44 959 785	1,208	WOOLWORTHS GROUP	31 281 832	0,362
NATIONAL GRID	195 501 204	0,236	WPP GROUP	225 709 783	0,200
NDS GROUP PLC	32 189 064	0,339	WSP HOLDINGS	14 582 845	0,635
NESTOR-BNA	10 720 521	0,173	XANSA PLC	34 757 198	0,231
NEW DIXONS GROUP PLC	119 896 431	0,202	YULE CATTO & CO	14 391 932	0,342
NEXT PLC	80 088 070	0,207			
NORTHERN ROCK	47 795 609	0,138	Sveits		
NORTHGATE PLC	15 096 647	0,389	ABB LTD	180 379 798	0,180
OLD MUTUAL PLC	155 291 734	0,363	ADECCO SA	309 062 395	0,347
ORCHESTREAM HOLDINGS PLC	776 055	0,222	BALOISE-HOLDING LTD	49 908 013	0,111
P & O	43 575 561	0,207	BANK SARASIN & CIE	9 669 278	0,128
P&O PRINCESS CRUISES PLC	73 524 510	0,203	BANQUE CANTONALE VAUDOISE	43 109 625	0,604
PARAGON GROUP CO PLC	20 228 660	0,494	BARRY CALLEBAUT AG	22 731 819	0,498
PEARSON	234 826 637	0,286	CHARLES VOGELÉ HOLDING AG	6 887 816	0,228
PENNON GROUP PLC	19 825 621	0,183	CIBA SPECIALITY CHEMICALS	65 805 296	0,181
PERSIMMON	15 067 472	0,109	CLARIANT	43 913 879	0,171
PHS GROUP PLC	20 267 518	0,334	COMPAGNIE FINANCIERE RICHEMONT AG	346 561 428	0,366
POWER LEISURE PLC	4 841 204	0,309	CONVERIUM HLDGS	26 157 494	0,150
POWERGEN PLC	129 737 077	0,202	CREDIT SUISSE GROUP	1 249 494 847	0,137
PREMIER FARNELL	22 324 480	0,198	DISETRONIC HOLDING AG	15 085 533	0,105
PREMIER OIL PLC	10 932 647	0,323	FORBO HLDG	27 281 154	0,684
PROVIDENT FINANCIAL	29 147 643	0,141	GIVAUDAN AG	40 193 642	0,175
PRUDENTIAL CORPORATION PLC	558 234 891	0,271	GURIT-HEBERLIEN AG	32 086 634	0,860
RAILTRACK GROUP PLC	9 084 498	0,193	HOLCIM LTD	194 501 998	0,253
RANK GROUP PLC	55 272 806	0,311	KABA HOLDINGS AG	26 638 669	0,337
RECKITT BENCKISER PLC	167 923 105	0,205	LINDT & SPRUENGLI AG	25 120 270	0,232
REED HEALTH GROUP PLC	551 528	0,111	LOGITECH INTERNATIONAL SA	17 393 761	0,114
REED INTERNATIONAL PLC	193 094 300	0,206	LONZA GROUP AG	42 946 451	0,133
RENISHAW	17 616 077	0,412	MICRONAS SEMICONDUCTOR HLDG AG	5 215 017	0,130
RENTOKIL INITIAL	144 732 338	0,206	NESTLE SA	1 713 670 083	0,235
REUTERS GROUP	433 526 049	0,342	NEXTROM HOLDING AG	6 010 767	1,994
REXAM PLC	308 322 337	1,467	NOVARTIS AG	2 089 705 034	0,257
RIO TINTO	392 293 660	0,215	ORIDION SYSTEMS LTD	4 181 576	0,746
RM PLC	15 501 514	0,533	PARGESA HLDGS SA	12 651 540	0,044
RMC GROUP	44 568 968	0,209	PHONAK HOLDING AG	27 610 688	0,211
ROLLS-ROYCE	34 767 065	0,100	ROCHE HOLDING AG-GENUSSS	1 346 335 171	0,247
ROYAL & SUN ALLIANCE INSURANCE GROUP PLC	130 907 049	0,177	SCHINDLER-HLDG AG	38 772 570	0,238
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	1 797 554 600	0,277	SCHWEIZERISCHE LEBENSVERSICHERUNGS & RENTENANSTALT	63 473 764	0,146
SAFeway PLC	90 328 439	0,206	SERONO AG	127 068 683	0,108
SAGE GROUP PLC	65 663 360	0,174	SEZ HOLDING AG	4 359 958	0,084
SAINSBURY (J)	360 647 604	0,392	SOIETE GEN DE SURVEIL HOLDINGS SA	2 145 136	0,019
SCHRODERS PLC	61 018 404	0,188	STRAUMANN HOLDING AG	27 907 810	0,266
SCOT & NEWCASTLE	90 523 059	0,204	SWATCH GROUP AG	112 184 568	0,217
SCOTTISH & SOUTHERN ENERGY	139 150 027	0,204	SWISS REINSURANCE	680 896 597	0,239
SCOTTISH INVESTMENT TRUST	15 990 243	0,142	SWISSCOM AG	337 745 976	0,188
SCOTTISH MORTGAGE & TRUST	20 397 126	0,142	SYNGENTA AG	210 225 555	0,409
SCOTTISH POWER PLC	205 431 531	0,224	SYNTHES-STRATEC INC	105 989 345	0,155
SECURICOR GROUP PLC	85 755 694	0,895	UBS AG	1 197 588 290	0,213
SERCO GROUP	161 673 268	0,865	UNAXIS HOLDING AG	15 361 688	0,121
SEVERN TRENT PLC	65 257 961	0,203	ZEHNDER GROUP	8 412 427	0,563
SHELL TRANSP&TRDG	2 106 956 638	0,348	ZURICH FINANCIAL SERVICES AG	361 705 149	0,208
SHIRE PHARMACEUTICALS GROUP	101 480 790	0,188			
SIG PLC	14 698 699	0,338	Sverige		
SINGER & FRIEDLANDER GROUP PLC	19 218 614	0,340	ASSA ABLÖY AB	111 607 618	0,258
SIX CONTINENTS PLC	158 564 957	0,206	ASSIDOMAN AB	41 454 156	0,194
SLOUGH ESTATES	24 201 510	0,135	ATLAS COPCO AB	205 352 616	0,499
SMITH & NEPHEW PLC	289 264 925	0,581	BLACORE INTERNATIONAL	872 158	0,031
SMITHS GROUP	102 553 559	0,209	BIOINVENT AB	1 265 484	0,142
SOUTH AFRICAN BREWERIES	97 646 728	0,190	BOSS MEDIA AB	3 673 325	0,432
SPIRENT PLC	32 777 235	0,172	CAPIO AB	31 291 926	0,739
SSL INTERNATIONAL	76 275 344	0,571	CARDO AB	3 377 475	0,083
ST JAMES PLACE CAPITAL PLC	17 133 252	0,087	CLAS OHLSON AB	2 856 062	0,076
STAGECOACH GROUP PLC	18 497 107	0,145	DROTT AB	4 617 308	0,049
STANDARD CHARTERED	457 310 758	0,380	ELECTROLUX AB	84 386 114	0,173
STANLEY LEISURE ORGANISATION	15 664 688	0,445	ENIRO AB	20 509 377	0,182
SVB HOLDINGS PLC	6 964 259	0,569	EPSILON AB	2 418 956	0,876
TATE & LYLE	43 252 283	0,199	ESSELTE AB	1 607 507	0,117
TAYLOR WOODROW	11 095 821	0,091	EUROPOLITAN VODAFONE	16 730 568	0,068
TELEWEST PLC	30 175 369	0,129	FORENINGS SPARBANKEN	494 202 105	0,842
TESCO PLC	469 586 558	0,208	GAMBRO AB	82 625 299	0,427
TOMKINS PLC	44 203 162	0,206	GETINGE AB	4 412 094	0,064
TRAVIS PERKINS	11 082 767	0,089	GRANGES AB	6 156 411	0,138
TRINITY MIRROR	13 331 302	0,086	GUNNEBO AB	7 030 707	0,307
TT ELECTRONICS PLC	17 364 959	0,549	HENNES & MAURITZ AB	232 763 998	0,172
ULTRA ELECTRONIC HOLDINGS PLC	11 334 054	0,351	HIQ INTERNATIONAL	3 947 798	0,437
UNILEVER PLC	775 547 982	0,362	INDUSTRIAL & FINANCIAL SYSTEMS	2 642 126	0,139
UNITED BUSINESS MEDIA PLC	57 375 366	0,270	INDUSTRIVARDEN AB	42 184 454	0,176
UNITED SCIENTIFIC HOLDINGS	14 685 645	0,830	INTENTIA INTERNATIONAL AB	1 368 091	0,069
UNITED UTILITIES	119 971 585	0,272	INVESTOR AB	102 653 548	0,137
VICTREX PLC	4 079 346	0,126	JC AB	2 790 906	0,689
VODAFONE GROUP PLC	4 190 794 611	0,263	KARO BIO AB	3 490 770	0,096
VOSPER THORNYCROFT HLDGS	32 149 703	0,457	KINNEVIK INVESTMENTS AB	15 613 768	0,177
W H SMITH GROUP	53 752 926	0,339	METRO INTERNATIONAL SA	12 718 974	0,354
WASTE RECYCLING GROUP PLC	16 604 545	0,247	MICRONIC LASER SYSTEMS AB	18 216 256	0,584
WEMBLEY	16 271 695	0,492			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2001

Europa

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
MO OCH DOMSJO AB	35 449 345	0,218	EPCOS AG	88 334 214	0,305
MODERN TIMES GROUP	18 662 703	0,146	FRESENIUS AG	23 550 599	0,158
MUNTERS AB	4 923 846	0,132	FRESENIUS MEDICAL CARE	67 940 755	0,137
NETCOM SYSTEMS	50 901 944	0,109	GEHE AG	18 177 207	0,072
NOBELPHARMA	14 086 264	0,149	HANNOVER RUECKVERSICHERUNGS AG	43 676 729	0,251
NORDEA	297 182 715	0,210	HEIDELBERG(PORTLAND-ZEMENTWERKE)AG	21 047 843	0,079
OBSERVER AB	4 719 915	0,144	HENKEL KGAA	83 428 958	0,121
PERBIO SCIENCE AB	25 080 652	0,474	INFINEON TECHNOLOGIES AG	228 586 141	0,199
POOLIA AB	4 070 072	0,422	KARSTADT QUELLE AG	28 347 083	0,068
PROFFICE AB	3 291 970	0,159	LINDE AG	52 674 113	0,122
PYROSEQUENCING AB	1 282 586	0,115	LUFTHANSA AG	55 115 980	0,121
Q-MED AB	3 719 498	0,101	MAN AG	26 846 596	0,103
SANDVIK AB	86 952 262	0,175	MARSCHOLLEK LAUTENSCHLAEGER UND PTR	254 357 835	0,492
SAS AB	10 136 764	0,106	MERCK KGAA	36 742 143	0,246
SCANIA AB	19 522 523	0,060	METRO AG	139 053 135	0,134
SECURITAS	392 619 458	0,672	MG TECHNOLOGIES AG AG	72 802 265	0,505
SEMCON AB	1 688 738	0,288	MUNCHENER RUCKVERS	540 114 153	0,125
SKANDIA FORSAKRINGS AB	201 922 062	0,303	NORDEX AG	12 525 244	0,453
SKANDINAVISKA ENSKLIDA BK	107 713 042	0,188	PLAMBECK NEUE ENERGIEN-REG	11 878 994	0,469
SKANSKA AB	39 999 528	0,177	PORSCHE AG	29 742 021	0,100
SKF AB	47 869 846	0,249	PREUSSAG AG	48 732 934	0,124
SSAB SVENSKT STAL	19 540 566	0,224	RHON KLINIKUM AG	41 047 260	0,341
SVENSKA CELLULOSA	80 024 653	0,141	RWE AG	233 281 132	0,125
SVENSKA HANDELSBANKEN AB	169 538 810	0,181	SAP AG	771 111 052	0,209
SWEDISH MATCH AB	35 600 767	0,202	SCHERING AG	196 383 117	0,104
TELEFONAKTIEBOLAGET LM ERICSSON AB	1 167 677 715	0,296	SIEMENS AG	1 193 065 122	0,226
TELELOGIC AB	3 505 734	0,265	SUESS MICROTREC AG	13 017 135	0,387
TELIA AB	50 221 107	0,042	TECHEM AG	29 795 399	0,623
TRANSCOM WORLDWIDE SA	2 441 875	0,324	TECHNOTRANS AG	5 054 373	0,797
TRELLEBORG AB	8 259 851	0,153	THYSSEN KRUPP AG	86 768 127	0,129
TV 4 AB	1 641 710	0,050	VOLKSWAGEN AG	264 815 350	0,182
VOLVO AB	189 746 376	0,289	WEDECO AG WATER TECHNOLOGY	19 019 114	0,614
WIHLBORG & SON AB	2 914 034	0,077			
WM-DATA AB	4 497 600	0,061			
Tyrkia			Østerrike		
AK ENERJI	2 678 020	0,075	AUSTRIAN AIRLINES	827 968	0,039
AKBANK T A S	6 305 660	0,028	BOEHLER UDDEHOLM	5 143 884	0,130
AKCANSI CIMENTO AS	668 780	0,030	BRAU UNION GOSS REININGHAUS OSTERRE AUSH100	2 214 435	0,070
AKSA AKRILIK KIMYA SANAYII	887 682	0,035	BWT AG (BENCKISER W)	2 085 701	0,060
AKSIGORTA	871 186	0,035	ERSTE BANK DER OSTERREICHISCHEN SPARKASSEN AG	9 995 347	0,042
ALARKO HOLDING	1 611 964	0,057	EVN AG	7 089 600	0,053
ANADOLU EFES BIRACILIK VE	5 956 790	0,053	FLUGHAFEN WIEN AG	2 334 943	0,052
ARCELIK AS	3 176 154	0,037	IMMOFINANZ IMMOBILIEN ANLAGEN AG	5 808 725	0,108
AYGAZ AS	1 054 122	0,027	LENZING AG	1 354 256	0,063
BSH PROFILO ELEKTRIKLI GEREK	896 346	0,027	MAYR-MELNHOF KARTON AG	3 923 978	0,081
DOGAN SIRKETLER GRUBU HLDG AS	2 020 979	0,057	OESTERREICHISCHE BRAU-AG	1 766 501	0,064
EREGLI DEMIR VE CELIK FABRIK	2 919 973	0,059	OESTERREICHISCHE EL WIRTSCH	12 934 138	0,128
FORD OTOMOBIL SANAYII AS	1 872 874	0,027	OMV AG	158 013 774	0,779
HACI OMER SABANCI HLDGS A.S.	5 941 159	0,021	PALFINGER AG	503 329	0,029
HURRIYET GAZETECILIK VE MATBAACILIK AS	684 425	0,026	RHI AG	1 865 702	0,162
IHLAS HOLDING AS	23 028	0,012	TELEKOM AUSTRIA AG	15 183 591	0,117
KOC HOLDING AS	4 489 780	0,019	VA TECHNOLOGIE A	3 475 981	0,118
MIGROS TURK TAS	2 890 360	0,041	VOEST-ALPINE AG	7 512 087	0,093
NETAS-NORTHERN ELEKTRIK TELEKOMUNIKASYON AS	680 020	0,033	WIENERBERGER AG	7 422 615	0,086
TOFAS(TURK OTOMOBIL FAB)	1 238 853	0,023			
TRAKYA CAM SANAYII AS	673 351	0,022			
TUPRAS-TURKIYE PETROL RAFINERILERI AS	10 023 840	0,053			
TURK SISE VE CAM FABRIKALARI AS	1 245 593	0,041			
TURKIYE GARANTI BANKASI	5 608 808	0,047			
TURKIYE IS BANKASI	28 384 575	0,072			
VESTEL ELECTRONIC SANAYI VE TICARET AS	1 811 656	0,050			
YAPI KREDI BANKASI	12 914 718	0,063			
Tyskland					
ADIDAS - SALOMON AG	59 806 739	0,195			
AIXTRON AG	45 754 358	0,348			
ALLIANZ AG	1 215 154 184	0,237			
ALTANA AG	67 301 884	0,107			
AMADEUS AG PERSONALDIENSTLEIST	8 445 653	1,137			
AMB GENERALI HOLDING AG	19 817 905	0,039			
AWD HOLDINGS AG	77 602 244	0,949			
AXA KONZERN AG	2 865 756	0,019			
BASF AG	396 451 451	0,196			
BAYER AG	435 736 004	0,209			
BAYERISCHE HYPO-UND VEREINSBANK AG	251 741 335	0,176			
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	422 808 547	0,206			
BEIERSDORF	125 160 840	0,146			
BILFINGER BERGER AG	43 998 403	0,608			
CELANESE AG	47 041 464	0,557			
COMMERZBANK AG	59 115 805	0,079			
CONTINENTAL AG	27 642 473	0,185			
DAB BANK AG	20 188 578	0,292			
DAIMLERCHRYSLER AG	1 130 159 537	0,292			
DEGUSSA AG	33 322 864	0,072			
DEUTSCHE BANK AG	955 770 183	0,245			
DEUTSCHE PFANDBRIEF UND HYPOTHEKEN	314 839 401	1,725			
DEUTSCHE POST AG	53 426 557	0,040			
DEUTSCHE TELEKOM AG	970 489 381	0,150			
E ON AG	840 634 957	0,263			
ELMOS SEMICONDUCTOR AG	11 741 721	0,542			

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2001

Amerika

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Brasil			MDS INC	8 127 531	0,055
AMBEV CIA DE BEBID	33 760 698	0,049	METHANEX CORP	6 116 073	0,094
ARACRUZ CELULOSE SA	7 946 704	0,056	MITEL CORP	3 963 510	0,031
BANCO BRADESCO SA	18 746 847	0,029	MOLSON COS	10 224 882	0,054
BANCO DO BRASIL	3 340 982	0,011	NATIONAL BANK OF CANADA	99 839 487	0,314
BANCO ITAU SA	10 225 956	0,013	NEXEN INC	14 691 985	0,069
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA	10 909 707	0,016	NEXFOR INC	4 202 778	0,071
CESP-CIA ENER SAO PAULO-PREF	1 942 887	0,038	NORANDA INC	12 245 197	0,061
CIA BRAS DE DISTRIBUICAO GRUPO PAO DE ACUCAR	3 025 485	0,026	NORSKE SKOG CANADA LIMITED	2 364 051	0,035
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS (CEMIG)	9 933 401	0,050	NORTEL NETWORKS CORPORATION	129 379 244	0,060
CIA PARANAENSE DE ENERGIA-COPEL	6 680 121	0,039	NOVA CHEMICALS CORPORATION	10 950 932	0,074
COMPANHIA SIDERURGICA NACIONAL	7 532 908	0,074	POWER FINANCIAL CORP	12 499 779	0,017
COMPANHIA VALE DO RIO DOCE	23 375 125	0,030	PANCANADIAN ENERGY CORPORATION	43 292 767	0,073
ELETROPOLITANA METROPOLITANA ELETRICID	806 521	0,008	PETRO-CANADA	42 530 483	0,073
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA SA	19 472 303	0,062	PLACER DOME INC	23 603 686	0,074
EMBRATEL PARTICIPACOES SA	8 962 451	0,068	POTASH CORP OF SASKATCHEWAN	39 880 033	0,140
GERDAU SA	1 271 035	0,014	POWER CORP OF CANADA	14 228 726	0,033
GLOBO CABO SA	1 091 105	0,014	QLT PHOTOTHERAPEUTICS INC	8 679 395	0,056
ITAUSA-INVESTIMENTOS ITAU-PR	11 584 798	0,037	QUEBECOR INC	4 922 802	0,070
LIGHT SERVICOS DE ELECTRICIDADE SA	3 125 988	0,047	RESEARCH IN MOTION LIMITED	4 654 480	0,028
PETROBRAS DISTRIBUIDORA SA	2 321 312	0,040	ROGERS COMMUNICATIONS INC	16 202 228	0,050
PETROLEO BRASILEIRO SA PETROBRAS	106 260 686	0,048	ROYAL BANK OF CANADA	178 023 183	0,091
SOUZA CRUZ SA	3 950 459	0,023	ROYAL GROUP TECHNOLOGIES	9 517 930	0,077
TELE CENTRO OESTE CELULAR PARTICIPACOES SA	1 469 096	0,016	SAPUTO INC	7 238 308	0,044
TELE CENTRO SUL PARTICIPACOES SA	10 344 291	0,042	SEARS CANADA INC	6 585 169	0,058
TELE NORTE LESTE PARTICIPACOES SA	31 781 013	0,063	SHAW COMMUNICATIONS	31 954 094	0,077
TELE SUDESTE CELULAR PARTICIPACOES SA	588 118	0,007	SHELL CANADA	15 320 370	0,022
TELECOMUNICACOES DE SAO PAULO	586 721	0,001	SUN LIFE FINANCIAL SERVICES OF CANADA	30 806 464	0,037
TELEMAR NORTE LESTE SA	350 716	0,001	SUNCOR ENERGY INC	47 961 798	0,073
TELEPAR-TECECDO PARANA	1 779 635	0,007	TALISMAN ENERGY	33 444 845	0,074
TELESP CELULAR PARTICIPACOES SA	10 366 949	0,072	TECK COMINCO LIMITED	9 594 224	0,073
UNIBANCO UNIAO DE BANCOS BRASILEIRS	1 573 945	0,004	THOMSON CORPORATION	35 457 979	0,021
USINAS SIDERURGICAS DE MINAS GERAIS SA	1 026 028	0,020	TORONTO-DOMINION BANK	87 115 701	0,059
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL SA	4 252 119	0,035	TRANSALTA CORP	13 159 183	0,064
			TRANSCANADA PIPELINES	37 213 564	0,070
			TRILON FINANCIAL CORP	3 084 793	0,031
			TRIZEC HAHN CORPORATION	19 469 495	0,097
			WESTCOAST ENERGY INC	18 620 000	0,062
Canada			Mexico		
ABITIBI-CONSOLIDATED CORP INC	42 530 226	0,148	ALFA	565 540	0,010
AGRIUM INC	8 184 526	0,075	AMERICA MOVIL SA	57 273 163	0,051
ALBERTA ENERGY CO LTD	36 014 142	0,072	APASCO SA	7 967 986	0,068
ALCAN INC	110 466 112	0,107	CARSO GLOBAL TELECOM-A-1	52 410 510	0,072
ALCATEL CANADA INC	1 085 493	0,014	CEMEX SA DE CV	51 652 100	0,079
ALIANTE INCORPORATED	13 175 415	0,057	COCA COLA FEMSA S A	396 218	0,001
AMVESCAP INC	334 727	0,006	FOMENTO ECONOMICO MEXICANO SA DE CV	13 191 933	0,039
ATI TECHNOLOGIES INC	18 957 632	0,072	GRUPO BIMBO SA	3 539 557	0,014
BALLARD POWER SYSTEMS INC	13 915 888	0,050	GRUPO CARSO SA DE CV	18 672 089	0,070
BANK OF MONTREAL	88 036 706	0,089	GRUPO FINANCIERO BANCOMER SA DE CV	10 104 473	0,013
BANK OF NOVA SCOTIA	97 931 677	0,071	GRUPO FINANCIERO BANORTE SA DE CV	15 705 448	0,168
BARRICK GOLD CORPORATION	47 377 214	0,062	GRUPO MEXICO SA DE CV	4 132 729	0,075
BC GAS INC	5 970 552	0,075	GRUPO MODELO SA	6 021 285	0,046
BCE EMERGIS INCORPORATED	4 622 012	0,018	GRUPO SANBORNS SA	2 438 625	0,016
BCE INC COM NV	79 529 855	0,049	GRUPO TELEVISIA SA DE CV	28 695 317	0,033
BCT TELUS COMMUNICATIONS INC	16 582 494	0,041	KIMBERLY CLARK DE MEXICO	12 122 198	0,037
BIOVAIL CORPORATION	45 436 843	0,058	SAVIA SA DE CV	41 420	0,003
BOMBARDIER INC	68 251 696	0,054	TELEFONOS DE MEXICO	98 191 605	0,047
BPO PROPERTIES LTD	761 927	0,023	TUBOS DE ACERO DE MEXICO	3 471 753	0,065
BROOKFIELD PROPERTIES CORP	5 050 569	0,020	TV AZTECA	3 452 438	0,031
CAE INDUSTRIES	9 379 403	0,066	WALMART DE MEXICO	31 952 653	0,030
CAMECO CORPORATION	3 176 923	0,026			
CANADA LIFE FINANCIAL CORPORATION	13 347 711	0,033	USA		
CANADIAN IMP BANK	109 975 667	0,097	3 COM CORP	10 291 688	0,051
CANADIAN NATL RAILWAY CO	59 638 568	0,072	ABBOTT LABORATORIES	621 116 891	0,080
CANADIAN NATURAL RESOURCES	18 998 529	0,073	ACCENTURE LTD	42 579 790	0,051
CANADIAN TIRE CORP	7 710 361	0,098	ACE LIMITED	104 977 310	0,112
CANADIAN UTILITIES	6 712 359	0,038	ADC TELECOMMUNICATIONS	13 207 205	0,040
CELESTICA INC	53 078 676	0,079	ADOBE SYSTEMS INC	45 681 480	0,069
CGI GROUP INC	6 763 424	0,029	ADVANCED MICRO DEVICES INC	20 560 095	0,043
COGNOS INC	7 072 671	0,036	AES CORP	52 924 766	0,068
CP RAILWAY LIMITED	19 913 136	0,069	AETNA INC	23 745 125	0,056
CP SHIPS LIMITED	4 341 325	0,057	AFFILIATED COMPUTER SERVICES INC	38 076 417	0,070
DOFASCO INC	8 718 010	0,080	AFLAC INC	38 865 665	0,034
DMTAR INC	11 177 777	0,055	AGERE SYSTEMS INC	77 114 252	0,208
DUPONT CANADA INC	2 146 853	0,005	AGILENT TECHNOLOGIES INCORPORATED	85 265 656	0,072
EDPERBRASCAN CORP	15 781 423	0,057	AIR PRODUCTS & CHEMS INC	77 025 304	0,081
ENBRIDGE INC	27 217 153	0,069	ALBERTSONS INC	81 278 296	0,071
FAIRFAX FINANCIAL HLDGS	3 597 555	0,032	ALCOA INC	212 155 461	0,078
FAIRMONT HOTELS & RESORTS INC	9 793 356	0,057	ALKERMES INC	12 531 521	0,083
FALCON BRIDGE LTD	7 442 527	0,047	ALLEGHENY POWER SY	29 582 766	0,073
FINNING INTERNATIONAL INC	6 862 289	0,082	ALLIANCE CAPITAL MANAGEMENT L.P.	55 431 342	0,171
FORDING INC	6 006 821	0,071	ALLSTATE CORP	116 976 242	0,054
FOUR SEASONS HOTEL INC	8 434 398	0,065	ALLTEL CORP	114 813 734	0,067
FRANCO NEVADA MINING CORP	14 574 236	0,069	ALTERA CORPORATION	62 578 984	0,085
GEORGE WESTON LIMITED	21 209 896	0,028	AMAZON COMMUNICATIONS INC	21 258 004	0,059
GREAT WEST LIFE CO INC	5 030 236	0,007	AMBAC FINANCIAL GROUP INC	125 657 536	0,229
HUDSONS BAY CO	2 662 831	0,047	AMDOCS LTD	45 398 620	0,070
HUSKY ENERGY INC	8 938 528	0,023	AMERADA HESS CORP	22 210 758	0,045
IMPERIAL OIL	27 711 400	0,029	AMEREN CORPORATION	37 899 868	0,073
INCO	56 671 774	0,205	AMERICAN ELEC POWER CO INC	86 747 980	0,069
INVESTORS GROUP	10 835 902	0,029			
LOBLAW COS	23 474 098	0,029			
MAGNA INTERNATIONAL INC	41 643 232	0,089			
MANULIFE FINANCIAL CORPORATION	146 353 084	0,130			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2001

Amerika

	Marketsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Marketsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
AMERICAN EXPRESS CO	222 311 708	0,052	CIRCUIT CITY STORES INC	34 442 090	0,071
AMERICAN HOME PRODUCTS CORP	501 260 442	0,069	CIRRUS LOGIC INC COM STK NV	60 415 811	0,599
AMERICAN INTL GROUP INC	1 111 998 702	0,060	CISCO SYSTEMS	834 765 264	0,070
AMERICAN POWER CONVERSION	11 015 720	0,043	CITIGROUP INC	1 880 219 067	0,081
AMERICAN TELEPH & TELEGH CO	412 258 312	0,072	CITIZENS UTILITIES CO	18 430 476	0,069
AMGEN	315 417 113	0,060	CLEAR CHANNEL COMMUNICATIONS INC	186 387 134	0,068
AMR CORP	21 536 749	0,070	CLOROX CO	62 239 373	0,075
AMSOUTH BANCORP	21 777 665	0,035	CMBL S.A	20 469 373	0,076
AMYLIN PHARMACEUTICALS	26 187 380	0,473	CMS ENERGY CORP	20 101 804	0,070
ANADARKO PETROLEUM CORP	90 570 162	0,071	COCA COLA CO	773 311 192	0,074
ANALOG DEVICES INC	107 798 604	0,074	COCA COLA ENTERPRISES INC	40 465 690	0,054
ANDREW CORP	10 534 499	0,066	COLGATE-PALMOLIVE CO	213 496 891	0,075
ANHEUSER-BUSCH COS INC	263 888 594	0,074	COMCAST CORPORATION	215 639 490	0,073
ANNUITY & LIFE RE(HOLDINGS)	43 376 690	0,750	COMERICA INC	72 440 377	0,080
ANTHEM INC	30 135 567	0,066	COMMERCE ONE INC	1 021 449	0,011
AOL TIME WARNER INC	923 751 125	0,075	COMPAQ COMPUTER CORP	150 720 922	0,101
AON CORP	64 188 052	0,075	COMPUTER ASSOC INTERN INC	125 638 459	0,070
APACHE CORP	43 789 446	0,071	COMPUTER SCIENCES	58 746 610	0,079
APPLE COMPUTER CO INC	54 958 418	0,079	COMPUWARE CORP	17 049 839	0,043
APPLIED BIOSYSTEMS GROUP APP	45 621 801	0,061	COMVERSE TECHNOLOGY INC	31 039 464	0,083
APPLIED MATERIALS INC	183 965 715	0,062	CONAGRA INC	86 877 275	0,076
APPLIED MICROCIRCUITS CORPORATION	11 783 436	0,039	CONCORD EFS INC	166 273 889	0,112
ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	61 548 000	0,072	CONEXANT SYSTEMS INC	15 516 411	0,047
ARCHSTONE SMITH TRUST	26 643 086	0,066	CONOCO INC	115 508 762	0,073
ARIBA INC	1 547 023	0,011	CONSD EDISON INC	51 489 130	0,067
ARROW ELECTRONICS INC	20 850 858	0,078	CONSECO INC	8 386 433	0,061
ARTHUR J GALLAGHER & CO	43 796 945	0,167	CONSTELLATION ENERGY GROUP INC	21 227 792	0,054
ASHLAND OIL INC	18 733 038	0,066	COOPER INDUSTRIES INC	20 049 665	0,068
AT&T WIRELESS SERVICES INC	252 875 931	0,078	CORNING INC	30 439 578	0,040
ATMEL CORP	10 754 865	0,035	COSTCO WHOLESALE CORPORATION	126 052 697	0,070
AUTO DATA PROCESS INC	341 793 714	0,104	COUNTRYWIDE CREDIT INDUSTRIES INC	13 629 157	0,030
AUTONATION	33 434 849	0,093	COX COMMUNICATIONS	61 363 880	0,028
AUTOZONE INC	51 016 625	0,074	CSX CORP	44 723 090	0,067
AVAYA INC	13 082 778	0,042	CURTISS WRIGHT CORPORATION	1 139 023	0,027
AVERY DENNISON CP COM	41 637 108	0,075	CV THERAPEUTICS INC	44 429 367	0,380
AVNET INC	18 898 339	0,070	CVS CORP	100 178 476	0,097
AVON PRODUCTS INC	69 707 720	0,071	CYPRESS SEMICONDUCTOR CORP	10 549 576	0,049
BAKER HUGHES INC	78 360 484	0,071	DANA CORP	14 849 733	0,080
BANCO LATINOAMERICANO DE EXPORTACIONES SA	15 181 856	0,348	DANAHER CORPORATION	41 460 170	0,054
BANK OF AMERICAN CORPORATION	541 001 527	0,061	DARDEN RESTAURANTS	23 962 370	0,064
BANK OF NEW YORK CO INC	483 139 212	0,181	DDI CORP (CALIFORNIA)	18 640 044	0,441
BANK ONE CORPORATION	326 537 287	0,080	DEERE & CO	67 482 701	0,073
BANKNORTH GROUP	63 121 357	0,207	DELL COMPUTERS	466 751 671	0,073
BAUSCH & LOMB INC	13 971 395	0,078	DELPHI AUTOMOTIVE SYSTEMS	63 334 012	0,091
BAXTER INTERNATIONAL INC	247 235 649	0,087	DELTA AIR LINES INC	22 403 042	0,069
BB&T CORP	48 486 598	0,033	DIAMOND OFFSHORE DRILLING	12 105 021	0,034
BEA SYSTEMS INC	31 257 730	0,056	DOLLAR GENERAL CORP	27 687 359	0,062
BEAR STEARNS COS INC	20 042 719	0,040	DOMINION RESOURCES INC (VIRGINIA)	91 830 030	0,065
BECKMAN INSTRUMENTS INC	53 398 841	0,221	DONNELLEY (RR) & SONS CO	17 163 181	0,056
BECTON DICKINSON & COMPANY	94 844 702	0,123	DOVER CORPORATION	46 434 429	0,069
BELLSOUTH CORP	537 127 541	0,084	DOW CHEMICAL CO	211 991 109	0,078
BERKSHIRE HATHAWAY INC	322 765 174	0,031	DOW JONES & CO INC	16 736 372	0,043
BEST BUY CO INC	122 215 877	0,086	DRS TECHNOLOGIES INC	11 319 330	0,225
BEVERLY ENTERPRISES INC W/	29 631 358	0,368	DTE ENERGY INC	43 104 785	0,070
BIOGEN INC	48 571 144	0,064	DU PONT(E I)DE NEMOURS & CO	309 183 893	0,079
BLACK & DECKER CORP	18 279 619	0,068	DUKE ENERGY CORP	189 099 239	0,069
BLOCK (H&R) INC	23 186 418	0,032	DUN & BRADSTREET CORP(DELAWARE)	17 908 741	0,072
BMC SOFTWARE INC	23 724 637	0,066	DYNEGY INC	33 084 803	0,041
BOEING COMPANY	197 792 585	0,071	EASTMAN KODAK CO	60 138 344	0,078
BOSTON SCIENTIFIC CORP	39 553 513	0,045	EATON CORP	31 370 021	0,068
BOWATER INC COM STK	16 616 255	0,071	EBAY INC	80 398 870	0,049
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	536 008 843	0,061	ECHOSTAR COMMUNICATIONS CORPORATION	42 066 275	0,071
BROADCOM CORPORATION	31 140 159	0,046	ECOLAB INC	34 430 608	0,075
BROADWING INCORPORATED	14 073 246	0,076	EDISON INTERNATIONAL	30 783 166	0,070
BROCADE COMMUNICATION SYSTEMS INC	36 509 610	0,053	EDWARDS (AG) INC	9 903 543	0,031
BROWN-FORMAN CORP	10 758 468	0,028	EL PASO NATURAL GAS CORPORATION	136 361 660	0,065
BURLINGTON NORTHERN INC	71 201 159	0,072	ELECTRONIC ARTS INC	27 230 647	0,037
BURLINGTON RESOURCES INC	42 955 737	0,064	ELECTRONIC DATA SYSTEMS CORP	265 186 790	0,091
CABLEVISION NY GROUP CLA	13 651 310	0,024	EMC CORP MASSACHUSETTS	145 728 205	0,055
CABOT CORP	14 295 808	0,072	EMERSON ELECTRIC CO	157 631 457	0,073
CADENCE DESIGN SYSTEMS INC	31 173 773	0,065	ENGELHARD CORP	23 358 222	0,073
CALPINE CORPORATION	30 888 252	0,067	ENSCO INTERNATIONAL INC	18 144 990	0,060
CAMPBELL SOUP CO	57 255 334	0,052	ENTERASYS NETWORKS INC	7 456 787	0,048
CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	110 319 385	0,111	ENTERGY CORP	53 867 832	0,069
CARDINAL HEALTH INC COM NV	209 858 710	0,080	EQUIFAX INC	17 833 360	0,057
CAREMARK RX INC	21 084 790	0,064	EQUITY INCOME FUND	8 148 070	0,054
CARNIVAL CORP	79 382 990	0,054	EQUITY OFFICE PROPERTIES TRUST	38 196 930	0,034
CATERPILLAR INC	116 127 011	0,072	ESTEE LAUDER COMPANIES INC	6 549 648	0,010
CELERA GENOMICS GROUP APPLER	23 772 890	0,160	EXELIXIS INC	23 896 296	0,324
CENDANT CORP	154 302 777	0,089	EXELON CORPORATION	92 829 796	0,067
CEPHALON INCORPORATED	17 626 533	0,051	EXODUS COMMUNICATIONS INCORPORATED	85 264	0,042
CERIDIAN CORP	16 998 705	0,069	EXTREME NETWORKS INC	21 148 225	0,160
CERTEGY INC	10 259 409	0,049	EXULT INC	40 007 825	0,270
CHEVRONTEXO CORPORATION	628 390 349	0,073	EXXON MOBIL CORPORTION	1 794 280 559	0,074
CHIRON CORP	35 044 764	0,047	FDX CORP	99 542 668	0,072
CHUBB CORP	31 725 687	0,030	FEDERATED DEPARTMENT STORES INC	49 412 398	0,070
CIENA CORP	27 744 243	0,066	FIFTH THIRD BANCORP	106 161 719	0,033
CIGNA CORP	43 183 146	0,036	FIRST DATA CORP	200 284 250	0,049
CINCINNATI FINANCIAL CORPORATION	72 069 593	0,130	FIRST ENERGY CORP	60 247 010	0,065
CINERGY CORPORATION	33 158 767	0,070	FIRST TENNESSEE NATIONAL CORP	12 466 576	0,029
CIPHERGEN BIOSYSTEMS	14 350 859	0,742	FIRST VIRGINIA BANKS INC	6 709 021	0,031

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2001

Amerika

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
FLEET BOSTON CORPORATION	387 445 815	0,113	LEXMARK INTERNATIONAL INC	88 515 149	0,129
FLUOR CORPORATION	18 986 881	0,071	LIBERTY MEDIA CORPORATION	333 921 191	0,102
FNMA	792 766 114	0,111	LILLY(ELJ)& CO	564 377 514	0,071
FORD MOTOR COMPANY	204 798 985	0,083	LIMITED INC	37 493 152	0,066
FOREST LABORATORIES INC	141 254 980	0,108	LINCOLN NATIONAL CORP	109 325 602	0,132
FORTUNE BRANDS INC	37 682 228	0,071	LINEAR TECHNOLOGY	76 366 255	0,069
FOX ENTERTAINMENT GROUP INC	20 859 151	0,029	LIZ CLAIBORNE	15 437 944	0,033
FPL GROUP INC	58 756 038	0,066	LOCKHEED MARTIN CO	131 204 089	0,071
FRANKLIN RESOURCES INC	14 034 724	0,017	LOEWS CORP	44 177 205	0,046
FREDDIE MAC	532 099 965	0,130	LOWE'S COS INC	223 208 160	0,069
GANNETT CO INC	108 796 001	0,068	LSI LOGIC CORP COM	27 632 229	0,053
GAP INC	80 154 050	0,074	LUCENT TECHNOLOGIES INC	120 879 684	0,063
GATEWAY 2000	8 662 222	0,037	MAGAININ PHARMACEUTICAL INC	5 210 793	0,453
GENE LOGIC INC	18 754 735	0,415	MARATHON OIL CORP	63 224 594	0,076
GENENTECH INCORPORATED	60 913 482	0,024	MARRIOTT CORP	6 883 704	0,032
GENERAL DYNAMICS CORP	102 949 793	0,071	MARRIOTT INTERNATIONAL INC	58 564 848	0,067
GENERAL ELECTRIC CO(U S)	2 590 989 093	0,073	MARSH & MCLENNAN CO INC	302 118 242	0,114
GENERAL MILLS INC	136 607 231	0,080	MARSHALL & ILSLEY CORP	18 892 351	0,032
GENERAL MOTORS CORP	216 032 412	0,089	MARVELL TECHNOLOGY GROUP LTD	17 670 392	0,047
GENUINE PARTS CO	40 338 156	0,071	MASCO CORP	77 048 319	0,076
GENZYME CORP	50 771 555	0,045	MATTEL INC	48 376 068	0,073
GEORGIA-PACIFIC CORP	39 161 613	0,069	MAXIM INTEGRATED PRODUCTS	119 311 727	0,078
GILEAD SCIENCES INCORPORATED	45 739 858	0,081	MAY DEPT STORES CO	66 329 550	0,068
GILLETTE CO	232 421 936	0,074	MAYTAG CORP	14 025 506	0,066
GLOBAL CROSSING LTD	5 370 047	0,080	MBIA INC	130 510 161	0,183
GOLDEN WEST FINC CORP	82 588 883	0,101	MBNA CORP	90 085 022	0,033
GOLDMAN SACHS GROUP INC	155 495 676	0,039	MCDATA CORPORATION A WI	51 294 787	0,206
GOODRICH CORPORATION	17 460 457	0,072	MCDONALDS CORP	227 645 892	0,075
GOODYEAR TIRE & RUBBER CO	28 276 243	0,081	MCGRAW-HILL INC	72 243 511	0,068
GPU CORP	12 685 229	0,029	MCI WORLDCOM INC	290 309 845	0,078
GRAINGER(W W) INC	28 772 038	0,071	MCKESSON CORPORATION	164 425 161	0,172
GREENPOINT FINANCIAL CORP	9 412 740	0,033	MEAD CORP	21 726 314	0,079
GUIDANT CORP	83 539 442	0,061	MEDICINES CO	18 825 868	0,524
HALLIBURTON CO	36 487 606	0,072	MEDIMMUNE INC	53 983 743	0,061
HARLEY DAVIDSON	123 686 603	0,084	MEDTRONIC INC	328 810 936	0,059
HARRAHS ENTERTAINMENTS	26 648 880	0,072	MELLON BANK CORP	265 082 772	0,176
HARRIS CORP	7 996 686	0,044	MERCK & COMPANY INC	761 728 976	0,063
HARTFORD FINANCIAL SERVICES GROUP INC	109 055 756	0,079	MERCURY INTERACTIVE CORPORATION	35 133 401	0,139
HASBRO INC	21 555 358	0,086	MERRILL LYNCH & CO INC	307 226 421	0,078
HCA INC	184 578 711	0,108	METLIFE INC	117 967 326	0,057
HEALTHSOUTH CORP	32 629 059	0,063	MGIC INVESTMENT CP COM	18 352 430	0,031
HEINZ (H J) CO	95 792 492	0,074	MICROCHIP TECHNOLOGY	22 674 861	0,049
HENRY JACK & ASSOCIATES INC	48 580 529	0,279	MICRON TECHNOLOGY INC	125 228 046	0,075
HERSHEY FOODS CORP	45 345 422	0,071	MICROSOFT CORP	2 397 143 405	0,075
HEWLETT-PACKARD CO	136 937 347	0,038	MILLENIUM PHARMACEUTICALS INC	28 026 168	0,058
HIBERNIA CORPORATION	68 809 256	0,271	MILLIPORE CORP	16 247 595	0,063
HILLENBRAND INDUSTRIES INC	12 745 778	0,041	MINNESOTA MINING & MANUFACTURING CO	300 288 792	0,072
HILTON HOTELS CORP	23 962 444	0,066	MOLECULAR DEVICES	20 442 913	0,706
HOME DEPOT INC	746 348 658	0,070	MOLEX INC	26 213 222	0,052
HONEYWELL INTERNATIONAL INCORPORATED	177 409 455	0,072	MONSANTO CO	26 017 657	0,033
HOUSEHOLD INTL INC	81 886 574	0,034	MOODY'S CORPORATION	19 827 110	0,036
HUNTINGTON BANCSHARES INC	13 750 880	0,036	MORGAN STANLEY DEAN WITTER DISC & CO	286 860 403	0,052
I2 TECHNOLOGIES INCORPORATED	5 684 887	0,019	MOTOROLA INC	247 731 371	0,083
IDEXX LABORATORIES INC	17 135 932	0,199	MYLAN LABORATORIES INC	27 718 460	0,065
ILLINOIS TOOL WORKS INC	131 666 123	0,071	NATIONAL CITY CORPORATION	54 137 686	0,034
IMAGISTICS INTERNATIONAL INC	256 545	0,012	NATIONAL COMMERCE BANCORPORATION	136 153 777	0,293
IMMUNEX CORPORATION	138 155 591	0,102	NATIONAL SEMICONDUCTOR CORP	21 857 303	0,045
IMS HEALTH INCORPORATED	19 854 805	0,038	NCR CORPORATION	15 900 918	0,050
INFORTE CORPORATION	8 091 935	0,553	NETSCREEN TECHNOLOGIES INC	1 707 017	0,012
INGERSOLL-RAND CO OF AMERICA	41 853 282	0,066	NETWORK APPLIANCE INCORPORATED	44 855 912	0,069
INTEGRATED DEVICE TECH	18 974 769	0,076	NEW YORK TIMES CO	40 037 395	0,068
INTEL CORP	1 362 420 672	0,072	NEWELL COS INC	48 610 198	0,074
INTERNATIONAL BUSINESS MACH CORPORATION	1 319 152 659	0,071	NEWMONT MINING CORP	24 123 269	0,072
INTERNATIONAL PAPER CO	134 746 241	0,077	NEXTEL COMMUNICATIONS INC	58 752 395	0,078
INTERNET CAPITAL GROUP	212 064	0,007	NIAGARA MOHAWK POWER CORP	19 357 851	0,076
INTERPUBLIC GROUP OF COMPANIES	66 428 950	0,066	NIKE INC COM STK	37 583 767	0,027
INTUIT INC	66 620 588	0,082	NISOURCE INC	31 477 518	0,074
ITT CORP	27 911 170	0,070	NORDSTORM INC	17 093 735	0,070
IVAX CORP COMMON	22 666 888	0,064	NORFOLK SOUTHERN CORP	44 141 479	0,070
JEFFERSON-PILOT CORP	25 081 478	0,040	NORTHEAST UTILITIES	15 515 097	0,074
JOHN HANCOCK FINANCIAL SERVICES INC	35 376 213	0,032	NORTHERN TRUST CORP	38 348 723	0,032
JOHNSON & JOHNSON	989 025 444	0,006	NORTHROP CORP	56 485 892	0,057
JOHNSON CONTROLS INC	49 739 961	0,078	NOVELL INC	8 568 180	0,057
JP MORGAN CHASE & CO	491 309 460	0,076	NUCOR CORP	26 053 062	0,071
JUNIPER NETWORKS	40 068 594	0,073	NVIDIA CORPORATION	22 561 703	0,026
K MART CORP	18 273 674	0,075	OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	64 144 865	0,072
KADANT INC	131 095	0,008	OFFICE DEPOT INC	36 542 688	0,072
KELLOGG CO	57 984 266	0,053	OLD REPUBLIC INTERNATIONAL CORP	10 715 450	0,036
KERR-MCGEE CORP	34 265 611	0,070	OMNICOM GROUP INC	99 796 659	0,067
KEYCORP	73 859 903	0,080	OPEN WAVE SYS INC	7 284 134	0,048
KEYSPAN CORPORATION	29 526 826	0,068	ORACLE CORPORATION	389 526 276	0,057
KIMBERLY-CLARK CORP	208 528 421	0,075	ORCHID BIOSCIENCES INC	12 571 779	0,644
KLA - TENCOR CORPORATION	60 762 925	0,074	OXFORD HEALTH PLANS INCORPORATE	16 390 910	0,066
KNIGHT RIDDER INC	47 362 295	0,097	P G & E CORP	46 496 841	0,070
KOHL'S CORPORATION	149 194 339	0,070	PACCAR INC	33 745 352	0,075
KRAFT FOODS INC	110 888 183	0,021	PALL CORP	18 001 476	0,068
KROGER CO	111 618 005	0,074	PALM INC	7 863 388	0,039
LEGG MASON INCORPORATED	75 980 267	0,265	PARAMETRIC TECHNOLOGY CORP	7 273 796	0,040
LEGGETT & PLATT INC	29 922 681	0,074	PARKER-HANNIFIN CORP	34 005 613	0,070
LEHMAN BROS HOLDINGS	137 254 706	0,096	PAYCHEX INC	99 018 982	0,085
LEVEL 3 COMMUNICATIONS INC	11 896 459	0,069	PENNEY J C CO INC	42 321 600	0,066

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2001

Amerika

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
PEOPLES BANK	31 081 606	0,265	TEMPLE-INLAND INC	20 811 051	0,083
PEOPLESFT INC	88 162 912	0,081	TENET HEALTHCARE CORP	159 381 799	0,093
PEPSICO INC	562 080 493	0,074	TERADYNE INC	21 631 070	0,045
PEREGRINE SYSTEMS INC	399 044	0,002	TEXAS INSTRUMENTS INC	315 217 161	0,072
PERKINELMER INCORPORATED	8 762 885	0,023	TEXAS UTILITIES CO	75 728 194	0,068
PFIZER INC	1 360 349 032	0,061	TEXTRON INC	35 621 105	0,068
PHARMACIA CORPORATION	488 304 392	0,099	THERMO ELECTRON CORP	30 419 410	0,080
PHELPS DODGE CORP	19 323 192	0,084	TIBCO SOFTWARE INCORPORATED	4 604 545	0,017
PHILIP MORRIS COS INC	658 838 987	0,074	TIJ COS INC	67 234 060	0,069
PHILLIPS PETROLEUM	151 482 377	0,074	TORCHMARK CORP	13 379 912	0,031
PHOENIX COMPANIES INC	143 580 795	0,838	TOYS'R'US INC	26 193 528	0,072
PINNACLE WEST CAP	23 514 344	0,074	TRANSATLANTIC HLDGS INC	5 329 819	0,013
PITNEY BOWES INC	60 022 333	0,073	TRANSOCEAN OFFSHORE INC	68 888 503	0,071
PMC SIERRA INC	19 235 937	0,061	TRIBUNE CO(DELAWARE)	51 385 366	0,051
PMI GROUP INC	7 402 910	0,028	TRICON GLOBAL RESTAURANTS	45 131 500	0,070
PNC FINANCIAL	107 997 335	0,076	TRI-CONTINENTAL CORP	15 613 455	0,069
POTOMAC ELECTRIC POWER CO	15 934 004	0,073	TRW INC	28 668 135	0,068
PP&L RESOURCES INC	33 707 965	0,074	TV GUIDE INTERNATIONAL INC	28 871 294	0,028
PPG INDUSTRIES INC	58 490 227	0,075	TYCO INTERNATIONAL LTD	766 603 605	0,073
PRAXAIR INC	60 370 757	0,076	UNION PACIFIC CORP	90 138 886	0,071
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	2 798 418	0,003	UNION PLANTERS CORP	19 316 289	0,035
PROCTER & GAMBLE CO	679 958 294	0,008	UNIPHASE CORPORTION	52 555 179	0,057
PROGRESS ENERGY	57 533 465	0,080	UNISYS CORP	38 034 948	0,105
PROGRESSIVE CORP OHIO	41 327 753	0,042	UNITED HEALTHCARE CORPORATION	118 743 253	0,060
PROVIDIAN FININCIAL CORP	3 118 441	0,034	UNITED PARCEL SERVICE INCORPORATED	120 663 311	0,074
PUBLIC SERVICE ENT GRP INC	53 092 650	0,068	UNITED TECHNOLOGIES CORP	199 938 580	0,074
PUGET ENERGY INC	11 296 093	0,066	UNITRIN	9 883 582	0,041
QLOGIC CORPORATION	46 709 087	0,126	UNOCAL CORP	57 703 093	0,073
QUALCOMM INC	269 646 877	0,078	UNUMPROVIDENT CORPORATION	22 529 019	0,039
QWEST COMMUNICATIONS INTL INC	197 716 818	0,094	US BANCORP DELAWARE	130 115 584	0,036
RADIOSHACK CORPORATION	32 107 651	0,066	USA EDUCATION INC	40 120 130	0,034
RATIONAL SOFTWARE CORP	14 926 409	0,044	UST INC	37 374 974	0,072
RAYTHEON COMPANY	74 947 292	0,071	VERISIGN INC	68 491 841	0,086
READERS DIGEST ASSOCIATION INC	10 097 590	0,049	VERITAS SOFTWARE CORP	96 367 651	0,060
REDBACK NETWORKS INC	853 831	0,015	VERIZON COMMUNICATIONS	963 744 865	0,083
REGIONS FINANCIAL CORP	20 082 261	0,033	VERTEX PHARMACEUTICAL INC	30 399 064	0,184
REINSURANCE GROUP OF AMERICA	64 863 587	0,439	VF CORP	32 684 801	0,084
RELIANT ENERGY INCORPORATED	47 782 420	0,069	VIACOM INC	429 375 525	0,061
RF MICRO DEVICES INCORPORATED	7 934 052	0,028	VIAD CORPORATION	16 454 913	0,087
ROCKWELL COLLINS INC	22 169 588	0,069	VIASYS HEALTHCARE INC	18 721 674	0,390
ROCKWELL INTERNATIONAL CORP	20 198 702	0,069	VIROPHARMA INC	27 570 074	0,716
ROHM & HAAS CO	40 255 212	0,059	VITESSE SEMICONDUCTOR CORP	8 933 552	0,040
SAFECO CORP	11 671 934	0,033	VULCAN MATERIALS CO	32 125 665	0,074
SAFEWAY STORES INC	138 835 035	0,074	WACHOVIA CORP	422 745 027	0,110
SANGSTAT MEDICAL CORPORATION	10 887 195	0,295	WALGREEN CO	222 968 598	0,072
SANMINA-SCI CORP	60 695 477	0,065	WAL-MART STORES INC	1 267 064 842	0,055
SANTA FE INTERNATIONAL CORP	31 764 470	0,053	WALT DISNEY (HOLDING) CO	223 626 565	0,059
SARA LEE CORP	117 199 028	0,075	WASHINGTON MUTUAL INC	188 958 971	0,074
SBC COMMUNICATIONS INCORPORATED	980 126 716	0,083	WASHINGTON POST CO	7 358 762	0,020
SCHERING-PLOUGH CORP	359 567 253	0,076	WASTE MANAGEMENT INC	120 456 322	0,067
SCHLUMBERGER	196 713 674	0,069	WATERS CORP	26 340 868	0,058
SCHWAB (CHARLES) CORP	63 969 048	0,034	WELLS FARGO	456 215 797	0,069
SCIENTIFIC-ATLANTA INC	54 025 386	0,161	WENDYS INTERNATIONAL INC	24 881 926	0,091
SCRIPPS(EW)CO	16 761 122	0,047	WESTVACO CORP	22 164 351	0,085
SEALED AIR CORP	23 425 039	0,076	WEYERHAEUSER CO	79 552 593	0,076
SEARS ROEBUCK & CO	97 933 016	0,071	WHIRLPOOL CORPORATION	34 048 078	0,077
SEMPRA ENERGY	31 916 529	0,070	WILLAMETTE INDS	40 375 714	0,079
SERVICEMASTER CO	20 885 123	0,054	WILLIAMS COMPANIES INC	81 782 096	0,069
SHERWIN-WILLIAMS CO	28 664 563	0,075	WINN-DIXIE STORES INC	12 029 314	0,067
SIEBEL SYSTEMS INC	66 779 374	0,057	WISCONSIN ENERGY CORP	16 116 543	0,068
SIGMA-ALDRICH CORP	18 999 882	0,073	WORLDCOM INC GA	10 304 863	0,076
SIMON PROPERTY GROUP INCORPORATED	14 445 129	0,032	WRIGLEY(WILLIAM)JUNIOR CO	45 130 685	0,054
SMURFIT-STONE CONTAINER CORPORATION	21 505 694	0,062	XCEL ENERGY INC	58 893 107	0,069
SOLETRON CORP	38 450 909	0,049	XEROX CORP	27 404 800	0,041
SOUTHERN CO	106 231 568	0,067	XL CAPITAL LIMITED	96 744 843	0,089
SOUTHTRUST CORP	25 148 262	0,033	XILINX INC	66 803 308	0,057
SOUTHWEST AIRLINES CO	87 185 775	0,069	YAHOO INC	28 939 068	0,032
SPRINT CORP	319 617 034	0,172	ZIMMER HOLDINGS INC	31 443 783	0,059
SPX CORPORATION	37 606 752	0,076			
ST JOE CORP	5 223 119	0,026			
ST JUDE MEDICAL INC	80 864 477	0,133			
ST PAUL COS INC	120 073 981	0,147			
STANDARD & POORS DEPOSITARY REC TST	25 921 410	0,010			
STANLEY WORKS	25 307 589	0,071			
STAPLES INC	53 370 307	0,069			
STARWOOD HOTELS & RESORTS WORLDWIDE INC	29 434 590	0,056			
STATE STREET BOSTON CORP	183 174 681	0,121			
STILWILL FINANCIAL INC	95 532 323	0,176			
STRYKER CORP	43 924 778	0,043			
SUN MICROSYSTEMS INC	218 215 054	0,061			
SUNOCO INC	20 798 778	0,079			
SUNTRUST BANKS	71 946 231	0,044			
SUPER VALU STORES INC	18 236 986	0,069			
SYCAMORE NETWORKS INCORPORATED	971 123	0,007			
SYNOVUS FINANCIAL CORP	22 605 344	0,034			
SYSCO CORP	117 033 516	0,075			
TARGET CORPORATION	234 202 593	0,070			
TECO ENERGY INC	23 125 893	0,070			
TEKTRONIX INC	29 278 811	0,139			
TELIK INC	9 262 305	0,276			
TELLABS INC	19 889 983	0,036			

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2001

Asia/Oceania

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
Australia			DAIRY FARM INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED	24 745 007	0,249
AMCOR LIMITED	102 086 153	0,480	DENWAY MOTORS LTD	33 041 989	0,353
AMP DIVERSIFIED PROPERTY TRUST	4 247 552	0,074	DIGITAL CHINA HOLDINGS LIMITED	453 649	0,014
AMP LIMITED	179 918 105	0,188	ESPRIT HOLDINGS LIMITED	41 155 962	0,355
AUSTRALIA & NEW ZEALAND BANKING GROUP	112 015 752	0,092	FIRST PACIFIC CO.	4 033 402	0,116
AUSTRALIAN FOUNDATION INVEST.CO LTD	10 398 020	0,094	GREAT EAGLE HOLDINGS	2 487 749	0,043
AUSTRALIAN GAS LIGHT COMPANY	21 380 755	0,138	GUOCO GROUP	46 257 989	0,287
AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE LIMITED	13 198 567	0,251	HANG LUNG GROUP LTD	7 015 911	0,668
AXA ASIA PACIFIC HOLDINGS LIMITED	20 218 404	0,088	HANG LUNG PROPERTIES LTD	9 698 978	0,036
BANK OF WESTERN AUSTRALIA	4 780 192	0,046	HANG SENG BANK	170 337 071	0,090
BHP BILLITON LTD	411 476 275	0,231	HENDERSON INVESTMENT	7 202 420	0,037
BRAMBLES INDUSTRIES LIMITED	163 095 627	0,354	HENDERSON LAND DEVELOPMENT COMPANY LTD	25 547 872	0,037
CALTEX AUSTRALIA LIMITED	490 444	0,028	HONG KONG & CHINA GAS CO	60 565 869	0,106
COCA-COLA AMATIL LIMITED	19 847 740	0,106	HONG KONG & SHANGHAI HOTELS	1 279 222	0,033
COLES MYER LIMITED	62 291 526	0,128	HONG KONG ELECTRIC HOLDINGS LIMITED	73 907 636	0,104
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	410 910 391	0,234	HONG KONG EXCHANGES & CLEARING LIMITED	61 172 173	0,431
COMPUTERSHARE	16 976 393	0,121	HONG KONG LAND HOLDINGS	30 465 710	0,078
CSL LIMITED	48 002 890	0,128	HUTCHISON WHAMPOA	632 523 203	0,171
CSR LIMITED	44 311 483	0,152	HYSAN DEVELOPMENT	6 478 461	0,070
FOODLAND ASSOC LTD	6 854 118	0,126	I-CABLE COMMUNICATIONS LIMITED	38 195 801	0,347
FOSTERS GROUP LIMITED	205 543 353	0,452	JARDINE MATHESON HOLDINGS	23 529 971	0,071
GANDEL RETAIL TRUST	4 541 968	0,065	JARDINE STRATEGIC HOLDINGS LIMITED	14 129 946	0,056
GENERAL PROPERTY TRUST	21 973 485	0,091	JOHNSON ELECTRIC HOLDINGS LIMITED	24 527 508	0,071
GOODMAN FIELDER LIMITED	45 667 461	0,561	KERRY PROPERTIES LTD	23 173 079	0,229
HARVEY NORMAN HOLDINGS	22 147 734	0,113	LEGEND HLDGS LID	15 705 313	0,046
INSURANCE AUSTRALIA GROUP LTD	22 544 847	0,112	LI & FUNG LIMITED	71 940 807	0,248
JAMES HARDIE INDUSTRIES	67 634 693	0,545	MANDARIN ORIENTAL INTERNATIONAL	494 244	0,015
JOHN FAIRFAX HOLDINGS LTD	47 618 422	0,367	NEW WORLD DEVELOPMENT COMPANY LIMITED	16 677 047	0,100
LANG CORPORATION LIMITED	30 467 881	0,366	NEW WORLD INFRASTRUCTURE LIMITED	1 553 183	0,055
LEND LEASE CORP	125 322 169	0,485	PACIFIC CENTURY CYBERWORKS	30 222 138	0,053
LION NATHAN LIMITED	15 574 165	0,138	SCMP GROUP	10 020 988	0,103
MACQUARIE BANK LIMITED	41 258 232	0,121	SHANGHAI INDUSTRIAL HLDGS	9 163 300	0,062
MAYNE NICKLESS LTD	105 548 151	0,414	SHANGRI-LA ASIA	23 504 843	0,154
MIM HOLDINGS LTD	12 552 930	0,138	SINO LAND CO	6 460 722	0,047
MIRVAC GROUP	55 722 131	0,508	SUN HUNG KAI PROPERTIES	389 717 322	0,224
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	587 270 954	0,249	SWIRE PACIFIC	182 134 352	0,277
NATIONAL FOODS LIMITED	4 999 399	0,128	TELEVISION BROADCASTS	18 000 327	0,106
NEWCREST MINING	6 967 218	0,131	VARITRONIX INTERNATIONAL LIMITED	5 150	0,000
NEWS CORPORATION LTD	630 652 505	0,420	WHARF(HLDGS)	130 057 686	0,243
NORMANDY MINING LIMITED	30 747 760	0,166	WHEELLOCK & COMPANY LIMITED	5 666 842	0,037
OIL SEARCH LIMITED	14 468 071	0,389	WING HANG BANK	21 020 357	0,249
ORICA LTD	63 041 213	0,685	YUE YUEN INDUSTRIAL HLDGS	13 099 739	0,111
ORIGIN ENERGY LIMITED	11 339 442	0,135	ZHEJIANG EXPRESSWAY CO	34 230 689	0,357
PACIFIC DUNLOP LTD	5 896 933	0,134			
PASMINCO LIMITED	171 105	0,066	Japan		
PUBLISHING AND BROADCASTING LIMITED	6 288 110	0,021	77TH BANK	10 659 054	0,070
QANTAS AIRWAYS	89 413 425	0,341	ABLE INC	9 432 329	0,365
QBE INSURANCE GROUP LTD	96 210 489	0,466	ACCES COMPANY LIMITED	4 790 555	0,364
RIO TINTO LIMITED	189 901 355	0,223	ACOM CO	65 160 790	0,068
SANTOS LIMITED	25 163 754	0,153	ADERANS COMPANY LIMITED	16 950 353	0,153
SEVEN NETWORK LIMITED	2 767 848	0,032	ADVANTEST CORPORATION	74 189 412	0,146
SONIC HEALTHCARE	20 201 667	0,215	AEON CO LTD	114 858 352	0,171
SOUTHCORP LIMITED	36 549 755	0,143	AEON CREDIT SERVICE CO	11 394 678	0,047
ST GEORGE BANK LTD	89 746 162	0,205	AIFUL CORPORATION	55 248 515	0,102
STOCKLAND TRUST GROUP	13 347 074	0,083	AIOI INSURANCE CO LIMITED	7 283 355	0,065
SUNCORP METWAY LIMITED	78 485 755	0,240	AISIN SEIKI CO	27 635 276	0,099
TAB LIMITED	26 059 247	0,417	AJINOMOTO CO INC	224 077 536	0,394
TABCORP HOLDINGS LIMITED	56 013 987	0,332	ALL NIPPON AIRWAYS CO	13 668 686	0,043
TELSTRA CORPORATION LIMITED	165 184 681	1,103	ALPS ELECTRIC CO	24 607 029	0,224
TRANSURBAN GROUP	15 434 978	0,151	AMADA CO	12 704 552	0,106
WESFARMERS LTD	74 604 643	0,142	ANRITSU CORP	22 772 110	0,247
WESTFIELD HOLDINGS	84 927 353	0,195	AOYAMA TRADING	8 357 808	0,145
WESTFIELD TRUST	40 135 045	0,128	ARIAKE JAPAN CO LTD	9 233 316	0,119
WESTPAC BANKING CORPORATION	411 735 997	0,323	ARISAWA MFG CO	10 072 485	0,275
WESTRALIAN SANDS	4 902 538	0,110	ARRK CORPORATION	35 514 439	0,966
WMC	70 443 352	0,145	ARUZE CORPORATION	3 078 274	0,022
WOODSIDE PETROLEUM LIMITED	110 416 729	0,269	ASAHI BREWERIES	64 791 370	0,156
WOOLWORTHS LTD	168 447 037	0,314	ASAHI GLASS CO	152 485 083	0,245
			ASAHI KASEI CORPORATION	70 170 684	0,155
Hong Kong			ASAHI PRETEC CORP	8 611 502	0,342
ASIA SATELLITE TELECOMMUNICATIONS HOLDINGS LIMITED	32 859 046	0,563	ASATSU-DK INC	5 080 726	0,056
ASM PACIFIC TECHNOLOGY	14 310 147	0,213	ASHAI BANK	7 070 860	0,045
BANK OF EAST ASIA	25 372 581	0,092	ASHIKAGA BANK	3 654 509	0,072
BEIJING CAPITAL INTERNATIONAL AIRPORT CO LTD	10 205 346	0,125	ASKUL CORPORATION	18 919 271	0,449
BEIJING DATANG POWER GENERATION	33 563 558	0,226	AUTOBACS SEVEN	14 485 955	0,185
BEIJING ENTERPRISE HLDGS	3 489 322	0,051	AVEX INCORPORATED	16 014 142	0,130
CATHAY PACIFIC AIRWAYS	22 383 374	0,058	BANK OF KYOTO LIMITED	4 697 755	0,040
CHEUNG KONG INFRASTRUCTURE	69 683 771	0,221	BANK OF YOKOHAMA	203 728 489	0,572
CHEUNG KONG(HLDGS)	488 819 752	0,227	BANYU PHARMACEUTICAL CO	44 706 146	0,127
CHINA MERCHANTS HLDGS INTL	8 408 143	0,071	BELLSYSTEM 24 INC	9 288 887	0,057
CHINA MOBILE LTD/HK	469 954 874	0,080	BENESSE CORPORATION	114 108 288	0,461
CHINA OVERSEAS LAND & INVEST	3 547 914	0,056	BML INCORPORATED	8 563 117	0,183
CHINA RESOURCES ENTERPRISES	11 786 306	0,070	BRIDGESTONE CORP	125 486 130	0,154
CHINA UNICOM LIMITED	90 355 863	0,096	C TWO NETWORK CO	8 557 985	0,424
CITIC PACIFIC	32 540 366	0,075	CANON INC	650 631 310	0,241
CLP HOLDINGS	89 105 666	0,106	CANON SALES CO INC	4 977 934	0,054
CNOOC LTD	56 215 883	0,081	CAPCOM CO	7 124 240	0,051
COSCO PACIFIC LIMITED	7 819 487	0,079	CASIO COMPUTER CO	9 018 289	0,085
DAH SING FINANCIAL GROUP	25 313 180	0,242			

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2001

Asia/Oceania

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
CENTRAL GLASS CO LTD	34 348 281	0,334	HONEN CORP	547 766	0,051
CENTRAL JAPAN RAILWAY CO	82 698 670	0,064	HOSIDEN CORPORATION	17 184 406	0,149
CENTRAL SPORTS CO LTD	3 810 544	0,550	HOUSE FOOD INDUSTRIAL CO	8 975 447	0,109
CHIBA BANK	150 408 378	0,607	HOYA CO	178 065 553	0,286
CHUBU ELECTRIC POWER CO INC	151 448 065	0,127	IIDA HOME MAX	5 706 236	0,484
CHUGAI PHARMACEUTICAL CO	68 714 287	0,262	INABA SEISAKUSHO CO LTD	5 860 108	0,239
CHUGOKU ELECTRIC POWER CO INC	51 059 380	0,105	INES CORPORATION	8 632 690	0,255
CHUO MITSUI TRUST & BANKING COMPANY	2 544 469	0,035	INTELLIGENT WAVE INC	23 282 098	0,477
CITIZEN ELECTRONICS CO LTD	6 534 317	0,088	INTERNATIONAL TRADING CORPORATION	7 387 036	0,109
CITIZEN WATCH CO	12 959 821	0,094	ISETAN CO	22 518 005	0,110
CMK CORPORATION	5 090 991	0,162	ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTR	32 515 278	0,179
COSEL CO LTD	20 729 964	0,897	ISUZU MOTORS	3 636 442	0,058
COSMO OIL COMPANY	8 444 722	0,106	ITO YOKADO CO	349 234 213	0,206
CREDIT SAISON CO	35 408 705	0,120	ITOCHU TECHNO SCIENCE CORPORATION	12 945 312	0,057
CSK CORP	46 579 184	0,297	ITOH(C) & CO	84 209 201	0,292
DAI NIPPON PRINT	151 063 315	0,222	JAFCO CO LTD	35 547 288	0,137
DAICEL CHEMICAL INDUSTRIES	11 092 531	0,115	JAPAN AIR LINES	17 105 293	0,045
DAIDO STEEL CO	7 128 141	0,113	JAPAN BUSINESS COMPUTER CO	3 700 704	0,150
DAIEI INC	3 990 669	0,110	JAPAN CASH MACHINE CO LTD	2 143 431	0,121
DAIICHI KOSHO CO LTD	8 161 806	0,266	JAPAN CBM CORPORATION	1 073 084	0,136
DAIICHI PHARMACEUTICAL CO	80 974 070	0,162	JAPAN ENERGY CORP	11 710 033	0,105
DAIKIN KOGYO CO	240 348 657	0,648	JAPAN RADIO CO	29 027 206	0,718
DAINIPPON INK & CHEMICALS INC	11 223 518	0,111	JAPAN REAL ESTATE INVESTMENT CO	22 873 875	0,405
DAINIPPON PHARMACEUTICAL CO	27 124 124	0,177	JAPAN SECURITIES FINANCE CO LTD	12 462 629	0,427
DAINIPPON SCREEN	6 597 826	0,125	JAPAN TELECOM CO LTD	61 698 382	0,072
DAITO TRUST CONSTRUCTION	20 417 620	0,109	JAPAN TOBACCO INC	65 098 513	0,058
DAIWA BANK HLDGS INC	6 476 009	0,041	JASTEC CO LTD	4 794 456	0,271
DAIWA HOUSE IND CO	31 738 113	0,102	JGC CORP	47 251 162	0,279
DAIWA SECURITIES GROUP INC	178 378 856	0,284	JOYO BANK	14 806 101	0,069
DDI CORP	79 173 506	0,111	JSAT CORP	9 139 558	0,049
DENSO CORPORATION	99 749 324	0,092	JSR CORPORATION	39 762 909	0,258
DENTSU INC	2 410 334	0,004	K.K.DAVINCI ADVISORS	962 423	0,086
DIDEC COPAL ELECTRONICS CORP	6 097 692	0,662	KAJIMA CORP	99 573 196	0,425
DISCO CORPORATION	24 100 599	0,177	KAKIYASU HONTEN CO LTD	2 778 522	0,315
DON QUIOTE CO LTD	11 082 265	0,232	KANDENKO CO	5 041 033	0,062
DOUTOR COFFEE CO LTD	11 852 518	0,233	KANEBO	7 363 768	0,105
DOWA FIRE & MARINE INSURANCE CO	12 318 571	0,088	KANEKA CORPORATION	21 161 456	0,108
DOWA MINING CO	30 937 132	0,319	KANEMATSU ELECTRONICS LIMITED	1 623 998	0,122
DRAKE BEAN MORIN JAPAN INC	19 032 192	0,889	KANSAI ELECTRIC POWER CO	131 563 935	0,105
DYDO DRINCO INC	2 874 333	0,121	KAO CORP	229 009 070	0,205
EAST JAPAN RAILWAY CO	298 563 552	0,172	KATOKICHI	33 197 795	0,424
EBARA CORPORATION	17 246 683	0,107	KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES	17 804 441	0,156
EISAI CO	132 300 079	0,200	KAWASAKI KISEN KAISHA	7 245 715	0,102
ENPLAS CORPORATION	6 514 197	0,174	KAWASAKI STEEL CORP	31 629 641	0,109
EXEDY CORPORATION	4 028 255	0,223	KEIHIN ELECTRIC EXPRESS RAILWAY CO	46 388 392	0,267
EZAKI GLICO CO	7 034 930	0,114	KEIO ELECTRIC RAILWAY CO LTD	58 399 263	0,206
FAMILYMART CO	20 854 724	0,142	KEIYO CO	3 176 138	0,112
FANUC CO	87 716 845	0,096	KENWOOD CORP	7 528 015	0,679
FAST RETAILING CO	33 275 333	0,079	KEYENCE	198 781 146	0,321
FUJI ELECTRIC CO	14 991 974	0,110	KIKKOMAN CORP	12 809 671	0,134
FUJI FIRE & MARINE	4 285 494	0,109	KINDEN CORPORATION	11 704 490	0,105
FUJI HEAVY INDUSTRIES	30 230 593	0,105	KINKI NIPPON RAILWAY CO	70 766 082	0,145
FUJI PHOTO FILM CO	567 220 900	0,344	KINTETSU WORLD EXPRESS INC	13 040 849	0,719
FUJI SEAL INC	14 074 651	0,297	KIRIN BEVERAGE CORP	20 503 576	0,257
FUJI TELEVISION NETWORK INC	50 358 248	0,130	KIRIN BREWERY CO	68 613 754	0,109
FUJIKURA	13 906 024	0,107	KISSEI PHARMACEUTICAL CO	20 816 126	0,280
FUJISAWA PHARMACEUTICAL CO	171 956 295	0,253	KOA CORPORATION	4 039 122	0,150
FUJITSU	145 984 916	0,113	KOBAYASHI PHARMACEUTICALS COMPANY LIMITED	16 659 156	0,189
FUKUDA DENSHI COMPANY	9 334 739	0,227	KOBE STEEL	10 589 454	0,107
FUKUOKA BANK OF	15 162 518	0,079	KOITO MANUFACTURING CO	9 343 636	0,207
FUKUYAMA TRANSPORTING CO	7 944 794	0,084	KOKUSAI SECURITIES CO LTD	6 449 456	0,045
FULLCAST CO LTD	5 124 525	0,437	KOKUYO CO	16 335 793	0,169
FUNAI ELECTRIC CO LTD	34 815 360	0,146	KOMATSU	43 394 765	0,141
FURUKAWA ELECTRIC CO	40 915 721	0,131	KONAMI COMPANY LIMITED	136 836 050	0,399
GLORY KOGYO	5 978 613	0,115	KONAMI SPORTS CORPORATION	19 256 116	0,273
GUNMA BANK	14 576 975	0,069	KONICA CORPORATION	43 055 868	0,228
GUNZE	7 947 531	0,104	KOSE CORPORATION	27 929 758	0,268
HACHIJUNI BANK	16 766 396	0,070	KOYO SEIKO LTD	10 117 653	0,163
HAKUTO CO LIMITED	11 169 864	0,385	KUBOTA	125 432 613	0,378
HANKYU CORP	36 067 543	0,151	KURARAY CO	72 919 162	0,333
HANSHIN ELECTRIC RAILWAY	9 050 864	0,125	KURITA WATER INDUSTRIES	16 367 890	0,111
HASEGAWA CO LTD	4 430 579	0,435	KYOCERA CORP	175 539 630	0,158
HEIWA CORP NV	20 999 741	0,138	KYOTO KIMONO YUZEN CO LTD	12 244 659	0,548
HINO MOTORS LTD	34 463 254	0,201	KYOWA EXEO CORPORATION	5 331 204	0,085
HIROSE ELECTRIC CO	62 763 870	0,259	KYOWA HAKKO KOGYO CO	20 091 862	0,109
HISAMITSU PHARMACEUTICAL CO INC	11 333 085	0,097	KYUSHU ELECTRIC POWER CO INC	85 574 536	0,140
HITACHI	404 180 512	0,184	KYUSHU MATSUSHITA ELECTRIC CO	6 017 211	0,058
HITACHI CABLE	7 783 284	0,060	LAWSON INC	21 198 207	0,077
HITACHI CAPITAL COPORATION	5 136 639	0,028	LINTEC CORP	6 090 164	0,158
HITACHI CHEMICAL CO	53 474 668	0,307	LION CORP	9 517 944	0,097
HITACHI HIGH-TECHNOLOGIES CORP	22 044 287	0,165	MABUCHI MOTOR	62 455 153	0,180
HITACHI KOKI CO	4 551 027	0,154	MACNICA INC	12 785 581	0,216
HITACHI MAXELL	4 436 123	0,041	MAKITA CORP	9 032 797	0,133
HITACHI METALS	5 097 151	0,053	MANDOM CORPORATION	18 044 653	0,690
HITACHI SOFTWARE ENGINEERING CO	6 291 778	0,033	MARUBENI CORP	10 726 464	0,133
HOGY MEDICAL CO	9 918 913	0,149	MARUI CO	43 067 091	0,110
HOKKAIDO ELECTRIC POWER CO INC	25 473 572	0,100	MARUICHI STEEL TUBE	9 881 957	0,110
HOKURIKU BANK	4 247 306	0,063	MATSUDA SANGYO CO LTD	3 859 819	0,276
HOKURIKU ELECTRIC POWER CO INC	28 839 006	0,104	MATSUI SECURITIES CO LTD	48 119 293	0,427
HOKURIKU SEIYAKU CO LTD	16 635 203	0,240	MATSUMOTOKIYOSHI CO	5 830 243	0,074
HONDA MOTOR CO	560 435 694	0,161			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2001

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
MATSUSHITA COMMUNICAT INDUSTR CO	20 140 521	0,044	NISSHINBO INDUSTRIES INC	7 450 271	0,101
MATSUSHITA ELEC IND	376 226 864	0,157	NISSIN FOOD PRODUCTS CO	26 630 012	0,119
MATSUSHITA ELECTRIC WORKS	37 807 609	0,073	NISSIN HEALTHCARE FOOD SERVICE CO	2 581 425	0,034
MATSUSHITA-KOTOBUKI ELECTRON	4 886 366	0,043	NITORI CO LTD	23 167 125	0,571
MAZDA MOTOR CORP	21 845 616	0,112	NITTO BOSEKI CO	7 733 325	0,404
MEGACHIPS CORP	8 803 672	0,130	NITTO DENKO CORP	108 264 016	0,301
MEGANE TOP CO LTD	9 439 413	0,734	NKK CORP	48 816 442	0,225
MEIJI DAIRIES CORPORATION	7 117 670	0,109	NOK CORP	17 577 984	0,269
MEIJI SEIKA KAISHA	14 730 957	0,106	NOMURA HOLDINGS INC	547 273 028	0,242
MEITEC	30 221 560	0,363	NOMURA RESEARCH INSTITUTE	18 763 878	0,040
MILBON CO LTD	7 483 121	0,423	NORITAKE CO	5 350 776	0,099
MIMASU SEMICONDUCTOR INDUSTRY	5 867 404	0,311	NORITSU KOKI COMPANY	16 418 807	0,388
MINEBEA CO	32 275 202	0,167	NORITZ CORP	8 148 871	0,240
MINISTOP COMPANY LIMITED	7 206 364	0,199	NTN CORP	7 167 218	0,107
MINOLTA CO	3 277 287	0,104	NTT DATA CORPORATION	65 409 283	0,073
MISUMI CORP	76 639 302	1,004	NTT DOCOMO INC	1 041 907 435	0,099
MITSUBISHI CHEMICAL	61 921 143	0,149	OBAYASHI CORP	22 250 623	0,121
MITSUBISHI CORP	339 477 836	0,372	OBIC	25 088 822	0,142
MITSUBISHI ELECTRIC CORP	61 275 444	0,082	ODAKYU ELECTRIC RAILWAY CO	27 306 575	0,112
MITSUBISHI ESTATE CO	127 651 530	0,150	OFFICE BUILDING FUND OF JAPAN INC	15 311 983	0,161
MITSUBISHI GAS CHEMICAL CO INC	6 712 800	0,111	OJI PAPER CO	129 322 201	0,351
MITSUBISHI HVY IND	161 681 239	0,200	OKI ELECTRIC INDUSTRY CO	30 634 232	0,170
MITSUBISHI MATERIAL CO	20 090 220	0,147	OKUMURA CORP	21 000 836	0,417
MITSUBISHI MOTOR CORP	9 556 336	0,043	OLYMPUS OPTICAL CO	59 212 289	0,174
MITSUBISHI PHARMA CORPORATION	24 983 840	0,054	OMRON CORP	32 695 539	0,110
MITSUBISHI RAYON CO	16 079 499	0,109	ONO PHARMACEUTICAL CO	32 896 058	0,099
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL GROUP	176 737 406	0,051	ONWARD KASHIYAMA CO	16 615 972	0,112
MITSUBISHI WAREHOUSE & TRANSP CO	11 495 143	0,108	ORACLE CORPORATION JAPAN	37 941 197	0,054
mitsui & CO	298 248 676	0,424	ORIENT CORP	9 377 580	0,158
mitsui chemicals inc	24 748 008	0,109	ORIENTAL LAND CO LTD	67 395 789	0,109
mitsui engineering & shipbuilding	18 807 720	0,254	ORIGIN TOSHU CO	8 759 872	0,299
mitsui fudosan co ltd	141 321 379	0,254	ORIX CORP	205 440 770	0,303
mitsui mining & smelting co	45 436 363	0,276	OSAKA GAS CO	54 279 865	0,104
mitsui o.s.k. lines	47 986 581	0,220	OTSUKA KAGU LTD	32 228 460	0,479
mitsui real estates sales co	3 362 970	0,130	OYO CORPORATION	4 136 987	0,156
mitsui sumitomo ins co ltd	88 427 832	0,142	OZEKI	7 610 139	0,632
mitsui warehouse co	2 038 381	0,082	PAINTHOUSE CO LTD	1 061 861	0,020
mitsukoshi	14 279 687	0,118	PALTEK CORPORATION	2 489 850	0,592
mitsumi electric co limited	28 852 248	0,386	PARCO	5 709 657	0,220
MITTA CO LTD	6 606 449	0,823	PARIS MIKI INC	22 882 977	0,173
MIZUHO HOLDINGS INC	163 301 747	0,097	PARK 24 CO LTD	11 427 527	0,185
MOCHIDA PHARMACEUTICAL	12 983 773	0,174	PIONEER ELECTRONIC CORP	54 608 223	0,155
MORI SEIKI CO	24 390 085	0,479	PLENUS CO LTD	13 755 737	0,136
MOSHI MOSHI HOTLINE INC	10 676 094	0,259	PROMISE CO	105 776 828	0,173
MURATA MANUFACTURING CO	364 019 509	0,278	Q'SAI CO LTD	2 058 173	0,166
N G K INSULATORS	112 170 714	0,473	RAKUTEN INC	13 234 251	0,297
NAGOYA RAILROAD CO	27 567 866	0,143	RECRM RESEARCH CO LTD	9 143 117	0,176
NAMCO LIMITED	18 221 219	0,193	RELO HOLDINGS INC	2 837 651	0,195
NATIONAL HOUSE INDUSTRIAL CO	4 598 933	0,071	RICOH COMPANY	224 594 916	0,193
NEC CORP	337 725 041	0,223	ROCK FIELD CO LTD	10 683 794	0,405
NET ONE SYSTEMS COMPANY LIMITED	13 534 003	0,085	ROHM CO	301 735 995	0,218
NGK SPARK PLUG CO	16 990 867	0,115	ROLAND CORPORATION	8 662 501	0,395
NICHIDO FIRE & MARINE INSURANCE CO	64 704 797	0,336	RYOHIN KEIKAKU CO LTD	34 820 493	0,684
NICHII GAKKAN CO	76 602 894	0,767	SAIZERIYA COMPANY	8 520 345	0,062
NICHIMEN CORP	3 247 312	0,154	SANIX INCORPORATED	90 810 038	0,659
NICHIREI CORP	6 970 258	0,113	SANKEN ELECTRIC CO	7 521 719	0,137
NICHCORP	16 664 562	0,208	SANKYO CO LTD	108 623 444	0,157
NIDEC COPAL CORPORATION	21 582 136	0,482	SANKYO CO LTD, GUNMA	43 144 562	0,162
NIDEC CORPORATION	82 967 626	0,276	SANRIO CO	5 914 454	0,107
NIKKO CORDIAL CORPORATION	238 090 252	0,323	SANYO CHEMICAL INDUSTRIES	4 680 030	0,082
NIKON	41 017 144	0,161	SANYO ELECTRIC CO	106 752 732	0,135
NINTENDO CO	520 973 906	0,234	SANYO SHINPAN FINANCE CO LTD	10 258 906	0,112
NIPPON CERAMIC COMPANY LIMITED	4 219 110	0,190	SAPPORO BREWERIES	15 327 792	0,182
NIPPON CHEMI-CON CORPORATION	25 191 477	0,701	SATO CORP	11 238 643	0,215
NIPPON COMSYS CORP	4 029 815	0,062	SECOM CO	131 941 472	0,126
NIPPON ELECTRIC GLASS	11 796 879	0,112	SEGA CORPORATION	72 443 597	0,235
NIPPON EXPRESS CO	36 940 998	0,114	SEIBU RAILWAY CO	32 842 336	0,069
NIPPON FIRE & MARINE INSURANCE CO	23 584 314	0,082	SEINO TRANSPORTATION CO	18 823 050	0,292
NIPPON KANZAI COMPANY LIMITED	15 128 916	0,660	SEIYO FOOD SYSTEMS INC	11 185 125	0,343
NIPPON KAYAKU CO	6 659 625	0,109	SEIYU	41 495 310	0,657
NIPPON MEAT PACKERS INC	22 925 544	0,106	SEKISUI CHEMICAL CO	20 635 659	0,162
NIPPON MITSUBISHI OIL CORP	73 500 804	0,142	SEKISUI HOUSE	52 466 845	0,114
NIPPON OIL & FATS	5 979 982	0,163	SERVICWARE CORPORATION	11 732 070	0,857
NIPPON PAINT COMPANY	5 321 622	0,109	SEVEN-ELEVEN JAPAN	166 834 507	0,061
NIPPON SANJO KK	7 656 950	0,112	SHARP CORP	268 262 948	0,229
NIPPON SEIKO KK	58 123 670	0,341	SHIKOKU ELECTRIC POWER CO	53 198 329	0,140
NIPPON SHEET GLASS	13 741 365	0,109	SHIMA SEIKI	21 078 443	0,372
NIPPON SHOKUBAI KAGAKU KOGYO	7 012 004	0,112	SHIMACHU CO	17 640 193	0,279
NIPPON STEEL CORP	98 560 883	0,112	SHIMAMURA CO	26 664 230	0,143
NIPPON SYSTEMWARE CO	4 617 616	0,197	SHIMANO INDUSTRIAL CO	14 704 130	0,107
NIPPON TEL & TEL CORP	124 750 369	0,027	SHIMIZU CONSTRUCTION CO	27 043 369	0,113
NIPPON TELEVISION NETWORK CORP	20 647 779	0,043	SHIN-ETSU CHEMICAL CO	321 078 819	0,236
NIPPON THOMPSON CO	8 247 283	0,263	SHINKO SECURITIES	6 676 597	0,067
NIPPON UNIPAC HOLDING	141 965 366	0,328	SHINMAYWA INDUSTRIES	4 200 633	0,276
NIPPON YUSEN KK	36 007 182	0,109	SHIONOGI & CO	92 285 256	0,171
NISHIMATSU CONSTRUCTION CO	28 757 292	0,390	SHISEIDO COMPANY	62 986 220	0,182
NISHIMATSUYA CHAIN CO	5 987 031	0,273	SHIZUOKA BANK	35 913 287	0,071
NISSAN CHEMICAL INDUSTRIES	16 684 683	0,191	SHOHKOH FUND	5 437 691	0,067
NISSAN FIRE & MARINE INSURANCE CO	3 774 958	0,078	SHOWA DENKO KK	12 033 875	0,110
NISSAN MOTOR CO	269 922 123	0,143	SHOWA SHELL SEKIYUU	10 526 629	0,059
NISSHIN SEIFUN GROUP INC	25 680 798	0,194	SKY PERFECT COMMUNICATIONS INC	7 038 694	0,038

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2001

Asia/Oceania

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel		Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
SKYLARK CO	19 873 961	0,114	UFJ HLDGS	43 254 813	0,045
SMC CORP	159 217 251	0,243	UMC JAPAN	56 911 796	0,273
SNOW BRAND MILK PRODUCTS CO	5 420 513	0,113	UNI CHARM	14 307 472	0,109
SOFTBANK CORPORATION	40 652 925	0,083	UNION TOOL COMOPANY	7 867 460	0,104
SOGO MEDICAL COMPANY LTD	6 811 348	0,531	UNY CORPORATION	20 328 105	0,118
SONY CORPORATION	673 481 642	0,179	URBAN CORPORATION	1 943 597	0,121
SORUN CORPORATION	7 204 803	0,380	USHIO INC	9 831 383	0,069
SPARX ASSET MANAGEMENT CO	1 404 317	0,100	USS COMPANY LIMITED	19 775 412	0,257
STANLEY ELECTRIC CO	41 772 889	0,325	VENTURE LINK COMPANY LIMITED	1 465 910	0,020
STELLA CHEMIFA CORPORATION	2 532 151	0,163	VICTOR CO OF JAPAN	7 693 084	0,124
SUGI PHARMACY COMPANY LIMITED	33 178 017	0,618	WACOAL CORP	21 434 313	0,201
SUMIDA ELECTRIC COMPANY LIMITED	11 614 701	0,685	WEST JAPAN RAILWAY CO	114 817 153	0,143
SUMITOMO BAKELITE CO	20 282 526	0,156	WORKMAN CO	1 911 432	0,131
SUMITOMO BANK	228 767 147	0,106	WORLD CO	15 651 770	0,110
SUMITOMO CEMENT CO	6 483 401	0,116	YAHOO JAPAN CORPORATION	5 025 977	0,015
SUMITOMO CHEMICAL CO	56 188 080	0,112	YAKULT HONSHA CO	31 521 853	0,267
SUMITOMO CORP	47 094 237	0,108	YAMADA DENKI CO	65 605 969	0,376
SUMITOMO ELECTRIC INDUSTRIES	50 408 617	0,107	YAMAGUCHI BANK	6 775 214	0,060
SUMITOMO FORESTRY CO	16 997 437	0,204	YAMAHA CORP	24 362 711	0,178
SUMITOMO HEAVY INDUSTRIES	2 845 590	0,101	YAMAICHI ELECTRONICS CO LTD	11 625 145	1,131
SUMITOMO LEASE COMPANY LIMITED	22 643 449	0,417	YAMANOUCHI PHARMACEUTICALS	200 798 175	0,235
SUMITOMO METAL INDUSTRIES	11 494 458	0,110	YAMATO TRANSPORT CO	103 113 279	0,132
SUMITOMO METAL MINING CO	18 721 627	0,110	YAMAZAKI BAKING CO	11 858 609	0,109
SUMITOMO REAL ESTATE SALE	8 728 665	0,150	YASKAWA ELECTRIC CORP	62 362 763	0,873
SUMITOMO REALTY & DEVELOPMENT CO	47 960 301	0,287	YASUDA FIRE & MARINE INSURANCE CO	50 249 502	0,110
SUMITOMO SPECIAL METALS COMPANY LIMITED	4 804 243	0,230	YASUDA TRUST & BANKING CO	2 087 998	0,023
SUMITOMO TRUST & BANKING CO	162 708 334	0,308	YOKOGAWA ELECTRIC CORP	148 181 454	0,843
SURUGA BANK	13 934 356	0,125	YONEKYU CORP	3 683 253	0,271
SUZUKI MOTOR CO	95 880 773	0,181	YORK BENIMARU	8 830 020	0,079
TAIHEIYO CEMENT CORPORATION	14 994 369	0,116	YOSHINOYA D&C CO	8 175 425	0,100
TAISEI CORP	84 760 252	0,452	ZEON CORPORATION	7 807 236	0,102
TAISHO PHARMACEUTICAL CO	54 699 928	0,114	ZUKEN INC	5 817 103	0,305
TAIYO INK MANUFACTURING COMPANY LIMITED	13 478 569	0,355	Korea		
TAIYO YUDEN CO	23 637 284	0,145	DACOM CORPORATION	1 026 992	0,021
TAKARA SHUZO CO	19 827 136	0,121	HYNIX SEMICONDUCTOR INC	18 419 335	0,110
TAKASHIMAYA CO	18 198 087	0,113	HYUNDAI HEAVY INDUSTRIES CO	14 586 300	0,111
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	678 545 191	0,188	HYUNDAI MOTOR CO LTD	152 554 488	0,343
TAKEFUJI CORPORATION	96 019 151	0,101	KIA MOTORS CORPORATION	26 705 686	0,119
TANABE SEIYAKU CO	51 157 655	0,239	KOOKMIN BANK	391 596 548	0,363
TDK CORPORATION	91 904 338	0,163	KOREA ELECTRIC POWER CORPORATION	38 489 577	0,041
TEIJIN	42 926 181	0,138	KOREA EXCHANGE BANK	1 060 429	0,018
TEIKOKU OIL CO	9 834 325	0,098	KOREA TELECOM CORP	94 546 191	0,089
TERUMO CORPORATION	38 057 197	0,155	KOREA TOBACCO & GINSENG CORP	8 723 723	0,035
THINE ELECTRONICS INC	5 255 923	0,146	KT FREETEL CO LTD	52 377 937	0,098
THK CO	30 710 634	0,197	LG ELECTRONICS	27 325 959	0,098
TOBU RAILWAY CO	22 618 949	0,112	LG CHEMICAL	779 773	0,015
TODA CORP	8 894 008	0,112	LG CHEMICAL LIMITED	10 077 429	0,099
TOHO CO	19 893 807	0,109	LG HOUSEHOLD & HEALTHCARE LIMITED	410 477	0,013
TOHO TITANIUM	5 218 283	0,411	LG INVESTMENT SECURITIES COMPANY LIMITED	11 962 188	0,086
TOHOKU ELECTRIC POWER CO INC	106 375 716	0,172	POHANG IRON & STEEL	95 087 963	0,122
TOKIO MARINE & FIRE INS CO	26 290 430	0,026	SAMSUNG DISPLAY DEVICES COMPANY	22 139 492	0,121
TOKUYAMA SODA CO	34 708 052	0,536	SAMSUNG ELECTRO-MECHANICS COMPANY	24 962 055	0,112
TOKYO BROADCASTING SYSTEM INCORPORATED	6 809 432	0,029	SAMSUNG ELECTRONICS CO	826 753 961	0,269
TOKYO ELECTRIC POWER CO	417 237 376	0,162	SAMSUNG FIRE & MARINE INSURANCE	28 939 898	0,153
TOKYO ELECTRON	149 175 836	0,193	SAMSUNG SECURITIES COMPANY LIMITED	59 970 893	0,270
TOKYO GAS CO	70 478 238	0,104	SHINHAN FINANCIAL GROUP LIMITED	214 930 891	0,613
TOKYO OHKA KOGYO	6 650 180	0,108	SK CORPORATION	66 942 313	0,475
TOKYO SEIMITSU CO LTD	5 542 672	0,049	SK TELECOM CO LTD	146 518 686	0,090
TOKYO STYLE CO	8 538 412	0,108	S-OIL CORP	9 668 086	0,057
TOKYO TOMIN BANK LIMITED	5 317 516	0,185	New Zealand		
TOKYU CORP	33 385 037	0,110	AUCKLAND INTERNATIONAL AIRPORT LTD	5 966 946	0,105
TOMEN CORPORATION	2 471 516	0,073	BAYCORP HOLDINGS LIMITED	2 025 932	0,031
TOMEN ELECTRONICS CORP	4 781 385	0,261	BIL INTERNATIONAL LTD	210 750	0,014
TONENGENERAL SEKIYU KK	26 601 269	0,072	CARTER HOLT HARVEY LIMITED	7 905 997	0,072
TOPPAN FORMS	20 069 141	0,116	CONTACT ENERGY LIMITED	6 052 081	0,071
TOPPAN PRINTING CO	347 672 355	0,601	FISHER & PAYKEL APPLIANCES HOLDINGS LIMITED	3 363 782	0,138
TOPRE CORPORATION	4 136 987	0,278	FISHER & PAYKEL	8 174 365	0,125
TORAY INDUSTRIES INC	51 545 827	0,170	FLETCHER BUILDING LTD	5 221 073	0,138
TOSHIBA CORP	144 712 408	0,146	FLETCHER CHALLENGE FORESTS LTD	1 587 681	0,070
TOSOH CORP	12 250 818	0,117	INDEPENDENT NEWSPAPERS (NEW ZEALAND)	4 010 113	0,070
TOSTEM INAX HOLDING CORPORATION	55 936 781	0,138	NATURAL GAS CORPORATION HOLDINGS LIMITED	1 239 199	0,035
TOTO	17 451 308	0,110	RUBICON LIMITED	191 274	0,032
TOWA CORPORATION	4 790 555	0,337	SANFORD LIMITED	1 606 805	0,073
TOYAMA CHEMICAL CO LTD	4 208 845	0,100	SKY CITY ENTERTAINMENT GROUP LTD	6 019 169	0,124
TOYO CORPORATION	11 100 811	0,246	SKY NETWORK TELEVISION LTD	842 943	0,015
TOYO SEIKAN KAISHA	27 151 361	0,109	TELECOM CORP OF NEW ZEALAND	71 570 293	0,204
TOYOBO CO	15 129 395	0,195	TOWER LIMITED	7 163 755	0,218
TOYODA GOSEI	28 692 415	0,209	TRANZ RAIL HOLDINGS LIMITED	666 230	0,037
TOYOTA INDUSTRIES CORPORATION	35 501 847	0,087	WAREHOUSE GROUP LIMITED	4 857 402	0,065
TOYOTA MOTOR CO	1 347 100 568	0,162			
TOYOTA TSUSHO CORP	6 844 608	0,075			
TOYS R US JAPAN LIMITED	7 699 107	0,131			
TRANS COSMOS INC	4 083 948	0,072			
TREND MICRO INC	23 336 848	0,083	Singapore		
TRUSCO NAKAYAMA CORPORATION	5 126 127	0,180	BRIERLEY INVESTMENTS LIMITED	936 030	0,060
TSUBAKI NAKASHIMA COMPANY LIMITED	6 948 700	0,208	CAPITALAND LIMITED	8 596 905	0,038
TSUBAKIMOTO CHAIN CO	6 159 285	0,157	CHARTERED SEMICONDUCTOR	13 995 271	0,043
TSURUHA CO LTD	9 598 117	0,370	CITY DEVELOPMENTS	15 707 877	0,067
UBE INDUSTRIES	15 581 965	0,209	CREATIVE TECHNOLOGY	5 535 544	0,106
			CYCLE & CARRIAGE	3 875 375	0,109

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2001

Asia/Oceania

	Markedsverdi (NOK)	Prosentvis eierandel
DATA CRAFT ASIA LIMITED	6 382 857	0,071
DBS GROUP HOLDINGS LIMITED	274 847 496	0,269
DELGRO CORPORATION LIMITED	4 778 512	0,130
ELEC & ELTEK INTERNATIONAL CO	3 821 132	0,100
FLEXTRONICS INTERNATIONAL LTD	31 728 579	0,030
FRASER & NEAVE LIMITED	12 367 240	0,113
HAW PAR BROS INTL	3 885 259	0,096
HOTEL PROPERTIES	210 240	0,008
KEPPEL CORPORATION	11 712 188	0,111
KEPPEL LAND LIMITED	3 319 824	0,056
MARCO POLO DEVELOPMENT	880 094	0,025
NATSTEEL BROADWAY	17 632 526	0,742
NATSTEEL LTD	1 349 801	0,087
NEPTUNE ORIENT LINES	5 645 717	0,102
OVERSEA-CHINESE BANKING CORPORATION LIMITED	47 468 042	0,069
OVERSEAS UNION ENTERPRISES	9 139 986	0,167
PACIFIC CENTURY REGIONAL DEVELOPMENTS LIMITED	5 662 081	0,066
PARKWAY HOLDINGS	2 487 556	0,074
SEBMCORP INDUSTRIES LIMITED	8 811 631	0,071
SEBMCORP LOGISTICS LIMITED	22 269 443	0,299
SEBMCORP MARINE LIMITED	2 334 867	0,041
SINGAPORE AIRLINES	109 001 122	0,168
SINGAPORE EXCHANGE	38 084 896	0,632
SINGAPORE LAND	8 230 129	0,144
SINGAPORE PRESS HOLDINGS LIMITED	113 814 001	0,294
SINGAPORE TELECOMMUNICATIONS LTD	51 823 953	0,034
ST ASSEMBLY TEST SERVICES LTD	2 616 900	0,025
ST COMPUTER SYSTEMS AND SERVICES LTD	10 492 081	1,039
STRAITS TRADING CO	3 101 312	0,104
UNITED INDUSTRIAL CORPORATION	5 382 743	0,110
UNITED OVERSEAS BANK	287 850 734	0,297
UNITED OVERSEAS LAND LTD	3 882 945	0,078
VENTURE MANUFACTURING(SINGAPORE) LTD	194 005 873	1,299
WANT WANT HOLDINGS	4 834 715	0,048
WBL CORPORATION LTD	858 809	0,059
WING TAI HOLDINGS LIMITED	155 349	0,006
Taiwan		
ACER INC	59 138 887	0,275
ADVANCED SEMICONDUCTOR ENGR	80 892 880	0,298
AMBIT MICROSYSTEMS CORPORATION	31 972 232	0,331
ASUSTEK COMPUTER INC	53 142 777	0,069
BENQ CORPORATION	9 330 715	0,053
CATHAY FINANCIAL HLDG CO	38 886 456	0,046
CHANG HWA BANK	5 839 260	0,047
CHIAO TUNG BANK	6 524 325	0,044
CHINA DEVELOPMENT FINANCIAL HLDGS	19 730 877	0,042
CHINA STEEL CORPORATION	18 780 524	0,059
CHINA TRUST COMMERCIAL BANK	4 597 494	0,019
CMC MAGNETICS CORP	7 449 576	0,051
COMPAL ELECTRONIC INC	10 919 435	0,046
COMPEQ MANUFACTURING CO LTD	53 247 363	0,494
DELTA ELECTRONIC INDUSTRIAL	51 828 136	0,281
FAR EASTERN TEXTILE	3 674 212	0,034
FIRST BANK	9 369 832	0,044
FORMOSA CHEMICALS & FIBRE CORPORATION	17 409 698	0,073
FORMOSA PLASTICS CORPORATION	26 265 244	0,075
HON HAI PRECISION INDUSTRY	124 994 662	0,172
HUA NAN FINANCIAL HLDGS CO	8 786 252	0,040
INTERNATIONAL COMMERCIAL BANK OF CHINA	8 981 164	0,045
INVENTEC CORP LTD	7 800 011	0,067
MACRONIX INTERNATIONAL	13 104 899	0,057
MOSEL VITELIC INC	9 563 085	0,068
NAN YA PLASTICS CORPORATION	29 541 251	0,074
PACIFIC ELECTRICAL WIRE & CABLE	4 634 863	0,072
PROMOS TECHNOLOGIES INC	13 737 241	0,053
QUANTA COMPUTER	33 255 282	0,055
REALTEK SEMICONDUCTOR CORPORATION	60 972 887	0,398
RITEK INCORPORATION	8 115 789	0,051
SHIN KONG LIFE INSURANCE COMPANY	5 156 501	0,039
SILICONWARE PRECISION INDUSTRIES CO	88 984 931	0,596
SUNPLUS TECHNOLOGY COMPANY LIMITED	62 083 960	0,420
TAIWAN CEMENT CORP	3 048 557	0,057
TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFACTURING COMPANY	388 076 978	0,103
TATUNG CO LTD	7 432 012	0,065
UNI-PRESIDENT ENTERPRISES CO	8 570 564	0,078
UNITED MICRO ELECTRONICS CORPORATIONS LTD	308 111 561	0,177
UNITED WORLD CHINESE COMMERCIAL BANK	7 287 734	0,036
VANGUARD INTERNATIONAL SEMICONDUCTOR CORPORATION	3 248 396	0,036
VIA TECHNOLOGIES INCORPORATED	19 313 861	0,056
WINBOND ELECTRONICS CORPORATION	15 757 613	0,055

AKSJEFUTURESKONTRAKTER

				Eksponering i NOK
Sveits				
SWISS MKT IX	MARS 2002	315	Kontrakter kjøpt	109 473 308
Tyskland				
DAX INDEX	MARS 2002	69	Kontrakter kjøpt	71 478 683
DJ EURO STOXX 50	MARS 2002	4021	Kontrakter kjøpt	1 245 163 749
Frankrike				
CAC40	JAN. 2002	325	Kontrakter kjøpt	120 426 978
Storbritannia				
FT-SE 100	MARS 2002	1580	Kontrakter kjøpt	1 074 777 289
Italia				
MI30	MARS 2002	60	Kontrakter kjøpt	77 676 998
Nederland				
AEX	JAN. 2002	107	Kontrakter kjøpt	86 555 538
Spania				
IBEX 35	JAN. 2002	90	Kontrakter kjøpt	59 815 634
Sverige				
OMX	JAN. 2002	347	Kontrakter kjøpt	25 301 530
Canada				
S&P/TSE60	MARS 2002	155	Kontrakter kjøpt	76 973 509
USA				
NASDAQ 100	MARS 2002	71	Kontrakter kjøpt	100 840 420
S&P 500	MARS 2002	1656	Kontrakter kjøpt	4 267 309 953
Australia				
SPI 200	MARS 2002	373	Kontrakter kjøpt	146 297 980
Hong Kong				
HANG SENG	JAN. 2002	207	Kontrakter kjøpt	135 426 529
Japan				
TOPIX	MARS 2002	593	Kontrakter kjøpt	424 499 655
NIKKEI 225	MARS 2002	2604	Kontrakter kjøpt	1 821 305 404

Obligasjoner og markedsplasseringer pr. 31. desember 2001

	Markedsverdi (NOK)
FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION	4 266 368 156
FORD MOTOR CREDIT CO	46 806 068
HELABA INTL FINANCE PLC	333 298 210
INSTITUTO CREDITO OFICIAL	2 620 644 885
INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK	63 377 577
INTL LEASE FINANCE CORP	91 358 135
ISRAEL AID	76 926 377
KREDITANSTALT FUR WIEDERAUFBAU	712 209 350
NORDDEUTSCHE LANDESBANK GZ	317 663 400
OESTERREICHISCHE KONTROLLBANK	177 237 287
TENNESSEE VALLEY AUTHORITY	19 697 269
TYCO CAPITAL CORP	96 376 703
VERDENSBANKEN	44 324 068
Bankinnskudd	
ABBAY NATIONAL	268 903 593
ABN AMRO	229 425 816
BANK NEDERLANDSE GEMEENTEN	89 304 396
BARCLAYS BANK	134 605 518
CITIBANK	36 456 446
FORTIS BANK	1 013 973 216
HALIFAX	226 656 808
ING BANK	178 582 121
JP MORGAN CHASE	2 305 093 683
MERRILL LYNCH	356 041 082
UNION BANK OF SWITZERLAND	454 320 207
Tredjepartsavtaler (Diverse motparter)	4 838 805 939
Gjenkjøpsavtaler	
GJENSALG (DIVERSE MOTPARTER)	52 492 098 438
GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-53 969 133 666
Valutaterminkontrakter	
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	2 968 906 463
SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-5 093 940 891
Andre fordringer (Diverse motparter)	-246 024 060
Brasilianske real	
Bankinnskudd	
JP MORGAN	40 564 767
Valutaterminkontrakter	
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	386 776
Andre fordringer (Diverse motparter)	755 652
Meksikanske peso	
Bankinnskudd	
JP MORGAN	8 336 733
Andre fordringer (Diverse motparter)	-222 537

Asia/Oceania:

Australske dollar

	Markedsverdi (NOK)
Obligasjoner	
DEN AUSTRALSKE STAT	4 544 412 142
DEN TYSKE STAT	515 847 010
FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION	8 220 767
KFW INTERNATL FINANCE	297 441 254
QUEBEC PROVINCE	15 528 233
Bankinnskudd	
JP MORGAN CHASE	192 467 414
MERRILL LYNCH	66 242 094
NATIONAL AUSTRALIA BANK	66 695 247
RESERVE BANK OF AUSTRALIA	88 395
UNION BANK OF SWITZERLAND	30 668
Gjenkjøpsavtaler	
GJENSALG (DIVERSE MOTPARTER)	529 598 772
GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-529 413 697
Valutaterminkontrakter	
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	503 417 597
SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-436 635 436

Hong Kong dollar

	Markedsverdi (NOK)
Bankinnskudd	
DRESDNER BANK	6 947
JP MORGAN CHASE	83 958 723
MERRILL LYNCH	110 194 829
UNION BANK OF SWITZERLAND	11 493
Valutaterminkontrakter	
SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-56 331 469
Andre fordringer (Diverse motparter)	24 269

Japanske yen

	Markedsverdi (NOK)
Obligasjoner	
DEN JAPANSKE STAT	53 625 207 623
LANDESBK RHEINLAND PFALZ	698 146
VERDENSBANKEN	291 697 388
Bankinnskudd	
ABN AMRO	1 710 958 268
BANK OF JAPAN	5 674 222 391
DEUTSCHE BANK	7 985 478
SVENSKA HANDELSBANKEN	684 384 424
ING BANK	1 710 998 190
JP MORGAN CHASE	252 782 808
MERRILL LYNCH	304 516 298
UNION BANK OF SWITZERLAND	140 715 732
Tredjepartsavtaler (Diverse motparter)	
Gjenkjøpsavtaler	
GJENSALG (DIVERSE MOTPARTER)	7 030 333 746
GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-5 678 534 032
Valutaterminkontrakter	
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	1 388 810 246
SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-1 714 234 732
Andre fordringer (Diverse motparter)	95 712 824

Newzealandske dollar

	Markedsverdi (NOK)
DEN NEW ZEALANDSKE STAT	70 923 563
Bankinnskudd	
JP MORGAN CHASE	9 023 000
RESERVE BANK OF NEW ZEALAND	77 823
Valutaterminkontrakter	
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	200 579 958
SALG (DIVERSE MOTPARTER)	-54 867 006
Gjenkjøpsavtaler	
GJENKJØP (DIVERSE MOTPARTER)	-73 311 383
Andre fordringer (Diverse motparter)	-1 152 929

Singapore dollar

	Markedsverdi (NOK)
Bankinnskudd	
DRESDNER BANK	3 121
JP MORGAN CHASE	62 303 194
Valutaterminkontrakter	
KJØP (DIVERSE MOTPARTER)	12 732 288

Koreanske won

	Markedsverdi (NOK)
Bankinnskudd	
JP MORGAN CHASE	808 161

Taiwanske dollar

	Markedsverdi (NOK)
Bankinnskudd	
JP MORGAN CHASE	30 940 792

Obligasjoner og markedsplasseringer pr. 31. desember 2001

Europa

RENTEFUTURES KONTRAKTER

Eksponering i NOK

Sveits				
EUREX SWISS 10 ÅR	MARS 2002	144	Kontrakter kjøpt	92 844 519
Storbritannia				
GILT 15 ÅR	MARS 2002	-352	Kontrakter solgt	-518 405 143
10 ÅR SWAPNOTE	MARS 2002	25	Kontrakter kjøpt	21 023 935
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	DES. 2002	599	Kontrakter kjøpt	4 671 622 670
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	DES. 2003	-325	Kontrakter solgt	-2 565 114 706
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2002	0	Kontrakter solgt	-808 623 060
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2003	448	Kontrakter kjøpt	3 538 863 700
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2004	-200	Kontrakter solgt	-1 577 993 051
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2002	150	Kontrakter kjøpt	679 393 116
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2003	63	Kontrakter kjøpt	497 923 144
EUR 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2002	34	Kontrakter kjøpt	442 876 059
GBP 3 mnd. tidsinnskudd	DES 2002	-129	Kontrakter solgt	-1 178 211 998
GBP 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2002	-3	Kontrakter solgt	-4 674 441
GBP 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2003	-200	Kontrakter solgt	-1 285 972 324
GBP 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2002	-444	Kontrakter solgt	-2 652 727 437
GBP 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2003	-180	Kontrakter solgt	-1 158 050 631
GBP 3 mnd. tidsinnskudd	SEP. 2002	404	Kontrakter kjøpt	1 722 986 360
GBP 3 mnd. Tidsinnskudd	SEP. 2003	-10	Kontrakter solgt	-64 279 035
Tyskland				
EURO-BOBL	MARS 2002	112	Kontrakter kjøpt	95 089 909
EURO-BUND	MARS 2002	2174	Kontrakter kjøpt	1 854 065 790
EURO-SCHATZ	MARS 2002	-205	Kontrakter solgt	-170 056 733
Canada				
CANADISK STAT 10 ÅR	MARS 2002	477	Kontrakter kjøpt	277 298 283
BANK ACCEPT FUTURE	DES. 2002	73	Kontrakter kjøpt	99 171 755
BANK ACCEPT FUTURE	JUN. 2002	246	Kontrakter kjøpt	338 272 887
BANK ACCEPT FUTURE	SEP. 2002	-657	Kontrakter solgt	-4 109 030 789
BANK ACCEPT FUTURE	DES.2002	143	Kontrakter kjøpt	195 633 920
USA				
AMERIKANSK STAT 10 ÅR	MARS 2002	-755	Kontrakter solgt	-711 992 577
AMERIKANSK STAT 5 ÅR	MARS 2002	-1241	Kontrakter solgt	-1 177 960 707
AMERIKANSK STAT 2 ÅR	MARS 2002	70	Kontrakter kjøpt	131 210 970
USD LONG BOND	MARS 2002	-2	Kontrakter solgt	-1 821 326
USD 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2002	125	Kontrakter kjøpt	268 027 509
USD 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2002	-84	Kontrakter solgt	-2 881 465 767
USD 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2002	569	Kontrakter kjøpt	2 630 982 238
USD 3 mnd. tidsinnskudd	DES 2002	641	Kontrakter kjøpt	3 248 166 837
USD 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2003	-49	Kontrakter solgt	-434 760 134
USD 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2003	1274	Kontrakter kjøpt	11 285 908 967
USD 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2003	324	Kontrakter kjøpt	2 866 821 482
USD 3 mnd. tidsinnskudd	DES 2003	-2	Kontrakter solgt	-17 680 957
USD 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2004	-129	Kontrakter solgt	-1 140 060 142
USD 3 mnd. tidsinnskudd	JUNI 2004	-601	Kontrakter solgt	-5 309 556 297
USD 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2004	-3	Kontrakter solgt	-26 495 873
Australia				
AUSTRALSK STAT 10 ÅR	MARS 2002	496	Kontrakter kjøpt	226 292 780
SFE 3 ÅR 6% BOND	MARS 2002	6	Kontrakter kjøpt	2 803 790
AUD 90 DAY BILL	MARS 2002	116	Kontrakter kjøpt	527 167 027
AUD 90 DAY BILL	JUN. 2002	247	Kontrakter kjøpt	1 122 310 460
AUD 90 DAY BILL	SEP. 2002	113	Kontrakter kjøpt	513 132 634
AUD 90 DAY BILL	DES.2002	79	Kontrakter kjøpt	358 389 135
Japan				
JAPANSK STAT 10 ÅR	MARS 2002	91	Kontrakter kjøpt	860 797 078
JPY 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2002	36	Kontrakter kjøpt	61 494 304
JPY 3 mnd. tidsinnskudd	JUN. 2002	22	Kontrakter kjøpt	37 591 145
JPY 3 mnd. tidsinnskudd	SEP. 2002	-104	Kontrakter solgt	-177 668 006
JPY 3 mnd. tidsinnskudd	DES 2002	-50	Kontrakter solgt	-85 404 478
Singapore				
JPY 3 mnd. tidsinnskudd	MARS 2002	675	Kontrakter kjøpt	4 617 649 701
JPY 3 mnd. tidsinnskudd	SEP 2002	-675	Kontrakter solgt	-4 617 822 932

RENTEBYTTEAVTALER

Canadiske dollar	Verdi NOK
Kjøpte	3 654 552 820
Solgte	-3 631 014 515
Danske kroner	
Kjøpte	1 722 645 055
Solgte	-1 723 471 215
Euro	
Kjøpte	5 612 523 205
Solgte	-5 725 810 836
Britiske pund	
Kjøpte	4 494 483 193
Solgte	-4 513 094 565
Svenske kroner	
Kjøpte	1 165 447 142
Solgte	-1 173 495 918
Amerikanske dollar	
Kjøpte	40 917 945 199
Solgte	-40 810 152 132
Japanske yen	
Kjøpte	6 280 415 429
Solgte	-6 297 584 958

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.

Aktivaklasser

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 indekserforvaltning**. 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 konsulentelskaper, 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 på 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 aktivaklasser. Taktisk aktivaallokering består således i å velge andre aktiva- eller markedssammensetninger 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.

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 og yter også regnskapstjenester. Det kan videre avtales ulike typer tilleggstjenester, som 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 risi-

ko man er villig til å ta. For å finne den beste avveiningen kan man først "luke bort" de porteføljer 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 korrigeret 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 følsomt 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 vel utviklede markeder med lave transaksjonskostnader. Handel med aksjefuturekontrakter er derfor et kostnadseffektivt virkemiddel for å foreta endringer og justeringer i en aksjeforfølje. Det handles også futurekontrakter på **renteinstrumenter**.

Geometrisk differanse

Forskjellen mellom to avkastningstall kan beregnes enten som en enkel **aritmisk 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 base-res 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. Se temaartikkelen "Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning". Indeksforvaltning har lave forvaltnings- og transaksjonskostnader sammenlignet med aktiv forvaltning.

IPO

Initial Public Offering 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 aksjeforføljer 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.

Markedskapitaliseringsvekker

Markedskapitaliseringsvekker 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, mindreakkastning

Se **differanseavkastning**.

Obligasjonsfuturekontrakter

Se futurekontrakter

Obligasjonsindeks

Som **aksjeindeks**.

Oppgjørsmisiko

Oppgjørsmisiko 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. Opsjoner brukes foreløpig ikke i forvaltningen av Petroleumsfondet.

Pengemarked

Marked for kortsiktige lån mellom store investorer. Når midler fra Petroleumsfondet plasseres i pengemarkedet skjer dette vanligvis som særinskudd 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 de tre hovedregionene Europa, Amerika og Asia/Oceania med faste vekter 50/30/20, mens det for hvert land innen hver region brukes **markedskapitaliseringsvekker**. 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 mange land 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 beskrankningene på den forventede forskjellen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen.

føljen. 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. Se temaartikkelen om "Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko".

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.

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 2002: Falch AS

Prepress og trykk: Falch AS

Papir: Omslag: Nettuno 215 g
Materie: Eurobulk 115 g

Foto: Siren Lauvdal