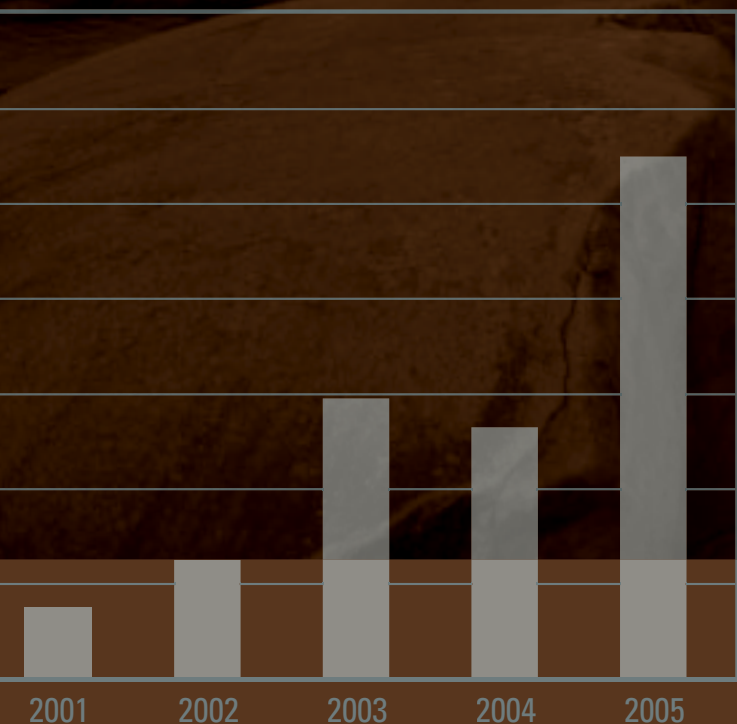


05



	Statens pensjonsfond – Utland. Nøkkeltall 2005.	2
	Forord.	3
	Innledning.	4
Beregningsdel	1. Mandat.	10
	2. Hovedtall for avkastningen i 2005.	12
	3. Renteforvaltningen.	17
	4. Aksjeforvaltningen.	19
	5. Utøvelse av eierskap i aksjeselskaper.	23
	6. Risiko.	28
	7. Organisering av forvaltningen.	31
	8. Kostnader i forvaltningen.	33
	9. Regnskapsrapportering.	34
	Revisjonsansvar for Statens pensjonsfond – Utland.	36
	Uttalelse fra Norges Banks revisjon.	36
Temadel	1. Analyse av Norges Banks resultater	38
	2. Eierskapsutøvelse og etikk.	47
	3. Aksjonærenes rettigheter	55
www.norges-bank.no	Tidligere publiserte artikler	62
	Artiklene finnes på Norges Banks internettsider under Kapitalforvaltning	
Dokumentasjonsdel	Aksjeholdninger pr. 31. desember 2005	64
	Obligasjoner pr. 31. desember 2005	79
	Ord og uttrykk.	84

Statens pensjonsfond – Utland. Nøkkeltall 2005

Markedsverdi pr 31.12.2005

Totalporteføljen	1399 mrd. kroner
Aksjeporteføljen	582 mrd. kroner
Renteporteføljen	817 mrd. kroner

Overføringer fra Finansdepartementet i 2005

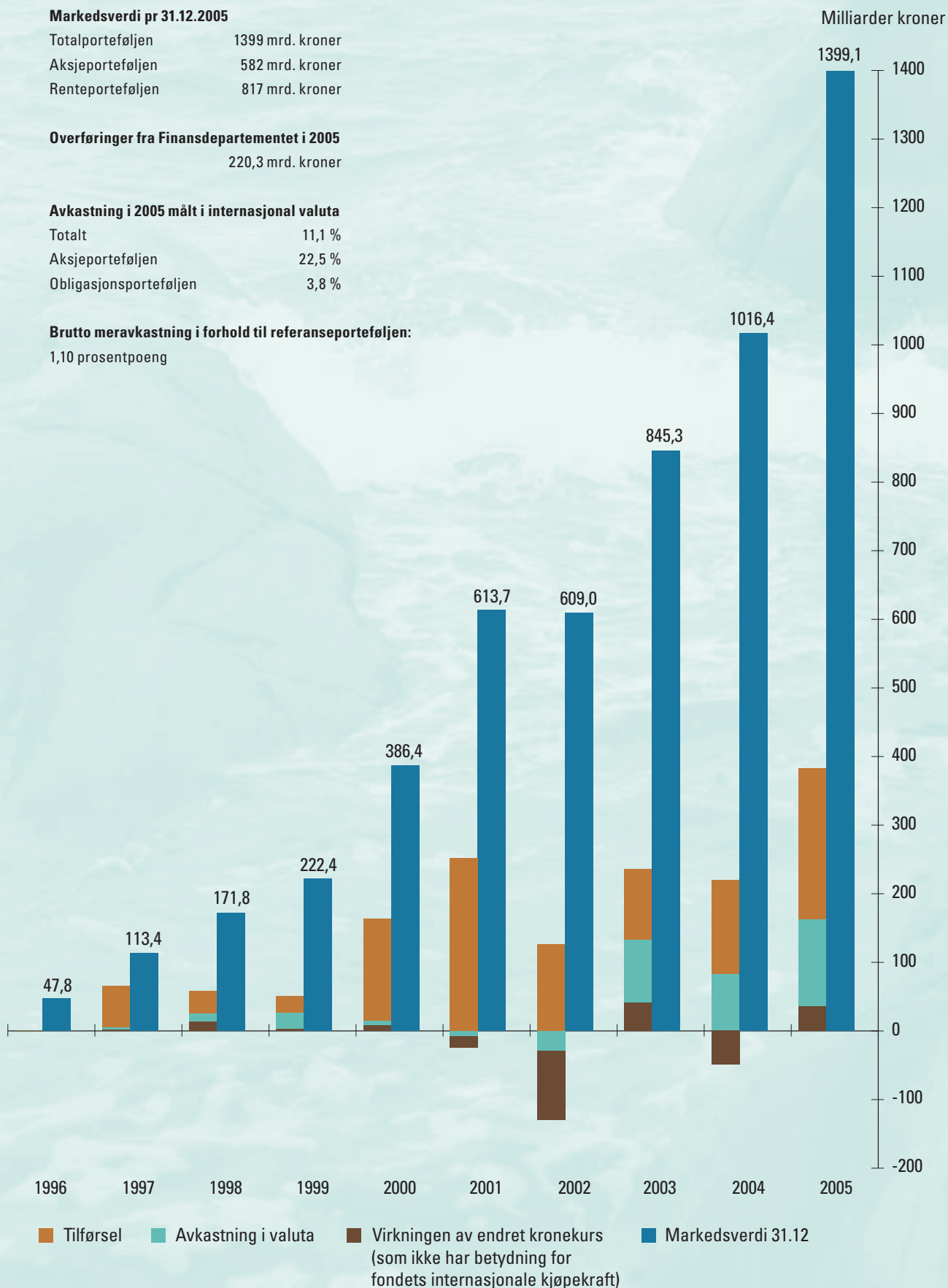
220,3 mrd. kroner

Avkastning i 2005 målt i internasjonal valuta

Totalt	11,1 %
Aksjeporteføljen	22,5 %
Obligasjonsporteføljen	3,8 %

Brutto meravkastning i forhold til referanseporteføljen:

1,10 prosentpoeng



Et mer aktivt eierskap

Verdien av Statens pensjonsfond – Utland steg med 383 milliarder kroner i 2005. Dette er den største årlige tilveksten siden fondet ble tilført de første midlene i 1996. Ved utgangen av 2005 var fondets markedsverdi 1 399 milliarder kroner.

Pensjonsfondet fikk i fjor tilført 220 milliarder kroner fra Finansdepartementet. Avkastningen var 162 milliarder kroner. Av dette skyldtes 36 milliarder at kronekursen svekket seg, noe som ikke har betydning for Pensjonsfondets internasjonale kjøpekraft.

Aksjekursene viste sterk vekst for tredje året på rad. Avkastningen var 22,5 prosent. Siden bunnåret 2002 har samlet avkastning på fondets aksjeplasseringer vært 70 prosent. For obligasjoner var avkastningen i fjor 3,8 prosent. Samlet for Pensjonsfondet var avkastningen 11,1 prosent målt i internasjonal valuta. Det er det tredje beste årsresultatet hittil.

Siden 1997 er Pensjonsfondets gjennomsnittlige årlige netto realavkastning 4,5 prosent. Nominell samlet avkastning i denne perioden er 309 milliarder kroner.

Det meste av forventet avkastning og risiko i Pensjonsfondet er bestemt av den strategien som Finansdepartementet har fastlagt – og som er definert i form av en referanseportefølje. Norges Banks forvaltning måles mot denne referanseporteføljen. I 2005 oppnådde banken en meravkastning på 1,10 prosentpoeng, tilsvarende 12 milliarder kroner. Dette er et svært godt resultat sett i forhold til den risikoen som banken har anvendt i den aktive forvaltningen. Nær alle viktige grupper av eksternt og intern forvaltning viste meget gode resultater.

Norges Bank har oppnådd meravkastning i forvaltningen hvert år, og bidraget er i gjennomsnitt på 0,52 prosentpoeng. Dette tilsvarer 26 milliarder kroner brutto og 24 milliarder kroner når det justeres for merkostnadene ved å drive aktiv forvaltning. Likevel har ikke den aktive forvaltningen i Norges Bank økt den samlede risikoen for Pensjonsfondet. Det skyldes at den aktive forvaltningen er spredd på mange ulike typer aktiviteter som ikke samvarierer med avkastningen på referanseporteføljen.

Finansdepartementet fastsatte nye etiske retningslinjer for Pensjonsfondet ved utgangen av 2004. Ett av virkemidlene er aktiv utøvelse av eierskap. Norges Bank har i 2005 trappet denne virksomheten opp betydelig. Fra og med 2005 er all stemmegivning i de eksternt forvaltede porteføljene flyttet til Norges Bank, og banken stemte på mer enn 20 000 saker på over 2 700 generalforsamlinger. Det er etablert en egen gruppe innen aksjeforvaltningen for å følge opp eierskapet i bedriftene. Gruppen har bred kompetanse innen etikk, finans og bedriftsledelse.

Hovedmålet for Norges Banks utøvelse av eierskap er å sikre fondets finansielle interesser. For en langsiktig investor er det ofte sammenfall mellom finansielle og etiske hensyn. I denne årsrapporten belyses dette samspillet nærmere. Det gjøres også rede for hvordan banken vil utvikle eierskapsutøvelsen videre.

Rapporten gir også en utførlig gjennomgang av resultatene i forvaltningen og av hvordan forvaltningen er organisert og drevet.



Svein Gjedrem
Sentralbanksjef



Knut N. Kjær
Direktør Norges Bank
Investment Management

Innledning

Statens pensjonsfond ble opprettet av Stortinget ved lov av 20. desember 2005. Fondet består av to deler: Statens pensjonsfond - Utland (tidligere Statens petroleumsfond, etablert i 1990) og Statens pensjonsfond - Norge (Folketrygdfondet, etablert i 1967).

Statens pensjonsfond – Utland er en videreføring av Statens petroleumsfond. I denne beretningen benyttes det nye navnet Statens pensjonsfond – Utland, selv om beretningen i hovedsak omhandler resultater fra perioden da navnet var Statens petroleumsfond.

Hovedtall

I 2005 var *avkastningen* på Statens pensjonsfond – Utland 11,1 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen på aksjeporteføljen var 22,5 prosent og avkastningen på porteføljen av rentebærende instrumenter 3,8 prosent. Målt i norske kroner var fondets avkastning 14,3 prosent i 2005. Forskjellen mellom avkastning målt i internasjonal valuta og avkastning målt i norske kroner er kursutviklingen på norske kroner, som ikke

har noen betydning for fondets langsiktige internasjonale kjøpekraft.

Siden 1997 har den gjennomsnittlig årlige avkastningen vært 6,3 prosent målt i internasjonal valuta. Den akkumulerte avkastningen utgjør 309 milliarder kroner. Etter fradrag for prisstigning og forvaltningskostnader er netto årlig realavkastning 4,5 prosent.

Norges Banks *meravkastning* var i 2005 1,10 prosentpoeng sett i forhold til den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Fra 1998, som var det første hele året med aksjer i fondets portefølje, har gjennomsnittlig årlig meravkastning vært 0,52 prosentpoeng. Dette utgjør 26,3 milliarder kroner samlet for hele perioden.

Finansdepartementet har gitt Norges Bank en ramme for å utøve aktiv forvaltning med sikte på å oppnå meravkastning. Siden 1998 har markedsrisikoen på den faktiske porteføljen kun vært marginalt høyere enn markedsrisikoen på referanseporteføljen. Dermed har den aktive forvaltningen vært gjennomført med små kostnader i form av høyere risiko.

Gjennom den aktive forvaltningen har fondet hatt noe høyere kostnader enn om porteføljen var forvaltet nær opptil referanseporteføljen. Den reelle verdiskapingen ved aktiv forvaltning er anslått til 0,48 prosentpoeng i årlig gjennomsnitt.

Informasjonsraten er et enkelt mål på dyktighet i kapitalforvaltning. Den kan beregnes som forholdstallet mellom den årlige meravkastningen og den merrisiko som er tatt i forhold til referanseporteføljen (relativ volatilitet). Informasjonsraten viser med andre ord hvor høy meravkastning man får igjen for hver risikoenhet. I gjennomsnitt siden 1998 har informasjonsraten vært 1,32.

Ved utgangen av 2005 var fondets *markedsverdi* 1 399 milliarder kroner. Samlet tilførsel av midler fra Finansdepartementet siden 1996 har vært 1 154 milliarder kroner. Av dette ble 220 milliarder kroner tilført fondet i 2005.

Avkastning 1997 – 2005

Avkastningen på Statens pensjonsfond – Utland er vist i tabell 1. Siden 1997 har

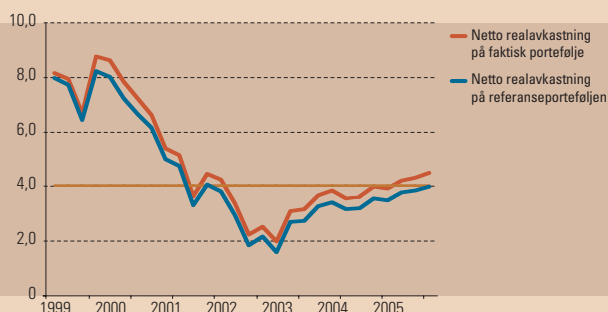
Tabell 1: Årlig nominell og reell avkastning målt i fondets valutakurv 1997-2005. Prosent

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt. 1997-2005
Nominell avkastning										
-på aksjeporteføljen	-	12,86	34,81	-5,82	-14,59	-24,37	22,83	13,00	22,49	5,89*
-på renteporteføljen	9,07	9,31	-0,99	8,41	5,04	9,90	5,25	6,10	3,82	6,16
-på totalporteføljen	9,07	9,25	12,44	2,50	-2,47	-4,74	12,59	8,93	11,09	6,34
Prisstigning**	1,75	0,92	1,28	2,02	1,18	1,89	1,36	2,43	2,22	1,70
Reell avkastning	7,19	8,25	11,02	0,47	-3,61	-6,51	11,08	6,35	8,68	4,56
Forvaltningskostnader***	0,04	0,06	0,09	0,11	0,07	0,09	0,10	0,11	0,11	0,09
Netto realavkastning	7,15	8,19	10,93	0,36	-3,68	-6,60	10,98	6,24	8,58	4,47

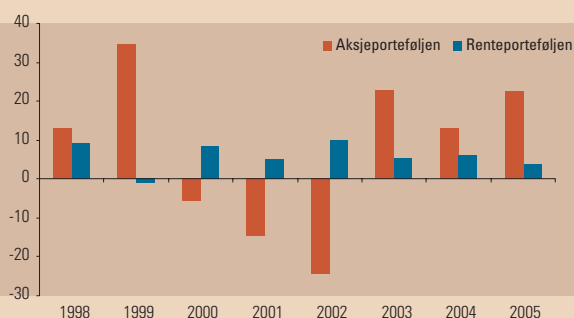
* 1998-2005

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

*** Kostnadene inkluderer honorarer til eksterne forvaltere for oppnådd meravkastning.



Figur 1: Gjennomsnittlig årlig netto realavkastning fra 1997. Prosent



Figur 2: Årlig avkastning i aksje- og renteporteføljene målt i fondets valutakurv 1998-2005. Prosent

den gjennomsnittlige årlige nominelle avkastningen vært 6,34 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen har vært positiv i syv og negativ i to av disse årene. I 1997 var fondet kun investert i rentebærende statspapirer, mens porteføljen siden 1998 har bestått av både aksjer og rentebærende verdipapirer. Som gjennomsnitt for årene 1998-2005 har den nominelle årlige avkastningen på rente- og aksjeforføljen vært henholdsvis 5,80 prosent og 5,89 prosent.

Realavkastningen er nominell avkastning fratrukket prisstigning. For hele fondet har den årlige realavkastningen siden 1997 vært 4,56 prosent. Forvaltningskostnadene har i gjennomsnitt vært 0,09 prosent av forvaltningskapitalen. Siden 1997 er dermed årlig netto realavkastning fratrukket forvaltningskostnader 4,47 prosent. Figur 1 viser utviklingen i gjennomsnittlig årlig netto realavkastning for den faktiske porteføljen og for referanseporteføljen. Forskjellen mellom de to kurvene uttrykker meravkastningen i Norges Banks forvaltning.

Prosentvis årlig avkastning siden 1998 for aksje- og renteporteføljene målt i fondets internasjonale valutakurv fremgår av figur 2. I fem av disse årene har det vært positiv avkastning på aksjeforføljen, mens det har vært positiv avkastning på renteinvesteringene i alle år med unntak for 1999.

Fondets avkastning siden 1997 som absolutt beløp regnet i norske kroner og i fondets valutakurv, er vist i figur 3. Ved utgangen av 2005 var akkumulert avkastning målt i valutakurven 309 milliarder kroner, og 244 milliarder kroner regnet i norske kroner. Lavere avkastning målt i

norske kroner siden 1997 kan forklares ved en sterkere kronekurs. Når kronen styrker seg i forhold til investeringsvalutaene, blir avkastningen lavere målt i kroner enn i valuta.

For de tre årene 2001, 2002 og 2004 samlet bidro en sterkere kronekurs til å redusere fondets verdi med vel 166 milliarder kroner. For hele perioden reduserte en sterkere krone fondets kroneverdi med omlag 65 milliarder kroner. Dette har imidlertid ikke betydning for den internasjonale kjøpekraften av fondet.

Figur 4 viser utviklingen fra 1998 til 2005 av 100 kroner investert i aksjer og 100 kroner investert i rentebærende verdipapirer. Verdiene er her målt i fondets valutakurv. Ved utgangen av 2005 ville både verdien på aksjeinvesteringer og renteinvesteringer vært 157 kroner, det vil si en oppgang på 57 prosent over disse årene. Mens renteporteføljen har hatt en noenlunde jevn

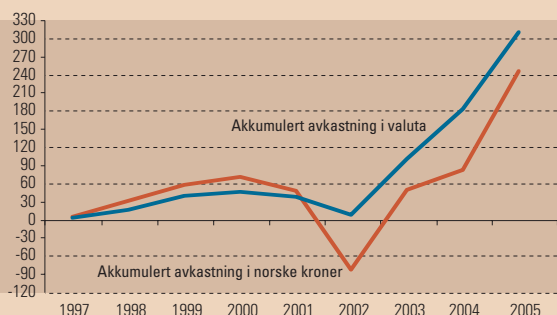
avkastning, er svingningene store for aksjeavkastningen. Figuren illustrerer at den relativt svake utviklingen i aksjemarkedene i årene 2000-2002 var reversert ved utgangen av 2005. For en kombinert portefølje med samme sammensetning av aksjer og rentebærende verdipapirer som i Pensjonsfondet ville den akkumulerte avkastningen siden 1998 ha vært på 59 prosent.

Figuren viser at den totale akkumulerte avkastningen er noe høyere enn den akkumulerte avkastningen til hver av aktivaklassene. Dette har sammenheng med hvordan midler blir tilført. I henhold til retningslinjene for rebalansering av fondet tilføres midler til den aktivaklassen som har hatt den svakest utviklingen og dermed fått en undervekt. Dersom denne aktivaklassen i ettertid får en kraftig oppgang, vil den akkumulerte totalavkastningen kunne overstige avkastningen til hver av aktivaklassene.

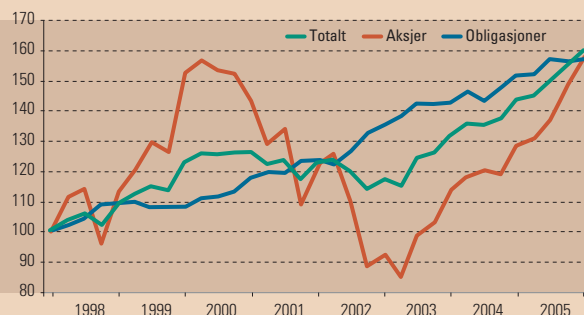
Tabell 2: Tilførsler 1995-2005. Millioner kroner

Regnskapsår	Faktisk tilførsel i løpet av året *	Endelig avsetning i statsregnskapet	Andel av statens oljeinntekter som blir værende igjen i fondet. Prosent
1995	-	1 981	5
1996	47 476	44 213	63
1997	60 900	64 019	71
1998	32 837	27 982	62
1999	24 423	26 133	59
2000	149 838	150 519	94
2001	251 189	257 017	99
2002	125 354	115 828	68
2003	103 911	110 819	64
2004	138 162	132 539	65
2005	220 286		78**
Sum 1995-2005	1 154 376		

* Fratrukket forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank
** Foreløpig anslag



Figur 3: Akkumulert avkastning, regnet i milliarder kroner og i fondets valutakurv 1997-2005



Figur 4: Indeks for akkumulert avkastning i fondets aktivaklasser 1998-2005. Fondets valutakurv pr 31.12.97=100

Tilførsler av nye midler 1995-2005

Finansdepartementet tilførte første gang midler til Statens pensjonsfond - Utland i mai 1996. Dette skjedde etter at statsregnskapet for 1995 viste et overskudd på 2 milliarder kroner. Deretter har det vært overskudd på statsregnskapet hvert år. Finansdepartementet har overført midler til fondet i samsvar med anslag for hvor stort årets overskudd ville bli. Når det endelige statsregnskapet foreligger noen måneder inn i det påfølgende året, blir neste års tilførsler til fondet justert gjennom å korrigere for avviket mellom det som ble tilført i løpet av året, og endelige avsetninger til fondet.

Tabell 2 viser at endelig avsetning i statsregnskapet fra og med 1996 har variert fra om lag 26 milliarder kroner i 1999 til mer enn 250 milliarder i 2001. I 2005 var faktisk tilførsel 220 milliarder kroner. Samlet for årene 1995–2005 er fondet tilført 1 154 milliarder kroner.

Tabellen viser også andelen av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten som blir igjen i fondet. I årene 2000 og 2001 ble nesten hele kontantstrømmen værende i fondet, mens i årene 2002–2004 var denne andelen omlag to tredjedeler av kontantstrømmene. Det foreløpige anslaget for 2005 er 78 prosent.

Norges Banks bidrag til forvaltningsresultatet

Finansdepartementet har fastsatt en referanseportefølje for forvaltningen av fondet. Referanseporteføljen er sammensatt slik at den uttrykker fondets overordnede investeringsstrategi, og gjør det mulig å måle Norges Banks bidrag som forvalter. Norges Bank kan bidra til forvaltningsresultatet ved å velge en faktisk portefølje som avviker fra referanseporteføljen.

Et enkelt mål for Norges Banks bidrag til avkastningen er forskjellen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Første linje i tabell 3 viser at meravkastningen hvert år har vært positiv, med et gjennomsnitt på 0,52 prosentpoeng siden 1998. Regnet i beløp var dette i sum for perioden 26,3 milliarder kroner.

Den andre linjen i tabell 3 viser estimert netto verdiskaping ved aktiv forvaltning. Dette er et uttrykk for hvor mye merverdi Norges Bank skaper i forvaltningen sammenlignet med et alternativ der hele porteføljen forvaltes på billigste måte tettest mulig opp mot referanseporteføljen (indeksforvaltning). Ved beregning av netto verdiskaping tas det hensyn til at også ren indeksforvaltning ville ha ført med seg noen transaksjons- og forvaltningskostnader. Det gjøres på

den annen side fradrag både for ekstra forvaltningskostnader ved aktiv forvaltning og for inntekter fra utlån av verdipapirer som også ville ha kommet ved passiv forvaltning. I kapittel 2.2 i beretningsdelen er det gjort nærmere rede for beregningene.

Norges Banks netto bidrag til verdiskapingen ved aktiv forvaltning i 2005 var 1,05 prosentpoeng. Som gjennomsnitt over perioden 1998–2005 var nettobidraget til meravkastningen 0,48 prosentpoeng. Regnet i beløp var dette 24,3 milliarder kroner.

Meravkastning hvert kvartal fra og med 1998 er vist i figur 5. Norges Bank har oppnådd meravkastning i 24 av 32 kvartaler siden fondet første gang plasserte midler i aksjer. Figuren viser også akkumulert faktisk avkastning og akkumulert referanseavkastning. Differansen mellom de to avkastningsseriene akkumuleres for hele perioden til en brutto meravkastning på 6,19 prosentpoeng.

Sammenhengen mellom meravkastningen for hver måned og avkastningen på referanseporteføljen i samme måned for perioden fra 1998 til 2005 er vist i figur 6. Denne figuren viser ikke noe klart mønster. Den indikerer derfor at den meravkastning som Norges Bank har oppnådd, er uavhengig av avkastningen på den referanseporteføljen som er fast-

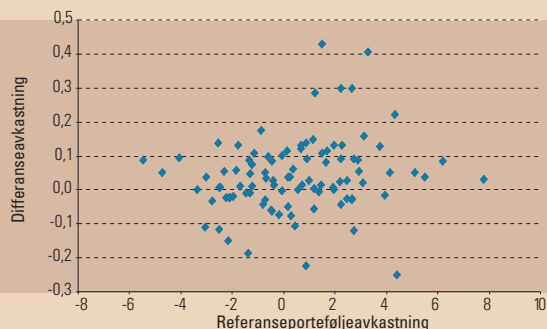
Tabell 3: Norges Banks bidrag til fondets avkastning. Prosentpoeng

Total	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt. 1998-2005
Meravkastning	0,20	1,25	0,28	0,15	0,25	0,59	0,53	1,10	0,52
Verdiskaping ved aktiv forvaltning *	0,19	1,18	0,20	0,11	0,21	0,54	0,49	1,05	0,48

* Estimert meravkastning med fradrag for aktive forvaltningskostnader og utlånsinntekter, men med tillegg for transaksjonskostnader som følger av vanlig indeksering og innfasing av nye midler, se kapittel 2.2.

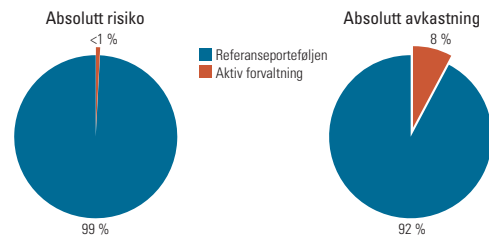


Figur 5: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (venstre akse), og kvartalsvis meravkastning i prosentpoeng (høyre akse) 1998-2005



Figur 6: Sammenheng mellom meravkastning og avkastning på referanseporteføljen i perioden 1998-2005. Månedstall. Prosent

Periode	Fondet	Aksjer	Renter
2005	2,55	2,07	2,32
Siden 2002 (3 år)	2,29	1,56	3,06
Siden 1999 (6 år)	1,45	1,21	1,94



Figur 8 : Meravkastning og referanseporteføljens avkastning og risikobidraget fra aktiv forvaltning

satt av Finansdepartementet.

For å vurdere kvaliteten av Norges Banks aktive forvaltning, må resultatene sees i sammenheng med den relative risikoen som er tatt. Figur 7 viser utviklingen i relativ volatilitet (se ramme i kapittel 6 i beretningsdelen) som faktisk portefølje har hatt i forhold til referanseporteføljen siden 1999.

I figuren er det brukt to ulike risikomål. *Forventet relativ volatilitet* beregnes på forhånd, på grunnlag av volatiliteten i markedene noen år bakover i tid. Dette risikomålet viser forholdsvis små endringer over tid, og har hele tiden ligget godt under den øvre grensen på 1,5 prosentpoeng som Finansdepartementet har satt for risikotakingen i Norges Banks forvaltning. *Faktisk relativ volatilitet* er beregnet i ettertid ut fra hvor mye den faktiske differanseavkastningen har variert i siste tolv månedersperiode. De to målene viser svært forskjellig nivå på risikotakingen i 2000, da det var unormalt store forskjeller i aksjekursene for selskaper med sammenfallende risikoegenskaper. Men de fem siste årene viser målene om lag samme grad av risikotaking.

Informasjonsraten er et enkelt mål på dyktighet i kapitalforvaltning. Den kan

beregnes som forholdstallet mellom årlig brutto meravkastning og markedsrisiko målt ved relativ volatilitet. Informasjonsraten viser med andre ord hvor høy meravkastning man får igjen for hver risikoenhet. For perioden 1998-2005 har fondet hatt en gjennomsnittlig informasjonsrate på 1,32. Tabell 4 viser en historisk oversikt over informasjonsraten for samlet portefølje og fordelt på aktivaklasser.

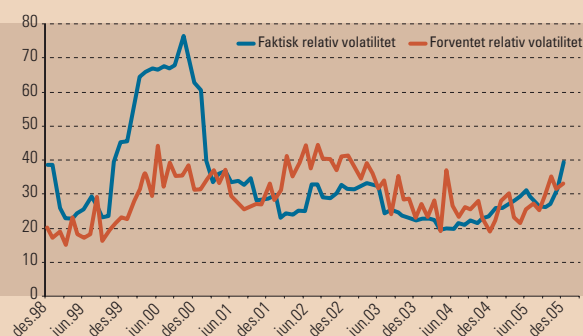
Høyre del av figur 8 illustrerer hvor mye av den samlede avkastningen siden 1998 som skyldes bidraget fra aktiv forvaltning (meravkastningen). Bidraget er om lag 8 prosent av samlet avkastning. Venstre del av figuren illustrerer hvor mye av den samlede risikoen som kan tilskrives den aktive forvaltningen. Andelen er mindre enn 1 prosent, det vil si at den aktive forvaltningen i svært liten grad har hatt en kostnad i form av økt total risiko. I en egen temaartikkel i denne årsberetningen gis det en gjennomgang av resultatene fra aktiv forvaltning i denne perioden.

Intern og ekstern forvaltning

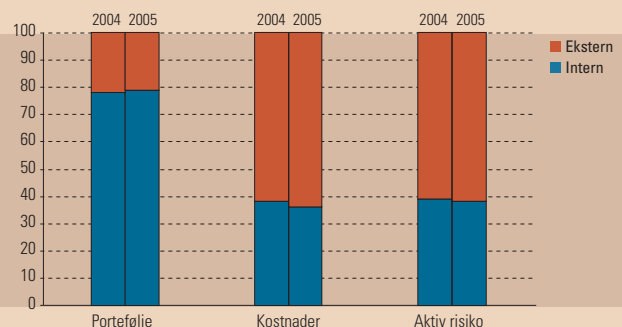
Norges Bank forvalter fondet etter en investeringsfilosofi basert på at merav-

kastningen skal oppnås ved et stort antall enkeltbeslutninger som er mest mulig uavhengige av hverandre. Investeringsfilosofien er beskrevet nærmere i temaartikler i årsberetningene for 2003 og 1999. Fondets midler forvaltes av både interne og eksterne porteføljeforvaltere. Ansvar for å fatte beslutninger er delegert til enkeltpersoner internt og til eksterne forvaltningsorganisasjoner i form av investeringsmandater. Valg mellom intern og ekstern forvaltning styres etter forventet lønnsomhet. Norges Bank lar eksterne forvaltere med spesialisert kompetanse stå for mye av den samlede aktive risikotakingen, mens banken gjennom sin internforvaltning prøver å utnytte de stordriftsfordeler som følger av fondets størrelse, og i tillegg driver aktiv forvaltning på utvalgte områder.

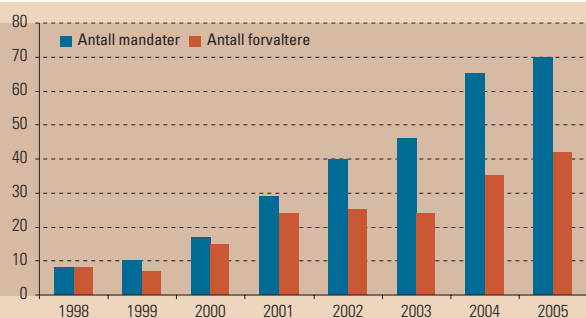
Som gjennomsnitt for 2005 ble om lag 80 prosent av fondet forvaltet internt i Norges Bank. Kostnadene ved den interne forvaltningen var om lag 36 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltningen er dyrere enn den interne. Forvaltningskostnadene er henholdsvis 0,31 og 0,05 prosent av forvaltet beløp. Den interne forvaltningen stod for om lag 38 prosent av den samlede risikoen knyttet til aktiv forvaltning. Det



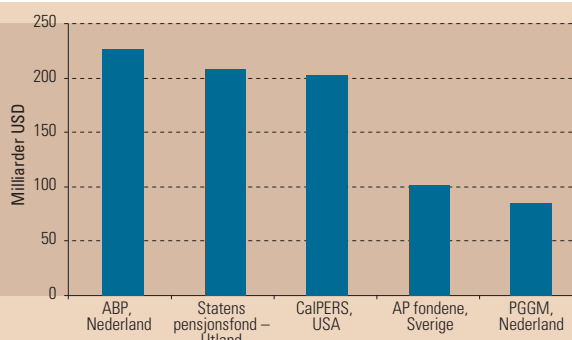
Figur 7: Forventet og faktisk relativ volatilitet målt ved utgangen av hver måned 1999-2005. Prosentpoeng



Figur 9: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko mellom intern og ekstern forvaltning 2004-2005. Prosent



Figur 10: Eksterne forvaltere og antall eksterne forvaltningsmandater (antall)



Figur 11: Størrelsen på store internasjonale fond 2005. Milliarder USD

Kilde: Fondenes nettsteder

finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figuren bygger på en summering av risikoen (VaR) i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene. Fordelingen er illustrert i figur 9.

Figur 10 viser at tallet på eksterne mandater har økt i løpet av 2005. Ved utgangen av 2005 hadde 43 eksterne forvaltere til sammen 70 ulike forvaltningsopdrag.

Størrelsen på Statens pensjonsfond - Utland i et internasjonalt perspektiv

Ved utgangen av 2005 var fondets markedsverdi 1 399 milliarder kroner. Siden dette er en formue, blir det misvisende å sammenligne størrelsen med for eksempel årlige statsutgifter eller årlig verdiskaping i Norge. Vi kan imidlertid se på hvor mye av fondet som kan brukes årlig, uten at realverdien av formuen går ned. Om vi, som i regjeringens handlingsregel for bruk av petroleumsinntekter, legger til grunn 4 prosent som et anslag på langsiktig realavkastning, tilsvarer dette om lag 8,8 prosent av utgiftene på statsbudsjettet for 2005.

Fondet er stort sammenlignet med de største internasjonale pensjonsfondene. I figur 11 sammenlignes fondet med det største pensjonsfondet i Amerika, de to største fondene i Europa og med samlet forvaltningskapital for de svenske AP-fondene. Det største europeiske fondet (ABP fra Nederland) var i 2005 fortsatt større, mens det største amerikanske fondet (CalPERS fra California) var noe mindre.

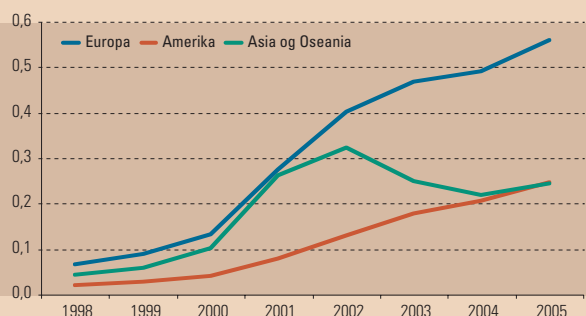
Sammenlignet med alle kapitalforvalterne i verdenerimidertid Pensjonsfondet ikke blant de største. Den største internasjonale kapitalforvalteren (UBS, Sveits) hadde ved utgangen av 2004 en kapital på over 1 975 milliarder dollar. Verdens største pensjonsfond er et statlig pensjonsfond i Japan (*Government Pension Investment Fund*). Dette fondet investerer to tredeler av sin kapital i japanske obligasjoner (hovedsakelig statsobligasjoner). Ved utgangen av mars 2005 hadde dette fondet en kapital på USD 817 milliarder. En rekke sentralbanker investerer også betydelige midler i de internasjonale kapitalmarkeder gjennom sine valutareserver. Ved utgangen av 2005 hadde både den japanske og kinesiske sentralbanken valutareserver

på over USD 800 milliarder.

Fondets gjennomsnittlige eierandeler for børsnoterte aksjer i tre geografiske regioner er vist i figur 12. Andelen er beregnet i forhold til markedsverdien av de selskaper som inngår i FTSE-indeksen i de land der fondet er plassert. Ved utgangen av 2005 var den gjennomsnittlige eierandelen i europeiske selskaper 0,56 prosent, mens andelen i henholdsvis Amerika og Asia/Oseania var 0,25 prosent.

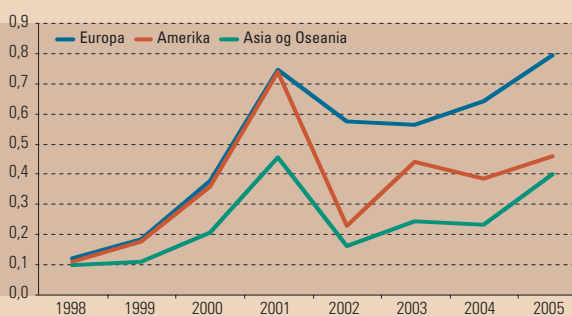
Fondets eierandeler i de ulike rentemarkedene i hver av de tre geografiske regionene er vist i figur 13¹⁾. Andelen er regnet i forhold til de papirer som inngår i Lehman Global Aggregate-indeksen i de valutaer fondet er plassert. Eierandelen er høyest i Europa, der fondet ved utgangen av 2005 eide 0,79 prosent av alle utestående papirer. Andelen i Amerika og Asia/Oseania var på henholdsvis 0,46 og 0,40 prosent.

¹⁾ Fram til og med 2001 besto referanseporteføljen kun av statsobligasjoner. Fra og med 2002 ble referanseporteføljen langt "bredere" sammensatt ved at også ikke-statsgaranterte delindeks ble inkludert. Dette førte til et kraftig fall i eierandel i forhold til den nye referanseporteføljen i 2002. Med veksten i renteporteføljen har Norges Banks eierandel økt de påfølgende årene.



Figur 12: Fondets eierandeler i aksjemarkedene, som prosent av markeds kapitaliseringen i FTSE-indeksene

Kilde: FTSE og Norges Bank



Figur 13: Fondets eierandel i rentemarkedene ved utgangen av årene 1998-2005, i prosent av markeds kapitaliseringen i Lehman-indeksene

Kilde: Lehman Brothers



1. Mandat

Statens pensjonsfond – Utland er en videreføring av Statens petroleumfond, som ble opprettet i 1990. Fondets inntekter kommer fra tre kilder; avkastningen av fondets formue, kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som blir overført via statsbudsjettet, og netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten. Det er bare Stortinget som kan vedta å overføre midler fra fondet til statsbudsjettet. Stortinget har tidligere trukket opp retningslinjer for Statens pensjonsfond - Utland. Disse retningslinjene innebærer at det over tid er den forventede realavkastningen av fondets kapital ved inngangen til budsjettåret som kan overføres til bruk i statsbudsjettet. Det innebærer at realverdien av fondet skal bevares.

Etter loven har Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av Pensjonsfondet. Den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland er delegert til Norges Bank, som plasserer midlene i samsvar med retningslinjer og utfyllende bestemmelser fastsatt av Finansdepartementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter.

Norges Bank skal etter forskriften søke å oppnå høyest mulig avkastning gitt de rammer som gis i forskriften og utfyllende bestemmelser. Midlene kan ikke plasseres i norske kroner eller i verdipapirer utstedt av norske selskaper. Bankens strategi for å oppnå meravkastning er presentert i tidligere årsberetninger. Finansdepartementet holdes orientert om forvaltningen gjennom kvartals- og årsrapporter, som også offentliggjøres.

Den viktigste rammebetingelsen som Finansdepartementet har fastsatt for fondets investeringer, er referanseporteføljen (se egen ramme) og Norges Banks muligheter til å avvike fra denne ved aktiv forvaltning. Fondet kan bare plasseres i aksjer som er notert på regulerte og anerkjente markedsplasser i land som er godkjent av departementet, og i rentebærende instrumenter (obligasjoner, bankinnskudd, o.l.) utstedt i en valuta til

Land for aksjereferanseporteføljen Valuta for rentereferanseporteføljen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivklasser	40,0	41,3	60,0	58,7
Belgia		0,7		
Finland		0,9		
Frankrike		7,4		
Hellas		0,5		
Irland		0,5		
Italia		3,2		
Nederland		2,6		
Portugal		0,2		
Spania		3,0		
Tyskland		5,4		
Østerrike		0,3		
Euroområdet (EUR)		24,8		44,6
Storbritannia (GBP)		17,3		8,4
Danmark (DKK)		0,6		0,8
Sveits (CHF)		5,0		0,5
Sverige (SEK)		1,8		0,9
Sum Europa	50,0	49,5	55,0	55,2
USA (USD)		34,5		32,9
Brasil (BRL)		0,6		
Canada (CAD)		2,1		1,9
Mexico (MXN)		0,4		
Sør-Afrika (ZAR)		0,6		
Sum Amerika / Afrika			35,0	34,8
Australia (AUD)		1,6		0,4
Hong Kong (HKD)		0,8		
Japan (JPY)		7,5		9,0
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,3		0,4
Sør-Korea (KRW)		1,1		
Taiwan (TWD)		0,8		
Sum Asia / Oseania			10,0	9,9
Sum Amerika / Afrika / Asia / Oseania	50,0	50,5		

et land som er godkjent av departementet. Fondet kan også plasseres i derivater som er utstedt med utgangspunkt i børsnoterte aksjer, børsindekser eller renteinstrumenter.

Med virkning fra 2005 vedtok Finansdepartementet å ta inn inflasjonsindekserte statsobligasjoner i referanseporteføljen. Dette er obligasjoner utstedt av nasjonalstater (f.eks. USA og

Storbritannia) der avkastningen på verdipapirene består av en nominell rente og en faktor som varierer med inflasjonen i disse landene. I 2005 avsluttet Norges Bank innfasing av nye regionvekter i referanseporteføljen for aksjer. Endringen ble vedtatt i 2003 og innebar at de to geografiske regionene Amerika og Asia/Oseania ble slått sammen til en region. Fra 2004 ble også Afrika lagt til denne

Fondets investeringer

(land og valutaer som inngår i referanseporteføljen pr 31.12.2005 er kursivert):

Aksjer notert på en regulert markedsplass i følgende land:

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

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

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

Afrika: *Sør-Afrika*

Renteinvesteringer utstedt i en valuta til følgende land:

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

Amerika: *Canada, Mexico og USA.*

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

Afrika: *Sør-Afrika.*

ene regionen. Den andre regionen inneholder aksjer utstedt av europeiske selskaper. Begge regionene har en andel på 50 prosent i referanseporteføljen for aksjer, jf. omtale i egen ramme.

Samtidig som Statens pensjonsfond ble opprettet 1. januar 2006, endret Finansdepartementet retningslinjene for forvaltningen av fondet. De viktigste endringene var økt maksimal eierandel i aksjeselskaper til 5 prosent (tidligere 3 prosent), opphevelse av minimum kredittvurdering for selskapsobligasjoner (tidligere krav om minimum BBB-vurdering "investment grade", jf. beskrivelse i kapittel 6) og at råvarebaserte kontrakter og fondsandeler er tillatt for investeringer.

I november 2004 vedtok Finansdepartementet etiske retningslinjer for fondets investeringer. Det etiske grunnlaget skal fremmes gjennom tre virkemidler; eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning, negativ filtrering og uttrekk av selskaper for å unngå å medvirke til uakseptable brudd

på grunnleggende etiske normer. Det etiske grunnlaget for forvaltningen blir omtalt nærmere i en egen temaartikkel i denne årsberetningen.

Norges Bank har ansvaret for eierskapsutøvelsen, i samsvar med departementets retningslinjer. Hovedstyret i

Dokumentasjon på Internett

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

Norges Bank har vedtatt prinsipper for denne eierskapsutøvelsen. Norges Banks utøvelse av eierskapet i 2005 er omtalt i kapittel 5, og belyst videre i to av temaartiklene i denne rapporten. Regjeringen har oppnevnt et etikkråd som skal gi tilrådning til Finansdepartementet om negativ filtrering og uttrekk av selskaper. Departementet fatter endelig vedtak om uttrekk av selskaper og gir instruks om dette til Norges Bank.

Finansdepartementet besluttet i 2005 å utelukke til sammen 16 selskaper fra fondets investeringsunivers. Beslutningene var basert på anbefalinger fra

Tabell 2: Selskaper som Finansdepartementet har utelukket fra investeringsuniverset

Dato	Årsak	Selskap
26. april 2002	Produksjon av antipersonell landminer	Singapore Technologies, Singapore
31. mai 2005	Kartlegging av petroleumsforekomster utenfor Vest-Sahara	Kerr-McGee Corporation, U.S.A.
31. august 2005	Produksjon av sentrale komponenter til klasevåpen	Alliant Techsystems Inc., U.S.A. EADS Company N.V., Nederland EADS Finance B.V., Nederland General Dynamics Corporation, U.S.A. L-3 Communications Holdings Inc., U.S.A. Lockheed Martin Corporation, U.S.A. Raytheon Company, U.S.A. Thales SA, Frankrike
31. desember 2005	Involvert i produksjon av kjernevåpen	BAE Systems Plc, Storbritannia Boeing Company, U.S.A. Finmeccanica SpA, Italia Honeywell International Inc., U.S.A. Northrop Grumman Corp., U.S.A. Safran SA, Frankrike United Technologies Corp., U.S.A.

Sammensetningen av referanseporteføljen

Fondets referanseportefølje er en teoretisk sammensatt portefølje som gjen-speiler Finansdepartementets nøytrale investeringsstrategi. De to aktivaklassene aksjer og renter representeres i referanseporteføljen ved indekser i de ulike landene og valutaene. Indeksene er i sin tur satt sammen av enkeltaksjer og enkeltobligasjoner på en måte som gjør at indeksene skal reflektere verdit utviklingen i hhv. aksjemarkedet og rentemarkedet. Referanseporteføljen er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen og for å vurdere resultatene av Norges Banks forvaltning.

Den strategiske referanseporteføljen for Statens pensjonsfond - Utland er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for store og mellomstore selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i valutaene til 21 land (se separat ramme på side 10). Aksjer

utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen for fondet, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børser i Europa 50 prosent og Amerika/Asia/Oseania/Afrika 50 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oseania.

Aktivaklasse- og regionvektene endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på de papirer som inngår i referanseporteføljen. Til og med 2001 ble vektene i referanseporteføljen alltid brakt tilbake til det strategiske utgangspunktet i forbindelse med kvartalsvise tilførsler av nye midler til fondet. Fra januar 2002 endret Finansdepartementet retningslinjene slik at tilførsler av nye midler skjer månedlig. De månedlige tilførselene skal brukes til å bringe aktiva-

klasse- og regionvektene så langt tilbake mot de opprinnelige vektene som mulig, men ikke slik at det blir nødvendig å selge noe fra den eksisterende porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midler bli noe forskjell mellom den strategiske referanseporteføljen beskrevet ovenfor og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpende grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i fondet.

Dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen, utløses full rebalansering. Det ble ikke gjennomført slik rebalansering i 2005.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen pr 31. desember 2005 er vist i tabell 1. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

etikkrådet. Bakgrunnen for uttrekkene er nærmere omtalt i pressemeldinger fra departementet. Tilrådingene fra rådet er

gjengitt på www.etikkradet.no. Tabell 2 gir en oversikt over de selskaper som er utelukket. Samlet verdi av investeringene

på tidspunktet for beslutning om uttrekk var 5,7 milliarder kroner.

2. Hovedtall for avkastningen i 2005

2.1 Bakgrunn: Den makroøkonomiske utviklingen i 2005

2005 var preget av fortsatt høy økonomisk vekst globalt. Særlig var dette tilfellet i USA og i Asia. I USA var høy konsumvekst, lav sparerate, økte realinvesteringer og økt offentlig forbruk vesentlige faktorer bak veksten. I Japan var veksten i stor grad drevet av økt innenlands etterspørsel, fordelt både på privat forbruk og investeringer. I Kina og i India var veksten dels drevet av en stadig økning i eksporten av varer og tjenester, og dels av en sterk innenlands investeringsvekst. Den økonomiske utviklingen i Europa var langt svakere, selv om det var en viss oppgang mot slutten av året.

Finanspolitikken i USA var fremdeles ekspansiv i 2005. Bevilgninger til opera-

sjonene i Irak og til gjenoppbyggingen etter orkanene som rammet flere sørstater, var viktige faktorer. De ulike komponentene som utgjør veksten i bruttonasjonalproduktet, var relativt stabile gjennom året. Årsveksten i forbruket i USA var stabil på om lag 4 prosent, noe som skyldtes både økt sysselsetting og stabil lønnsvekst. Sparingen var fremdeles lav, og til dels fallende, noe som hadde sammenheng med vekst i boligprisene og kursoppgang i verdipapirmarkedene.

Den økonomiske utviklingen i Europa var svakere enn i USA. I Europa var det imidlertid store forskjeller landene imellom. Utviklingen i Spania, Frankrike og Irland var i sterkere grad preget av stigende boligpriser og vekst i syssel-

settingen, enn i Tyskland og Italia.

Veksten i Japans bruttonasjonalprodukt skyldtes i større grad enn tidligere økt privat forbruk og vekst i private investeringer. Det var fortsatt en nedgang i offentlige investeringer. Japansk eksport har vist sterk vekst de siste årene, hjulpet av høy etterspørsel etter maskiner, elektronikk og transportmidler. Overskuddet på handelsbalansen i Japan var rekordhøyt, og de øvrige asiatiske landene er blitt stadig viktigere handelspartnere for Japan.

Sterk etterspørsel fra Kina, India og andre land i Asia var hovedårsaken til den kraftige oppgangen i metall- og energiprisene i 2005. Til tross for høy import av disse varene hadde mange land i Asia overskudd på handelsbalansen. Av disse

Tabell 3: Fondets markedsverdi i 2005. Millioner kroner

	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	30.09.2005	31.12.2005
Aksjeporteføljen	416 298	435 467	472 436	522 691	582 304
Renteporteføljen	600 104	654 674	711 491	758 454	816 746
Totalporteføljen	1 016 402	1 090 141	1 183 927	1 281 146	1 399 050

landene står Kina i en særstilling ved at handelsoverskuddet i 2005 ble omtrent tredoblet til ca 100 milliarder dollar.

Til tross for en viss avmatting etter at myndighetene strammet til pengepolitikken på våren, var den økonomiske utviklingen i Kina sterk også i 2005. Bakgrunnen for tilstramningen var forventninger om økende inflasjon, og for rask utbygging av produksjonskapasitet i viktige industrisektorer som stål og aluminium. Ut over sommeren ble flere av tiltakene som ble innført våren 2005 avviklet, og aktiviteten tok seg raskt opp igjen, spesielt i bygg og anlegg. Priser på en rekke viktige metaller steg derfor utover høsten som følge av økt etterspørsel fra Kina.

2.2. Fondets avkastning

Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland var 1 399,1 milliarder kroner ved utgangen av 2005. Dette var en økning på 382,6 milliarder kroner fra inngangen til året. Fondet fikk tilført midler for 220,3 milliarder kroner fra Finansdepartementet, og avkastningen på investeringene bidro med en verdiøkning på 126,7 milliarder kroner. Verdien av de valutaene fondet er investert i, økte i forhold til norske kroner, noe som bidro til en økning av fondet med 35,6 mil-

liarder kroner. Endringer i kronekursen har imidlertid ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Tabell 3 viser størrelsen på aksje- og renteporteføljene på ulike tidspunkter i 2005.

Finansdepartementet overførte i løpet av året 220,3 milliarder kroner til fondets kronekonto, og motverdien av dette ble samtidig tilført fondets portefølje av internasjonale verdipapirer. Fordelingen av tilførselen mellom de to delporteføljene tar sikte på å opprettholde aksje- og renteandeler på 40 og 60 prosent i fondet (jf. omtale av rebalanserings-

regimet i kapittel 1). Dette fører til at fondet normalt kjøper mer av den aktivaklassen som har hatt den svakeste verdiutviklingen. Tabell 4 viser at det meste av overføringene i 2005 ble investert i rentemarkedene, men at det også ble investert betydelige beløp i aksjemarkedene.

Overføringene gjennom året er basert på anslag for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Avvik mellom budsjettanslaget og endelig regnskap blir korrigert i det påfølgende år. I 2004 ble det overført 4,0 milliarder

Tabell 4: Overføringer til Statens Pensjonsfond - Utland i 2005. Milliarder kroner

	Til aksjeporteføljen	Til renteporteføljen	Totalt til fondet
Januar	3,6	18,4	22,0
Februar		10,5	10,5
Mars		13,3	13,3
April	14,9	2,7	17,6
Mai	1,4	17,5	18,9
Juni		18,6	18,6
Juli		18,8	18,8
August	4,7	16,9	21,6
September	9,3	15,6	24,9
Oktober	15,9	11,9	27,8
November		26,3	26,3
Desember			
Sum for 2005	49,8	170,5	220,3

Tabell 5: Avkastningen av fondet for hvert kvartal og for året 2005. Prosent

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	1,03	0,90	2,76	2,63	0,13
Andre kvartal	3,83	3,65	3,44	3,26	0,18
Tredje kvartal	3,21	3,03	2,62	2,44	0,18
Oktober	-1,36	-1,34	-2,27	-2,25	-0,02
November	2,07	1,86	4,55	4,33	0,22
Desember	1,91	1,61	2,54	2,24	0,30
Fjerde kvartal	2,60	2,11	4,77	4,27	0,50
Året 2005	11,09	10,03	14,28	13,19	1,10

kroner for mye, og dette tok Finansdepartementet hensyn til ved fastsetting av overføringene for 2005.

I 2005 var fondets avkastning 11,1 prosent målt i den valutakurven som defineres av landvektene i referanseporteføljen.

Avkastningen var positiv i alle kvartalene i 2005 (jf. tabell 5). Siste kolonne i tabellen viser differansen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Det var særlig høy meravkastning i fjerde kvartal, og for året sett under ett var meravkastningen 1,10 prosentpoeng. I beløp var dette om lag 12 milliarder kroner.

Både aksje- og renteforvaltningen bidro positivt til meravkastningen i 2005 (jf. tabell 6). Aksjeforvaltningen bidro

med om lag 79 prosent av den samlede meravkastningen. Den eksterne forvaltningen bidro klart mest, men det var også et betydelig bidrag fra den interne aksjeforvaltningen. På rentesiden var det klart størst bidrag fra den interne forvaltningen, men det var også positivt bidrag fra den eksterne renteforvaltningen.

Tabell 7 viser meravkastningsbidragene etter fratrukk av påløpte driftskostnader for 2005. Samlede driftskostnader for forvaltningen av fondet var 1 239 millioner kroner eller 10,6 basispunkter av gjennomsnittlig forvaltet beløp i 2005 (se nærmere omtale i kapittel 8). Meravkastningen etter fratrukk for påløpte driftskostnader utgjør om lag 10,8 milliarder kroner.

I løpet av de siste tre årene har den

annualiserte meravkastningen vært 0,73 prosent (jf. tabell 8). Aksjeforvaltningen samlet har bidratt med om lag 60 prosent av meravkastningen.

Tabell 9 viser meravkastningsbidragene etter fratrukk av påløpte driftskostnader for treårsperioden 2003-2005. Samlede driftskostnader for forvaltningen av fondet var 2 984 millioner kroner eller 10,5 basispunkter av gjennomsnittlig forvaltet beløp i perioden.

Informasjonsraten beregnes som forholdet mellom meravkastning og markedsrisiko. Den viser hvor høy meravkastning som er oppnådd, sett i forhold til den risikoen som er benyttet. Tabell 10 viser informasjonsraten, eller risikojustert meravkastning, for de ulike resultatmrådene i perioden 2003-2005.

Tabell 6: Bidragene til brutto meravkastning i 2005. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	0,65	0,20	0,86	2,24
Renteforvaltningen	0,05	0,20	0,24	0,37
Samlet	0,70	0,40	1,10	

Tabell 7: Bidragene til brutto meravkastning etter fratrukk av driftskostnader i 2005. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	0,60	0,18	0,79	2,06
Renteforvaltningen	0,04	0,18	0,21	0,32
Samlet	0,64	0,36	1,00	

Tabell 8: Annualisert bidrag til brutto meravkastning 2003-2005. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	0,35	0,12	0,47	1,22
Renteforvaltningen	0,07	0,18	0,26	0,41
Samlet	0,43	0,30	0,73	

Tabell 9: Bidragene til brutto meravkastning etter fratrukk av driftskostnader 2003-2005. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	0,30	0,10	0,40	1,04
Renteforvaltningen	0,06	0,16	0,23	0,36
Samlet	0,36	0,26	0,63	

Utlån av verdipapirer

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

Norges Bank har inngått en utlånsavtale for aksjer og rentepapirer med J.P. Morgan Chase Bank, og to utlånsavtaler for rentepapirer med State Street Bank & Trust og Dresdner Bank AG. Alle disse avtalene inneholder bestemmelser som sikrer Norges Banks interesser dersom låntakeren av verdipapirer ikke kan levere dem tilbake, og dersom den sikkerhet som er stilt for utlånet, ikke er tilstrekkelig til å dekke tapene.

Brutto meravkastning er sammenlignbar med den meravkastning andre forvaltere rapporterer. Den gir imidlertid ikke uttrykk for Norges Banks netto bidrag til forvaltningsresultatet. Fondet kunne ha vært forvaltet passivt, med en portefølje som hele tiden var svært lik referanseporteføljen. Norges Bank har i stedet valgt å drive aktiv forvaltning. Dette gir noe høyere kostnader, men også høyere forventet avkastning.

Verdiskapingen ved aktiv forvaltning er et estimat for hvilket netto bidrag dette valget har gitt til fondets avkastning i 2005. Estimert netto verdiskaping ved aktiv forvaltning er vist i tabell 11. Utgangspunktet er fondets brutto meravkastning. Ved passiv indeksering påløper transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i referanseporteføljen endres. Normale transaksjonskostnader for å vedlikeholde indekseringen hvert år er estimert til om lag 0,04 prosent av totalporteføljen, jf. omtale i tidligere årsberetninger.

Ved beregning av brutto meravkastning er det dessuten ikke tatt hensyn til kostnader knyttet til innfasing av nye midler i markedene, tilpasning av den faktiske porteføljen når Finansdepartementet ekskluderer selskaper fra investeringsuniverset, og ved andre endringer i referanseporteføljen. Dermed er den målte meravkastningen lavere enn den ville vært uten disse kostnadene. Metodegrunnlaget for beregning av slike kostnader er beskrevet i en egen temaartikkel i årsberetningen for 2004 og i en egen ramme i dette kapitlet.

For 2005 har Norges Bank estimert kostnadene ved innfasing av nye midler til om lag 421 millioner kroner. Dette utgjorde 0,19 prosent av overføringsbeløpet på 220 milliarder kroner og 0,036 prosent av fondets markedsverdi.

Kostnadene til nedsalg i forbindelse med uttrekk av selskaper har Norges Bank estimert til om lag 35 millioner kroner i 2005. Dette tilsvarer 0,003 prosent av fondets markedsverdi.

Tabell 10: Informasjonsraten 2003-2005.

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt
Aksje-forvaltningen	*	*	1,56
Rente-forvaltningen	2,54	2,59	3,06
Samlet	1,94	2,00	2,29

* Ikke fordelt på intern og ekstern forvaltning fordi noen av de interne porteføljene er satt opp for å overføre midler til og mellom eksterne forvaltere

Tabell 11: Estimert netto verdiskaping ved aktiv forvaltning 2005. Prosentpoeng

Brutto meravkastning	1,10
+ Transaksjonskostnader ved indeksering	0,04
+ Andre transaksjonskostnader	0,04
- Ekstra kostnader ved aktiv forvaltning	0,07
- Utlånsinntekter ved indeksforvaltning	0,06
= Verdiskaping ved aktiv forvaltning	1,05

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene¹

Avkastningsberegningene følger internasjonalt anerkjente standarder.

Alle finansielle instrumenter blir verdsatt til markedspriser og hovedregelen er at indeksleverandørenes priser benyttes for papirer som inngår i referanseindeksene². For aksjer og rentepapirer som ikke inngår i referanseindeksen, benyttes Bloomberg som prisingskilde. I tillegg blir enkelte rentederivatet priset av prisleverandøren Reech samt at for enkelte aksjemarkeder benyttes priser direkte fra de lokale børsene.

I beregningene er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbytte og kilde-skatt periodisert. For inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner, benyttes handle-dato for periodisering.

Innbetalinger til fondet og overføringer mellom aksje- og renteporteføljene gjøres siste virkedag i hver måned. Avkastningen for hver måned kan da beregnes ved å se på månedlige

endringer i markedsverdi, justert for inn- og utbetalinger. 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. Avkastningen i norske kroner beregnes på grunnlag av markedsverdier i lokal valuta omregnet til norske kroner ved å benytte WM/Reuters valutakurser³.

Avkastningen målt i lokal valuta fremkommer ved å kalkulere den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvens avkastning. Valutakurvens innhold tilsvarer referanseporteføljens valutavekter og avkastningen forteller hvor mye kronen har styrket/svekket seg målt mot referan-

seporteføljens valutafordeling.

Differanseavkastningen fremkommer som en aritmetisk differanse mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

Avkastningsberegningene utføres i et eget system som avstemmes mot regnskapssystemet. Avvik i markedsverdi mellom avkastningsmodellene og regnskapet forekommer i hovedsak på grunn av ulike vurderingsprinsipper for pengemarkedsplasseringer. I regnskapet blir det dessuten foretatt avsetninger til dekning av godtgjøringen til Norges Bank samt opptjente, ikke innbetalte inntekter fra utlån av verdipapirer.

¹) For en mer detaljert fremstilling av avkastningsberegningene henvises det til temaartikkel 2 i Årsrapport 1999.

²) Lehman Global Aggregate (LGA) og FTSE for henholdsvis renter og aksjer.

³) WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London tid.

Driftsoppgaver i forvaltningen

Driftsoppgavene kan i hovedsak deles i fire grupper:

- *Investering av nye midler i markedet.*
I 2005 ble 220,3 milliarder kroner i nye midler investert i de internasjonale kapitalmarkedene. Norges Bank legger stor vekt på å holde transaksjonskostnadene ved disse kjøpene så lave som mulig, og bruker betydelige ressurser til denne oppgaven.
- *Løpende indeksering av porteføljen.*
Forvaltningen av fondet foregår med en indeksporfølje i bunnen. Indeksporteføljen skal hele tiden ligge svært nær den referanseporteføljen Finansdepartementet har definert, og som bygger på anerkjente aksje- og renteindekser. Det skjer stadig end-

ringer i disse indeksene ved at selskaper og rentebærende verdipapirer går ut og inn. For å vedlikeholde indeksporføljen må disse endringene i hovedsak også gjøres i den faktiske porteføljen. Med den størrelsen fondets portefølje har, er det svært viktig å holde kostnadene ved denne indekseringen så lave som mulig. Indeksene følges ikke helt slavisk. Det drives en forsiktig aktiv forvaltning for å kunne utnytte gevinstmuligheter når det oppstår spesielle prisingsituasjoner. Dette kalles utvidet indeksering, og gir noe høyere driftskostnader enn passiv indeksering. Men det har også hittil gitt bedre avkastning.

- *Overføring av midler til nye forvaltere eller overtakelse av midler ved terminering av mandater.* Norges Bank bygger selv opp de porteføljer eksterne forvaltere skal ha, for å sikre at transaksjonskostnadene blir så lave som mulig, og for å kunne måle avkastningen på porteføljen fra første dag. Norges Bank overtar også porteføljer fra eksterne forvaltere straks mandater blir terminert, og sørger for omstrukturering av porteføljen til neste eksterne eller interne forvalter.
- *Administrasjon av porteføljen inkludert utøvelse av eierrettigheter.*

Nedsalget er i disse beregningene forutsatt å skje over en periode på 40 dager, som er i samsvar med de prosedyrer

Finansdepartementet har fastsatt for uttrekk av selskaper. Norges Bank har også estimert transaksjonskostnader ved

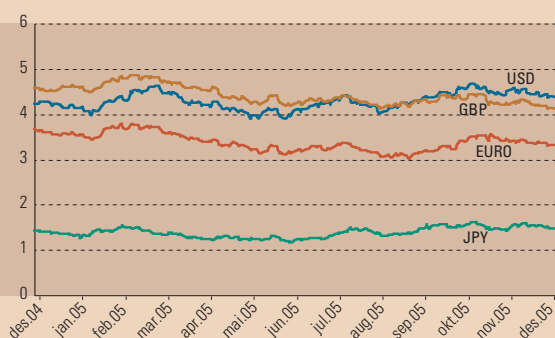
ulike nedsalgsperioder. Dersom nedsalget hadde skjedd i løpet av én handledag, viser modellen at de indirekte transaksjonskostnadene ville vært ca. 60 mill. kroner høyere. Her vil det være en viss feilmargen i estimatene grunnet svært høye salgsvolumer sammenlignet med daglig handlevolum i den enkelte aksje.

Ved passiv indeksering av porteføljen ville fondet hatt et minimum av driftskostnader i forvaltningen. For fondet er normale forvaltningskostnader ved indeksering anslått til 0,04 prosent av totalporteføljen. I 2005 utgjorde totale forvaltningskostnader 0,11 prosent, det vil si at kostnader knyttet til aktiv forvaltning er estimert til 0,07 prosent.

På den annen side ville fondet også ved passiv forvaltning ha hatt en del

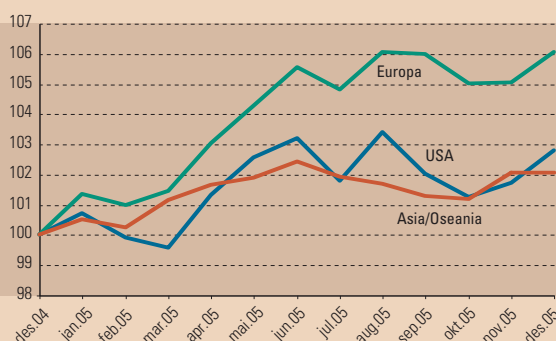
Transaksjonskostnader

Norges Bank estimerer transaksjonskostnader ved innfasing av nye midler til fondet. Nye midler blir overført i form av kontanter. Når midlene blir investert i verdipapirer (aksjer og obligasjoner), vil en pådra seg både direkte og indirekte kostnader. I tråd med vanlig markedspraksis er det fra og med 2005 valgt en modell der direkte og indirekte transaksjonskostnader beregnes hver for seg. Indirekte transaksjonskostnader består av tre hovedkomponenter; likviditetskostnader, markedspåvirkninger og alternativkostnader. Norges Banks modell beregner transaksjonskostnadene i renteporteføljen ved full "bid-ask spread". Indirekte transaksjonskostnader i aksjeporføljen estimeres ved StockFactsPro®. Markedspåvirkning i rentemarkedet er en funksjon av sektor, markedsforhold, transaksjonsstørrelse, størrelse på utstedt lån og likviditeten til utsteder. I de fleste tilfeller er bidragene fra disse variablene neglisjerbare.



Figur 1: Utviklingen i de viktigste rentemarkedene i 2005. Rentene på tiårs statspapirer. Prosent pr. år

Kilde: Bloomberg



Figur 2: Verdiutvikling på Lehman Global Agregates statspapirindekser i hovedmarkedene i 2005. (31.12.2004 = 100)

Kilde: Lehman Brothers

3. Renteforvaltningen

utlånsinntekter fra verdipapirene i porteføljen. Inntektene fra utlån av verdipapirer utgjorde i 2005 0,06 prosent av totalporteføljen tilsvarende 744 millioner kroner. For fondet samlet tilsvarer dette anslagsvis de inntektene en ville ha oppnådd ved en mer passiv forvaltningsstil.

Med disse estimatene anslås netto verdiskaping ved aktiv forvaltning i 2005 til 1,05 prosentpoeng (jf. tabell 11). I beløp utgjør det omlag 11,4 milliarder kroner.

Fondets avkastning målt i ulike valutaer er vist i tabell 12. Avkastningen målt i valutakurven var 11,1 prosent, mens den målt i kroner var 14,3 prosent. Forskjellen skyldes at valutakurven ble om lag 3,2 prosent mer verdt i norske kroner i løpet av 2005. Endring i kronens internasjonale verdi har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Regnet i euro var avkastningen på 17,8 prosent, mens avkastningen i dollar var på 2,2 prosent. Den store forskjellen skyldes at dollarkursen steg i forhold til de fleste andre valutaer og særlig overfor euro i løpet av 2005.

Tabell 12: Total avkastning i 2005 målt mot ulike referansevalutaer. I prosent

Avkastning målt mot:	Totalporteføljen
Referanseporteføljens valutakurv	11,09
Importveid valutakurv	15,05
Amerikanske dollar	2,22
Euro	17,80
Norske kroner	14,28

3.1 Utviklingen i rentemarkedene
Rentene på statsobligasjoner med ti års løpetid falt med om lag 0,3 prosentpoeng i euroområdet og med 0,25 prosentpoeng i Storbritannia i løpet av 2005. I Japan var rentenivået omlag uendret året sett under ett, mens det var en oppgang med 0,2 prosentpoeng i USA. Figur 1 viser at tiårsrentene falt i de tre første kvartalene av året, mens det var små endringer i siste kvartal.

I flere land satte sentralbankene opp styringsrentene i løpet av året. I USA ble styringsrenten satt opp med 2 prosentpoeng, mens den europeiske sentralbanken satte opp renten med 0,25 prosentpoeng. Bank of Japan holdt styringsrenten uendret, mens Bank of England satte ned renten med 0,25 prosentpoeng.

Figur 2 viser utviklingen i verdien på Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindekser i 2005. I USA var avkastningen i 2005 2,8 prosent, i Europa 6,1 prosent, og i Asia 2,1 prosent

Normalt øker det langsiktige rentenivået når sentralbankene hever styringsrentene. Dette har sammenheng med at styringsrentene vanligvis blir satt opp fordi inflasjonen ventes å øke. Inflasjonen målt ved konsumprisindeksen steg i de fleste land i løpet av 2005 som følge av høyere priser på metall og energi. Kjerneinflasjonen (konsumpriser unntatt energi og matvarer) var imidlertid stabil i de største økonomiene i løpet av året. Lønnsveksten i USA og Japan tiltok, men var likevel lav sett i et historisk perspektiv. I Europa, og spesielt i Tyskland, la store omstillinger og sterkere krav til fleksibilitet fra arbeids-

giverne, en demper på lønnsveksten.

Det har vært en stadig sterkere globalisering av produksjon og handel de siste årene. En økende andel av forbruksvarene i verden blir produsert i Asia. Prisene på denne typen varer har ikke økt vesentlig til tross for at lønnsveksten i et land som Kina var over 10 prosent i 2005. Kostnadseffektiv produksjon har sammen med mer effektiv distribusjon gjennom bruk av bl.a. Internett bidratt til å holde prisene nede på en rekke produkttyper. Økende bruk av informasjonsteknologi har gjort det mulig effektivisere produksjonen av fysiske varer, men har også gjort det mulig å overføre flere arbeidsoppgaver innenfor serviceindustrien til land som India.

Globaliseringen har hatt en dempende effekt på lønnsvekst, kjerneinflasjon og globale obligasjonsrenter. Samtidig har de økende overskuddene på Kinas og de oljeproduserende lands handelsbalanser bidratt til å holde obligasjonsrentene lave. Mye av overskuddene i Asia er blitt sirkulert tilbake til USA hovedsakelig i form av kjøp av obligasjoner utstedt av amerikanske institusjoner.

Renteforskjellen mellom kreditt- og statsobligasjoner har ikke endret seg vesentlig i 2005 sett under ett. Forskjellen ble mindre fram til mars, for deretter å stige markant i april. Den økte differansen i rentene fra mars til april var en følge av at den finansielle stillingen til de to store amerikanske bilprodusentene Ford og General Motors (GM) ble stadig svakere. Dette fikk markedet til å spekulere i at kredittvurderingsselskapene ville foreta en nedgradering av disse selskapene.

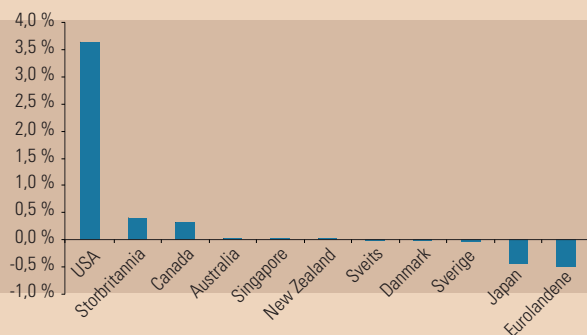
GM ble senere nedgradert, og flere



Figur 3: Differansen mellom renten på kreditt*- og statspapirer (kredittspredden) i USA 2005. Basispunkter

* Selskapspapirer med kredittvurdering AAA fra Standard&Poor's.

Kilde: Lehman Brothers



Figur 4: De enkelte lands bidrag til renteavkastningen målt i prosent mot valutakurven i 2005

aktører med posisjoner i kredittinstrumenter fikk store tap. Dette førte til forventninger om at flere investorer ville velge å selge verdipapirer med dårligst kredittverdighet for å unngå ytterligere tap. I annet halvår var utviklingen i renteforskjellen mer stabil.

Figur 4 viser hvordan bidragene til renteavkastningen regnet mot valutakurven fordelte seg på de valutaer som fondets midler var investert i. Det klart største positive bidraget kom fra investeringene i USA, noe som har sammenheng med at dollaren steg i verdi mot de øvrige valutaene i kurven i løpet av året. Bidragene fra de øvrige valutaområdene var små. De største negative bidragene kom fra investeringene i Japan og i eurolandene.

Figur 5 viser avkastningen i rentemarkedene hvert år siden 1980. I denne perioden var avkastningen i gjennomsnitt 8,8 prosent pr. år. Avkastningen i 2005 var 3,5 prosent.

Tidlig i 1980-årene var det uvanlig høye inflasjonsrater og rentenivåer. De seneste årene har vært preget av et mye lavere nivå både på inflasjon og renter, noe som forklarer at den nominelle avkastningen på rentepapirer har vært lavere de siste årene enn hva som var tilfelle tidlig i perioden.

3.2 Gjennomføringen av renteforvaltningen

Markedsverdien av fondets renteportefølje steg fra 600 til 817 milliarder kroner i 2005. I løpet av året ble porteføljen tilført 171 milliarder kroner i nye midler. Positiv avkastning i rentemarkedene bidro med 25 milliarder kroner, mens en

svakere norsk krone i forhold til investeringsvalutaene bidro til å øke verdien på renteporteføljen med 21 milliarder kroner.

Ved utgangen av 2005 var om lag 91 prosent av renteporteføljen forvaltet internt i Norges Bank. Den interne forvaltningens andel av renteforvaltningens samlede risikobruk var imidlertid lavere med om lag 75 prosent. Den lavere risikoandelen internt skyldes at hoveddelen av de eksterne mandatene er aktive med høy risiko.

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

Den aktive forvaltningen følger en investeringsfilosofi basert på spesialisering og delegering av beslutninger, og utføres av både interne og eksterne forvaltere. For å oppnå målsetningen om spesialisering er det etablert en gruppestruktur der hver gruppe har fått et oppdrag med et begrenset posisjonsunivers. Gruppene "spisses" for å oppnå en effektiv risikoanvendelse (gjennom diversifikasjonsgevinster). I praksis er

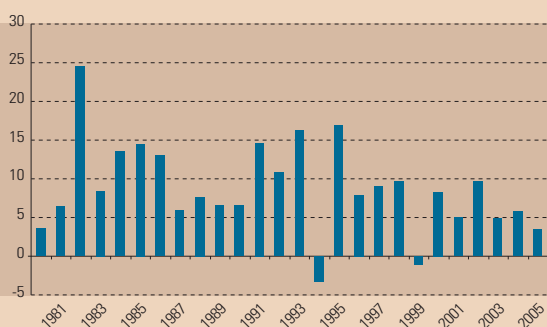
dette ikke tilstrekkelig for å oppnå lønnsomhet fordi både kvaliteten (informasjonsraten) og skaleringsmulighetene varierer mellom grupper. Lønnsom forvaltning krever således både effektiv diversifikasjon, dynamisk risikoallokering mellom grupper (i henhold til informasjonsfortrinn) og kritisk gjennomgang av skaleringsproblematikk.

I renteforvaltningen går hovedskillene mellom mikro- og makroposisjoner, og grad av kredittrisiko. Dette er reflektert i renteforvaltningens gruppestruktur (både internt og eksternt). Så langt har resultatene vært relativt best innenfor mikrostrategiene (relative verdvureringer). Dette er imidlertid et felt med klare skaleringsbegrensninger. Ønske om maksimering av inntekt fremfor informasjonsrate (IR) gjør at store deler av posisjonsuniverset blir utnyttet selv om kvaliteten (målt som IR) varierer.

Innenfor den enkelte gruppe gis hver forvalter en egen delegert risikoramme. Det er svært liten grad av overordnet koordinering av posisjoner. Videre er det ingen overordnede markedssyn som legger rammer for posisjonering i porteføljen. Alle posisjoner kan henføres til en eier.

I 2005 var det gjennomgående svært høy treffsannsynlighet på gruppe-, mandat- og personnivå. Dette mer enn oppveide den relativt konservative risikoanvendelse gjennom året, og er konsistent med tidligere erfaringer preget av høy kvalitet og moderat risikoanvendelse.

Siden 1999 er samlet brutto meravkastning i renteporteføljen 8,9 milli-



Figur 5: Avkastning i rentemarkedene 1980-2005 med fondets referanseportefølje og målt i prosent mot valutakurven. Prosent pr. år

arder kroner. Av dette er 24 prosent, eller 2,1 milliarder bidrag fra eksterne forvaltere. Til og med 2005 utgjør andelen spesialistenheter (eksterne mandater og interne grupper) som har levert positive resultater siden oppstart, mer enn 80 prosent.

Et viktig element i investeringsstrategien er å diversifisere mellom mange uavhengige posisjoner. Norges Bank oppnår denne diversifiseringen ved å velge uavhengige spesialister, både internt og eksternt. Ved utgangen av 2005 er det 35 spesialistmandater innenfor renteforvaltningen, hvorav 8 er interne. I 2005 ble det tildelt 6 nye eksterne mandater, og det ble etablert et eget internt mandat for forvaltning av realrentelån.

Valg av eksterne forvaltere anses av Norges Bank som en investeringsbeslutning, der ulike mandater tildeles midler eller avvikles ut fra analyser om likviditet og forventet fremtidig meravkastning. Ved utgangen av 2005 har Norges Bank 27 ulike eksternt forvaltede mandater. Av disse er majoriteten regionale spesialistmandater.

Avkastningen på renteporteføljen i 2005 var 3,82 prosent målt i fondets valutakurv (jf. tabell 13). Det var negativ avkastning i tredje kvartal, mens det var positiv avkastning i de øvrige kvartalene.

Forvaltningen gav meravkastning i hvert kvartal i 2005. Samlet ble avkastningen på renteporteføljen 0,37 prosentpoeng høyere enn referanseavkastningen. Omlag 20 prosent av meravkastningen kom fra eksternt forvaltning, mens bidraget fra den interne forvaltningen i Norges Bank var omlag

Eksterne renteforvaltere pr 31.12.2005

Ved utgangen av året forvaltet 19 eksterne renteforvaltere med 27 mandater en forvaltningskapital på til sammen 78 milliarder kroner.

- Advantus Capital Mangement Inc
- Babson Capital Management LLC
- Barclays Global Investors N.A
- Bridgewater Associates Inc
- Daiwa SB Investments (UK) Ltd
- Delaware Investment Advisers
- European Credit Management Limited
- Hyperion Capital Management Inc.
- Insight Investment Management (Global) Limited
- Lehman Brothers Asset Management LLC
- Merrill Lynch Investment Management
- Morgan Stanley Investment Management
- Nomura Asset Management U.K. Ltd
- PanAgora Asset Management Inc.
- Pareto Partners
- Putnam Advisory Company LLC
- Smith Breeden Associates Inc
- State Street Global Advisors
- TCW Asset Management Company

80 prosent. Samlet bidrag utgjør om lag 2,5 milliarder kroner i 2005.

Avkastningstallet inneholder inntekter fra utlån av rentebærende verdipapirer,

men er ikke korrigert for kostnader ved investering av tilførte midler i markedene.

4. Aksjeforvaltningen

4.1 Utviklingen i aksjemarkedene

Kursoppgangen i de globale aksjemarkedene som startet våren 2003, fortsatte også gjennom 2005. Avkastningen på fondets referanseportefølje ble 20,3 prosent i 2005 mot 12,2 prosent i 2004. Oppgangen var særlig sterk i Japan og i Europa, der kursene steg med henholdsvis 43,9 og 26,6 prosent. Også i USA var utviklingen i aksjemarkedet positiv, med

en kursoppgang på 6,3 prosent. En indeks bestående av 24 fremvoksende aksjemarkeder steg med 31,4 prosent i 2005. For de fleste markedene var kursutviklingen særlig sterk i andre halvår.

Den ekstraordinære kursoppgangen i Japan i andre halvår hadde sammenheng med en sterk innenlandsk økonomi og høyere internasjonal etterspørsel etter japanske varer. Japanske bedrifter er

Tabell 13: Renteavkastningen i prosent for hvert kvartal og for året 2005

	Målt i fondets valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	0,37	0,20	2,08	1,91	0,18
Andre kvartal	3,10	3,08	2,71	2,69	0,02
Tredje kvartal	-0,07	-0,13	-0,64	-0,70	0,06
Fjerde kvartal	0,40	0,30	2,52	2,41	0,10
Året 2005	3,82	3,46	6,80	6,43	0,37

særlig konkurransedyktige innenfor kapitalvarer som biler, forskjellige typer maskiner og elektronikk. Høyere oljepris har økt etterspørselen etter japanske biler som har lavere drivstofforbruk enn biler produsert av de store amerikanske bilprodusentene. Høye metall- og oljepriser har økt etterspørselen etter maskiner, transportmidler og andre investeringsvarer innenfor gruve- og oljeindustrien. Japanske bedrifter har også nytt godt av at investeringsetterspørselen i Kina tok seg opp i andre halvår.

Oljeselskaper, metall og gruveselskaper, finansiell sektor, samt energi og vannforsyning var de industrisektorene som gjorde det best globalt i 2005. IT, telekommunikasjon og konjunkturfølsomme konsumvarer var sektorer med svakest utvikling.

Innenfor den enkelte industrisektor hadde amerikanske selskaper jevnt over den svakeste utviklingen, mens japanske selskaper stort sett gjorde det best. Finanssektoren utviklet seg spesielt svakt i USA i forhold til Europa og Japan. Det samme var også tilfellet for industriselskaper der kursen på japanske selskaper steg, mens amerikanske selskaper utviklet seg svakt. Bilsektoren hadde en god utvikling i Japan og Europa til tross for høyere oljepriser. Amerikanske bilaksjer, det vil i hovedsak si Ford og GM, falt i verdi i løpet av året. Den svake utviklingen hadde sammenheng med at disse selskapene mistet markedsandeler, spesielt til japanske bilprodusenter.

Tabell 14 viser at det i 2005 var positiv utvikling i de fleste hovedsektorer. Den sterkeste utviklingen var innenfor råvaresektoren, mens ikke-konjunktur-

Tabell 14: Avkastningen på FTSEs verdensindeks for aksjer i 2005, målt mot amerikanske dollar og mot fondets valutakurv. Prosent

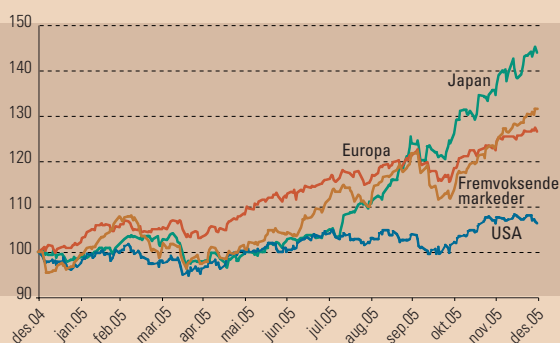
	USD	Valutakurv
Råvarer	32,86	44,39
-derav olje og gass	30,43	41,75
Prosessindustri	14,86	24,83
Generell industri	12,78	22,57
Konjunkturfølsomme varer	8,38	17,78
Ikke-konjunkturfølsomme varer	9,31	18,80
-derav farmasi og bioteknologi	7,11	16,40
Konjunkturfølsomme tjenester	2,77	11,69
- derav detaljhandel	3,95	12,97
- derav medier og foto	-6,31	1,82
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	-1,83	6,69
- derav telekommunikasjon	-3,88	4,46
Energi og vannforsyning	15,21	25,21
Finansielle tjenester	12,68	22,46
- derav banker	11,12	20,76
- derav forsikringsselskaper	13,92	23,80
- derav finansinstitusjoner	12,38	22,13
Informasjonsteknologi	7,07	16,37
- derav IT maskinvare	10,05	19,59
- derav programvare og tjenester	2,06	10,91

følsomme tjenester som f.eks. telekommunikasjon, hadde en langt svakere utvikling.

Aksjemarkedene i Øst-Europa, Russland, Midt-Østen, Sør-Afrika og Latin-Amerika utviklet seg alle sterkt i 2005. Mange av disse markedene er dominert av selskaper i energi- og metallsektoren. Kursene på denne type selskaper økte sterkt som følge av prisoppgangen på olje, naturgass, kull og metaller.

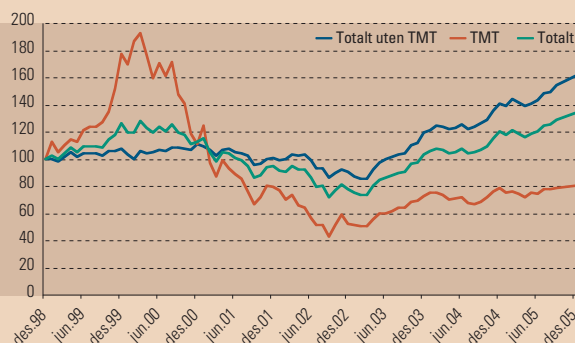
Til tross for sterk etterspørsel etter konsumelektronikk og en global oppgang i bedriftenes investeringer, var det en

svak kursutvikling innenfor IT-sektoren i 2005. Asiatiske IT-selskaper hadde en sterkere utvikling enn amerikanske og europeiske selskaper. Noe av forklaringen ligger i at asiatiske selskaper er sterkere eksponert innenfor sektorer som vokser raskt, f.eks. flate TV- og PC-skjermer basert på LCD- eller plasma-teknologi. Kursene på telekommunikasjonsselskaper i Europa og USA utviklet seg svakere enn kursene på tilsvarende selskaper i Øst-Europa, Latin-Amerika og Asia. Dette kommer delvis av den generelle forbedringen vi så i disse landenes økonomier i 2005, men også av at



Figur 6: Verdiutviklingen på FTSEs aksjeindekser i hovedmarkedene i 2005 (31.12.2004=100)

Kilde: FTSE



Figur 7: FTSE global aksjeindeks 1998-2005: Totalt og sektorene teknologi, medier og telekommunikasjon (TMT) (31.12.1998=100)

Kilde: FTSE

utbredelsen av teletjenester i disse landene i utgangspunktet er langt lavere enn i de utviklede landene.

Figur 7 illustrerer den betydning sektorene teknologi, medier og telekommunikasjon (TMT-sektorene) har hatt for aksjeindeksene de siste syv årene. Disse sektorene hadde sterk kursstigning fra 1999 og fram til sommeren 2000. Deretter falt aksjekursene i TMT-sektorene til fjerdeparten av toppnivået. Aksjekursene i TMT-sektorene har hatt en utvikling som er noe svakere enn de øvrige sektorene i FTSEs verdensindeks i 2004 og 2005.

Figur 8 viser de ulike markedenes bidrag til fondets aksjeavkastning i 2005, regnet mot valutakurven. De største positive bidragene kom fra USA, eurolandene og fra Storbritannia.

Figur 9 viser avkastningen i aksjemarkedet hvert år siden 1980. I denne perioden var avkastningen i gjennomsnitt 14,5 prosent pr. år. Avkastningen i 2005 på 20,3 prosent var således betydelig høyere enn gjennomsnittet for hele perioden.

4.2 Gjennomføringen av aksjeforvaltningen

Markedsverdien av aksjeporteføljen økte fra 416 til 582 milliarder kroner i 2005. I løpet av året ble porteføljen tilført 50 milliarder kroner i nye midler. Det var sterk utvikling i aksjemarkedene, og aksjeavkastningen bidro med 101 milliarder kroner. En svakere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene økte verdien med omlag 15 milliarder kroner.

I 2005 var meravkastningen av de eksternt forvaltede porteføljene 4,0

prosent. Sammenlignet både med den årlige meravkastningen på 1,0 prosent som er oppnådd siden 2000, og med Norges Banks målsetning med denne delen av forvaltningen, er årets meravkastning svært høy. Bare i 1999 var meravkastningen i prosent høyere. Bidraget i 2005 utgjør omlag 7 milliarder kroner. Det samlede brutto bidraget fra de eksternt forvaltede porteføljene er omlag 13 milliarder kroner siden Norges Bank begynte å bruke eksterne aktive forvaltere i slutten av 1998. 68 prosent av de eksterne mandatene leverte positive resultater i 2005, den samme andelen som i 2004. I treårsperioden 2003-05 hadde 80 prosent av mandatene meravkastning. Det var tilfellet for både mandater som var opprettet for mer enn tre år siden, og nyere mandater. Gjennomsnittlig meravkastning for mandatene med positive tall var imidlertid 2,3 ganger så høyt som for de med negativt i 2005, mens de for 2004 var like store.

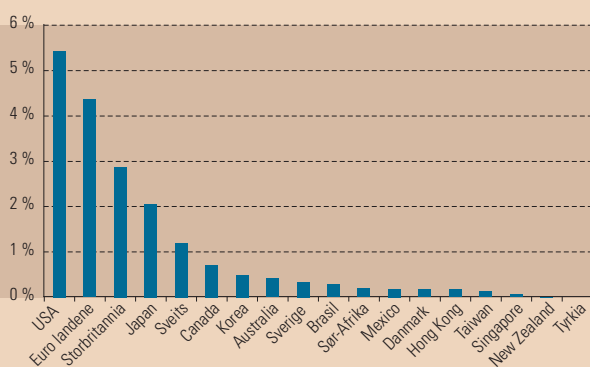
Et viktig element i strategien bak valg av de eksterne forvalterne er å diversifisere mellom mange uavhengige posisjoner. Norges Bank oppnår denne diversifiseringen ved valg av flere uavhengige spesialister, der hver av dem i all hovedsak bygger opp porteføljen ved fundamental analyse av enkeltaksjer.

Alle de eksterne aksjemandatene har fått tildelt egne referanseporteføljer og risikorammer. De regionale mandatene har referanseporteføljer som består av de bedrifter som inngår i FTSE-indeksen i en geografisk region, for eksempel kontinental-Europa, Storbritannia, USA og Japan. Sektormandatene har referanse-

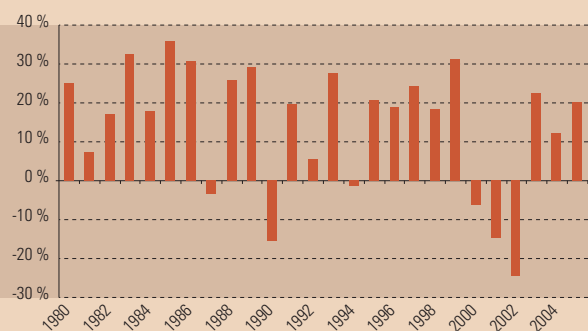
porteføljer innenfor næringssektorer som finans, teknologi, helse, olje og gass, kraft og vannforsyning, handelsnæring, media og telekommunikasjon. De siste par årene har Norges Bank økt andelen spesialistmandater innen næringssektorer, og disse mandatene utgjør nå 28,3 prosent av eksterntforvaltningen. I 2005 ble dessuten mandatene i Asia utenom Japan splittet opp og tildelt spesialister innenfor spesifikke land og mindre regioner. Kombinasjonen av spesialistmandater vil ha flere ulike aksjeposisjoner enn hva som er tilfelle ved overlappende brede mandater, hvilket igjen øker antall uavhengige posisjoner i porteføljen av eksterne forvaltere.

Ved utgangen av 2005 har Norges Bank 43 ulike eksternt forvaltede aksjeporteføljer. Av disse er 28 regionale og landspesifikke mandater og 15 mandater innenfor spesifikke næringssektorer. Gjennomsnittlig markedsverdi av de regionale mandatene er noe høyere enn for sektormandatene; henholdsvis 5,5 milliarder kroner og 4,1 milliarder kroner. Andelen av aksjeporteføljens verdi som forvaltes av eksterne, var ved utgangen av året på 37 prosent eller 217 milliarder kroner.

Valg av eksterne forvaltere anses av Norges Bank som en investeringsbeslutning, der ulike mandater tildeles midler eller avvikes ut fra analyser av likviditet og forventet fremtidig meravkastning. Årlig avvikes rundt 10 prosent av mandatene. Den vanligste årsaken er at porteføljeforvaltere med ansvar for Norges Banks portefølje har sluttet. I 2005 har andelen mandater som er avsluttet vært høyere enn



Figur 8: De enkelte lands bidrag til aksjeavkastningen målt i prosent mot valutakurven i 2005



Figur 9: Avkastning i aksjemarkedene 1980-2005 med aksjeforvaltningens referanseportefølje, målt i prosent mot fondets valutakurven

Eksterne aksjeforvaltere pr 31.12.2005

Ved utgangen av året forvaltet 24 ulike eksterne aksjeforvaltere med 43 ulike mandater midler tilsvarende til sammen 217 milliarder kroner.

Mandater i geografiske regioner:

- Aberdeen Asset Management
- Alpha Investment Management Pty Ltd.
- APS Asset Management Pte Ltd
- Barrow, Hanley, Mewhinney & Strauss Inc
- BlackRock International Ltd.
- Capital International Ltd.
- Fidelity Pensions Management
- Gartmore Investment Management PLC
- Legg Mason Capital Management Inc
- MFS Company
- NewSmith Asset Management LLP.
- NWQ Investment Management Company LLC
- Portfolio Partner Ltd
- Primecap Management Company
- Schroder Investment Management Ltd.
- Sparx Asset Management Co. Ltd.
- T Rowe Price Associates Inc.
- Wellington Management Company PLC

Mandater i næringssektorer:

- Alliance Capital Management LP
- Barrow, Hanley, Mewhinney & Strauss Inc
- Columbus Circle Investors
- Fidelity Pensions Management
- Gartmore Investment Management PLC
- Jupiter Asset Management Ltd
- OrbiMed Capital LLC
- Schroder Investment Management
- Sector Asset Management
- T Rowe Price Associates Inc.
- Wellington Management Company PLC
- WH Reaves & Co, Inc.

Alle de eksterne aksjemandatene er aktive med mål om høyest mulig avkastning i forhold til en referanseportefølje. Det er definert egne referanseporteføljer og risikorammer for hvert forvaltningsmandat. De regionale mandatene har referanseporteføljer som består av de bedrifter som inngår i FTSE-indeksen i en geografisk region, for eksempel kontinental-Europa, Storbritannia, USA og Japan. Sektormandatene har referanseporteføljer innenfor næringssektorene finans, teknologi, helse, farmasi, energi, olje og gass, gruvedrift, kraft og vannforsyning og kapitalvarer.

vanlig. Dette skyldes både at flere porteføljevaltere har sluttet i det aktuelle selskapet, samt at mandater er splittet opp i mindre spesialistmandater.

Ved utgangen av året ble vel 60 prosent av aksjeporteføljen forvaltet internt i Norges Bank i en såkalt "forbedret" ("enhanced") indekseringsportefølje. Den øvrige interne aktive forvaltningen er blitt bygget gradvis opp over de siste år og består i dag av 22 porteføljeval-

tere som fokuserer på både fundamental analysedrevet aksjevalg innenfor industrisektorene finans, telekommunikasjon, energi, media og handelsnærings globalt, og relativ verdi strategier. Organiseringen av forvaltningen har gjennomgått betydelige endringer i 2005, der alle forvalterne nå forvalter innenfor en såkalt "long-short" portefølje. Dette innebærer at hver forvalter låner aksjer av den interne indeksporføljen eller i marke-

det. Således er det en ytterligere spesialisering mellom aktive strategier og indeksering og finansiering internt. Det er heller ikke slik at Norges Bank må velge mellom intern og ekstern aktiv forvaltning, ettersom de interne aktive posisjoner ikke legger beslag på forvaltningskapitalen.

Den interne forvaltningen i Norges Bank bidro med omlag 25 prosent av den samlede meravkastningen i aksjeforvaltningen. I disse tallene er det imidlertid ikke tatt hensyn til at den interne forvaltningen belastes transaksjonskostnader ved tilførsel av nye midler til fondet, omstrukturering av porteføljen, eller endringer i referanseporteføljen.

Ved inngangen til året sto de interne porteføljene for i underkant av 20 prosent av den totale risikoen i aksjeporteføljen. Ved utgangen av året var andelen økt til i overkant av 30 prosent. Gjennomsnittet for året var 23 prosent. I 2005 leverte 86 prosent av de interne mandatene positiv meravkastning, noe lavere enn i 2004 da alle hadde positiv meravkastning. De gode resultatene skyldes videre at den gjennomsnittlige meravkastningen var 4,3 ganger høyere enn den gjennomsnittlige mindreavkastningen.

Tabell 15 viser at aksjeporteføljen hadde en avkastning på 22,49 prosent målt i fondets valutakurv i 2005. Avkastningen var positiv i alle kvartalene av året, men særlig høy i tredje kvartal. Dette gjenspeiler langt på vei de generelle kursbevegelsene i aksjemarkedene gjennom året.

Den faktiske avkastningen på aksjeporteføljen var 2,24 prosentpoeng høyere enn referanseavkastningen. Knappt halvparten av meravkastningen ble oppnådd i fjerde kvartal. Samlet bidrag fra aksjeforvaltningen i 2005 utgjør omlag 9,5 milliarder kroner.

Tabell 15: Avkastningen av aksjeporteføljen i fondet for hvert kvartal og for året 2005. Prosent

	Avkastning målt i fondets valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	2,01	1,94	3,75	3,68	0,07
Andre kvartal	4,87	4,44	4,47	4,04	0,43
Tredje kvartal	8,24	7,88	7,62	7,27	0,35
Fjerde kvartal	5,79	4,74	8,02	6,95	1,07
Året 2005	22,49	20,31	26,01	23,76	2,24

5. Utøvelse av eierskap i aksjeselskaper

I de selskapene der Norges Bank eier aksjer, har Norges Bank også rettigheter som aksjonær. Eierskapsutøvelse handler om hvordan vi benytter disse rettigheter. I løpet av de siste fire årene har Norges Bank etablert prinsipper for hvordan rettighetene til å påvirke selskapene skal benyttes. Samtidig er kompetanse og systemer for utøvelse av stemmeretten forbedret.

Det er Norges Banks aksjeavdeling som har ansvaret for å utøve eierrollen. I september 2005 ble det etablert en egen eierskapsgruppe som rapporterer til lederen for aksjeavdelingen. Eierskapsgruppen har kompetanse innen både finans og etikk. Dette følger naturlig av retningslinjene som Finansdepartementet har fastsatt for Norges Banks forvaltning. Disse slår fast at formålet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser, og at dette må gjøres i overensstemmelse med etiske prinsipper. Vi redegjør nærmere for sammenhengen mellom eierskapsutøvelse og etikk og for aksjonærrettigheter i to separate temaartikler i årsrapporten.

5.1 Retningslinjer og rammer for eierskapsutøvelsen

De nye etiske retningslinjene for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland ble fastsatt av Finansdepartementet 19. november 2004. I disse retningslinjene er eierskapsutøvelse ett av tre virkemidler for etisk forvaltning. Samtidig ble Finansdepartementets forskrift for forvaltningen av fondet endret

til at Norges Bank skal spille en mer aktiv rolle som eier. I forskriften heter det: *”Norges Bank skal utøve eierrettigheter for fondet.[...] Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser.”*

I de etiske retningslinjene heter det at det overordnede målet for utøvelse av eierrettigheter skal være å sikre fondets finansielle interesser, og at utøvelsen skal bygge på at fondet har en lang tidshorison for sine investeringer som er bredt fordelt på en rekke selskaper, bransjer, land og regioner. Retningslinjene fra Finansdepartementet fastsetter at Norges Bank skal rapportere om eierskapsutøvelsen, og at dette skal skje i forbindelse med den regulære årsrapporten.

Norges Banks hovedstyre fastsatte i desember 2004 nye prinsipper for eierskapsutøvelsen. Utgangspunktet er at Norges Bank skal bygge på internasjonalt anerkjente prinsipper for god virksomhetsstyring slik disse er uttrykt i OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse. Et grunnleggende prinsipp er at selskapene som Norges Bank har investert i, skal opptre i samsvar med prinsippene i FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper.

Det mest grunnleggende i eierskapsutøvelse er å sikre at aksjonærenes interesser er tilstrekkelig ivaretatt av selskapenes styrende organer. I de senere årene har det vært mange og store internasjonale finansskandaler. Erfaringen er at ledelsen i flere selskaper ikke har lagt nok vekt på å sikre eiernes interesser. Lover

og regler er brutt for å fremme interessene til selskapets ledelse på bekostning av interessene til eierne. Dette har klart vist at etikk er viktig for å styre virksomheter på en god måte. Fondet er en langsiktig investor med investeringer over store deler av verden. Dermed er fondet avhengig av en verden der markedene også fungerer på lang sikt. Det er derfor naturlig at Norges Bank gjennom eierskapsutøvelsen også bidrar til økt respekt for menneskerettigheter, hensyn til miljø, avslutning av væpnede konflikter og til størst mulig politisk stabilitet og forutsigbarhet.

Norges Bank skal opptre gjennomtenkt og forutsigbart som eier. Det er viktig for at både selskapene som Norges Bank har investert i og andre investorer kan ha stor tillit til eierskapsutøvelsen. Dette krever et sett av enkle og enhetlige prinsipper og operative rutiner. Det er en forutsetning er at ressursbruken blir målt opp mot de langsiktige resultatene man forventer. På denne måten kan Norges Bank prioritere sine aktiviteter og innsats dit dette har størst betydning for å sikre fondets finansielle interesser.

Norges Bank kan utøve eierskap på flere måter:

Gjøre Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse kjent

Norges Bank skal gjøre selskapene og allmennheten kjent med prinsippene for utøvelse av eierskap, herunder de etiske retningslinjene som Finansdepartementet har fastsatt.

Stemmegivning

Norges Banks kan stemme over forslag på generalforsamlinger i selskaper der dette vil kunne ha vesentlig betydning for fondets finansielle verdier. Beslutningene om hvordan Norges Bank skal stemme, blir truffet ut fra bankens egne vurderinger av hva som best tjener fondets finansielle interesser. Stemmegivningen skal være innenfor de fastsatte retningslinjer for eierskapsutøvelse.

Deltakelse i internasjonale nettverk og organisasjoner

Norges Bank kan delta i internasjonale nettverk og organisasjoner for å fremme gode prinsipper for eierskapsutøvelse. En slik vurdering vil blant annet måtte belyse nettverkets formål, struktur og offentlighet, samt betydningen for nettverket av å ha Norges Bank som medlem.

Norges Bank kan gi innspill til høringer mv. for å bidra til at myndighetsorganer, børser og andre regulerende myndigheter utvikler og overvåker regelverk som best mulig sikrer ivaretagelse av eierrettigheter i samsvar med Norges Banks prinsipper

Kontakt med det enkelte selskap

I tillegg til å gi uttrykk for generelle synspunkter på hva som er gode prinsipper for utøvelse av eierskap, kan Norges Bank gjennom sin kontakt med selskapene ta opp spesifikke temaer eller situasjoner. Norges Banks eierskapsprinsipper tar i hovedsak utgangspunkt i internasjonalt anerkjente prinsipper, og Norges Bank kan som eier stille krav eller forventninger til at selskapene redegjør for hvorvidt og hvordan de overholder disse.

Samarbeid med andre investorer om enkeltsaker

Norges Bank kan delta eller ta initiativ til samarbeid mellom institusjonelle investorer i forhold til enkeltforetak, der dette fremstår som en hensiktsmessig og effektiv måte å oppnå resultater på.

5.2 Aktiviteter 2005

Gjøre prinsippene kjent

En viktig oppgave i 2005 har vært å gjøre Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse kjent i det internasjonale forvaltningsmiljøet og blant foretakene det investeres i. Norsk og engelsk versjon av prinsippene er lagt ut på Norges Banks websider og er også utgitt i trykt form. Prinsippene ble delt ut til en gruppe bestående av rundt 50 av verdens største pensjons- og offentlige fond i forbindelse med at Norges Bank i juli var vertskap for en konferanse for lederne av disse fondene (International Pensions Conference 2005). Prinsippene er også presentert i møter med våre motparter og samarbeidspartnere der dette har vært relevant.

Sikre en konsis, fokusert og global stemmegivning

Antall selskaper i porteføljen som blir analysert i forbindelse med stemmegivning, er økt jevnlig siden oppstart av intern stemmegivning i 2003. Tidligere utøvde de eksterne forvalterne stemmerett for de midlene som de forvaltet på vegne av fondet. Fra 1. januar 2005 overtok Aksjeavdelingen stemmegivningen for alle eksterne porteføljer for å sikre en mer konsis og konsistent stemmegivning. For 2005 har vi dekket de fleste selskaper i porteføljen, samtidig som fokus og ressursinnsats i større grad har blitt rettet mot kontroversielle saker, dvs. saker av sammensatt karakter som krever dypere analyse. Interne systemer og databaser med informasjon om saker som skal opp til behandling på generalforsamlinger, er utviklet.

Bruk av eksterne kunnskapsdatabaser

Norges Bank benytter en global database fra eksternt leverandør med informasjon om enkeltselskaper som er relevant for utøvelse av eierrettigheter. Databaseen er et godt hjelpemiddel for å analysere relevant risiko, samt at den gir fortløpende informasjon om endringer i det enkelte selskap. Norges Bank abonnerer også på

flere elektroniske nyhetsbrev for eierskapsutøvelse og virksomhetsstyring.

Gruppesøksmål

Norges Bank har i 2005 inngått avtale med en eksternt leverandør som sørger for betimelig og korrekt informasjon om eksisterende og kommende gruppesøksmål ("class action suits"), samt sørger for at Norges Bank deltar passivt i gruppesøksmål der dette synes riktig. Gjennom denne tjenesten deltar Norges Bank i de søksmål der vi er kvalifisert som medlem av gruppen, men med en relativt avgrenset bruk av ressurser internt. Formålet med denne type gruppesøksmål er å gjenvinne verdier som er tapt gjennom bedrageri eller andre brudd på verdipapirlovgivning. Det har foreløpig ikke vært aktuelt å være hovedsaksøker i denne type søksmål.

Opprettelse av egen gruppe for eierskapsutøvelse

En egen gruppe for eierskapsutøvelse (Corporate Governance Group) ble opprettet i september, og har for ettårsperioden fram til høsten 2006 som viktigste mål å utarbeide en 3-års strategi for eierskapsutøvelse. I tillegg skal gruppen løpende utøve stemmeretten, samt klargjøre og konkretisere de etiske og finansielle prinsippene som skal ligge til grunn for eierskapsutøvelsen.

Deltagelse i nettverk og initiativer, samt kontakt med andre investorer

Tidlig i 2005 inviterte FNs generalsekretær, Kofi Annan, Norges Bank og en gruppe av andre store institusjonelle investorer til å delta i en prosess som skulle lede til utarbeidelse av prinsipper for ansvarlig investering. Utgangspunktet var en økende grad av konsensus i investeringsorganisasjoner om at miljømessige, sosiale og "corporate governance"-faktorer kan påvirke avkastningen til porteføljer, men at disse faktorene ikke er inkludert i investeringsprosesser og i eierskapsutøvelsen i tilstrekkelig grad. Norges Bank har deltatt i dette arbeidet sammen med representanter fra 20 internasjonale investeringsorganisa-

sjoner. Arbeidet har resultert i seks hovedprinsipper som investorer er invitert til å slutte seg til, og som hovedstyret i Norges Bank i november 2005 vedtok å støtte.

Norges Bank ble høsten 2005 medlem i det internasjonale investornettverket International Corporate Governance Network (ICGN). Nettverket ble dannet i 1995 og anses som det mest globale av denne type nettverk når det gjelder markedsdekning, medlemsbase og type saker som tas opp. Nettverket har mer enn 400 medlemmer fra over 30 land, og forvaltningsorganisasjonene blant medlemmene representerer midler under forvaltning for mer enn 10 000 milliarder amerikanske dollar. ICGN har som sitt primære formål (a) å være et internasjonalt investordrevet nettverk for utveksling av synspunkter og informasjon om eierskapsutøvelse og virksomhetsstyring, og (b) å bidra til utviklingen av solide standarder og praksiser verden over. ICGN vurderer ikke enkeltelskaper, men har en rekke fagkomiteer som behandler ulike prinsipielle temaer, og som uttaler seg på nettverkets vegne, både direkte og i forbindelse med høringsuttalelser.

Norges Bank har i løpet av året hatt uformell kontakt med mange andre av verdens store fond som det er naturlig å samarbeide med. Generelle forhold rundt eierskapsutøvelse har blitt diskutert, og Norges Bank har presentert sine prinsipper for eierskap. Eierskapsgruppen og dens medlemmer er ellers blitt invitert til å holde foredrag og bidra til diskusjoner om eierskapsutøvelse, herunder om forholdet mellom eierskap og etikk, både i Norge og i utlandet. Norges Banks arbeid med temaet synliggjøres dermed for mange interesserte parter. Gruppen har videre hatt samtaler med Norges Banks eksterne aksjeforvaltere for å diskutere deres synspunkter på eierskapsutøvelse.

5.3 Nærmere om stemmegivningen i 2005

Utgangspunktet for stemmegivningen er å sikre de langsiktige finansielle interessene til porteføljen. I samsvar med

Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse har vi støttet saker som fremmer at:

- foretaket har en klart definert forretningsstrategi som er forankret i styret
- foretaket legger fram tilstrekkelig informasjon om sin økonomiske og finansielle stilling og andre relevante forhold
- det er etablert interne styrings- og kontrollsystemer som er tilpasset virksomheten
- foretakets styre ivaretar interessene til samtlige aksjonærer
- styret består av et tilstrekkelig antall styremedlemmer med relevante og tilstrekkelige kvalifikasjoner, hvor mer enn flertallet er uavhengige
- styret skal kunne stilles til ansvar for sine beslutninger

Stemmegivningen skjer over en webbasert stemmeplattform utviklet av det amerikanske selskapet Institutional Shareholder Services (ISS). Dette er verdens største selskap som spesialiserer seg på å gi investorer løpende informasjon om saker som skal opp til behandling på generalforsamlinger i et stort antall aksjeselskaper over hele verden. Norges Bank kjøper informasjon om de ulike sakene, analyser av forhold rundt det enkelte vedtaksforslag, samt tilgang til stemmeplattformen. Rapportering foregår over samme plattform.

Antall møter

Tabell 16 gir en oversikt over antall møter der Norges Bank har utøvd stemmeretten i 2005.

Norges Bank har i 2005 totalt stemt på

2 705 generalforsamlinger, noe som utgjør 78 prosent av de møtene som er holdt. I de europeiske landene (utenom Storbritannia) er stemmeandelen spesielt lav. Hovedårsaken er praksisen med å blokkere for salg av de aksjer man har stemt for, i perioden fra stemmegivning til generalforsamlingen finner sted. Blokkering av aksjer påvirker handlefriheten til den enkelte porteføljeforvalter, og det er derfor kun i spesielle tilfeller vi stemmer på generalforsamlingen til et selskap som vil blokkere sine aksjer. Stadig flere selskaper går bort fra praksisen med å blokkere aksjer, og vi forventer derfor at vi på sikt vil stemme på flere møter i denne regionen. Stemmeandelen har vært 89 prosent dersom vi holder disse landene utenfor.

Som vist i figur 10, har 30 prosent av møtene vi har stemt på, vært i selskaper i USA, 15 prosent i europeiske selskaper og 23 prosent i japanske selskaper:

Antall saker

Det er totalt stemt i 20 307 saker på de 2 705 generalforsamlingene vi har stemt på. Det kan enten stemmes for, imot eller avholdende i de enkelte sakene. Det må stemmes i alle saker på agendaen når vi først stemmer. Det er ledelsen i selskapene som fremmer de fleste sakene, men det er også mulig for aksjonærer å fremme forslag. Noe i overkant av 3 prosent av forslagene vi har stemt på, har vært slike aksjonærforslag. Aksjonærforslag er svært vanlige i USA, relativt vanlige i Japan, men mer sjeldne i Europa. Norges Bank har stemt imot 9 prosent av ledelsens forslag og har støttet

Tabell 16: Stemmegivning 2005/Antall møter

Møter / Region	Antall	Stemt	Stemt %
USA	801	798	100 %
Amerika uten USA	407	315	77 %
Storbritannia	326	309	95 %
Europa uten Storbritannia	568	137	24 %
Japan	628	619	99 %
Asia/Oseania uten Japan	722	527	73 %
Totalt	3452	2705	78 %

"Antall" er antall møter som har blitt holdt i løpet av året i selskapene som inngår i porteføljen.
"Stemt" angir antall møter der stemmeretten er utøvd.

Tabell 17: Stemmegivning 2005 / Mot ledelsens anbefaling

	Totalt antall saker	Mot ledelsen		Mot ledelsen regionvis		
				Amerika	Europa	Asia/Oseania
Rutine/virksomhet	4 686	200	4 %	71	23	106
Styrerelatert	9 907	749	8 %	515	56	178
Avlønning	2 290	535	23 %	100	42	393
Kapitalisering	1 946	222	11 %	36	31	155
Reorganisering	741	98	13 %	9	4	85
Mekanismer mot oppkjøp	77	11	14 %	10	0	1
Totalt	19 647	1 815	9 %	741	156	918

41 prosent av aksjonærforslagene.

De ulike sakene som er oppe til avstemning på generalforsamling, kan deles i syv kategorier, som vist i figur 11.

Nærmere 50 prosent av sakene er i kategorien *Styrerelatert* og knyttet til valg av styremedlemmer og styrets struktur. 23 prosent av sakene som er av mer rutinemessig karakter, er samlet i kategorien *Rutine/Virksomhet* og inkluderer blant annet vedtektsendringer, godkjenning av regnskap, årsrapport og utbytte, samt ratifisering av revisorer og deres honorarer. 11 prosent av sakene er knyttet til bonuser og avlønningsplaner i form av egenkapitalinstrumenter, og disse er samlet i kategorien *Avlønning*. 10 prosent av forslagene er inkludert i *Kapitalisering*, mens 4 prosent er i kategorien *Reorganisering*, som blant annet inneholder forslag om generalforsamlingens godkjenning av oppkjøp og sammenslåinger. 3 prosent er aksjonærforslag, og til sist er under én prosent i kategorien *Mekanismer mot oppkjøp*, som er saker knyttet til ulike type hindre et selskap kan innføre for å gjøre det vanskeligere for et annet selskap å kjøpe det opp.

Stemmegivning imot ledelsens anbefaling

Norges Bank har i 2005 totalt stemt imot ledelsen anbefaling i 1 815 saker. Norges Bank har støttet 91 prosent av ledelsens forslag, noe som er naturlig fordi Norges Bank i de fleste tilfeller har tiltro til måten selskapet ledes på.

51 prosent av tilfellene der vi har stemt imot ledelsen, har vært i selskaper i regionen Asia/Oseania, i overkant av 40 prosent i regionen Amerika og de resterende 9 prosent av tilfellene i Europa. I Amerika stemte vi imot 8 prosent av ledelsens forslag, i Europa 3 prosent og i Asia/Oseania 14 prosent.

Norges Bank har stemt imot ledelsens anbefaling blant annet i følgende type saker:

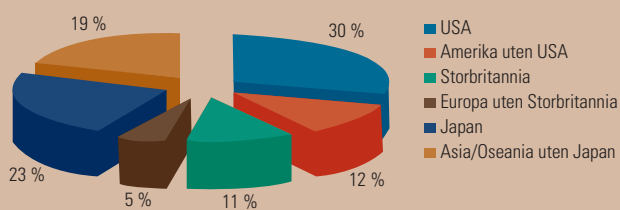
Rutine/Virksomhet

Det er i en rekke tilfeller stemt imot forslag til revisor på grunn av sterke interessekonflikter og mangel på uavhengighet. Dette gjelder spesielt i Japan. Det er stemt imot forslag i USA om å fjerne aksjonærs mulighet til å sentrere alle sine stemmer om én styrekandidat (kumulativ stemmegivning).

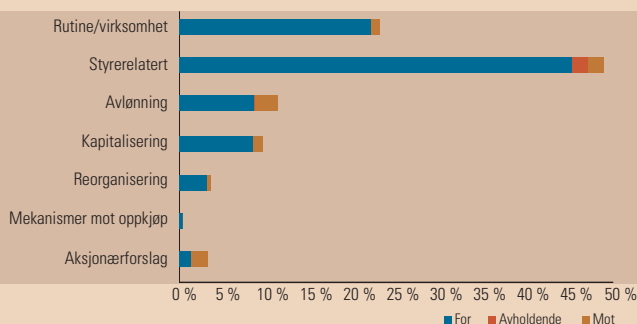
Styrerelatert

I en rekke amerikanske og asiatiske selskaper har Norges Bank stemt avholdende eller imot forslag til valg av styremedlemmer fremmet av ledelsen på grunn av mangel på majoritet av uavhengige styremedlemmer, og fordi styremedlemmer som ikke er uavhengige av selskapet, sitter i viktige styrekomiteer (nominasjon, avlønning og revisjon). I amerikanske selskaper kan man enten støtte kandidaten som et fremmet av ledelsen, eller stemme avholdende. Dette betyr at en kandidat kan bli valgt med kun én stemmes støtte, og aksjonærer har liten reell innflytelse på styrevalg.

I mange amerikanske selskaper har Norges Bank stemt imot gjenvalg av styreformann når vedkommende også er administrerende direktør i selskapet. Det er stemt imot styremedlemmer som har sittet i styrekomité for avlønning der administrerende direktør i selskapet har fått en formidabel lønnsøkning samtidig som selskapet, på både kort og lang sikt, har vist dårlige resultater. Det er også stemt imot gjenvalg av styremedlemmer som, uten at dette er begrunnet, ikke har



Figur 10: Stemmegivning 2005 / Regionfordeling 2005



Figur 11: Stemmegivning 2005 / Type saker

deltatt tilstrekkelig i styrets arbeid. I noen tilfeller er det stemt imot gjenvalg av amerikanske styremedlemmer fordi disse i flere år har neglisjert aksjonærforslag om å fjerne såkalte "poison pills" (en utbredt mekanisme mot oppkjøp, se nedenfor samt temaartikkelen om aksjonærrettigheter) eller om å innføre årlige valg av alle styrekandidater. Forslagene det her er snakk om, har vært fremmet flere år på rad og fått støtte av en majoritet av generalforsamlingen.

Avlønning

De fleste av sakene knyttet til avlønning der banken har stemt imot styrets forslag, er knyttet til opsjonsplaner. Banken stemte blant annet imot opsjonsplaner som ikke var knyttet til resultatoppnåelse, eller som førte til relativt stor utvanning av eierandeler for eksisterende eiere, samt pensjonsbonuser for styremedlemmer og revisorer. Det ble også stemt imot avlønningsplaner der informasjonsgrunnlaget var mangelfullt.

Kapitalisering

Det er stemt imot forslag til aksjeutvidelse som vil vanne ut eksisterende aksjonærens eierandeler vesentlig. I europeiske selskaper ble det stemt imot forslag om tilbakekjøp av aksjer der tilbudet bare gikk til en del av aksjonærene. Tilsvarende har vi på generalforsamlingene til mange Hong Kong-selskaper stemt imot aksjeutvidelse der tilbudet ble gitt til en liten gruppe aksjonærer til en svært gunstig pris. Banken støttet heller ikke forslag på en rekke franske generalforsamlinger om utstedelse av rettigheter som bare gikk til aksjonærer som hadde eid aksjene i mer enn 2 år. I japanske selskaper ble det stemt imot forslag om utbyttebetaling som ble ansett som for lav i forhold til inntjening. Det er også stemt imot aksjeutvidelse der aksjonærene ikke har fått tilstrekkelig informasjon.

Reorganisering

I flere brasilianske selskaper er det stemt imot forslag om oppkjøp der aksjonærene har fått mangelfull informasjon. I et europeisk selskap er det stemt imot

På www.nbim.no er det under overskriften Corporate Governance samlet retningslinjer og artikler om eierskapsutøvelse. I forbindelse med lanseringen av denne årsrapporten legges dessuten professor Espen Eckbos historiske introduksjonsartikkel "Corporate Governance – i et nøtteskall" ut på våre Internett-sider. Disse sidene vil i tiden fremover jevnlig bli oppdatert med artikler og bakgrunnsstoff om corporate governance.

forslag om å fjerne den obligatoriske tilbudsplikten som inntreffer dersom en investor kjøper opp mer enn en tredjedel eller halvparten av et selskap. Tilbudsplikten skal beskytte minoritetsaksjonærer som i selskaper med en dominerende eier har liten påvirkning på hvordan selskapet styres, samt sikre at minoritetsaksjonærene blir tilbudt en tilstrekkelig pris for sine aksjer. I flere koreanske selskaper er det stemt imot ekspansjon av selskapets aktiviteter på grunn av for liten og mangelfull informasjon.

Mekanismer mot oppkjøp

Norges Bank har stemt imot forslag om å endre selskapsvedtektene fra årlige valg av alle styremedlemmer. Vi har også stemt imot forslag om å gi styret en blankofullmakt til å utstede aksjer ved potensielle oppkjøpstilbud, såkalte "poison pills", som gjør det mindre attraktivt å kjøpe opp et selskap. Mange slike forslag er fremmet på generalforsamlinger i japanske selskaper som en følge av endring i japansk lovgivning der oppkjøp i form av aksjebytte nå tillates. Utenlandske oppkjøp av japanske selskaper har tidligere ikke vært vanlig som følge av at dette har måttet skje i form av kontanter, men med den nye lovgivningen er det grunn til å vente en økning i oppkjøp fra utenlandske selskaper.

Aksjonærforslag

Aksjonærforslagene er normalt ikke støttet av ledelsen. En stemme for et slikt forslag er derfor ofte en stemme mot ledelsen. I 2005 sto aksjonærforslag for i overkant av 3 prosent av sakene Norges Bank stemte på. Slike forslag er vanligst i USA, de opptrer noe sjeldnere i Japan, og enda sjeldnere i Europa. Norges Bank har støttet 41 prosent av aksjonærforslagene på de generalforsamlingene det er stemt på.

Aksjonærforslagene er en uensartet gruppe. Det ene ytterpunktet dannes av store institusjonelle investorer som pensjonsfond, og som opptrer og stemmer basert på etablerte prinsipper for sitt eierskap. Det andre ytterpunktet er enkeltpersoner med få aksjer, og som kanskje kan ha helt spesielle egne interesser bak sine initiativer.

Aksjonærforslagene er i hovedsak relatert til ivaretagelse av aksjonærrettigheter, styret og ledelseskompensasjon, men det fremmes også forslag av sosial og miljømessig art. Ofte er tema for disse forslagene svært relevante, men forslagene har i mange tilfeller en form og en type krav til selskapet som fører til at Norges Bank ikke støtter forslaget. Selskapets administrasjon kan allerede ha håndtert temaet på en mer formålstjenlig måte, eller forslagens form, seriøsitet, gjennomførbarhet og økonomiske konsekvenser kan være slik at aksjonærene ikke er tjent med at forslaget blir etterfulgt. Dette betyr at selv om Norges Bank stemmer imot mange av disse forslagene, er ikke banken nødvendigvis imot å ivareta de hensyn som belyses, og i mange tilfeller vil banken gjennom andre eierskapsaktiviteter kunne ivareta disse hensynene på en bedre måte.

Norges Bank har blant annet stemt for aksjonærforslag som krever:

- lik stemmerett for alle aksjer
- at styreleder ikke kan være samme person som administrerende direktør
- at generalforsamlingen må godkjenne eventuelle mekanismer mot oppkjøp og avgangsbonuser utover det vanlige
- at aksjonærer kan fremme styrekandidater under gitte forutsetninger
- at opsjoner må kostnadsføres
- at tildeling av opsjoner skal være resultatavhengige
- at det må være majoritet av uavhengige styremedlemmer

- at alle styremedlemmer må være på årlig gjenvalg
- at avlønning til toppledelsen skal offentliggjøres i årsrapporteringen
- at flere selskaper med virksomhet i land der menneskerettigheter tradisjonelt ikke er respektert, og der selskapene historisk ikke har offent-

liggjort tilstrekkelige detaljer om sin policy knyttet til menneskerettigheter, utarbeider etiske retningslinjer knyttet til menneskerettigheter og rapporterer om etterlevelsen av disse

- at det rapporteres om selskapets innvirkning på økonomi, samfunn og miljø ("triple-bottom-line") for flere

store matvarekjeder

- at det rapporteres om selskapets retningslinjer for like rettigheter for arbeidstagere
- at det rapporteres om etterlevelse av Kyoto-avtalen i en rekke store globale oljeselskaper

6. Risiko

Det er en rekke usikkerhetsfaktorer knyttet til å forvalte betydelige midler i de internasjonale kapitalmarkeder. Kapitalforvaltning dreier seg i stor grad om å forvalte denne risikoen. Norges Bank legger derfor betydelig vekt på måling og styring av alle risikofaktorer. En del av risikoen skyldes bevisste investeringsvalg og er ønskelig. Andre deler av risikoen skal holdes lavest mulig gitt de rammebetingelser som følger av å være en investor i de internasjonale kapitalmarkeder. Dette gjelder særlig den delen av risikoen som betegnes operasjonell risiko.

Investeringer i internasjonale verdipapirmarkeder medfører betydelig markedsrisiko og relativ høy sannsynlighet for store variasjoner i de årlige resultater. For Statens pensjonsfond – Utland er nivået på markedsrisikoen hovedsaklig bestemt av referanseporteføljens sammensetning. De viktigste elementene i markedsrisikoen er andel av aksjer i porteføljen, svingninger i aksjekurser, valutakurser og rentenivå, samt kredittrisikoen i renteporteføljen.

I tillegg til det absolutte nivå på markedsrisikoen, som bestemmes av investeringsstrategien slik den er uttrykt

gjennom referanseporteføljen, søker Norges Bank gjennom sin aktive forvaltning å oppnå meravkastning. Den aktive forvaltningen i Norges Bank fører kun til en begrenset økning i fondets markedsrisiko. Markedsrisiko må sees i sammenheng med forventet avkastning, og en økning i markedsrisikoen innebærer en forventning om høyere avkastning.

I tillegg til markedsrisiko i forvaltningen av fondet, står Norges Bank overfor en rekke risikofaktorer av mer operasjonell karakter. Dette er risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold og ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Operasjonell risiko bidrar ikke til økt forventet avkastning på fondet, og det er derfor en målsetting å holde denne lavest mulig.

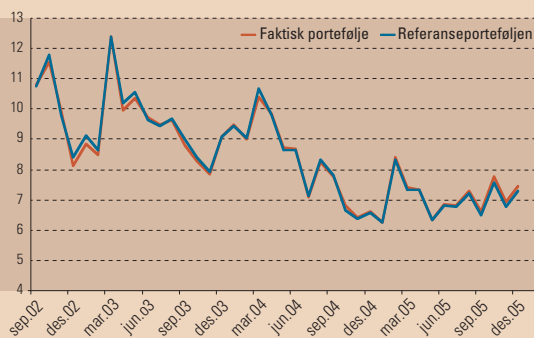
6.1 Markedsrisiko

Svært mye av markedsrisikoen i fondet er bestemt av markedsrisikoen til referanseporteføljen. I tillegg tar Norges Bank noe risiko gjennom sin aktive forvaltning. Norges Bank måler både

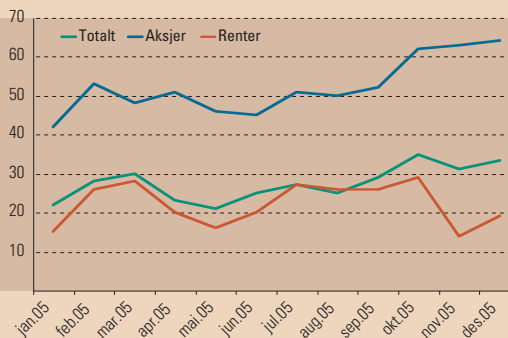
absolutt og relativ markedsrisiko i fondet. For absolutt risiko benyttes standardavviket til avkastningen, og for relativ risiko benyttes standardavviket til forskjellen på avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Standardavviket er et begrep fra statistikken, som sier noe om hvor store variasjoner en kan vente i avkastningen i normale perioder. Dette er det vanligste målet på risiko i porteføljer.

Figur 12 viser utviklingen fondets absolutte markedsrisiko de siste tre årene, målt som forventet volatilitet i avkastningen. Nivået svinger med volatiliteten i markedene, men det er gjennom hele perioden liten forskjell på risikoen i den faktiske porteføljen og i referanseporteføljen. Ved utgangen av 2005 hadde den faktiske porteføljen en absolutt markedsrisiko målt i norske kroner på 7,4 prosent, som er liten oppgang i løpet av året.

Ved utgangen av året var verdien av den faktiske porteføljen 1 399 milliarder kroner. Gitt anslaget på absolutt volatilitet ved årsskiftet, kan en regne med at avkastningen i to av tre år blir enten 7,4 prosentpoeng høyere eller 7,4 prosentpoeng lavere enn den forventede



Figur 12: Absolutt markedsrisiko. Månedsslutt. Prosent



Figur 13: Forventet relativ volatilitet ved hver månedsslutt i 2005. Basispunkter

markedsverdi. Omregnet i kronebeløp, forutsatt ingen tilførsler og inkludert forventet historisk avkastning, innebærer dette at fondets verdi om ett år med 68 prosent sannsynlighet vil ligge i intervallet fra 1 380 milliarder kroner til 1600 milliarder kroner, om man legger til grunn en forventet nominell avkastning på 6,5 prosent.

Den absolutte markedsrisikoen er i hovedsak bestemt av fondets referanseportefølje. Finansdepartementet har i tillegg satt en grense for forventet relativ volatilitet i forvaltningen, som legger en begrensning på hvor forskjellig fondet kan være fra referanseporteføljen. Denne forventede relative volatiliteten skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter), se rammen. Figur 13 viser at den forventede relative volatiliteten i 2005 har vært forholdsvis stabil både for totalporteføljen, og for rente- og aksjeporteføljen hver for seg. Ved utgangen av 2005 var den 0,33 prosent for

Forventet relativ volatilitet

Finansdepartementets grense for relativ markedsrisiko i forvaltningen av fondet er satt i forhold til risikomålet forventet relativ volatilitet. Målet er definert som forventet verdi av standardavviket til differansen mellom den årlige avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen. Når avvikene fra referanseporteføljen er avgrenset ved en øvre grense for forventet relativ volatilitet, vil den faktiske avkastningen med høy sannsynlighet variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Jo lavere en setter grensen for markedsrisiko, desto snevrere blir båndet. Gitt en forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkter, vil faktisk avkastning på porteføljen i to av tre år ventelig avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseavkastningen.

Tabell 18: Porteføljen av rentebærende verdipapirer pr. 31.12.2005 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	45,91	AAA	43,18
Aa	18,17	AA	24,92
A	23,68	A	15,05
Baa	7,09	BBB	8,09
Ba	0,28	BB	0,41
Lavere	0,01	Lavere	0,03
Ingen vurdering (*)	4,86	Ingen vurdering (*)	8,32

* Hvis et verdipapir har karakteren "ingen vurdering" fra Moody's, har det en godkjent vurdering fra ett av de to andre byråene (S&P eller Fitch).

totalporteføljen.

6.2 Kreditt risiko

I fondet oppstår kreditt risiko dels i renteporteføljen som følge av Finansdepartementets valg av investeringsstrategi og dels gjennom Norges Banks aktive forvaltning (kredittporteføljrisiko). Videre har Norges Bank både i aksje- og renteporteføljen en risiko overfor motparter i gjennomføring av transaksjoner, risiko overfor de institusjoner der verdipapirene deponeres, og risiko overfor internasjonale oppgjørs- og depotsystemer (operasjonell kreditt risiko).

Finansdepartementet har fastsatt retningslinjer for kreditt risikoen i rentebærende verdipapirer, usikrede bankinnskudd og for motparter i handler med ikke-børsnoterte derivathandler (terminkontrakter, opsjoner, bytteavtaler, mv.). Disse retningslinjene forutsetter at kredittvurderingen skal være basert på vurderinger fra minst ett av de tre internasjonale kredittvurderingsbyråer Fitch, Moody's eller Standard & Poor's (S&P).

Finansdepartementet har bestemt at ingen rentebærende verdipapirer skal ha lavere vurdering enn høyeste gruppe kredittvurdering ("investment grade"), dvs. minimum BBB fra Fitch, Baa fra Moody's, eller BBB fra S&P. Likevel kan inntil 0,5 prosent av rentepapirporteføljen være investert i papirer som har vurdering Ba/BB/BB fra ett av de tre byråene. Tabell 18 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter mv.) basert

på kredittvurderingene til Moody's og S&P. Alle rentebærende verdipapirer er kredittvurdert av minst ett av byråene.

Rentepapirporteføljen består foruten langsiktige rentepapirer også av rentebærende instrumenter med kortere løpetid. Alle disse har høyeste kredittvurdering P-1 fra Moody's og A-1 fra S&P.

I tillegg inneholder både aksje- og renteporteføljen investeringer i usikrede bankinnskudd og ikke-børsnoterte derivater. Finansdepartementet har bestemt at ingen motparter i slike handler kan ha lavere kredittvurdering enn AA-/Aa3/AA- fra Fitch, Moody's eller S&P.

6.3 Operasjonell risiko

Markedsrisiko og kredittporteføljrisiko er viktige elementer ved fastsettelse av investeringsstrategien og i aktiv forvaltning. Siktet målet er å oppnå høyest mulig risikojustert avkastning og ikke nødvendigvis lavest mulig risiko. Den operasjonelle risikoen er på den annen side en iboende risiko der siktet målet er lavest mulig risiko gitt de rammebetingelser som følger av å være en internasjonal kapitalforvalter. Til forskjell fra markeds- og kredittporteføljrisikoen er det ikke like lett å måle den operasjonelle risikoen kvantitativt.

Den operasjonelle risikoen kan ikke isoleres fra markeds- og kredittporteføljrisikoen, men den er mer omfattende og går på tvers av hele organisasjonen. Viktige elementer i den operasjonelle risikoen kommer fra valg av motparter til gjennomføring av transaksjoner og fra

oppgjør og deponering av verdipapirer i internasjonale oppgjørssentraler. Norges Bank har iverksatt tiltak som skal sikre at denne risikoen er lavest mulig. Slike tiltak inkluderer bl.a. rutiner for godkjenning av sentrale motparter, inklusive kredittvurdering, samt juridisk kvalitets-sikring av alle avtaler.

Videre knyttes operasjonell risiko til identifisering og vurderinger i forbindelse med valg av IT-systemer, inngåelse av rammeavtaler med tjenesteleverandører, organisering av virksomheten, tap av nøkkelpersoner, gjennomgang og vedlikehold av beredskapsplaner mv.

Norges Bank legger stor vekt på å styre den operasjonelle risikoen. Denne styringen sees i sammenheng med bankens prinsipper og retningslinjer for virksomhetens interne kontroll. Banken har vedtatt at Kredittilsynets forskrift om internkontroll i finansinstitusjoner skal følges, og dette er tilpasset bankens styringssystem. Intern kontroll er et samlebegrep for alle de tiltak, ordninger og systemer mv som iverksettes, for å gi rimelig sikkerhet for at fastsatte mål på alle nivåer i virksomheten nås. Viktige elementer i Norges Banks internkontroll er årlig risikoanalyse for å identifisere vesentlige risikoer ved virksomheten, iverksetting av nødvendige tiltak, vurdering av kontrollmiljøet (dvs. kultur og holdninger), samt rapportering og oppfølging.

Kredittvurderingsbyråene

Alle rentebærende verdipapirer som inngår i fondets referanseindeks, har en karakter fra ett av de to store kredittvurderingsbyråene Standard & Poor's (S&P) og Moody's. I tillegg har Finansdepartementet godkjent at fondet også kan investere i selskaper som er vurdert av Fitch.

Alle tre byråer klassifiserer utstedere av rentebærende verdipapirer etter deres kredittverdighet. For langsiktige obligasjonslån benyttes en karakterskala fra AAA til D. Høyeste karakter fra S&P og Fitch er AAA og fra Moody's Aaa. Laveste karakter innenfor det som kalles "investment grade", er BBB fra S&P og Fitch og Baa fra Moody's. Lavere karakterer enn dette kalles "speculative grade". Referanseindeksen for fondet inneholder bare obligasjoner med "investment grade rating".

Utstedere betaler disse byråene for å gi en vurdering av kredittkvaliteten. Byråene ser på betalingsevnen til utstederen og generelt på den sikkerhet for investorer som ligger i betingelsene i låneprospektet. På grunnlag av dette vurderer byråene sannsynligheten for at låneforpliktelsene vil bli oppfylt, og setter ut fra det karakterer for kredittkvalitet. Disse karakterene kan bli endret i lånets løpetid dersom det skjer noe med betalingsevnen til utstederen eller med den sikkerhet som ellers ligger til grunn for låneavtalen.

Byråene vurderer ikke bare selskapsobligasjoner. De fleste renteinstrumenter i markedene, inkludert statsobligasjoner, har en karakter fra minst ett av byråene. Ytterst få utstedere har så god kredittverdighet at de kan greie å ta opp lån i markedet uten å ha en kredittvurdering fra ett eller flere av byråene i ryggen.

6.4 Retningslinjer for forvaltningen

Finansdepartementet har fastsatt en rekke retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Tabell 19 gir en oversikt over de grenser for risikoeksponering som er satt i forskriften for forvaltningen av fondet. Tabellen viser at forvaltningen ved utgangen av hvert kvartal har vært innenfor de fastsatte rammer.

I 2005 var det ingen vesentlige brudd på de retningslinjene som Finansdepartementet har fastsatt. Til sammen var det tre mindre brudd, hvorav ett i fjerde kvartal. Dette bruddet gjaldt en eksternt forvalter som investerte i en kredittbytteavtale der den underliggende sikkerhet var et norsk selskap. Investeringen var beskjeden og posisjonen er avviklet.

Tabell 19: Forskriftens grenser for risiko og eksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	30.09.2005	31.12.2005
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,19	0,30	0,25	0,29	0,33
§ 5	Aktivfordeling	Renter 50-70%	59,0	60,1	60,1	59,2	58,4
		Aksjer 30-50%	41,0	39,9	39,9	40,8	41,6
§ 6	Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	49,0	49,4	47,7	47,7	47,3
		Amerika/Afrika/Asia/Oseania 40-60 %	51,0	50,6	52,3	52,3	52,7
	Nye markeder	< 5% av aksjeporteføljen	3,0	3,3	3,6	3,8	4,0
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	56,0	54,4	54,7	54,5	55,1
		Amerika 25-45%	34,2	35,7	35,1	35,3	34,8
		Asia/Oseania 0-20%	9,8	9,9	10,2	10,2	10,1
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,6	5,7	6,0	6,1	6,2
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,7	2,6	3,0	3,0	2,8

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

7. Organisering av forvaltningen

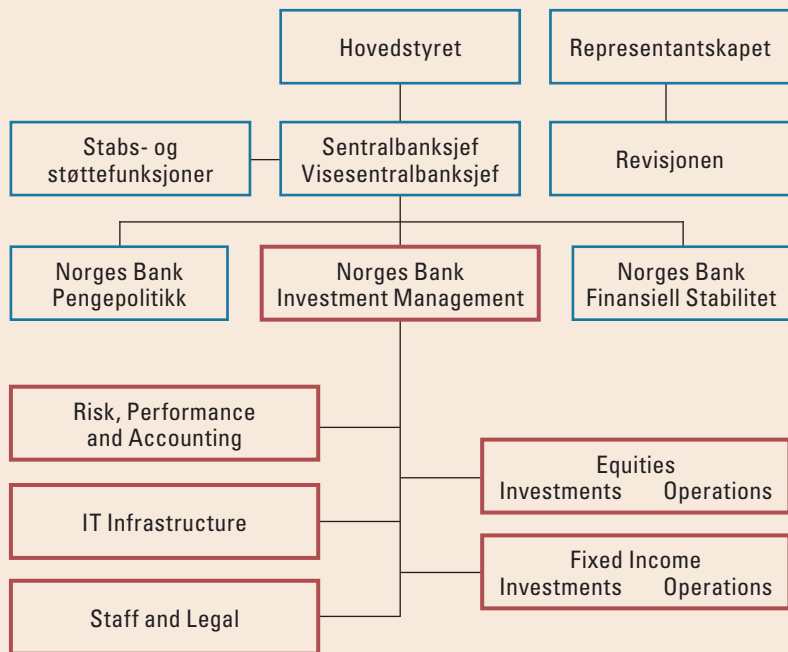
Forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland utføres i Norges Bank Investment Management (NBIM), som er et eget virksomhetsområde i Norges Bank. I tillegg til dette fondet forvalter NBIM Statens petroleumsforsikringsfond på oppdrag fra Olje- og energidepartementet, og det meste av Norges Banks valutareserver. Samlet kapital under forvaltning var ved utgangen av 2005 på 1 649 milliarder kroner.

Hovedstyret har det overordnede ansvaret for virksomheten i Norges Bank. Det består av syv medlemmer, alle oppnevnt av Kongen. Representantskapet, som består av femten medlemmer oppnevnt av Stortinget, er bankens tilsynsorgan og vedtar bankens budsjett. Norges Banks revisjon rapporterer til representantskapet og utfører den løpende revisjonen av kapitalforvaltningen. Riksrevisjonen har ansvaret for den overordnede revisjonen av Statens pensjonsfond og bygger sitt arbeid på blant annet materialet fra Norges Banks revisjon.

Hovedstyret fastsetter hovedrammer for virksomheten i NBIM gjennom beslutninger om virksomhetens strategiplaner. Strategiplanen er treårig, og revideres hvert annet år. Hovedmålene for perioden 2005-2007 er å oppnå en årlig meravkastning på minst 0,25 prosentpoeng ved aktiv forvaltning og å sikre høy tillit til forvaltningen hos kunder og i allmennheten. Bak målene for virksomheten ligger en erkjennelse av at Norges Bank forvalter betydelige midler for det norske samfunn, noe som også fremgår av virksomhetens forretningsmessige fundament, visjon, mål og verdier (se egen ramme).

NBIM følger en definert investeringsfilosofi for å nå målene om meravkastning. Investeringsfilosofien er basert på at meravkastningen skal oppnås ved et stort antall enkeltbeslutninger som er mest mulig innbyrdes uavhengige, fremfor store strategiske enkeltbeslutninger. Ansvaret for å fatte beslutninger er delegert til enkeltpersoner i form av konkrete investeringsmandater og til eksterne forvaltningsorganisasjoner. Også

Organisasjonskart Norges Bank 1. januar 2006



Forretningsmessig fundament, visjon, mål og kjerneverdier

Norges Bank forvalter betydelige midler for det norske samfunnet. Strategiplanen for kapitalforvaltningen setter konkrete mål og legger viktige premisser for forvaltningen. Bak målene for virksomheten ligger en erkjennelse av oppdragets betydning slik det fremkommer i NBIMs **forretningsmessige fundament**:

Bevare og utvikle finansielle verdier på vegne av fremtidige generasjoner

Denne forretningsidéen er understøttet av **visjonen** om at:

NBIM skal være verdens ledende og mest respekterte forvalter av enkelteide fond

Som **hovedmålsetting** har NBIM å:

Skape store merverdier ved aktiv forvaltning av statens og Norges Banks finansformue i utlandet

Denne hovedmålsettingen er konkretisert ved følgende mål:

- Årlig meravkastning på minst 0,25 prosentpoeng ved aktiv forvaltning
- Sikre høy tillit til forvaltningen hos kunder og i allmennheten

Det er utviklet et sett av **kjerneverdier** for å støtte opp under måloppnåelsen. Disse verdier gir retningen for virksomheten og kulturen, og etterlevelsen følges opp blant annet ved evalueringen av medarbeidere og ledere. Kjerneverdiene er konkretisert under overskriftene: Profesjonalitet (*Excellence*), Innovasjon (*Innovation*), Integritet (*Integrity*) og Lagånd (*Team spirit*).

for de eksterne forvaltningsoppdragene er det definert klare mål og avgrensninger. Investeringsfilosofien er beskrevet nærmere i temartikler i årsberetningene for 2003 og 1999.

Det er også et hovedmål i forvaltningen å sørge for at fondets eksisterende og nye midler investeres kostnadseffektivt i alle markeder som er tillatt for investeringer. NBIM skal sikre langsiktige finansielle verdier ved aktiv utøvelse av eierskap, jf. kapittel 5 og to temartikler i denne årsberetningen. Forvaltningen skal drives betryggende med stor vekt på gode rutiner for intern kontroll og uten vesentlige brudd på oppdragsgivernes retningslinjer. Organisasjonen skal drives kostnadseffektivt og lønnsomt. Lederressursene skal innrettes mot kjerneaktiviteter, og kjøp av eksterne tjenesteleveranser skal vurderes for alle andre aktiviteter. En egen ramme i dette kapittelet viser en detaljert oversikt over kjøp av eksterne tjenester.

NBIM er organisert ved egne forretningsområder for henholdsvis aksje- og renteforvaltning. Lederne for aksje- og renteforvaltningen har innenfor sin del av forvaltningen ansvar for alle porteføljeinvesteringer og resultater, strategisk planlegging og kostnadsstyring. I hvert av forretningsområdene er det en Chief Operating Officer med ansvar for støttefunksjoner, transaksjonsgjennomføring og IT-systemer. Disse rapporterer både til de respektive lederne for forretningsområdene, og til lederen for NBIM. I tillegg er tre avdelinger organisasjonsmessig utenfor og uavhengig av forretningsområdene med direkte rapportering til leder av NBIM. Disse avdelingene har ansvar for risikomåling, avkastningsmåling, regnskapsføring, kontroll med investeringsretningslinjer, forhandling av juridiske avtaler, personalpolitikk, IT-policy og administrative fellesfunksjoner.

Ved utgangen av 2005 hadde NBIM i alt 128 fast ansatte og 11 heltids engasjementer. Medarbeiderne er fra 12 nasjoner. I løpet av året ble det ansatt 19 nye faste medarbeidere, mens ni sluttet. Av de fast ansatte er 34 kvinner. 108

Kjøp av eksterne tjenester

Norges Bank kjøper en rekke tjenester fra eksterne leverandører i samsvar med strategien for kapitalforvaltningen. Alle avtaler med eksterne leverandører er gjennom grundige forhandlinger og juridisk kvalitetssikring før de underskrives. De sentrale tjenesteleverandører er:

Eksterne forvaltere

Bruk av eksterne forvaltere er et viktig ledd investeringsstrategien. Kapittel 3 inneholder en oversikt over eksterne renteforvaltere og kapittel 4 inneholder en oversikt over eksterne aksjeforvaltere.

Deponering og avregning av verdipapirer i oppgjørssentraler

Norges Bank benytter to globale depotinstitusjoner til avregning og deponering av verdipapirer:

- JP Morgan Chase Bank (New York, USA – London branch) for alle aksjeforføljer og eksternt forvaltede renteforføljer.
- Citibank (New York, USA – London branch) for internt forvaltede renteforføljer.

Transaksjonsoppgjør med motparter

For de internt forvaltede aksje- og renteforføljer kjøpes oppgjørstjenester fra Investors Bank and Trust (Boston, USA).

Avkastningsmåling

Avkastningen for aksje- og renteforføljen beregnes ved å benytte avkastningsmodellen Statpro Performance and Attribution fra leverandøren Statpro Group (London, Storbritannia).

Regnskapsføring

Regnskapsføringen av investeringene utføres av de to depotbankene; JP Morgan Chase og Citibank.

Referanseporteføljer

Fondets referanseporteføljer leveres av:

- FTSE Group (London, Storbritannia) for aksjereferanseporteføljen
- Lehman Brothers (New York, USA) for rentereferanseporteføljen

Stemmegivning

Norges Bank fatter selv beslutninger om stemmegivning. Fra Institutional Shareholder Services (Washington, USA) kjøpes informasjon om saker som skal behandles på aksjeselskapenes generalforsamlinger.

Markedsrisiko

Markedsrisikoen i aksje- og renteforføljene måles ved å benytte risikomodellen RiskManager fra leverandøren RiskMetrics Group (New York, USA).

Kredittvurdering

Kredittvurdering av fondets renteforfølje og usikret motpartseksponering er basert på leveranser fra:

- Fitch Ratings (London, Storbritannia / New York, USA)
- Moody's Corporation (New York, USA)
- Standard & Poor's (New York, USA)

Kontroll med retningslinjer for investeringer

Kontroll med at forvaltningen følger de retningslinjer som er fastsatt av Finansdepartementet, gjøres i et system som er levert av LatentZero (London, Storbritannia).

ansatte har høyere akademisk utdanning. Gjennomsnittsalderen ved årsskiftet 2005/2006 var 39 år, og gjennomsnittlig ansettesperiode i NBIM var fem år. Sykefraværet i 2005 var 2,5 prosent.

De fleste medarbeidere er lokalisert i Oslo, men NBIM har også kontorer i New York og London. Ved utgangen av 2005 var 34 av NBIMs medarbeidere tilknyttet utekontorene. De fleste av disse utøver aktiv forvaltning av aksje- og renteinstrumenter.

Norges Bank legger til grunn at opp-

gaven med å forvalte Statens pensjonsfond – Utland 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. For 64 med-

arbeidere med resultatansvar for investeringsbeslutninger, er deler av lønnen avhengig av oppnådde resultater i forvaltningen. Kriteriene er i hovedsak knyttet til oppnådd netto meravkastning over det siste året brutt ned på enkeltpersoner og grupper. For noen medarbeidere opparbeides i tillegg prestasjonsbasert lønn basert på oppnådde resultater over flere år.

Lederen for NBIM fikk utbetalt en lønn på 2.310.045 kroner.

8. Kostnader i forvaltningen

Kostnader ved forvaltningen av fondet i 2005 fremgår av tabell 20. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres separat for hvert av de fondene Norges Bank forvalter. De øvrige driftskostnadene er felles for alle de fond som forvaltes av NBIM (jf. kapittel 7). Felleskostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av en fordelingsnøkkel. Felleskostnadene omfatter i tillegg til NBIMs direkte kostnader, også kostnader for støttefunksjoner utført av andre deler av Norges

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

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Statens pensjonsfond - Utland. For 2005 skal godtgjøringen dekke de faktiske kostnadene banken har, forutsatt at disse kostnadene er lavere enn et tak på 0,10 prosent (eller 10 basispunkter) av den

gjennomsnittlige markedsværdien av fondet. I tillegg dekkes honorarer til eksterne forvaltere som følge av oppnådd meravkastning. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere, etter prinsipper som er godkjent av Finansdepartementet.

De samlede forvaltningskostnadene i 2005 var 1 239 millioner kroner. I forhold til gjennomsnittlig portefølje under forvaltning, var dette en liten økning fra 2004. Sett bort fra avkastningsavhengige

Tabell 20: Forvaltningskostnader i 2005 (i 1000 kroner og i basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)

	2005		2004	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	169 438		135 588	
Kostnader til aksjedykot og oppgjør	54 629		49 203	
Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen	224 067	7,8	184 791	7,9
Interne kostnader i renteforvaltningen	165 243		155 949	
Kostnader til rentedykot og oppgjør	57 729		32 161	
Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen	222 973	3,6	188 110	3,7
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	360 509		275 084	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	320 182		246 661	
Andre kostnader ved ekstern forvaltning	110 951		89 491	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	791 642	31,1	611 236	29,4
Sum alle forvaltningskostnader	1 238 681	10,6	984 136	10,5
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	918 499	7,8	737 475	7,9

Kostnadssammenligninger med andre fond

Finansdepartementet har bedt Norges Bank levere kostnadstall til det canadiske konsulentfirmaet Cost Effectiveness Measurement Inc. (CEM). CEM har en database med kostnadstall for kapitalforvaltningen i over 230 pensjonsfond. Fra denne databasen velger CEM ut en sammenligningsgruppe som består av verdens største pensjonsfond. Kostnadene i denne sammenligningsgruppen på 17 pensjonsfond brukes som grunnlag for å vurdere kostnadene ved forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

Den siste analysen Finansdepartementet har mottatt fra CEM, gjelder forvaltningen i 2004. Den viser at Norges Banks forvaltningskostnader var lavere enn gjennomsnittskostnadene i sammenligningsgruppen, etter at det var tatt hensyn til ulikhetene i sammensetningen av porteføljer.

honorarer til eksterne forvaltere var Norges Banks forvaltningskostnader 918,5 millioner kroner i 2005. Dette var en økning med 24 prosent fra 2004. Gjennomsnittlig størrelse på fondet økte med 25 prosent, slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje falt fra 7,9 basispunkter i 2004 til 7,8 basispunkter i 2005.

Kostnadene kan fordeles på intern og

ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 64 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 20 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var om lag 0,05 prosentpoeng, mot 0,31 prosentpoeng for eksternforvaltningen. At indeksforvaltningen i hovedsak er gjort

internt, er bare en del av forklaringen. Ved sammenlignbar aktiv forvaltning er også intern forvaltning billigst.

Regnskapsførte avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere økte med 30 prosent fra 2004 til 320,2 millioner kroner i 2005. Regnskapet viser de kostnader som faktisk er påløpt i 2005. De fleste honorarsatsene til eksterne forvaltere er basert på gjennomsnittlig meravkastning oppnådd over flere år, slik at det ikke er direkte sammenheng mellom regnskapsførte kostnader og oppnådd meravkastning i ett enkelt år. Samlet meravkastning i ekstern aksjeforvaltning i 2005 (jf. omtale i kapittel 4) var svært høy sammenlignet med 2004. Selv med eventuell lavere samlet meravkastning i senere år, vil derfor ikke nødvendigvis regnskapsførte avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere gå ned.

9. Regnskapsrapportering

Innestående på Statens pensjonsfond – Utlands kronekonto ved utgangen av 2005 utgjør samlet 1 397 896 millioner kroner. Da er det tatt hensyn til regnskapsmessig avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjøring for året 2005. Fondets internasjonale portefølje fordeler seg på instrumenter som vist i tabell 21. Regnskapet er gjort opp med markedsverdivurdering av verdipapirene. Markedsverdiene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser som ble fastsatt av WM Reuters klokken 16:00 London-tid 31. desember 2005. Regnskapsført verdi

avviker noe fra markedsverdien som er oppgitt i tabell 3 foran. Det skyldes at forvaltningsgodtgjøringen ikke er trukket fra der, og at det brukes ulike vurderingsprinsipper på noen punkter, jf. rammen om metodegrunnlaget for avkastningsberegningene.

Etter forskriften om forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland skal Norges Banks netto bokførte avkastning på fondets internasjonale portefølje legges til fondets kronekonto. Avkastningen i 2005 består av de komponenter som framgår av tabell 22. Bokført avkastning bygger på de samme regnskaps-

prinsipper 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.

Den bokførte avkastningen var i 2005 positiv med 162 388,2 millioner kroner. Etter fradrag for påløpt forvaltningsgodtgjøring for 2005, 1 238,7 millioner kroner, er 161 149,5 millioner kroner tilført kronekontoen.

Tabell 21: Statens pensjonsfond – Utland. Portefølje pr 31.12.2005 (1000 kroner)

	31.12.04	31.03.05	30.06.05	30.09.05	31.12.05
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	9 154 482	16 610 470	4 603 337	6 912 263	23 783 995
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst. mot sikkerhet i verdipapirer	380 117 331	428 782 315	279 340 857	474 742 891	558 979 176
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-406 193 548	-414 346 235	-404 917 926	-443 772 446	-438 716 705
Utenlandske rentebærende papirer	631 256 143	637 099 993	843 365 252	738 291 783	682 023 934
Utenlandske aksjer	407 673 369	427 485 816	468 491 790	511 821 267	576 682 833
Regulering av terminkontrakter og derivater	-5 548 358	-5 441 346	-6 901 992	-6 633 264	-3 618 211
Total portefølje før forvaltningsgodtgjøring*	1 016 459 420	1 090 191 012	1 183 981 319	1 281 362 494	1 399 135 021
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-984 136	-278 362	-537 844	-832 712	-1 238 681
Rådgivningstjenester	-4 169	0	0	0	0
Total portefølje	1 015 471 115	1 089 912 650	1 183 443 475	1 280 529 782	1 397 896 340
Poster utenfor balansen (i hele 1 000)	31.12.04	31.03.05	30.06.05	30.09.05	31.12.05
Valutaterminer solgt	-16 837 972	-17 470 264	-35 667 277	-40 991 591	-32 348 014
Futures solgt	-118 994 375	-49 590 848	-45 442 363	-44 235 336	-88 090 920
Aksjebytteavtaler solgt	-8 115 796	-5 836 592	-24 623 338	-29 389 818	-27 628 202
Rentebytteavtaler solgt	-390 663 205	-523 281 509	-367 707 657	-524 779 992	-650 155 599
Forpliktelser solgt	-534 611 348	-596 179 214	-473 440 635	-639 396 737	-798 222 735
Valutaterminer kjøpt	16 837 972	17 470 264	35 667 277	40 991 591	32 348 014
Futures kjøpt	114 744 349	39 891 287	56 353 691	27 462 129	74 221 082
Aksjebytteavtaler kjøpt	9 489 246	2 921 660	23 823 850	35 149 379	33 200 510
Rentebytteavtaler kjøpt	385 089 073	517 985 864	360 701 334	518 010 572	645 910 898
Forpliktelser kjøpt	526 160 641	578 269 075	476 546 153	621 613 672	785 680 504
Opsjoner på futures solgt	-2 231 822	-2 725 582	-4 441 572	-289 581	-5 144 260
Opsjoner på rentebytteavtaler solgt	0	0	0	0	-129 070
Rettigheter solgt	-2 231 822	-2 725 582	-4 441 572	-289 581	-5 273 330
Opsjoner på futures kjøpt	3 992 457	15 684 846	20 903 887	5 430 441	8 545 840
Opsjoner på rentebytteavtaler kjøpt	0	0	0	0	32 557
Rettigheter kjøpt	3 992 457	15 684 846	20 903 887	5 430 441	8 578 397

Tabell 22: Bokført avkastning av Statens pensjonsfond – Utlands internasjonale portefølje pr. 31.12.2005 (1000 kroner)

Bokført avkastning	31.12.04	31.03.05	30.06.05	30.09.05	31.12.05
Rentelementer	26 046 307	6 746 125	12 243 012	20 715 470	27 815 267
Dividende	8 246 151	2 154 460	6 348 413	8 542 694	10 308 703
Valutakursreguleringer*	-46 791 318	16 057 298	12 831 176	6 788 816	33 609 611
Urealisert verdipapirgevinst/tap	28 575 975	-10 332 170	12 597 879	28 533 299	36 521 370
Realisert verdipapirgevinst/tap	21 581 006	12 785 955	23 546 287	34 301 216	49 907 577
Kurtasje	-49 031	-8 616	-17 534	-18 397	-19 240
Gevinst/tap futures	251 854	49 483	92 475	656 264	1 249 806
Gevinst/tap opsjoner	21 021	-3 429	-22 551	-3 966	443
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	393 109	14 040	264 995	127 455	1 238 595
Gevinst/tap rentebytteavtaler	-5 337 664	500 471	-1 226 754	-893 946	1 756 023
Bokført avkastning på plasseringer	32 937 408	27 963 618	66 657 398	98 748 904	162 388 155
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-984 136	-278 362	-537 844	-832 712	-1 238 681
Rådgivningstjenester	-4 169	0	0	0	0
Netto avkastning	31 949 103	27 685 255	66 119 554	97 916 192	161 149 475

* Den regnskapsmessige valutakursreguleringen i tabellen ovenfor er beregnet med utgangspunkt i fondets faktiske sammensetning. Inntekter og kostnader er omregnet etter kursen på transaksjonstidspunktet, og eiendeler og gjeld er omregnet til gjeldende markedskurs ved slutten av måneden. Denne størrelsen vil være forskjellig fra den beregnede valutakurseffekten i avkastningsmålingen. Valutakurseffekten i avkastningsmålingen er beregnet med utgangspunkt i referanseporteføljens valutasammensetning ved inngangen til hver måned og tilhørende valutakursendringer

Revisjonsansvar for Statens pensjonsfond - Utland (Statens petroleumsfond)

Etter riksrevisjonsloven har Riksrevisjonen revisjonsansvaret for Statens pensjonsfond - Utland (tidligere Statens petroleumsfond). Riksrevisjonen bygger sin revisjon på bl.a. den revisjon som utføres av Norges Banks revisjon. Fondets årsregnskap presenteres i St. meld. nr. 3, og Riksrevisjonen sender Finansdepartementet et avsluttende revisjonsbrev som oppsummerer revisjonen innen 1. juli. Aktuelle forhold av betydning kan bli rapportert til Stortinget.

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

Uttalelse til Finansdepartementet

NORGES BANKS FORVALTNING AV STATENS PENSJONSFOND - UTLAND - ÅRSRAPPORT FOR 2005

Vi har revidert Norges Banks årsrapport for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland (tidligere Statens petroleumsfond) for 2005, som viser en regnskapsmessig verdi på fondet ved utgangen av året på 1397,9 milliarder kroner. Vår revisjon omfatter regnskapsrapporteringen i avsnitt 9 i beretningsdelen. Vi har også revidert opplysningene i beretningsdelen vedrørende fondets samlede markedsverdi og avkastning, risikoeksponering og forvaltningskostnader. Hovedstyret i Norges Bank er ansvarlig for årsrapporten. I tråd med forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank, er vår oppgave å uttale oss om rapporten er avgitt i samsvar med forskrift og retningslinjer fastsatt av departementet.

Vi har utført revisjonen i henhold til instruks fastsatt av representantskapet i Norges Bank og god revisjonsskikk i Norge, herunder revisjonsstandarder (RS-er) vedtatt av Den norske Revisorforening og avgir vår uttalelse i samsvar med RS 800 "Revisors uttalelser ved revisjonsoppdrag med spesielle formål". Revisjonsstandardene krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at presentasjonen av årsrapporten ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsrapporten, vurdering av de benyttede regnskaps- og beregningsprinsipper, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsrapporten. Vi har kontrollert at regnskapsrapporteringen er konsistent med Norges Banks årsregnskap for 2005, som er revidert av oss. Vår revisjonsberetning for Norges Banks årsregnskap er avgitt pr. 9. februar 2006. I den grad det følger av god revisjonsskikk og vår instruks, 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.

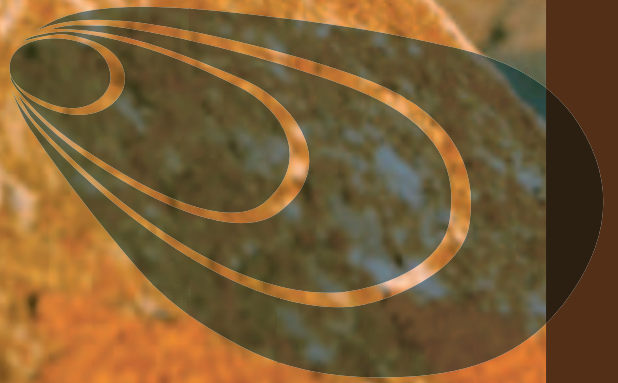
Vi mener at

- regnskapsrapporteringen gir et rettvisende bilde av Statens pensjonsfond – Utlands portefølje og avkastning pr. 31. desember 2005 i samsvar med Norges Banks årsregnskap
- opplysningene om fondets samlede markedsverdi og avkastning, risikoeksponering og forvaltningskostnader er i samsvar med prinsipper fastsatt av departementet
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av de opplysninger som omfattes av vår revisjon, i samsvar med forvaltningsavtalen
- fondet i 2005 er forvaltet i henhold til forskrift og retningslinjer fastsatt av departementet

Oslo, den 15. februar 2006
NORGES BANKS REVISJON

Svenn Erik Forsstrøm
Statsautorisert revisor

Mats Leonhard Pedersen
Statsautorisert revisor





Analyse av Norges Banks resultater

Vi viser i denne artikkelen at Norges Banks aktive forvaltning av fondet har gitt et statistisk signifikant positivt bidrag til avkastningen. Det er oppnådd gode resultater både i aksje- og renteforvaltningen. Meravkastning er oppnådd til tross for begrenset risikotaking i den aktive forvaltningen. Den positive meravkastningen har vært oppnådd både i stigende og fallende markeder og kan tilskrives et stort antall enkeltposisjoner. Fordelingen til de historiske meravkastningsratene har vært skjev mot høyre, som innebærer at det har vært langt flere høye positive enn høye negative meravkastningsrater.

Innledning og oppsummering

Avkastningen til Statens pensjonsfond – Utland (fondet) måles mot avkastningen på en referanseportefølje, som består av aksjer og obligasjoner fra tre geografiske regioner (Europa, Asia/Oseania og Amerika/Afrika) i et bestemt vektforhold. Meravkastningen til fondet beregnes som forskjellen mellom avkastningen til fondet og avkastningen til referanseporteføljen, og er et mål på hvor godt forvalter har utført forvaltningsoppdraget.

Effisiente finansielle markeder kjenne-tegnes blant annet ved at det er meget vanskelig for forvaltere å oppnå høyere avkastning enn det "markedet" tilbyr for tilsvarende risikoen. Et utgangspunkt kan derfor være at fondets forventede avkastning vil være lik den forventede avkastningen på fondets referanseportefølje. Det innebærer at forventet meravkastning er lik null.

Perioden fra januar 1998 til desember 2005 dekker 8 år eller 96 måneder. Den blå linjen i figur 1 viser utviklingen i forholdet mellom fondets verdi og referanseporteføljens

verdi når en tar hensyn til meravkastningen knyttet til den aktive forvaltningen. Dette forholdet er lik 1,00 per 1 januar 1998 og ender på om lag 1,04 i desember 2005, som betyr at fondets verdi er om lag 4 prosent høyere enn referanseporteføljens verdi på dette tidspunktet (4 prosent tilsvarer en forskjell på 6 prosentpoeng i indeksens sluttverdi). Dette er et uttrykk for de verdiene som er skapt gjennom aktiv forvaltning.

I figuren er det tegnet inn to andre linjer. Felles for begge linjene er at forventet meravkastning per måned er lik null og at variasjonen i avkastningen er satt lik variasjonen i fondets realiserede månedlige avkastning. I et effektivt marked kunne forholdet mellom fondets verdi og referanseporteføljens verdi like gjerne utviklet seg som i den røde (simulert meravkastning 1) eller grønne linjen (simulert meravkastning 2) som i den blå linjen (realisert meravkastning). I den ene banen er forholdet mellom fondets verdi og referanseporteføljens verdi etter 96 måneder lik 0,985,

TEMAARTIKKEL 1

mens det er lik 1,0085 i den andre banen. I den første simulerte banen bidrar den aktive forvaltningen til å redusere avkastningen med om lag 1,5 prosent, mens den aktive forvaltningen bidrar til å øke avkastningen med 0,8 til 0,9 prosent i den andre simulerte banen. Figuren illustrerer det forhold at realisert meravkastning representerer en (1) av mange mulige utviklingsbaner for meravkastningen. Således gir figuren også uttrykk for den risikoen en forvalter står overfor ved inngangen til en ny investeringsperiode.

Den aktive forvaltningen i Norges Bank har gitt et signifikant bidrag til fondets avkastning. Det er oppnådd gode resultater både innenfor aksje- og renteforvaltningen.

Formålet med å ta økt risiko er å oppnå høyere forventet avkastning. Informasjonsraten (IR) beregnes som forholdet mellom meravkastning og relativ volatilitet. Høy IR betyr at banken har bidratt med høy verdiskapning per enhet aktiv risiko. Meravkastning er oppnådd til tross for begrenset risikotaking i den aktive forvaltningen. Fondets relative volatilitet har hele tiden vært godt innenfor rammen på 150 basispunkter (bp) eller 1,5 prosent, som er fastsatt av Finansdepartementet.

Den empiriske fordelingen til de historiske meravkastningsratene viser en tendens til å være skjev mot høyre. Det innebærer at det er flere høye enn lave meravkastningsrater. Dette

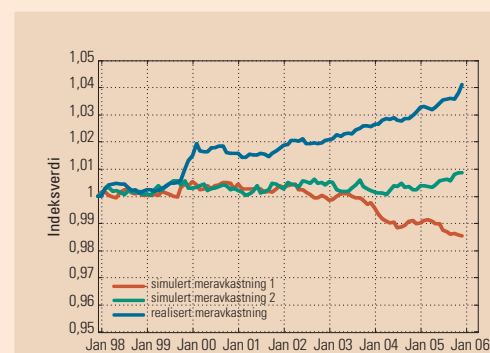
er konsistent med en velfungerende investeringsprosess der tapene på enkeltposisjoner begrenses, mens potensialet for store gevinster beholdes.

Det er indikasjoner på fete haler i den empiriske fordelingen. Dette resultatet kan trolig mer tilskrives høye positive enn lave negative meravkastningsrater. Fete haler innebærer at sannsynligheten for å observere enten høye eller lave avkastningsrater er større enn det en kan forvente gitt normalfordelte avkastningsrater.

Analysene viser at det ikke er slik at høyere enn gjennomsnittlig meravkastning i en gitt måned følges av høyere enn gjennomsnittlig meravkastning i de følgende månedene. Det er heller ikke identifisert noen negativ samvariasjon mellom meravkastningsratene over tid. Denne uavhengigheten over tid i meravkastningsrater er konsistent med investeringsfilosofien til Norges Bank Investment Management (NBIM).

Alfa, som er et uttrykk for meravkastningen justert for fondets markedseksponering, er signifikant større enn null. Fondets beta avviker ikke i særlig grad fra en (1). Se nærmere omtale nedenfor og i egen ramme (regresjonsmodell).

Det er liten sammenheng mellom meravkastningen og avkastningen på referanseporteføljen. Derfor er ikke fondets samlede volatilitet blitt påvirket i særlig grad av den



Figur 1:
Akkumulert meravkastning 1998-2005

aktive forvaltningen. For alle praktiske formål er det ingen forskjell mellom standardavvikene til fondets og referanseporteføljens avkastning.

Både fondets lave relative risiko og det at fondets samlede risiko ikke påvirkes av den aktive forvaltningen, er et resultat av forvaltningsstilen. Det er ingen sammenheng mellom meravkastningsratene i aksje- og renteporteføljen, og det er også liten sammenheng mellom meravkastningsratene til de ulike mandatene innenfor hhv. aksje- og renteporteføljen.

De gode resultatene relativt til risikobruken er et uttrykk for at investeringsfilosofien til NBIM har fungert godt i disse åtte årene.

Statistiske egenskaper ved fondets meravkastning

I dette avsnittet vurderes om det er sannsynlig at fondets meravkastning i denne perioden skyldes tilfeldigheter eller om det er mer rimelig at den positive meravkastningen kan tilskrives dyktighet i forvaltningen. Sentrale egenskaper ved meravkastningen analyseres, som f.eks. risikoen knyttet til den aktive forvaltningen, om det har vært mer vanlig med svært høye enn svært lave meravkastningsrater, om meravkastningsratene har hatt fetere haler enn normalfordelingen og om det har vært noen sammenheng mellom meravkastningsratene fra en måned til neste måned.

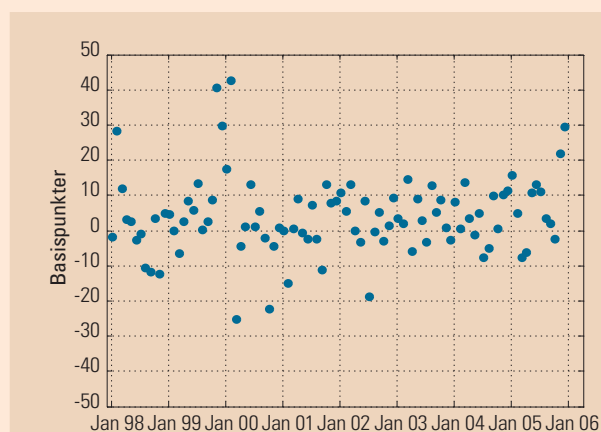
Den månedlige meravkastningen til fondet i perioden fra

januar 1998 til desember 2005 vises i figur 2. De månedlige meravkastningsratene har variert fra -25 til i overkant av 40 bp. Gjennomsnittlig månedlig meravkastning beregnes til om lag 4,2 bp, som tilsvarer en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 50 bp. Tallgrunnet som ligger til grunn for artikkelen er det samme som i årsrapporten, men pga. beregningstekniske forhold vil det være noen mindre forskjeller på annualisert basis.

En av rammene for forvaltningen av fondet er satt i form av en maksimal grense på 1,5 prosent (150 bp) for relativ volatilitet (risiko, jf. beretningens kapittel 6), definert som det annualiserte

standardavviket til differansen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen

på referanseporteføljen. Dette er et mål på variasjonen i fondets meravkastning. For perioden



Figur 2:
Månedlig meravkastning 1998-2005

TEMAARTIKKEL 1

1998-2005 er standardavviket til meravkastningen (eller relativ volatilitet) beregnet til 38 bp.

Formålet med å ta økt risiko er å oppnå høyere forventet avkastning. I et effisient marked forventes meravkastningen å være null og følgelig er forventet IR også null. Positiv IR kan skyldes dyktighet eller tilfeldigheter. Etter justering for kostnader knyttet til aktiv forvaltning, vil et flertall av forvaltere oppnå negativ differanseavkastning og derfor også negativ IR. IR før kostnader beregnes for perioden fra 1998 til 2005 til om lag 1,3.

Et sentralt spørsmål er om den positive gjennomsnittlige meravkastningen til fondet skyldes tilfeldigheter eller om den kan tilskrives dyktighet i forvaltningen. Dette spørsmålet kan belyses ved hjelp av statistisk metode (se egen ramme med omtale av statistiske egenskaper). Den gjennomsnittlige meravkastningen er 50 bp, mens standardavviket er 38 bp. Det foreligger totalt 96 månedlige observasjoner. Dette gir grunnlag for å beregne en testobservator (t-verdi), som under gitte forutsetninger følger en bestemt sannsynlighetsfordeling. I dette tilfellet anslås t-verdien til 3,7. Sannsynligheten for å observere en så høy t-verdi som følge av rene tilfeldigheter er tilnærmet lik null.

I denne perioden har det vært

flere høye positive meravkastningsrater enn det har vært høye negative meravkastningsrater. Histogrammet, som viser fondets månedlige meravkastningsrater sortert etter størrelse og frekvens, er skjevt mot høyre, jf figur 3.

I histogrammet er normalfordelingen, med samme gjennomsnitt og standardavvik som for de historiske avkastningsratene, tegnet inn (rød linje). Fra figuren fremgår det at den faktiske fordelingen har flere ekstreme observasjoner til høyre enn til venstre. Tabell 1 bekrefter dette bildet. Skjevheten er positiv og måles til 0,7. Videre fremgår det av tabellen at skjevheten er statistisk signifikant større enn null. T-verdien for skjevheten er beregnet til 2,8. Følgelig forkastes hypotesen om at fordelingen til fondets meravkastning over denne historiske perioden ikke har vært skjev. Resultatene er konsistent med den alternative hypotesen om at fordelingen er skjev til høyre.

I forvaltningen er det et mål å begrense tap og maksimere gevinster. Høyreskjeve fordelinger er konsistent med en vellykket gjennomføring av en strategi der tap begrenses aktivt, mens posisjoner som gir gevinst beholdes i porteføljen.

Fra figuren kan det også se ut som om den historiske avkast-

ningsfordelingen har flere observasjoner både i venstre og høyre hale av fordelingen enn det som er vanlig for normalfordelinger. Eksess kurtose relativt til normalfordelingen beregnes til 2,6 og er statistisk signifikant større enn null, jf tabellen. T-verdien til kurtosen er anslått til 5,1. Med bakgrunn i dette kan en forkaste hypotesen om at fondets meravkastning i perioden 1998 – 2005 ikke har hatt fetere haler enn normalfordelingen.

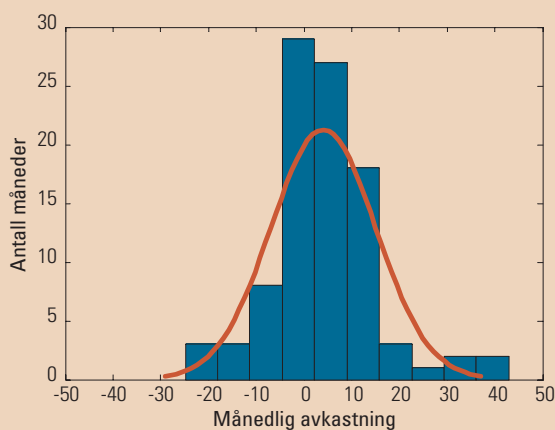
For fondet beregnes Jarque-Bera testobservatoren til 30, som er vesentlig høyere enn den kritiske verdien for denne testen. Denne testobservatoren gir følgelig grunnlag for å forkaste nullhypotesen om at de faktiske meravkastningsratene er generert av en normalfordelt prosess. Lilliefors-testen gir imidlertid ikke dekning for å forkaste nullhypotesen om normalfordelt meravkastning.

Hvorvidt meravkastningen er normalfordelt eller ikke, kan også illustreres i et normalfordelingsplot (QQ-plot). Fra figur 4 fremgår det at det er flere svært høye og svært lave meravkastningsrater enn det som forventes for normalfordelte avkastningsrater. Det innebærer at når en vurderer den relative risikoen til fondet, må en være noe forsiktig med å basere

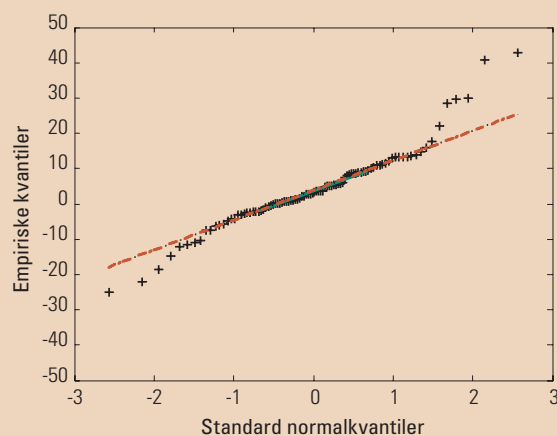
sannsynlighetsvurderinger på normalfordelingen. Det kan være at sannsynligheten for å observere både høye og lave meravkastningsrater er større enn det normalfordelingen tilsier.

Resultatene for fondet samlet og for aksje- og renteporteføljene hver for seg, er oppsummert i tabell 1. For fondet dekker tallene perioden 1998 – 2005, mens beregningene for aksje- og renteporteføljene er utført for perioden 1999 – 2005.

Aksjeporteføljen har hatt en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 105 bp og en realisert relativ volatilitet på 87 bp. Meravkastningen er signifikant større enn null for alle normale konfidensnivå. IR er beregnet til 1,2. Høyeste månedlige meravkastningsrate er 103 bp, mens laveste månedlige meravkastningsrate er målt til -58 bp. Den historiske fordelingen er skjev til høyre og signifikant forskjellig fra null. Videre er fordelingen karakterisert av fete haler, som er signifikant forskjellig fra det en ville vente under normalfordelingen. Hypotesen om normalfordelt meravkastning forkastes av Jarque-Bera testobservatoren, men ikke av Lilliefors testobservatoren. Følgelig kan en ikke trekke noen klar konklusjon med hensyn til om meravkastningen er normal-



Figur 3:
Histogram over månedlig meravkastning 1998-2005



Figur 4:
Normalfordelingsplot 1998-2005

TEMAARTIKKEL 1

Statistiske egenskaper knyttet til fondets meravkastning

Normalfordelingen er den mest kjente og brukte sannsynlighetsfordelingen i statistisk metode. Normalfordelingen gjør det mulig å beregne sannsynligheter for ulike utfall. Den er fullstendig karakterisert ved forventningen og variansen (eller standardavviket) til fordelingen. En rekke testobservatorer er basert på antakelsen om normalfordelte data.

Under normalfordelingsantakelsen er forholdet mellom gjennomsnittlig avkastning og standardavviket til avkastningen multiplisert med kvadratroten av antall observasjoner (t -verdien) t -fordelt. T -fordelingen er en sannsynlighetsfordeling som faller sammen med normalfordelingen når antall observasjoner i tallmaterialet er høyt. **T-verdien** er en testobservator som nyttes til å vurdere om gjennomsnittet i et datamateriale avviker fra null.

Det er vanlig å forkaste en nullhypotese (f.eks. at meravkastningen ikke er forskjellig fra null) dersom sannsynligheten for å observere de faktiske dataene (eller en testobservator basert på datamaterialet) som følge av en ren tilfeldighet, er lavere enn en på forhånd satt grense (som f.eks.

0,05 eller 5 prosent). Da vil man typisk beskrive meravkastningen som statistisk signifikant forskjellig fra null.

Gjennomsnittet i en sannsynlighetsfordeling betegnes fordelingens førstemoment. **Standardavviket** er andremomentet og gir informasjon om normale variasjoner i avkastningen.

Mens investorer foretrekker så høy avkastning som mulig alt annet like, foretrekker de så lavt standardavvik (variasjon) i meravkastningen som mulig for en gitt avkastning. Det siste følger av en standard antakelse om at investorer er **risikoaverse**. Med risikoaversjon forstås at et sikkert investeringsalternativ foretrekkes fremfor et usikkert alternativ gitt at avkastningen til det sikre alternativet er lik forventet avkastning på det usikre alternativet.

Tredjmomentet er et mål på fordelingens **skjevhet**. Alt annet like foretrekker investorer fordelinger som er skjeve mot høyre. Da er det større muligheter for store gevinster enn for store tap. Normalfordelingen er symmetrisk om forventningen og har derfor ingen skjevhet. Det kan vises at under

normalfordelingsantakelsen er estimatoren for en fordelings skjevhet asymmetrisk normalfordelt med forventning lik 0 og varians lik $6/N$, der N er antall observasjoner.

Det fjerde momentet (**kurtose**) til en sannsynlighetsfordeling inneholder informasjon om tykkelsen i halene til fordelingen. Normalfordelingen har kurtose lik 3. En fordeling har fete haler relativt til normalfordelingen når kurtosen er høyere enn 3, og smalere haler enn normalfordelingen når kurtosen er mindre enn 3. Under normalfordelingsantakelsen er testobservatoren for kurtosen til en fordeling asymmetrisk normalfordelt med forventning lik 3 og varians lik $24/N$. Alt annet like vil investorer foretrekke fordelinger med smale haler. Selv om en fordeling med fete haler gir større sannsynlighet for ekstremt gode utfall, så gir den samtidig også større sannsynlighet for ekstremt dårlige utfall. For en risikoavers investor vil den økte sannsynligheten for store tap mer enn oppveie for den økte sannsynligheten for store gevinster.

Det er utviklet statistikker som nyttes til å teste om skjevheten og kurtosen i fellesskap avviker

fra det en kan vente for normalfordelte avkastningsrater. **Jarque-Bera** testobservatoren har forventning lik null og er under normalfordelingsantakelsen asymmetrisk χ^2 -fordelt med 2 frihetsgrader.

Normalitetsantakelsen kan også testes ved hjelp av andre observatorer enn Jarque-Bera. En mye brukt test er **Lilliefors**-testen. Denne har bedre egenskaper for små utvalg (lite antall observasjoner) enn Jarque-Bera observatoren.

I et **QQ-plot** rangeres meravkastningsratene fra laveste til høyeste, og leses av langs y -aksen. Til hver meravkastningsrate beregnes et empirisk sannsynlighetsnivå (rangering / antall observasjoner). Hvert empirisk sannsynlighetsnivå koples til standard normal-kvantilen, som er det standardiserte standardavviket knyttet til sannsynlighetsnivået. Deretter plottes sammenhengende normalkvantiler og meravkastningsrater. Gitt normalfordelt avkastning skal de empiriske kvantilene og standard normal-kvantilene plote langs en rett linje.

Tabell 1:
Meravkastning og statistiske egenskaper

	Fond	Meravkastning AksjeFf	Rentepf
Gjennomsnitt	50	105	25
Standardavvik	38	87	13
T-verdi	3,74	3,19	5,13
Informasjonsrate (IR)	1,3	1,2	1,9
Maks mnd (bp)	43	103	10
Min mnd (bp)	-25	-58	-6
Skjevhet	0,7	1,0	-0,1
T-rate (s)	2,8	3,7	-0,4
Eksess kurtose	2,6	3,3	-0,5
T-rate (k)	5,1	6,3	-0,9
JB obs	30,07	46,12	1,08
Kritisk verdi JB	7,38	7,38	7,38
Lillitest	0,099	0,106	0,059
Kritisk verdi LT	0,100	0,107	0,107

fordelt eller ikke.

Den gjennomsnittlige årlige meravkastningen i renteporteføljen er beregnet til 25 bp, mens realisert relativ volatilitet måles til 13 bp. Meravkastningen er klart signifikant større enn null. IR er beregnet til 1,9, som er meget høyt. Den høyeste månedlige meravkastningen ble målt til 10 bp, mens den laveste månedlige meravkastningen har vært -6 bp. Den historiske fordelingen synes å være rimelig symmetrisk rundt gjennomsnittet. Målingen tyder på at den er svakt, men ikke statistisk signifikant, skjev mot venstre. Meravkastningen i renteporte-

føljen er heller ikke karakterisert av fete haler. Målingen indikerer at meravkastningen i renteporteføljen har smalere haler enn normalfordelingen, men forskjellen er ikke statistisk signifikant. Hypotesen om normalfordelte meravkastningsrater forkastes ikke verken av Jarque-Bera eller Lilliefors testobservatoren. For renteporteføljen er resultatene konsistent med at meravkastningen er normalfordelt.

Det er et uttalt mål for NBIMs investeringsstrategi at det skal tas et stort antall investeringsbeslutninger som både er uavhengig av hverandre på et gitt tidspunkt og

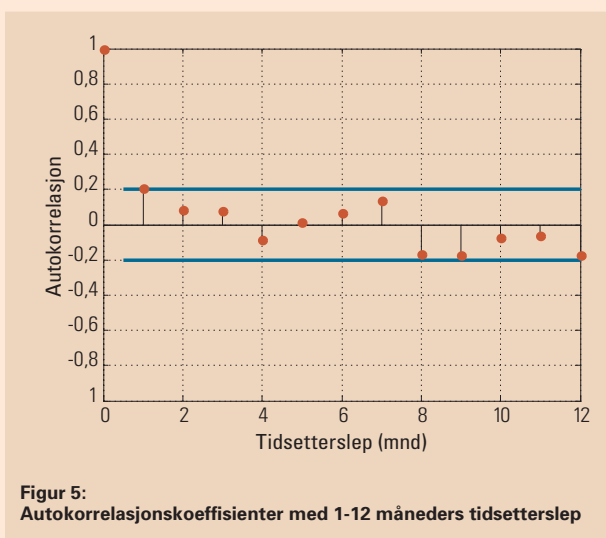
TEMAARTIKKEL 1

over tid. Investeringsfilosofien er beskrevet i temaartikler i tidligere årsrapporter og senest i årsrapporten for 2003. Filosofien er basert på "the Fundamental Law of Active Management" (FLAM). Når vi analyserer fondets avkastningsrater, er det derfor viktig å vurdere om avkastningen i en måned er uavhengig av avkastningen i måneden før. Positiv autokorrelasjon betyr at høy avkastning i en måned i gjennomsnitt følges av høy avkastning også i måneden etter. Negativ autokorrelasjon innebærer at høy avkastning i en måned i gjennomsnitt følges av lav avkastning i den påfølgende måneden. Ingen autokorrelasjon (null) betyr at det ikke er noen sammenheng mellom avkastningen i påfølgende måneder.

Autokorrelasjonskoeffisienter er vist i figur 5. Korrelasjoner, som er beregnet for et tidsetterslep på 1-12 måneder, viser sammenhengen mellom avkastningen i en

gitt måned og avkastningen 1-12 måneder tidligere. De blå heltrukne linjene i figuren viser 95 prosent konfidensintervallet for koeffisientene. Det er kun en av korrelasjonene som så vidt ligger utenfor intervallet (den første), og som derfor er signifikant forskjellig fra null.

I statistisk metode er det utviklet teknikk for å teste om et sett autokorrelasjonskoeffisienter, som vist i tabell 2, samlet sett gir grunnlag for å forkaste hypotesen om ingen sammenheng over tid. Resultatene fra en slik test er vist i den følgende tabellen. Av den fremgår det at hypotesen om ingen samvariasjon mellom meravkastningsratene ikke kan forkastes verken for fondet samlet eller for aksje- og renteporteføljene. Disse resultatene er konsistent med at meravkastningsratene i påfølgende måneder er (lineært) uavhengig av hverandre, som er i tråd med investeringsfilosofien til NBIM.



Figur 5: Autokorrelasjonskoeffisienter med 1-12 måneders tidsetterslep

Tabell 2: Test av autokorrelasjon

	Fond	Aksjefp	Rentepf
Ljong-B0x observator	19,4	17,9	13,3
Kritisk verdi	23,3	23,3	23,3

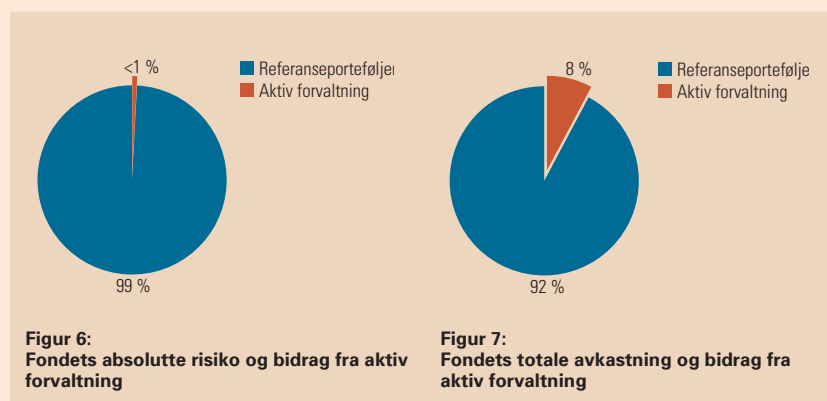


Har den aktive forvaltningen økt fondets totalrisiko?

I dette avsnittet kartlegges om den aktive forvaltningen har påvirket fondets totalrisiko, om fondets meravkastning har vært uavhengig av avkastningen til referanseporteføljen og om deler av meravkastningen kan tilskrives at fondet har hatt større markedseksposering enn referanseporteføljen.

Fra figur 6 fremgår det at den aktive for-

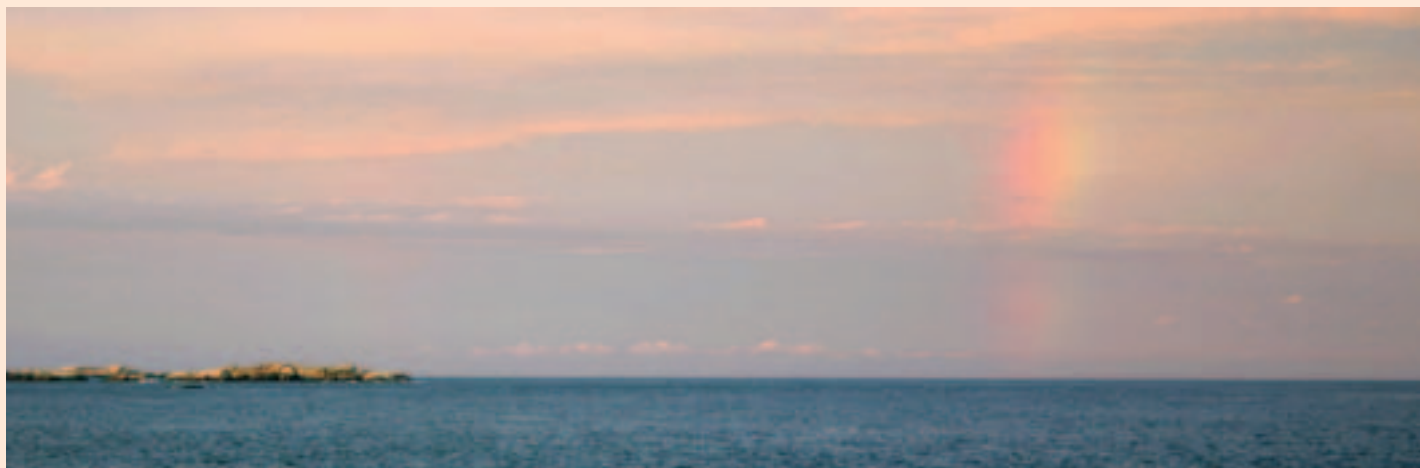
valtningen i svært liten grad har påvirket fondets absolute risiko i perioden 1998-2005. Risikobidraget fra aktiv forvaltning utgjør mindre enn 1 prosent av fondets samlede risiko. Figur 7 viser at aktiv forvaltning har økt fondets avkastning i betydelig grad. Meravkastningen knyttet til den aktive forvaltningen har utgjort om lag 8 prosent av fondets samlede avkastning.



Figur 6: Fondets absolute risiko og bidrag fra aktiv forvaltning

Figur 7: Fondets totale avkastning og bidrag fra aktiv forvaltning

TEMAARTIKKEL 1



Lavt korrelert aktiv forvaltning

Et sentralt moment i investeringsfilosofien til Norges Bank har vært å ta et meget stort antall forholdsvis små aktive posisjoner der avkastningen på en enkelt posisjon er uavhengig av avkastningen på de andre aktive posisjonene. En konsekvens av dette er at meravkastningen til fondet vil ha lav samvariasjon (korrelasjon) med avkastningen på referanseporteføljen.

Når avkastningen på aktiv forvaltning er lavt korrelert med referanseporteføljens avkastning, påvirkes ikke nivået på fondets risiko i særlig grad. Fondets absolutte volatilitet har historisk vært 8,52 prosent, mens referanseporteføljens historiske absolutte volatili-

tet anslås til 8,45 prosent. Forskjellen utgjør 0,07 prosentpoeng.

Figuren illustrerer sammenhengen mellom risikoen i aktiv forvaltning og økningen i fondets absolutte risiko. Den nederste linjen (blå) viser økningen i fondets absolutte risiko som funksjon av risikoen i den aktive forvaltningen gitt at korrelasjonen mellom avkastningen i den aktive forvaltningen og avkastningen på referanseporteføljen er null. Selv ved full utnyttelse av rammen for relativ risiko på 1,5 prosent øker ikke fondets absolutte risiko med mer enn 0,13 prosentpoeng. Stiger korrelasjonen til 0,2, er effekten på absolutt risiko større, men fortsatt begrenset. Ved full utnyttelse

av risikorammen, øker fondets absolutte risiko med 0,42 prosentpoeng. Kun i de tilfeller korrelasjonen er lik 1,00, er det et ett til ett forhold mellom relativ risiko og økningen i absolutt risiko. I dette tilfellet fører full utnyttelse av risikorammen til at den absolutte risikoen øker like mye (1,5 prosentpoeng).

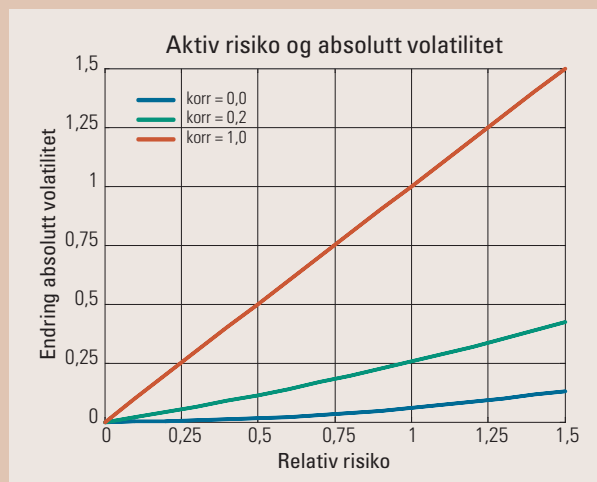
En implikasjon av det lave risikobidraget fra aktiv forvaltning er at avkastningskravet på den aktive forvaltningen vil være tilsvarende lavt. For korrelasjon lik 0,0 og relativ risiko lik 1,0 prosent, beregnes avkastningskravet på den aktive forvaltningen til 0,09 prosent (9 basispunkt). Når korrelasjonen stiger til 0,2, øker meravkastningskravet til 0,24 prosent (24 bp). Beregningene forutsetter at forventet avkastning på referanseporteføljen er lik 6,5 prosent. Denne forutsetningen har imidlertid liten betydning kvantitativt og ingen betydning for de kvalitative konklusjonene.

Det sentrale poenget i denne sammenhengen er at lavt korrelert aktiv forvaltning bidrar til en nesten ubetydelig økning i porteføljens samlede risiko på marginen. Denne risikøkningen utgjør (sagt noe forenklet) en viktig del av kostnaden ved aktiv forvaltning.

Når denne kostnadskomponenten er lav, kan aktiviteten forsvares selv i tilfeller med lav forventet inntekt (meravkastning).

Når kostnaden (aktiv risiko) øker, øker også meravkastningskravet. Meravkastningskravet øker i tillegg med økende korrelasjon for et gitt nivå på den relative risikoen. Det er fordi kostnaden (den marginale økningen i fondets samlede risiko) knyttet til den aktive forvaltningen avhenger av to komponenter; nivået på relativ risiko og korrelasjonen mellom avkastningen i den aktive forvaltningen og avkastningen på referanseporteføljen. Desto høyere korrelasjonen er, desto mer øker fondets samlede risiko for et gitt nivå på den relative risikoen. Dermed stiger også "kostnaden" knyttet til den aktive forvaltningen og følgelig kreves høyere forventet avkastning før aktiv forvaltning lønner seg.

Det vil med andre ord være lønnsomt å drive ("null-korrelert" og lavt korrelert) aktiv forvaltning selv i tilfeller der forventet meravkastning er forholdsvis lav. En implikasjon er at optimalt nivå på "null-korrelert" eller lavt korrelert aktiv forvaltning er høyere enn man i utgangspunktet ville tro.



TEMAARTIKKEL 1

Regresjonsmodell

Formålet med regresjonen er å estimere en (lineær) sammenheng mellom avkastningen på fondet og avkastningen på referanseporteføljen. Det gjøres ved å beregne stigningstallet og skjæringspunktet med y-aksen for en rett linje som minimerer den vertikale avstanden mellom punktene i figur 9 og linjen.

$$R_{pf,t} = \alpha + \beta R_{BM,t} + \varepsilon_t$$

$R_{pf,t}$ – fondets avkastning i måned t

$R_{BM,t}$ – referanseporteføljens avkastning i måned t

ε_t – ikke-systematisk variasjon i fondets avkastning

β – fondets systematiske risiko relativt til referanseporteføljens

α – fondets risikjusterte meravkastning

Alfa (α , skjæringspunktet med y-aksen) er et mål på avkastningen der det justeres for porteføljens markedseksponering (beta). Dersom alfa er større enn null, betyr det at differanseavkastningen justert for porteføljens markedseksponering er positiv. Det betyr igjen at forvalter har bidratt til positiv verdiskaping utover det som kan oppnås ved å endre porteføljens markedsrisiko relativt til referanseporteføljens markedsrisiko. Når alfa er mindre enn null, er "risikjustert" differanseavkastning negativ.

Beta (β , stigningstallet til den rette linjen) er et mål på om avkastningen på faktisk portefølje er mer eller mindre følsom enn avkastningen på referanseporteføljen. Dersom beta er større enn 1, betyr det at en avkastning på for eksem-

pel 10 prosent på referanseporteføljen i gjennomsnitt følges av en avkastning på faktisk portefølje som er større enn 10 prosent. Er beta mindre enn 1, vil avkastningen på faktisk portefølje i gjennomsnitt være mindre enn 10 prosent.

R-kvadrert forklarer hvor stor andel av variasjonen i avkastningen på den faktiske porteføljen som forklares av variasjonen i avkastningen på referanseporteføljen. Desto høyere R-kvadrert er, desto bedre "tracker" faktisk portefølje referanseporteføljen. En kan si at faktisk portefølje er en god "hedge" for referanseporteføljen. Det siste forutsetter i tillegg at beta til faktisk portefølje relativt til referanseporteføljen er tilnærmet lik 1.

Det er liten sammenheng mellom meravkastningen og avkastningen til referanseporteføljen. Dette er illustrert i figur 6 i årsrapportens innledning. For perioden fra 1998 til 2005 beregnes korrelasjonen mellom meravkastningen og avkastningen på referanseporteføljen til 0,17, som ikke er signifikant forskjellig fra null. Følgelig kan man ikke forkaste hypotesen om at det ikke har vært noen (lineær) sammenheng mellom meravkastningen og referanseporteføljens avkastning. Det er følgelig ikke slik (i gjennomsnitt) at meravkastningen er spesielt høy i perioder der avkastningen på referanseporteføljen er høy (markedene går godt), og det motsatte er heller ikke tilfelle.

I figur 8 er sammenhengende månedlige avkastningsrater for fondet og referanseporteføljen plottet. Hvert punkt i figuren tilsvarer avkastningen på faktisk portefølje og avkastningen på referanseporteføljen for en gitt måned i perioden.

Fra figuren ser det ut som om punktene plottes langs en rett linje som har stigningstall lik en (1) og at en slik tenkt rett linje skjærer y-aksen på oversiden av nullpunktet.

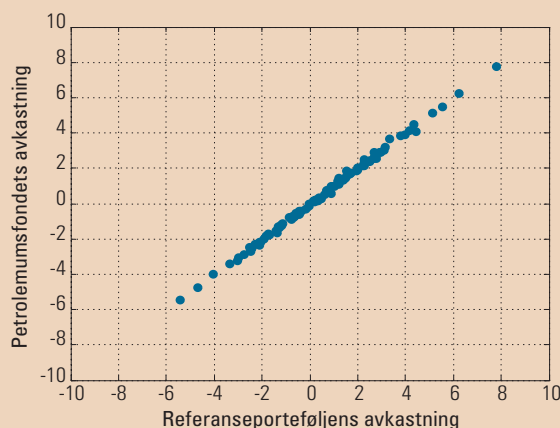
Disse sammenhengene kan analyseres innenfor en regresjonsmodell, som er en standard statistisk analysemetode (jf. egen ramme).

Dyktigheten i forvaltningen kan vurderes ved å beregne hvor stor avkastningen på porteføljen burde vært gitt den markedseksponeringen som er tatt, og deretter beregne forskjellen mellom faktisk avkastning og den "risiko-

justerte" avkastningen. Dersom avkastningen på porteføljen er større enn den "risikjusterte" avkastningen, har forvalter oppnådd "risikjustert" meravkastning og dermed gjort det "bedre enn markedet". Det motsatte er tilfellet dersom den "risikjusterte" differanseavkastningen er negativ¹.

Resultatene fra regresjonene er oppsummert i tabell 3. For fondet beregnes årlig gjennomsnittlig meravkastning til 50,4 bp. Den "risikjusterte" meravkastningen (alfa) anslås til 45,7 bp, som er 4,7 bp lavere enn ujustert meravkastning, og er signifikant større enn null (t-verdi lik 3,4).

Fondets beta relativt til referanseporteføljen er estimert til 1,0083, som ikke er signifikant forskjellig fra 1,00. Beta-avviket er lik



Figur 8: Månedlig avkastning på faktisk portefølje og på referanseporteføljen. Prosent

TEMAARTIKKEL 1

Tabell 3:
Regresjonsanalyse

	Fond	Aksjer	Renter
Gj.snittlig meravkastning (bp)	50,39	104,57	25,32
Gj.snittlig alpha (bp)	45,70	98,79	26,00
Risikojustering (bp)	4,69	5,78	-0,67
T-verdi alpha	3,37	3,12	5,18
Beta	1,0083	1,0154	0,9982
T-verdi beta	1,82	2,70	-0,83
R-kvadrert	99,81	99,74	99,96
Standardavvik til feilledd	37,68	83,65	13,09
Relativ volatilitet	38,13	86,75	13,07

differansen mellom porteføljens beta på 1,0083 og referanseporteføljens beta på 1,00. Det at fondets alpha er 4,7 bp lavere enn den gjennomsnittlige meravkastningen, kan tilskrives kombinasjonen av en beta som overstiger 1,00 og positiv gjennomsnittlig avkastning for referanseporteføljen i perioden. Faktisk portefølje har hatt noe høyere 'systematisk' risiko enn referanseporteføljen, som det korrigeres for i beregningen av fondets alpha. Disse resultatene er konsistent med de konklusjonene som ble trukket i en temaartikkel i årsrapporten for 2003 ("Resultater fra seks år med aktiv forvaltning").

En beta på 1,0083 innebærer at fondet har om lag samme markedseksponering som referanseporteføljen, dvs. at Norges Bank i sin forvaltning ikke har valgt å operere med en systematisk risiko som avviker i særlig grad fra referanseporteføljens systematiske risiko. Dersom Norges Bank hadde valgt en tilpasning med en beta som er høyere enn 1, ville en vente at fondet ville gjøre det bedre enn referansen i tider med positiv gjennomsnittlig avkastning i markedet. Tilsvarende ville en vente at fondet gjorde det dårligere i perioder med negativ gjennomsnittlig avkastning i markedet. Over tid betales investor for å bære systematisk risiko, og følgelig ville en forvente at avkastningen på fondet i gjennomsnitt ville være høyere enn på referanseporteføljen. Det er nettopp denne effekten en korrigerer for når en beregner fondets "risikojusterte" meravkastning eller alpha.

Norges Bank har så langt i gjennomføringen av investeringsstrategien valgt å ikke ta systematisk risiko relativt til referanseporteføljen fordi oppdragsgiver selv (Finansdepartementet) på en relativt enkel måte kan endre markedseksponeringen i selve referanseporteføljen. Strategien til Norges Bank hittil har derfor vært å søke å påvirke alpha ved primært å

ta ikke-systematisk eller verdipapirspesifikk risiko. I det ligger at det ikke tas enkeltposisjoner som er så store at de påvirker fondets markedseksponering.

De månedlige variasjonene i avkastningen på referanseporteføljen forklarer 99,8 prosent av de månedlige variasjonene i avkastningen på fondet (R-kvadrert, jf. tabell 3). Den høye R-kvadrert kombinert med en beta som er tilnærmet lik en (1) innebærer at fondets relative risiko har vært lav i denne perioden. Korrelasjonen mellom avkastningen til fondet og avkastningen til referanseporteføljen er beregnet til 0,999, som ikke er signifikant forskjellig fra 1,00.

Den risikojusterte meravkastningen i aksjeporteføljen har vært nesten 6 bp lavere enn den ujusterte meravkastningen. Alfa i aksjeporteføljen er signifikant større enn null (t-verdi 3,1). Betaen er estimert til 1,0154, som er signifikant større enn 1 (t-verdi lik 2,7). Variasjonene i avkastningen til aksjereferansen forklarer 99,7 prosent av variasjonene i avkastningen til aksjeporteføljen. Korrelasjonen mellom de to porteføljene er anslått til 0,999.

Renteporteføljen har i denne perioden oppnådd en risikojustert meravkastning som er noe høyere enn den ujusterte meravkastningen (0,7 bp). Det kommer av at betaen i renteporteføljen er marginalt lavere enn en (1) samtidig som rentereferansen har hatt positiv avkastning i perioden. Den risikojusterte meravkastningen er signifikant større enn null (t-verdi lik 5,2). Betaestimaten er ikke signifikant forskjellig fra en (1). Variasjonene i avkastningen til rentereferansen forklarer for alle praktiske formål 100 prosent av variasjonene i avkastningen til den faktiske porteføljen.

Beta-avvikene har som vist over, hatt liten betydning for meravkastningen i porteføljene. Tabell 4 viser at disse avvikene heller ikke har påvirket porteføljenes relative risiko i særlig



TEMAARTIKKEL 1

Tabell 4:
Fordeling av systematisk og ikke-systematisk risiko

	Fond	Aksjer	Renter
Beta-risiko (andel)	0,03	0,08	0,01
Verdipapirspesifikk risiko (andel)	0,97	0,92	0,99
Sum-risiko (andel)	1,00	1,00	1,00
Beta-risiko (bp)	1,3	7,1	0,1
Verdipapirspesifikk risiko (bp)	36,8	79,7	13,0
Sum-risiko (bp)	38,1	86,8	13,1

grad. For fondet utgjør risikoen knyttet til beta-avviket 3 prosent av samlet relativ risiko. Dette tilsvarer om lag 1,3 bp, mens den verdipapirspesifikke risikoen måles til 36,8 bp. Fondets samlede relative risiko har vært 38,1 bp. For aksjeporteføljen står beta-avviket for 8 prosent av samlet relativ risiko, som tilsvarer 7,1 bp av totalt 86,8 bp. I renteporteføljen bidrar beta-avviket med om lag 1 prosent av samlet relativ risiko, som tilsvarer 0,1 bp av en samlet risiko på 13,0 bp.

1) Akademikere og praktikere har i lang tid diskutert hva som er relevant risiko å justere for ved beregning av risikjustert avkastning. Markedseksponeringen eller porteføljens beta relativt til markedet ble introdusert på midten av 60-tallet. Etter det er det utviklet både teori- og empirisk baserte modeller der det inngår flere risikofaktorer enn betaen.

Åtte år med meravkastning

NBIM evalueres ut fra hvor høy meravkastning som oppnås i forvaltningen. Avkastningen til fondet måles mot avkastningen på en referanseportefølje, som er definert av Finansdepartementet. Empiriske studier indikerer at finansmarkedene er relativt effisiente, dvs. at ny informasjon som er relevant for prisingene av ulike typer instrumenter, raskt reflekteres i markedsprisene.

Med dette som utgangspunkt er det grunn til å vente at sannsynligheten for positiv meravkastning i et gitt år er lik 50 prosent og lik sannsynligheten for negativ meravkastning. Det er også rimelig å anta at denne sannsynligheten er uavhengig av om meravkastningen i det foregående året var positiv eller negativ.

Ved inngangen til 1998 ville en forvente positiv meravkastning i fire av de neste åtte årene. Standardavviket rundt denne forventningen kan beregnes til 1,4 år. Det betyr at det

ville vært relativt sannsynlig å observere alt fra 3 til 5 år med positiv meravkastning. Med de gitte forutsetningene beregnes sannsynligheten for 8 år med meravkastning i hvert enkelt år til 0,0039. En slik lav sannsynlighet kan illustreres på følgende måte. I et tilfeldig utvalg på 1000 forvaltere, ville man vente at om lag 4 stykker som følge av rent hell, ville oppnådd 8 år med meravkastning i hvert enkelt år.

Fondet har eksistert i åtte år eller i 96 måneder. I 30 av disse månedene har meravkastningen vært negativ. Sannsynligheten for å observere maksimalt 30 negative meravkastningsrater over en periode på 96 måneder er om lag 0,0002.

Resultatene hittil har vært bedre enn forventet. Fremover er vi forberedt på større svingninger i årsresultatene enn det som har vært tilfelle i fondets historie så langt.

Datagrunnlag

De tallseriene som er benyttet i denne artikkelen, finnes på Norges Banks nettsted (www.norges-bank.no) under Kapitalforvaltning – Rapporter.





Eierskapsutøvelse og etikk

I de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland er eierskapsutøvelse ett av virkemidlene for å sikre en etisk forsvarlig forvaltning av fondet. Men hvordan hører etikk og eierskapsutøvelse egentlig sammen? Hva kan vi oppnå gjennom aktiv utøvelse av eierskap? Og hvilke virkemidler har vi til rådighet? Denne artikkelen diskuterer betydningen av etisk fundert eierskapsutøvelse for fondets langsiktige arbeid med å bidra til velfungerende, bærekraftige og mer gjennomsiktede markeder – og tar også en tur innom sentrale begreper fra moralfilosofien.

Som et ledd i styrkingen av eierskapsutøvelsen, og som en oppfølging av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland (tidligere Statens Petroleumsfond), opprettet Norges Bank Investment Management (NBIM) i september 2005 en egen gruppe som skal arbeide med eierskapsutøvelsen i fondet. Arbeidet med eierskapsutøvelse har imidlertid pågått i flere år. Særlig har stemmegivningen i selskapene blitt trappet opp gjennom de siste årene (se også årsrapportens rapporteringsdel, kapittel 5.) Norges Bank har tidligere redigert for eierskapsutøvelsen, blant annet i en temaartikkel i årsrapporten for 2003, og Norges Banks hovedstyre har fastsatt nye retningslinjer for eierskapsutøvelsen, datert desember 2004.

Med bredt spredte investeringer i rundt 40

land er man på lang sikt avhengig av velfungerende markeder verden over. Det er Norges Banks syn at ulike typer etiske vurderinger har en viktig plass i arbeidet med å bidra til slike markeder og sikre Norges Banks interesser som aksjonær. Derfor fikk etikk en sentral plass i den faglige sammensetningen av den nye eierskapsgruppen (Corporate Governance Group). Det er imidlertid ikke så vanlig at etikken løftes fram så tydelig i arbeid med eierskapsutøvelse som det Norges Bank nå har gjort. Det er derfor viktig å vise, med gode argumenter, hvilken plass etikken faktisk bør ha, og hvorfor den fortjener en slik plass.

I det følgende skal vi diskutere betydningen av at etiske hensyn ivaretas i styret og ledelsen av selskaper, og hvordan disse hensynene kan integreres i eierskapsutøvelsen.

Forvaltning for kommende generasjoner

I forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland heter det at det overordnede målet for Norges Banks eierskapsutøvelse er "å sikre fondets finansielle interesser" (§ 6). Dette er gjentatt i Etske retningslinjer for Statens pensjonsfond - Utland, som er fastsatt i medhold av forskriften. I retningslinjene heter det om deres grunnlag at fondet "er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom."

Ettersom denne rikdommen neppe har noen verdi i seg selv, er det rimelig å tolke utsagnet slik at oljerikdommen skal være et middel til å sikre nordmenn et godt liv i fremtiden. Mange snakker om "velferd" i denne sammenheng. Et godt liv – eller velferd – for nordmenn handler imidlertid ikke bare om nord-

menns velferd, men innbefatter også mulighetene for å dele godene med andre i verden.

Spørsmålet om hva et godt samfunn består i, og hva som muliggjør et godt liv, er det overordnede anliggende i politikken og den offentlige forvaltning. Det er også et hovedspørsmål i moralfilosofien (etikken), hvor det finnes innsikter som kan være nyttige når samfunnsmessige oppgaver skal løses. Slike innsikter ligger til grunn for Norges Banks eierskapsutøvelse.

Men selv om avkastning således i en større politisk og forvaltningsmessig sammenheng er et *middel* til å oppnå andre goder, i siste instans det gode liv, er den *målet* i den daglige virksomheten for dem som stiller med den operative forvaltning av fondet. Dette skyldes at disse har spesialkompe-

tanse på kapitalforvaltning, og ikke på løsning av andre velferdsoppgaver, som andre er satt til å ta seg av. Ikke desto mindre bør kapitalforvaltere være seg bevisst den overordnede sammenhengen som avkastningsmålet inngår i.

I de etske retningslinjene for fondet heter det at en god langsiktig avkastning er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand, og at fondets eierposisjoner skal brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling. Fordi avkastningen er et middel til velferd, og avkastningen beror på en bærekraftig utvikling, må altså fondets investeringer og eierskapsutøvelse ta hensyn til utviklingens bærekraft.

I debatten om eierskapsutøvelse og virksomhetsstyring – og mer generelt i forretningsetikken

– har etiske hensyn ofte vært fremstilt som finansielle ut fra tanken om at "etikk lønner seg" (generelt sett). Norges Bank har på dette punkt en komplementær tilnæringsmåte. Man ser ikke bare etiske hensyn som finansielle, men også omvendt: de finansielle hensyn er etiske. Dette er begrunnet i at avkastningen er et nødvendig middel til å realisere målet om velferd. Det betyr likevel ikke at man kan gjøre hva som helst for å fremme slike mål. Hensikten helliger ikke alle midler. Dette reflekteres også i fondets etske retningslinjer. Disse er nærmere omtalt under avsnittet nedenfor om ansvarsdelingen i den etske forvaltningen av fondet, samt i en egen faktaboks.

Etiske retningslinjer for eierskapsutøvelsen

Etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond - Utland danner grunnlaget for eierskapsutøvelsen. Hovedinnholdet er gjengitt i denne temaartikkelens hovedtekst. Siden det i retningslinjene er henvisning til FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper, vil disse tre dokumentene bli kort omtalt nedenfor.

The Global Compact (2000) består av ti prinsipper lansert av FN om menneskerettigheter, arbeidstagerrettigheter, miljø og korrupsjonsbekjempelse. De bygger på flere internasjonale erklæringer og konvensjoner. Prinsippene er generelle og sier blant annet at selskaper skal

- respektere menneskerettighetene og ikke være delaktige i brudd på dem,
- opprettholde organisasjonsfrihet og kollektiv forhandlingsrett, samt fjerne alle former for tvangsarbeid, barnarbeid og diskriminering i arbeidslivet,
- støtte føre-var-prinsippet i miljøspørsmål, samt fremme større miljøansvar og utvikling

- og utbredelse av miljøvennlige teknologier,
- motarbeide alle former for korrupsjon, herunder utpresning og bestikkelser.

Ifølge Utenriksdepartementet har over 2600 selskaper og organisasjoner sluttet seg til Global Compact. Medlemmene er oppfordret til å rapportere årlig om hvordan de oppfyller prinsippene.

OECD Principles of Corporate Governance (revidert versjon 2004) er et meget omfattende dokument som omhandler grunnlaget for effektiv eierstyring og selskapsledelse (corporate governance), aksjonærenes rettigheter og nøkkelfunksjoner i eierskap, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, interessentenes rolle, åpenhet og innsyn, og styrets ansvar og forpliktelser.

The OECD Guidelines for Multinational Enterprises (revidert versjon 2000) er også et meget omfattende dokument som inneholder anbefalinger om blant annet offentliggjøring av

opplysninger om virksomheten, arbeidsmiljø og arbeidstagerrettigheter, miljøvern, korrupsjonsbekjempelse, forbrukerinteresser, bruk av vitenskap og teknologi, konkurranse, samt skatteansvar.

Det heter i de etske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland at det skal fremgå av Norges Banks interne retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvordan de internasjonale prinsippene integreres i eierskapsutøvelsen. Dette har Norges Bank gjort i **Principles for Corporate Governance and the Protection of Financial Assets** (2004). Her finner vi prinsipper for utøvelse av eierskap (blant annet gjennom formidling av sine prinsipper, stemmegivning på generalforsamlinger, nettverksdeltagelse, direkte selskapskontakt og samarbeid med andre investorer), selskapers strategi og informasjon, selskapers styre og struktur, den langsiktige bærekraft når det gjelder selskapers virksomheter, samt Norges Banks rapportering om sin eierskapsutøvelse.

Ansvarsdeling i den etiske forvaltningen

I de etiske retningslinjene for fondet er det bestemt at etiske hensyn skal ivaretas gjennom følgende tre virkemidler:

- Eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning, basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper.
- Negativ filtrering, det vil si utelukkelse, fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper.
- Uttrekk av selskaper fra investeringsuniverset der det er uakseptabel risiko for medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, alvorlig miljøskade, grov korrupsjon, eller andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Det er Finansdepartementet som har det overordnede ansvaret for at fondet forvaltes på en etisk forsvarlig måte. Norges Bank har fått i oppgave å forvalte det første virkemidlet, eierskapsutøvelsen, mens de to andre virkemidlene – negativ filtrering og uttrekk – utøves av Finansdepartementet selv på grunnlag av anbefalinger fra et etikkråd oppnevnt av Regjeringen i november 2004. Etikkrådet er en videreføring av det tidligere Folkerettsrådet.

Det overordnede målet for Norges Banks eierskapsutøvelse er å sikre fondets finansielle interesser. Uetiske handlinger i styre og ledelse av selskaper kan få uheldige finansielle konsekvenser for fondet, slik blant annet flere store finansskandaler det siste tiåret har vist. Med investeringer i nær 3500 selskaper i rundt 40 land verden over, er fondets langsiktige verdier avhengig av en verden som i størst mulig grad respekterer menneskerettighetene, ivaretar miljøet og preges av politisk stabilitet og forutsigbarhet. På denne bakgrunn står det i St.meld. nr. 2 (2003-2004) [Revidert nasjonalbudsjett 2004], basert på Graverutvalgets rapport (NOU 2003:22), at Norges Bank skal bidra til å fremme etiske hensyn gjennom eierskapsutøvelsen.

I stortingsmeldingen heter det også at Norges Bank ikke skal ivareta etiske hensyn utover det som er i fondets langsiktige finansi-

elle interesse, fordi dette ville gi uklare linjer i arbeidsdelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Denne arbeidsdelingen består i at Norges Bank foretar den operative fondsforvaltningen basert på finansielle vurderinger med sikte på å fremme de langsiktige verdiene i fondet. Beslutninger om, på grunnlag av ovennevnte etiske kriterier, å unnlate å investere i et selskap eller trekke seg ut av et selskap man allerede er investert i, ligger til Finansdepartementet. Etikkrådet gir anbefalinger om at selskaper bør utelukkes fra fondets investeringsunivers gjennom negativ filtrering eller uttrekk dersom det etter rådets vurdering er en uakseptabel risiko for medvirkning til brudd på de etiske retningslinjene. Det er Finansdepartementet som foretar den endelige beslutningen.

Som følge av ulikheter i de underliggende etiske prinsipper for bruken av virkemidlene, blir de etiske vurderinger til henholdsvis Norges Bank, Etikkrådet og Finansdepartementet noe forskjellige. De prinsipper som ligger til grunn for arbeidet til Etikkrådet, er relativt klare, og er basert på folkerettslige og nasjonalrettslige bestemmelser så vel som

politiske ønsker. Etikkrådet har ikke mandat til å vurdere utelukkelse av selskaper opp mot finansielle hensyn, noe imidlertid Finansdepartementet, som treffer endelig avgjørelse i slike saker, kan gjøre.

Norges Banks virkemiddel for å fremme etiske hensyn er eierskapsutøvelse, hvor sikring av fondets finansielle interesser er det overordnede målet. Fondets investeringer foretas fortløpende på grunnlag av finansielle vurderinger. Likevel er det i de etiske retningslinjene angitt at eierskapsutøvelsen også skal være et etisk virkemiddel, og at den skal baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper, ut fra en antagelse om at dette også vil bidra til den beste avkastningen over en lang tidshorison. Norges Banks oppgave blir derfor å tolke og anvende disse retningslinjene, samt å identifisere de etisk relevante faktorer som gjør selskapene vel-drevne og lønnsomme og gjennom dertil egnede virkemidler å påvirke styre og ledelse av selskapene i den etisk og finansielt ønskede retning.

Medvirkning og ansvar

De ovennevnte retningslinjene er så vidt omfattende og krevende at det i praksis vil være umulig å realisere dem fullt ut i alle selskaper som Norges Bank er investert i. Dette er et område hvor det beste fort kan bli det godes fiende, fordi man ved å gape over for mye, kan få utrettet mindre enn man hadde satt seg fore, eller resultatet kan bli tilfeldig og dårlig koordinert.

Men Norges Bank kan ikke av denne grunn tillate seg å være slapp i sine krav til de selskaper man har eierinteresser i. Her må banken bruke skjønn og særlig se hen til hvor viktige de ulike sakene er, hva det er realistisk å få

gjennomført, samt konsekvensene av manglende etterlevelse av retningslinjene for den finansielle avkastningen, og dermed for fremtidig velferd. Det er imidlertid viktig å være oppmerksom på at et selskaps manglende etterlevelse av gjeldende retningslinjer ikke uten videre gir Norges Bank grunnlag for å trekke seg ut av selskapet. Mens det er Finansdepartementet som har myndighet til å ta avgjørelse om filtrering eller uttrekk på etisk grunnlag, er eierskapsutøvelse det virkemidlet som står til Norges Banks rådighet. Dette vil i praksis si å øve påvirkning med sikte på å forbedre selskapene i de ønskede

henseender.

Det kan oppfattes som etisk problematisk i seg selv å ha eierinteresser i et selskap som i ett eller flere etisk relevante henseender ikke holder mål. Den viktigste grunnen til å holde seg unna slike selskaper, er faren for å medvirke til – eller bli beskyldt for medvirkning til – noe en selv eller andre mener er etisk uakseptabelt. Dette er en problematikk som på engelsk gjerne omtales som "dirty hands", det vil si at man skitner til sine hender gjennom slik medvirkning.

Det er faren for at fondet kan medvirke til grovt uetiske handlinger som ligger til grunn for bestemmelsene om



uttrekk og negativ filtrering i de etiske retningslinjene. Men der man velger ikke å trekke seg ut av et selskap, kan det selvsagt fortsatt finnes problemer og utfordringer av etisk art, og da kan og må man fortsatt arbeide for å ivareta viktige etiske hensyn. Som eier har man – alene, og i enda sterkere grad i samarbeid med andre eiere – muligheter for å påvirke selskapet i ønsket retning. Å bruke disse mulighetene på konstruktivt vis, handler om å ta ansvar for både positive og negative konsekvenser av ens medvirkning som investor.

Forskjellige etiske grunnsyn vil vurdere spørsmål om ansvar og medvirkning noe forskjellig. Ifølge ett grunnsyn, som ofte kalles ”pliktetisk”, er det egenskaper ved selve handlingen (for eksempel dens samsvar med en anerkjent regel) eller den handlende personen (for eksempel vedkommendes sinnelag) som gjør den riktig eller gal. Gode eller dårlige konsekvenser kan aldri være avgjørende for dette spørsmålet. Ut fra et slikt syn vil det være naturlig å mene at man bidrar direkte eller indirekte til at en uetisk handling blir utført – og derved blir medskyldig – når man har aksjer i et selskap som utfører uetiske handlinger. Dette vil også gjelde dersom de totale konsekvensene kan tenkes å bli enda verre ved at man holder seg unna selskapet. Medvirk-

ningsansvaret knyttes her til forbindelsen til utøverne av de kritikkverdige handlingene.

Ifølge et annet grunnsyn, som gjerne kalles ”konsekvensetisk”, er det en handlingens gode eller dårlige konsekvenser som avgjør om handlingen er riktig eller gal. Den riktigste handlingen av flere mulige vil være den som det er grunn til å anta vil ha de beste konsekvensene totalt sett. Er det grunn til å tro at vi som eier kan påvirke i ønsket retning et selskap hvor det begås etisk kritikkverdige handlinger, vil det å forbli eier være riktigere enn å holde seg unna selskapet, ifølge dette grunnsynet. Medvirkningsansvaret knyttes her til mulighetene for å oppnå de beste konsekvenser.

Det er imidlertid en rekke spørsmål som melder seg i en slik situasjon. Hva slags signal sender vi dersom vi gir en handling eller et handlingsmønster implisitt støtte ved å være med på å skyte inn penger i virksomheten? Er handlingen eller handlingsmønsteret av en art som er så kritikkverdig at man uansett bør holde avstand (jfr. plikketikken)? Kan eierskapstilknytningen til selskapet – uavhengig av eventuelle positive konsekvenser av den påvirkning man kan øve – være av en art som strider mot de grunnleggende prinsipper man forventes – og er forpliktet til – å stå for?

Det er en avveining mellom slike hensyn som ligger til grunn for de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland. Vi skal unngå tilknytning til de mest åpenbart uetiske handlinger, og skal derfor ikke være investert i de selskaper som klart bryter med bestemmelsene i de etiske retningslinjene. Men det vil være umulig å unngå enhver tilknytning til uetiske handlinger, dersom man ønsker å sikre risikospredning og god avkastning. Dessuten gir eierskap i selskaper makt og rettigheter som kan brukes for å fremme etiske formål, ikke minst overfor selskaper som på forskjellig vis er involvert i etisk klanderverdig virksomhet.

Ovenstående drøftelse viser at både pliktetikken og konsekvensetikken gir innsikter som kan være til nytte når vi skal treffe vanskelige handlingsvalg på grunnlag av de etiske retningslinjene. Disse innsiktene er utviklet i noe større detalj i en egen underartikkel, ”Perspektiver fra etikken” (se s. 52), der vi også ser på et såkalt dydsetisk perspektiv på eierskapsutøvelsen og fondsforvaltningen.

Etisk relevante faktorer i virksomhetsstyring

Norges Bank har det operative ansvaret for å forvalte fondet på den måte som gir den beste avkastningen på lang sikt, gitt de begrensninger som følger av forskriften. Derfor bør fondet være investert på den måten som gir de beste muligheter for slik avkastning. Eventuelle etisk betenkelige sider ved selskapenes virksomhet bør man så som eier prøve å endre på. Norges Bank ønsker at de selskaper man har eierinteresser i, holder høyest mulig etisk standard, både av lønnsomhetsgrunner og på grunn av egenverdien av en slik standard. Viktige faktorer når man vurderer dette, er blant annet:

- Styrets sammensetning, kvalifikasjoner og uavhengighet av selskapets toppledelse
- Styrets og ledelsens evne til å ivareta aksjonærenes interesser
- Lederlønnssystemer (fast lønn, bonus, opsjoner mv)
- Interne kontrollordninger (tilsyn, revisjon mv) og ansvarsmekanismer
- Praktisering av åpenhet og innsyn (herunder rapporteringssystemer)
- Arbeidsstandarder (herunder arbeidstagerrettigheter og arbeidsmiljø)
- Selskapets forhold til det ytre miljø
- Forretningspraksis (herunder forholdet til lovgivning vedrørende korrupsjon, skatt, konkurranse, forbrukerrettigheter mv)

Ovenstående er ingen uttømmende liste over relevante faktorer. Dessuten griper de på ulike vis inn i hverandre. De nevnte faktorer er i stor grad tatt vare på i de etiske retningslinjene som er beskrevet foran.

Påvirkningsmåter i eierskapsutøvelsen

Norges Banks eierskapsutøvelse består i å påvirke i ønsket retning de selskaper man har eierinteresser i. Dette gjelder selvsagt ikke bare i spørsmål av eksplisitt etisk karakter, men også mer generelt. Slik påvirkning kan skje på følgende måter:

- *Formidling av Norges Banks etiske prinsipper og retningslinjer:* Dette gjelder alle de etiske prinsipper og retningslinjer Norges Bank bekjenner seg til, jf. avsnittet om disse ovenfor. Prinsippene og retningslinjene vil bli formidlet til både samarbeidspartnere på investorsiden og selskaper man har eierinteresser i.
- *Samarbeid med andre institusjonelle investorer:* Påvirkning

av et selskap vil ha større kraft hvis den utøves av flere samarbeidende investorer. Derfor vil Norges Bank samarbeide med andre institusjonelle investorer – både på formell og uformell basis – med sikte på å skape felles front i viktige spørsmål.

- *Stemmegivning på generalforsamlinger:* Norges Bank har de siste årene i økende grad stemt på generalforsamlingene i de selskaper man er aksjonær i, jf. rapporteringsdelen kapittel 5. Norges Bank vurderer kontinuerlig hvordan stemmeretten kan brukes for å fremme eierinteressene.
- *Direkte selskapskontakt:* Hvis det er sider ved et selskaps

styre eller ledelse som kommer i konflikt med fondets langsiktige lønnsomhet eller de etiske prinsipper for øvrig, kan Norges Bank ta forholdet direkte opp med selskapet, og da primært dets styre. Dette kan eventuelt skje i samarbeid med andre investorer.

Norges Bank ønsker å være åpen om de prinsippene som eierskapsutøvelsen er basert på. Samtidig mener Norges Bank, i likhet med mange andre sammenlignbare investorer, at en dialog er best tjent med konfidensialitet vis-à-vis det enkelte selskap. Ønsker man å bygge tillit og få til reelle forandringer, kan det virke mot sin hensikt å opptre høylydt og demon-

strativt. I tillegg vil det være nærmest umulig for Norges Bank å kommentere stemmegivning eller selskapskontakt for hvert eneste av de nesten 3.500 selskaper vi er investert i. Det er likevel viktig for Norges Bank å vise klart frem de prinsipper man bygger på, og den måte disse blir fulgt opp på i den faktiske eierskapsutøvelsen. Det kan også vise seg riktig i enkelte tilfeller – for eksempel for å skape ytterligere press mot selskaper eller for å fylle et viktig informasjonsbehov – å ty til offentliggjøring og slik få frem viktige initiativer man har tatt selv eller sammen med andre.

Visjon for eierskapsutøvelsen

Norges Banks integrering av etikk som en del av eierskapsutøvelsen er motivert av bankens oppgave, som er å sikre de langsiktige finansielle interessene til Statens pensjonsfond - Utland. Dette krever etiske overveielser, som vi har sett foran. Styrkingen av etikken i eierskapsutøvelsen har imidlertid et videre siktemål, nemlig å definere det moralske ansvaret Norges Bank har som forvalter av et av verdens største institusjonelle fond, med eierinteresser verden over.

Eierskapet innebærer makt, plikter og rettigheter som kan utøves og sikres på ulike måter. Som oftest er ikke alle måtene like gode etisk sett. Norges Bank ønsker å reflektere etisk rundt sin posisjon og sine muligheter: hva denne posisjonen innebærer, og ikke minst, hvordan kan Norges Bank gjennom Statens pensjonsfond – Utland bidra i en global sammenheng til å oppfylle høye etiske krav innenfor rammen av fondets målsetting?

Denne refleksjonen kan ikke være noe skippertak, men må inngå i en kontinuerlig prosess som krever kritisk og kreativ tenkning både i utarbeidelsen og anvendelsen av etiske prinsipper for eierskapsutøvelsen, utviklingen

av kommunikasjonsstrategier, og ikke minst utviklingen av den etiske kompetansen hos dem som skal forestå og gjennomføre dette arbeidet. På denne måten håper Norges Bank – som en profesjonell og moralsk bevisst investor – å kunne sette sitt preg på utviklingen til fordel for både Norge og verden for øvrig.

Noen viktige satsingsområder for de nærmeste årene peker seg ut: arbeid for aksjonærrettigheter – herunder sikring av styrenes kompetanse, ansvar og uavhengighet av selskapsledelsen, retten til å ha kontroll over egne aksjer, samt stemmeretts spørsmål – og arbeid for større åpenhet, ikke minst med hensyn til miljømessig bærekraft, bekjempelse av korrupsjon og sikring av fremtidige generasjoners rettigheter og muligheter.

Norges Bank håper gjennom dette arbeidet å bidra til å virkeliggjøre den generelle visjonen for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland, nemlig å være verdens ledende og mest respekterte fondsforvalter.



Perspektiver fra etikken: plikter, konsekvenser og dyder

Når finansielle verdier skal forvaltes på en etisk forsvarlig måte, bør vi ikke stole på enkle resonnementer eller tro på raske løsninger. Mange hensyn skal ivaretas, og vanskelige avveininger må gjøres. Hva kan egentlig etikken, eller moralfilosofien, gi oss av perspektiver som kan hjelpe oss i dette vanskelige arbeidet? Det følgende er ment som bidrag til den etiske refleksjonen om god fondsforvaltning, med særlig vekt på det som er vårt hovedtema her: eierskapsutøvelse som en integrert del av forvaltningen.

Den tradisjonelle tenkningen om eierskapsutøvelse, som vektlegger bl.a. aksjonærs innflytelse på styrevalg, styrenes integritet og kompetanse, hensiktsmessige lederlønninger og tilstrekkelig rapportering, gir oss viktige bidrag også når etiske avveininger skal gjøres overfor selskapene fondet er investert i. Bedre og mer forutsigbare styringssystemer gir oss større gjennomsiktighet, klarere ansvarsplassering og generelt bedre vilkår for etikk og moral. Men fra etikken som fag kan vi hente ytterligere perspektiver som kan være med på å lede oss mot vårt overordnede mål: en ansvarlig fondsforvaltning som – blant annet gjennom eierskapsutøvelsen – bidrar til velferd for kommende generasjoner.

I hovedartikkelen om etikk og eierskapsutøvelse har vi nevnt pliktetikk og konsekvensetikk som forskjellige måter å begrunne handlingsvalg på. De kan imidlertid også sees på som to utfyllende *perspektiver* eller *ståsteder* som man kan føre den etiske samtalen ut fra, og som både hver for seg og samlet kan spille en viktig rolle som bidrag til debatten om forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland. Sammen med et tredje perspektiv, det såkalte dydsetiske, utgjør de nyttige ståsteder for å formulere spørsmål, resonnementer og standpunkter rundt etikken i eierskapsutøvelsen spesielt og fondsforvaltningen generelt.

Med dette påstår vi ikke at disse er de eneste etiske perspektivene man kan anlegge, ei heller at de alltid harmonerer. Tvert om vil det ofte være spenning mellom dem, og i flere tilfeller vil det være nødvendig å gjøre ett teoretisk ståsted til det mest grunnleggende for å bestemme riktigheten av handlinger, dersom man overhodet skal kunne trekke konklusjoner og være handlingsdyktig. Når vi likevel behandler disse tre teoriene i det følgende og omtaler dem som "perspektiver", er det fordi de alle hjelper oss å stille spørsmål som bør være obligatoriske når vi har som ambisjon å forvalte store verdier på etisk forsvarlig vis. Måten vi bruker teoriene på i denne konteksten, er således ment som en påvisning av grunn-

leggende, etiske spørsmål og tilhørende resonnementer i investeringsvirksomheten og eierskapsutøvelsen, og ikke som en utlegning av etiske teorier som sådan.

1. Pliktperspektivet tvinger oss til å identifisere og formulere de plikter og rettigheter som investeringsvirksomheten ikke kan være foruten dersom den skal være etisk forsvarlig. Det etiske grunnspørsmålet er dermed: *Hvilke plikter og rettigheter er vi avhengige av for at vår virksomhet skal fungere, være rettferdig og være lønnsom?* I praksis leder dette perspektivet oss ofte til jussen, med dens lover og bestemmelser. Men pliktperspektivet kan også hjelpe oss til å identifisere normer og regler som ikke primært er juridiske, men som mer handler om god skikk og bruk for forskjellige typer virksomhet, eller om etiske krav som går utover det jussen foreskriver. Det er vanskelig å se for seg god og rettferdig investeringsvirksomhet uten ordentlige rapporteringsmekanismer, velfungerende markeder og tilstrekkelig tillit til samfunnets institusjoner. Å styrke respekten for slike plikter og institusjoner – uansett om de er lovfestede eller ikke – og arbeide gjennom eierskapsutøvelsen for internasjonalt anerkjente regler som alle kan respektere, er kanskje det viktigste som pliktperspektivet presser oss til. Men dette perspektivet er også viktig for den type filterings- og uttrekksmekanisme som er en del av de etiske retningslinjene, siden den er basert på en grunnantagelse om at noen typer produksjon og virksomhet er å regne som uetisk, og følgerlig som noe man er pliktig til ikke å delta i. Da er det ikke primært en kalkulering av konsekvenser som ligger til grunn for avgjørelsene; man skal snarere avgjøre om noe er riktig eller ikke, sett i forhold til et sett med regler. Det er imidlertid viktig å merke seg at disse reglene i sin tur kan ha sin dypere begrunnelse i hva som skaper de beste konsekvensene – og det bringer oss naturlig videre til det neste perspektivet.

2. Konsekvensperspektivet tvinger oss til å stille spørsmål rundt følgene av våre handlinger (og herunder også av våre unnlatelser). Slik sett er konsekvensperspektivet i større grad fremoverskuende, idet det har fokus på følger i fremtiden snarere enn på plikter, regler og rettigheter som allerede er etablert. Disposisjoner som innebærer store finansielle verdier, kan ha konsekvenser for mange mennesker, og slik sett har konsekvensperspektivet åpenbart relevans for fondsforvaltning og eierskapsutøvelse. Ifølge dette etiske perspek-

tivet skal vi bruke vår innflytelse og våre rettigheter til å være med på å forme konsekvensene av våre egne og (når det er mulig og naturlig) andres handlinger, og vi skal ta hensyn til flest mulig av de berørte parter, ut fra den grunnleggende idé at alle mennesker skal tilkjennes det samme menneskeverd. Relatert til vårt tema her bør ikke dette utlegges som at investoren kan eller bør ha ansvaret for alle mulige konsekvenser, direkte eller indirekte, av sin virksomhet. Intet samfunn fungerer uten en rimelig arbeids- og ansvarsdeling mellom forskjellige institusjoner med ulik faglig kompetanse og myndighet. Investorens hovedoppgave er i så måte å sikre finansielle verdier, ikke å utøve sosialpolitikk eller utviklingspolitikk. Likevel kan det oppstå situasjoner der en investor har muligheten til å ta etiske, sosiale og miljømessige hensyn på en måte som på samme tid kan utfylle (og forbedre) andres arbeid på de samme feltene, og være med på å sikre fondets finansielle verdier. Siden eierskapsutøvelsen på denne måten er fremoverskuende og forsøker å bidra til de best mulige konsekvenser på sikt, ofte på lang sikt, er det naturlig å si at konsekvensperspektivet er grunnleggende for fondets etikk. Samtidig skal vi legge merke til, som antydnet ovenfor, at plikt- og konsekvensperspektivene, slik de er presentert her, i mange tilfeller overlapper. Mange plikter vil tross alt ha sin dypere begrunnelse i at de bidrar til å skape gode konsekvenser for samfunnet.

3. Dydsperspektivet er annerledes enn de to foregående, all den tid det ikke primært formulerer spørsmål om våre handlinger, men mer handler om hvem vi er, hvilket sinnelag vi fremviser, og hva slags etiske kvaliteter som preger oss – kort sagt: hva slags dyder som bør være styrende for våre handlinger. Dydsetikken løfter frem de idealer og holdninger som bør ligge til grunn for handlingsvalgene våre, og fungerer slik som en viktig utfylling til plikt- og konsekvensperspektivene. Fra dydsetikkens ståsted er det relevant å spørre: Som et norsk statlig fond med ansvar overfor mange generasjoner, *hva slags verdier skal Statens pensjonsfond - Utland reflektere, og hva slags institusjon skal man være?* Å stille disse spørsmålene trenger ikke medføre en naiv forestilling om at man kan være uskyldig eller perfekt i all sin fremferd, eller at man skal gjøre noe helt annet enn det som er ens hovedoppgave: å forvalte finansielle verdier på en profesjonell og lønnsom måte. Men det fordrer at man faktisk tar selvbilde, idealer og holdninger på alvor. I forretningsetikken og profesjonsetikken mer

TEMAARTIKKEL 2

generelt er dette blitt stadig mer fremtredende: Man snakker ofte om å bygge en "merkevare" og derigjennom stå frem på ærlig vis – for ens ansatte, kunder og omverdenen – med en profil og med verdier som skaper tillit. Denne tanken er også relevant for investoren. Ikke minst må man være seg bevisst hvem som eier de pengene man forvalter og hva slags verdier eierne har. For Statens pensjonsfond – Utland er disse verdiene uttrykt gjennom politiske vedtak som er styrende for fondets drift. Her snakker vi bl.a. om rettferdighet, ærlighet, lovlighet og respekt for andre mennesker og deres rettigheter. Man må handle i tråd med disse verdiene på en måte som sikrer fondet tillit hos dem som eier det – og som samtidig skaper tillit hos andre investorer og i selskapene og markedene der man er investert. Dermed ser vi at samtalen om etikens plass i investeringsvirksomheten og eierskapsutøvelsen ikke bare består i å identifisere rette og gale handlinger, gode og dårlige investeringer, etiske og uetiske selskaper, men også i å klargjøre *hvem man selv er*, og hva slags holdninger og verdier man ønsker å reflektere. Dette har dessuten følger for yrkesetikken i investeringsorganisasjonen: Det ansvaret og de normene som skal virke styrende for investeringene, må også gjennomsyre den daglige virksomheten i organisasjonen.

Alle disse tre perspektivene kan på fruktbart vis brukes i arbeidet med å sikre en eierskapsutøvelse i Statens pensjonsfond - Utland som ivaretar de etiske hensynene som vi finner i fondets retningslinjer. Dette kommer ikke i motsetning til de finansielle målene, men fremstår snarere som en ytterligere forsikring om at veien som fører til målene, er den rette – både økonomisk og etisk. Vi søker med andre ord både å identifisere (a) de grunnleggende plikter som fondet er avhengig av at andre følger – og som vi som kapitalforvaltere selv må følge, (b) de konsekvenser vi skal tilstrebe å medvirke til gjennom våre handlinger, og (c) de dyder og holdninger som skal prege vår virksomhet. Slik ser vi at den etiske refleksjonen om fondsforvaltningen generelt, og om eierskapsutøvelsen spesielt, langt fra er enkel og endimensjonal, men den er – og skal til enhver tid være – sammensatt og flerdimensjonal.



TEMAARTIKKEL 2

Eierstyring – den filosofiske begynnelsen

Finnes det en historisk kopling mellom eierstyring og moralfilosofi? Svaret er et klart ja. Hugo Grotius (1583-1645), folkerettens far og en av den moderne tids viktigste moralfilosof, bidro i sin tid også til tilblivelsen av begrepet eierstyring.

I 1604 ble Nederland rystet av en feide som hadde splittet aksjonærene i det rike og mektige nederlandske Ostindiakompaniet. Dette var en av de første registrerte tvistene om det som i dag gjerne kalles "corporate governance", på norsk eierstyring eller eierskapsutøvelse. Striden oppstod da det portugisiske handelsskipet *St. Catherine* ett år tidligere ble oppbrakt i Malakka-stredet av en nederlandsk sjøkaptein fra et rederi i Amsterdam, som konfiskerte den verdifulle lasten. De forente provinser (som Nederland tidligere ble kalt) var da i krig med det spanske imperiet, men konflikten hadde ennå ikke spredt seg til en handelsutpost som Indonesia. Oppbringelsen av *St. Catherine* representerte dermed en betydelig opptrapping av en konflikt som til da hadde vært begrenset til europeiske farvann. Den nederlandske sjøkapteinen rettfærdiggjorde sin oppførsel ved å vise til et rettsprinsipp som den gang var alminnelig anerkjent, nemlig at også private hadde adgang til beslaglegge fiendens eiendom i krigstid. Lovligheten av oppbringelsen ble prøvd for retten i De forente provinser, og sjøkapteinen fikk til slutt medhold. Utbyttet etter oppbringelsen ble så tilkjent Ostindiakompaniet, som nettopp hadde fusjonert med rederiet i Amsterdam.

Straks etter gikk en gruppe blant Ostindiakompaniets aksjonærer – mange av dem mennonitter, som var erklærte pasifister – til et kraftig felttog mot kjennelsen. Aksjonærene tok moralsk avstand fra dommen og nektet derfor å motta sin andel av den fortjeneste priseretten hadde tilkjent dem, og de krevde også at selskapet måtte avstå fra slik ussel vinning.

På dette tidspunktet ble en ung jurist ved navn Hugo de Groot ("Grotius" var hans latinske pseudonym) trukket inn i striden. I dag er Grotius mest kjent for sin monumentale avhandling *Om krigens og fredens rett*, men den gang var han bare 21 år gammel, om enn allerede en respektert tenker. Han fikk i oppdrag av Ostindiakompaniet å analysere de juridiske og moralske sidene ved denne komplekse saken, og den unge Grotius begikk et verk på over 300 sider – *De Iure Praedae* (Om krigsbytte-retten). I dette verket går han grundig inn i alle sakens sider, men ender til syvende og sist med å forsvare selskapet, og ikke minoritetsaksjonærene.



Verket ble ikke utgitt i forfatterens levetid. Det ble oppdaget på nytt først i 1864 og er i dag omfattet med stor interesse. Det representerer muligens det første systematiske forsøket på å redegjøre inngående for hvordan internasjonal handel, krig, eierrettigheter og eierforpliktelser, jakten på fortjeneste og offentlige reguleringer spiller sammen og dermed utfordrer selv de klokeste hoder. Hugo Grotius ga oss dermed det første moralske og juridiske kartet over en rekke viktige forhold som selskapseiere fremdeles – ja, i økende grad – må forholde seg til.





Aksjonærenes rettigheter

Som selskapseiere har aksjonærer flere rettigheter som setter dem i stand til å påvirke styringen av selskapet, enten direkte eller gjennom sine valgte representanter i styret. Retten til å stemme på den årlige generalforsamlingen er den viktigste av disse rettighetene. Gjennom utøvelsen av stemmeretten velger aksjonærene selskapets styre og treffer beslutninger som er av grunnleggende betydning for selskapet. Dersom stemmeretten skal være effektiv, må aksjonærene også ha rett til å fremme forslag for generalforsamlingen, og ha rett til å motta fyllestgjørende og korrekt informasjon i rett tid fra selskapet.

Aksjonærdemokrati

Uttrykket "aksjonærdemokrati" brukes vanligvis i forbindelse med aksjonærenes utøvelse av stemmeretten. Aksjonærdemokratiet er en viktig del av de ulike prosessene som styrer et selskap. Et velfungerende aksjonærdemokrati må som et minimum sikre at aksjonærene velger et styre som er sammensatt av kvalifiserte personer. Styret skal ivareta alle aksjonærenes interesser og være i stand til å føre effektiv kontroll med styringen av selskapet. En annen viktig oppgave for aksjonærdemokratiet er å løse konflikter aksjonærene imellom. Store selskaper har mange eiere, som vil kunne ha forskjellige interesser og være uenige om hvilken strategi selskapet bør følge. Det er derfor nødvendig med prosedyrer som kan samle og forene de ulike synspunktene til en helhetlig politikk for selskapet.

Selv om det er interessante paralleller mellom det politiske demokratiet og aksjonærdemokratiet, er det også viktige forskjeller. En vesentlig forskjell er at aksjonærene har rett til å avhende aksjene, mens borgerne i et demo-

krati ikke har en tilsvarende rett til å selge sitt statsborgerskap. I den grad aksjonærer har denne rettigheten, kan de "stemme med føttene" ved å selge sine aksjer hvis de ikke er fornøyd med selskapsledelsen. Aksjonærenes anledning til å avhende aksjene er likevel ofte begrenset. Ved å iverksette ulike tiltak mot oppkjøp kan selskapet begrense eiernes muligheter for å selge sine aksjer til budgivere som styret ikke liker. En viktig oppgave for aksjonærdemokratiet er å verne om aksjonærenes rett til å avhende sine aksjer.

Det har vært en vanlig oppfatning at investorer ikke trenger å bruke sin stemmerett på generalforsamlingen, all den tid de har en mulighet for å avhende aksjene sine. Aksjonærer innser imidlertid i stadig større grad at det er viktig å være aktive deltakere i aksjonærdemokratiet, selv om aksjene kan selges. En av grunnene til dette er at enkelte investorer i praksis er nødt til å forbli investerte i bestemte selskaper, selv om det i og for seg ikke foreligger noen begrensninger på retten til å selge.

TEMAARTIKKEL 3

For eksempel er mange store internasjonale fond, som Statens pensjonsfond - Utland, bredt plassert i markeder over hele verden og har en lang tidshorison for sine investeringer. Disse fondene vil være avhengige av å forbli bredt investerte, og det å selge sine aksjer vil ofte ikke være et alternativ. En annen grunn til at søkelyset i økende grad rettes mot aksjonærenes demokratiske rettigheter, er en erkjennelse av at avhendingsretten ikke i tilstrekkelig grad kan beskytte minoritetsaksjonærene mot å bli utnyttet av selskapsledelsen eller av kontrollerende aksjonærer.

Utøvelse av de demokratiske eierrettighetene gir minoritetsaksjonærene en mulighet til å beskytte sine finansielle interesser. Aksjo-

nærdemokrati og eierskapsutøvelse kan derfor betraktes som virkemidler mot de agentproblemene som oppstår når kontroll og eierskap holdes atskilt. Avtalen mellom eiere og ledelse vil ikke kunne løse agentproblemene fullstendig, og den fulle kontrollen over selskapet kan ikke overføres til ledelsen.

Aksjonærdemokratiet skiller seg fra det politiske demokratiet også med hensyn til sin begrunnelse, ettersom det er finansielle interesser som er hovedårsaken til at investorer er opptatt av aksjonærdemokrati og god virksomhetsstyring. Det er imidlertid også viktige etiske argumenter for at investorer bør delta i aksjonærdemokratiet. Eierskapsstyring kan betraktes som et kollektivt gode fordi alle aksjo-

nærer, og muligens også andre interessenter, høster fordeler av ressurser brukt på eierskapsstyring, mens bare de som deltar i eierskapsstyringen, bærer kostnadene. Det er grunn til å tro at dette "kollektivt gode"-aspektet ved eierskapsstyring har ført til at for lite ressurser har blitt brukt til eierskapsstyring, og at dette igjen har bidratt til de mange selskapsskandalene og til feil bruk av samfunnets ressurser. Det er derfor mulig å hevde at aksjonærer har et moralsk ansvar for å redusere dette problemet, og at store institusjonelle investorer har en særlig plikt til å delta i arbeidet med eierskapsstyring.

Stemmerett

Ikke alle aksjeklasser gir eieren en formell stemmerett, og rettighetene er ikke alltid likt fordelt blant alle innehavere av den samme aksjeklassen. Det er likevel en vanlig oppfatning at aksjonærenes stemmerettigheter bør være fordelt i forhold til kapitalen den enkelte aksjonær risikerer i selskapet. I USA følger de fleste børsnoterte selskaper prinsippet om "én aksje – én stemme", slik at hver aksje gir den samme stemmerett. I Europa er en tredjedel av selskapene i aksjeindeksen FTSE Eurofirst 300, som inkluderer de 300 største selskapene i Europa, dominert av store aksjonærer som kontrollerer majoriteten av stemmerettighetene uten å eie majoriteten av aksjekapitalen. Ulike avvik fra prinsippet om "én aksje – én stemme" og konsekvensene av disse avvikene vil bli nærmere drøftet i ramme 1.

I dag er det ingen felles standarder som regulerer det brede spekteret av eksisterende praktiseringer rundt stemmegivning. Selv innenfor ett og samme marked kan kravene variere. Den euro-

peiske union bemerker i handlingsplanen som blant annet skal styrke eierskapsstyringen i EU, "Action Plan on Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU", at det er hindringer som vanskeliggjør stemmegivning på tvers av landegrensene. I europeiske land sitter utlendinger med mellom 30 og 80 prosent av aksjene i børsnoterte selskaper, og det blir anført i rapporten at nasjonale lovbestemmelser om generalforsamling og stemmegivning ikke er tilpasset dette forholdet.

Store institusjonelle aksjonærer eier ofte aksjer i flere tusen selskaper, og det ville være umulig for dem å møte på generalforsamling i alle disse selskapene. Investorene oppnevner derfor gjerne en representant som møter på generalforsamlingen og stemmer på deres vegne. Representanten har den samme rett som en aksjonær til å ta ordet og stemme på møtet. Avstemningsregler som historisk sett kan ha vært godt begrunnet, er i mange land ikke blitt tilpasset slik at det tas høyde for denne

type investorer. Viktige hindringer for utøvelse av aksjonærenes stemmerett er:

- *Strengt krav til stemmeberettigelse:* De fleste markeder krever at en investor utsteder en fullmakt som gir en annen rett til å stemme i sitt sted. Andre markeder krever at en investor for å bli stemmeberettiget registrerer sine aksjer på nytt i eget navn, og ikke i navnet til depotbanken. Begge disse prosessene tar ofte unødig lang tid og er ressurskrevende.
- *Blokkering av aksjer:* I en rekke markeder, særlig de europeiske, vil en investor som ønsker å stemme, få sine aksjer blokkert. Dette innebærer at investoren i et nærmere bestemt tidsrom fram til generalforsamlingen er over, ikke har rett til å selge sine aksjer i selskapet. I praksis betyr dette at investoren må velge mellom å utøve stemmeretten og å beholde friheten til å selge aksjer uten restriksjoner. Selv om denne praksisen nå blir lagt om i mange markeder, er dette fremdeles et stort hinder for stemmegivning mange steder.
- *Ingen elektronisk stemmegivning:* I de fleste land er elektronisk stemmegivning ikke tillatt. Enkelte markeder har åpnet for dette, blant annet USA, Australia, Japan, Storbritannia og Tyskland, men det er langt fra gjennomført i alle selskaper. Om elektronisk stemmegivning ble tillatt, ville dette redusere aksjonærenes kostnader i forbindelse med stemmegivning.
- *Stemmer avgitt ved fullmektig teller ikke:* I de fleste markeder telles stemmer avgitt ved fullmektig opp bare dersom det stemmes skriftlig, og ikke ved håndsopprekning. Hvis det er håndsopprekning, har hver person én stemme uansett størrelsen på aksjebeholdningen.

Fastsettelse av dagsorden

Et velfungerende aksjonær-demokrati avhenger ikke bare av at aksjonærene i praksis har mulighet til å stemme, men også av hvilke saker aksjonærene får anledning til å stemme over. Som regel er det selskapsledelsen som kaller inn til generalforsamling og dermed bestemmer dagsordenen. Enkelte saker må ledelsen legge fram for godkjenning av generalforsamlingen, men her varierer kravene i de ulike rettssystemene. De ulike børsene kan i tillegg kreve at enkelte, viktige beslutninger legges fram for aksjonærene til godkjenning. De fleste internasjonale retningslinjer og mange nasjonale regelverk for virksomhetsstyring erkjenner at aksjonærer bør ha makt til å avsette styremedlemmer og oppnevne og avsette revisorer, og til å godkjenne visse grunnleggende endringer i selskapet og visse transaksjoner som innebærer en særlig risiko for selskapskapitalen.

Til tross for at det er en allmenn oppfatning at aksjonærene bør ha rett til å avsette styremedlemmer, er det mange forhold som hindrer dette, og hindringene varierer fra land til land. I USA velges styremedlemmer ved pluralitetsavstemning, og i ramme 2 er det nærmere beskrevet hvordan dette systemet, kombinert med den praksis at det sittende styret bestemmer navnene på styrekandidatene, begrenser aksjonærenes innflytelse ved styrevalg. I Europa er det vanlig praksis at ikke samtlige, men bare enkelte styremedlemmer er på valg hvert år. Dermed blir det vanskelig å skifte ut det sittende styret, både når det er motkandidater og ved fiendtlig overtakelse. Vanligvis har likevel aksjonærer i Europa, i hvert fall majoritetsaksjonærer, mer de skulle ha sagt ved tildeling av styreverv enn hva som er tilfellet i amerikanske selskaper. Dette

skyldes ikke minst det faktum at eierskapet er mer spredt i amerikanske selskaper, noe som gjerne går på bekostning av aksjonærenes makt i forhold til ledelsen.

Formelt tilligger det styret, ofte gjennom en kompensasjonskomité, å bestemme belønningsstrukturene for den øverste ledelsen. For liten aksjonærkontroll over styrene, og styre som har for tette bånd til ledelsen, har derfor gitt aksjonærene mindre kontroll over insentivstrukturer. Dette problemet er større i USA enn i de fleste andre land.

Det er alminnelig enighet om at aksjonærer bør ha beslutningsrett i saker som er av avgjørende betydning for selskapet, som for eksempel fusjon, konsolidering, salg av alle aktiva eller oppløsning av selskapet. Denne retten er imidlertid også ofte begrenset. I mange rettssystemer har styret rett til å innføre ulike typer tiltak mot oppkjøp uten at dette behøver å godkjennes av aksjonærene. I ramme 3 drøfter vi én type tiltak, nemlig såkalte giftpill.

OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse fastslår at aksjonærene må gis behørig mulighet til å sette saker på en generalforsamlings dagsorden, innen rimelighetens grenser. De fleste land opererer med en prosentvis andel av aksjekapitalen som terskel for aksjonærer som krever at en sak skal tas opp til behandling på generalforsamlingen. Enkelte rettssystemer har også en alternativ terskel i form av mengde innbetalt kapital eller et minimum antall aksjonærer. I Europa ligger aksjekapitalterskelen vanligvis mellom 5 og 20 prosent. I noen få land kan enhver aksjonær sette saker på dagsordenen, for eksempel i Danmark, Sverige og Canada. I de fleste europeiske land må informasjon om aksjonærforslag sendes ut til samtlige aksjonærer



for selskapets regning. I USA kan en aksjonær som i minst ett år har sittet med minst én prosent av aksjene eller med 2000 dollar i markedsverdi, fremme ett forslag, som så skal sendes ut for selskapets regning.

Aksjonærer kan også sette saker på agendaen ved å kalle inn til generalforsamling. I enkelte rettssystemer er det satt en høy terskel for at aksjonærer kan innkalle til generalforsamling. I de fleste store markeder varierer terskelen fra 5 til 20 prosent av stemmeberettiget kapital. I den amerikanske delstaten Delaware, der de fleste selskaper i USA er registrert, er det bare styret som har lovfestet rett til å innkalle til ekstraordinær generalforsamling.

Det er også viktige internasjonale forskjeller med hensyn til hvorvidt generalforsamlingens vedtak på aksjonærforslag er bindende eller ikke. Et aksjonærforslag i USA er oftest ikke å anse som bindende, men kun et råd som styret kan velge å følge eller

å se bort fra. I USA kan selskapet også unnlate å ta aksjonærforslaget med på generalforsamlingen dersom saken gjelder selskapets "ordinære forretningsvirksomhet", med den begrunnelse at aksjonærer ikke bør ha makt til å styre selskapet på "mikronivå". Aksjonærforslag i USA behøver heller ikke behandles i generalforsamlingen dersom forslaget gjelder aktiviteter som ikke er viktige for selskapet.

En annen viktig forskjell mellom selskaper i USA og Europa er muligheten for å fremme forslag om endringer i selskapets vedtekter. I de fleste amerikanske selskaper er det bare styret som kan foreslå slike endringer. I Europa kan aksjonærer gjøre dette, ofte under forutsetning av en viss aksjebeholdning, og på det vilkår at forslaget får såkalt supermajoritet, dvs. oppfyller et gitt flertallskrav som er strengere enn et simpelt flertall.

Aksjonærenes rett til informasjon

Aksjonærene er helt avhengige av å bli informert om selskapets løpende virksomhet for å kunne bruke stemmeretten sin effektivt. Veksten i internasjonalt institusjonelt aksjeeierskap aktualiserer spørsmålet om effektiv kommunikasjon mellom eier og selskap. Alle aksjonærer bør, så langt det er mulig, gis samtidig og lik tilgang til vesentlig informasjon fra et børsnotert selskap om dets virksomhet.

Selskapene kan informere sine aksjonærer gjennom ulike kanaler, som for eksempel årsberetning, informasjon sendt ut i forkant av generalforsamlingen, selve generalforsamlingen, selskapets nettsider, børsmeldinger, pressemeldinger og møter med ledelsen og styret. Årsberetningen er kanskje den viktigste kanalen av alle. Hvilken type informasjon som må tas med i årsberetningen, varierer imidlertid fra land til land. For eksempel har Securities and Exchange Commission (det amerikanske kreditt-tilsynet) nylig foreslått at selskaper i USA må offentliggjøre enkeltheter om toppledelsens lønnsbetingelser, mens dette ikke er nødvendig i de fleste andre land, i hvert fall ikke i samme grad.

I mange fremvoksende markeder ("emerging markets") er det ofte slik at selskapene ikke sender ut stemmesedler eller informasjon om generalforsamlingen i det hele tatt. Det kan skyldes at lovverket er svakt, og at det ikke finnes noen reguleringsmyndighet som ser til at det regelverk som finnes, blir etterlevd. Aksjonærene må åpenbart ha kjennskap til dagsorden og tidspunkt for generalforsamlingen for å kunne delta i aksjonærdemokratiet. Enkelte selskaper sender ut møteinnkalling og informasjon om dagsordenen kun på landets eget språk. Enkelte ganger kommer det en oversettelse, men ofte først etter noen tid. Utenlandske investorer mottar derfor gjerne ikke informasjon i tide til å kunne foreta informert stemmegivning.

I de fleste utviklede markeder er det lovfestet hvilken informasjon som skal følge med en innkalling til generalforsamling, men dette er ikke alltid tilstrekkelig til at aksjonærene kan treffe informerte beslutninger, og kvaliteten på informasjonen er svært ujevn i de ulike markedene. Informasjonsproblemet forsterkes ved det faktum at det ofte er en kjede av finansielle mellommenn mellom aksjeutsteder og investor. Gjennom denne kjeden, som blant annet består av registerførere, lokale depotban-

ker, globale depotbanker, kapitalforvaltere og eksterne tjenesteytere, er det meningen at informasjon og stemmesedler skal flyte fra utsteder til egentlig eier, og så tilbake igjen med stemmeinstruks. I USA har Securities and Exchange Commission nylig foreslått at selskapene skal ha anledning til å bruke Internett til å levere informasjon om generalforsamling og stemmesedler.

Generalforsamlingen er en annen viktig kilde til informasjon for aksjonærene. På generalforsamlingen har aksjonærene mulighet til å få informasjon om styrets arbeid og videre planer, og ellers ansvarliggjøre styret ved å stille spørsmål. I mange markeder begrenses

imidlertid aksjonærenes adgang til disse møtene gjennom krav om at en investor bare kan møte på generalforsamlingen dersom visse forutsetninger er oppfylt, for eksempel at man har sittet med en aksjebeholdning over et bestemt nivå, eller at man har eid aksjene i en viss tidsperiode.

Aksjonærer har også rett til å kommunisere med og møte selskapets ledelse og styre. Imidlertid er ikke alltid selskapsledelsen villig til å møte aksjonærene – det avhenger av hva slags og hvor stor eier det er tale om, og av hvordan denne rettigheten er regulert i de ulike markedene. Det kan også være vanskelig for aksjonærene å få direkte tilgang til styret.



Bedre virksomhetsstyring

Institusjonelle investorer engasjerer seg i virksomhetsstyringen med sikte på å bedre aksjonærenes mulighet for å påvirke styringen av de selskapene de eier. Med utgangspunkt i drøftingen ovenfor kan tre saker identifiseres som viktige for institusjonelle investorer.

For det første er det viktig å bedre aksjonærenes mulighet til å benytte stemmeretten, og særlig gjelder dette utenlandske investorer. Slike saker står på dagsordenen i investornettverk som International Corporate Governance Network (ICGN). Et nytt utkast til EU-regler, som nå er godkjent av Kommissjonen, tar sikte på å fjerne mange av de hindringer som aksjonærer støter på når de opererer over landegrensene. Utkastet må også godkjennes av Europaparlamentet og EUs medlemsstater før det kan tre i kraft.

For det andre kan aksjo-

nærenes kontroll over styret og deres rett til å fremme forslag på generalforsamlingen bli bedre i mange markeder. Innføring av flertallsavgjørelser i USA og gjennomføring av prinsippet om "én aksje – én stemme" i europeiske land vil kunne være skritt i riktig retning. Mer generelt bør institusjonelle aksjonærer som Norges Bank arbeide for økt aksjonærinnflytelse og flere uavhengige styremedlemmer. For å kunne oppnå en god virksomhetsstyring må det være et minstekrav at aksjonærene er i stand til å fjerne styret. Norges Bank støtter derfor aksjonærforslag som øker aksjonærenes innflytelse, for eksempel forslag om at samtlige styremedlemmer skal være på valg hvert år, og at valget skal avgjøres ved stemmeflertall. Norges Bank kan også komme til å stemme mot eller avstå fra å stemme på et styremed-

lem dersom det ikke er et flertall av uavhengige medlemmer i styret, eller hvis styret har unnlatt å ta de nødvendige skritt for å gjennomføre aksjonærforslag som fikk flertallets støtte på tidligere års generalforsamlinger.

Og så til slutt: prinsippet om åpenhet og innsyn står helt sentralt dersom man ønsker å oppnå en god virksomhetsstyring. Enkelte retts- og reguleringsreformer har, sammen med ny teknologi, gitt større åpenhet og innsyn. Det er likevel nødvendig å arbeide med både selskapene og reguleringsmyndighetene for å sikre at samtlige aksjonærer mottar fyllestgjørende og korrekt informasjon i rett tid fra selskapet.

Informasjonen må også omfatte hvordan selskapet påvirker sine omgivelser, slik at aksjonærene kan forholde seg til risikoen i virksomheten.

TEMAARTIKKEL 3

**Ramme 1:****Prinsippet om "én aksje – én stemme" i Europa**

Det er en vanlig oppfatning at aksjonærenes stemmerett bør være proporsjonal med den kapital de risikerer i selskapet. I USA følger de fleste børsnoterte selskaper prinsippet om "én aksje – én stemme". I store deler av Europa er det ikke slik; makten er konsentrert i hendene på en minoritet bestående av mektige aksjonærer som kontrollerer de fleste stemmene. Slike kapitalstrukturer befester stillingen til visse aksjonærer og selskapsledelsen, og begrenser mulighetene for oppkjøp. Forskning og markedsempiri har vist at selskaper som avviker fra "én aksje – én stemme" – eller har andre mekanismer som begrenser mulighetene for oppkjøp – typisk omsettes til lavere kurser enn liknende selskaper uten slike strukturer. I markeder med slike kapitalstrukturer blir den sentrale utfordringen i eierskapsutøvelsen og virksomhetsstyringen å beskytte interessene til aksjonærer med små eierposter.

En tredjedel av de europeiske foretakene som inngår i aksjeindeksen FTSE Eurofirst 300, som inkluderer de 300 største selskapene i Europa, følger ikke prinsippet om "én aksje – én stemme".¹ Den høyeste andelen selskaper som avviker fra prinsippet, befinner seg i Nederland, Sverige og Frankrike. EUs kommisjonsmedlem for det indre marked, Charlie McCreevy, sier at

han forsøker å fjerne forskjellsbehandlingen av aksjonærer ved å innføre prinsippet om "én aksje – én stemme" i hele EU.² EU-kommisjonen fokuserer på selskaper og stater som vanskeliggjør utenlandske investeringer gjennom aksjer med spesielle rettigheter ("golden shares") eller nasjonalt lovverk som gir en rett tilsvarende den som vanligvis følger med slike aksjer. EU-domstolen har dømt Spania, Storbritannia og Portugal for brudd på prinsippet om fri bevegelighet for kapital. Samtidig oppfylte ikke den nye versjonen av EUs overtakelsesdirektiv som ble vedtatt i 2003, målsettingen om å sikre at aksjonærer i kraft av å være eiere har rett til, i forhold til hvor mye kapital de har skutt inn, å beslutte om et kjøpstilbud skal godtas eller ikke. I direktivet heter det at stemmeretten kan settes til side dersom den ikke gjenspeiler den kapitalen investorene har bidratt med, men medlemsstatene har rett til å reservere seg mot denne bestemmelsen.

De vanligste avvikene fra prinsippet om "én aksje – én stemme" er:

- **Aksjer med utvidet stemmerett:** Aksjer med utvidet stemmerett skaper en vridning i forholdet mellom finansielt eierskap og stemmemakt. Det vil ofte være slik at aksjer med ekstra stemmerettigheter ikke

avhendes, og dermed semantiseres en aksjonærs dominerende stilling. Aksjer med utvidet stemmerett blir vanligvis tildelt bestemte parter og ikke omsatt i aksjemarkedet, slik at det ikke finnes noen prismekanisme som kan regulere denne forskjellen. De fleste selskaper i Frankrike, Sverige og Nederland opererer med denne type aksjer.

- **Aksjer med fortrinnsrett og spesielle rettigheter:** Slike aksjer gir innehaverne bestemte rettigheter uavhengig av hvor stor eierandel de har. Denne type aksjer er vanligst i nederlandske selskaper. Rettighetene varierer fra selskap til selskap og er nedfelt i selskapets vedtekter. Det kan handle om alt fra retten til å foreslå bestemte kandidater til styreverv, retten til direkte å oppnevne styremedlemmer eller til å nedlegge veto mot et vedtak som er gjort på generalforsamlingen. "Golden shares" er aksjer med fortrinnsrett utstedt til fordel for regjeringen i landet der selskapet er registrert. Tysk og spansk lovverk inneholder bestemmelser som gir staten ekstraordinære fullmakter i form av slike aksjer i enkelte selskaper.

- **Maksimumsgrense for stemmerett:** Ti prosent av euro-

peiske selskaper, spesielt i Spania, Sveits, Italia og Tyskland, har maksimumsgrenser for en aksjonærs stemmerett. Slike grenser forbyr aksjonærer å stemme over en viss terskel, uansett hvor mange aksjer de sitter med.

- **Aksjer uten stemmerett:** Slike aksjer kan være preferanseaksjer eller ikke, dvs. med eller uten spesielle rettigheter knyttet til utbytte. Det er et diskusjonstema om preferanseaksjer uten stemmerett bør betraktes som et unntak fra prinsippet om "én aksje – én stemme", siden det gis preferanseutbytte som kompensasjon for manglende stemmerett. Aksjer uten stemmerett og uten preferanseutbytte blir ofte benyttet for å gi en uforholdsmessig makt til strategiske aksjonærer, slik en ser det i en rekke selskaper i Sveits, Storbritannia og Frankrike.

Gjennom sine prinsipper for eierskapsstyring og sin stemmegivning vil Norges Bank oppmuntre til at hver aksje får én stemme uten noen maksimumsgrense for bruk av stemmeretten.

¹ Se "Application of the one share – one vote principle in Europe", Deminor 2005.

² Financial Times 10. oktober 2005.

TEMAARTIKKEL 3

Ramme 2:**Styrevalg i USA**

Hvordan selskapets styremedlemmer blir valgt, er av grunnleggende betydning for aksjonærenes mulighet til å påvirke styringen av selskapet de eier. Ettersom styremedlemmene i prinsippet representerer aksjonærenes interesser, følger det av tanken om aksjonærdemokrati at aksjonærer bør kunne bestemme hvem det er som skal representere dem.

I de fleste selskaper i USA har aksjonærene i realiteten svært liten innflytelse over hvem som representerer dem i styret, ettersom styremedlemmene blir valgt ved pluralitetsavstemning. I et slikt system blir et styremedlem valgt dersom han eller hun får flere stemmer enn noen andre motkandidater. Et styremedlem kan derfor bli valgt selv om hun ikke har støtte fra majoriteten av aksjonærene. Den opprinnelige begrunnelsen for pluralitetsavstemning var å sikre valg av styremedlemmer i valg med flere kandidater. Men ettersom det i de fleste styrevalg ikke er flere kandidater, innebærer denne regelen at det kan bli valgt styremedlemmer med én eneste stemme.

I prinsippet kan aksjonærer foreslå sin egen kandidat, men kostnadene forbundet med dette

er så høye at det ikke er en reell valgmulighet for de fleste aksjonærer. En aksjonær som motsetter seg valget av en bestemt kandidat, har ingen annen mulighet for å signalisere uenighet enn ved å unnlate å stemme. Imidlertid har dette vist seg å være en lite effektiv løsning dersom en ønsker å hindre valg av styremedlemmer som ikke har aksjonærstøtte. I mange selskaper blir styremedlemmer valgt selv om et flertall av de stemmeberettigede unnlater å stemme. Det faktum at styremedlemmene ikke er avhengige av aksjonærenes støtte for å bli valgt, fører til uklare ansvarsforhold.

En regel om stemmeflertall, dvs. at styremedlemmer må ha et flertall av stemmene for å bli valgt, er foreslått for at styremedlemmene lettere skal kunne stilles til ansvar. Denne regelen er vanlig i Europa, og enkelte selskaper i USA har også vedtatt den. Regelen om stemmeflertall løser ikke alle problemene med hensyn til å ansvarliggjøre styremedlemmene, fordi de som ikke får støtte fra flertallet, vil fortsette i vervet til en etterfølger er valgt ved stemmeflertall. Kritikere hevder at flertallsavstemning vil gi mange ubesvarte spørsmål og utilsiktede konsekvenser. Dessuten gir ikke

en omlegging til flertallsavstemning aksjonærene noen myndighet til å velge ut kandidater til styrevervet. Dette ville fremdeles være styrets ansvar. Omlegging til flertallsavstemning vil likevel være et skritt i riktig retning ved at aksjonærene da vil kunne gi uttrykk for sin misnøye med styret, og ved at aksjonærene får mulighet til å avgjøre stemmer som, i det minste etter en viss tid, vil føre til at styremedlemmer blir avsatt.

I løpet av 2005 ble spørsmålet om flertallsavstemning i styrevalg en viktig sak, med mer enn 60 ikke-bindende aksjonærforslag om omlegging fra pluralitetsavstemning til flertallsavstemning. Norges Bank har, i likhet med mange andre institusjonelle investorer det er naturlig å sammenligne seg med, støttet slike forslag. Mer enn et dusin slike forslag fikk støtte fra flertallet, og mer enn 50 fikk om lag 45 prosent støtte. Enkelte selskaper har i etterkant annonsert at de vil innføre flertallsvalg, mens andre har sagt at de vil endre sine prinsipper slik at et styremedlem som ikke får støtte fra flertallet, må være villig til å fratredersom styret ønsker det.



TEMAARTIKKEL 3

Ramme 3:**Giftpiller ("Poison pills")**

Giftpiller representerer det vanligste forsvaret mot oppkjøp i USA, og det mest kontroversielle. Som ordet antyder, er en giftpille en strategi som forsøker å hindre uønskede oppkjøp ved å øke kostnaden eller redusere gevinsten for den som forsøker å skaffe seg en kontrollerende eierandel i selskapet. Giftpiller ble populære i USA i begynnelsen av åttiårene, som svar på en økende tendens til fiendtlige oppkjøp. Det var en tid tvil om hvorvidt giftpiller var lovlige, og de langt fleste slike piller ble innført etter november 1985, da Delawares høyesterett gav et selskap medhold i at det hadde rett til å vedta en giftpille uten aksjonærenes godkjenning. Mer enn 3000 giftpiller er på plass i større selskaper i USA, inkludert i mer enn to tredjedeler av selskapene i aksjeindeksen S&P 500, som inkluderer 500 ledende selskaper i USA.

Det finnes flere typer giftpiller. Den vanligste versjonen i dag er en kombinasjon av såkalt "flip-over" og "flip-in". Ved flip-over kan aksjonærene erverve oppkjøperens aksjer til redusert pris etter en fusjon, noe som gjør fusjonen betraktelig dyrere. Et eksempel på en flip-over kan være når aksjonærer har rett til å kjøpe aksjer fra oppkjøperen i forholdet to til én i enhver påfølgende fusjon. Flip-over kombineres ofte med flip-in, som gir eksisterende aksjonærer (men ikke oppkjøperen) rett til å kjøpe flere aksjer til redusert pris, selv om oppkjøperen ikke gjennomfører fusjonen. Denne rettigheten utløses dersom oppkjøperens eierandel går over en bestemt terskel (vanligvis mellom 20 og 50 prosent av utestående aksjer). Når en slik rettighet kombineres med en bestemmelse om flip-over, blir aksjeoppkjøp med sikte på fiendtlig overtakelse svært kostbart.

Tilhengerne av giftpiller mener at pillene øker aksjonærenes verdier fordi de tvinger potensielle oppkjøpere til å forhandle med selskapets styre og gjør at oppkjøper ikke kan utnytte aksjonærenes manglende evne til å koordinere sine salg. Enkelte studier viser at giftpiller kan hjelpe selskaper som er utsatt for et oppkjøp til å forhandle fram høyere oppkjøpspriser.¹ Det er imidlertid også mange eksempler på at giftpiller har ført til at ledelsen har befestet sin stilling og hindret oppkjøp som ville ha vært i aksjonærenes interesse. Selv om den kurs som betales til selskaper med giftpiller, er høyere enn hva som tilbys ubeskyttede foretak, kan selskapets sjanser for å få et kjøpstilbud bli mindre hvis det finnes en giftpille. Virkningen av en giftpille avhenger sannsynligvis av hvorvidt den benyttes

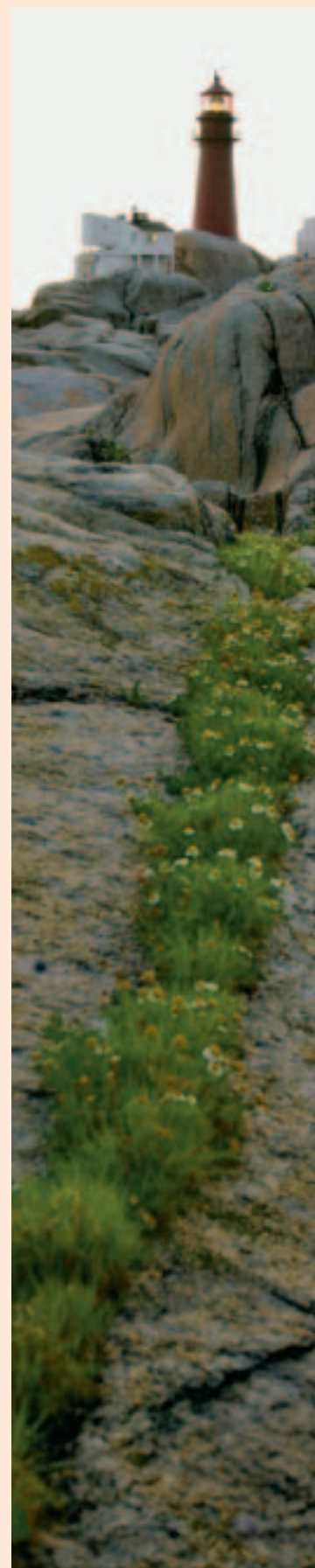
av styremedlemmer som er opptatt av aksjonærenes interesser eller ikke. Dette synet støttes av studier som viser at markedet gjerne reagerer positivt på annonsering av giftpiller når styreflertallet består av eksterne styremedlemmer, og negativt når så ikke er tilfellet. En giftpille kan derfor betraktes som et nyttig forhandlingsverktøy når den er i hendene på lydhare og nøytrale styremedlemmer.

I USA skiller giftpiller seg fra andre tiltak mot oppkjøp ved at de kan vedtas av et styre uten aksjonærenes godkjenning. Fordi slike tiltak gir det sittende styret stor makt, og fordi de har en viktig rolle i prosessen med å bestemme selskapets fremtid, bør aksjonærene ha rett til å stemme over om de skal iverksettes.

Siden årtusenskiftet har tendensen vært at aksjonærene har stemt mot bruk av giftpiller. Som en konsekvens av økt aksjonæraktivisme mot giftpiller har enkelte selskaper grepet til nye motoffensiver i form av giftpiller med såkalte "dead-hand"- og "no-hand"-egenskaper. Dette er tiltak som forhindrer at en fiendtlig oppkjøper fjerner pillen, selv om fusjonens støttespillere får kontroll over styret. Med "dead-hand" er det kun de styremedlemmer som etablerte giftpillen, som kan fjerne den, og med "no-hand" har intet styre rett til å fjerne pillen i en viss tidsperiode.

I 2005 ble det på mer enn 25 generalforsamlinger fremmet ikke-bindende aksjonærforslag om å ta giftpiller opp til avstemning blant aksjonærene. Norges Bank har støttet disse forslagene. Den gjennomsnittlige støtten var nær 60 prosent, og 12 forslag fikk flertall blant de avgitte stemmene. Mange selskaper vedtar fremdeles giftpiller uten å be om aksjonærenes godkjenning. Enkelte selskaper fremmet forslag fra ledelsen om å la aksjonærer godkjenne giftpiller, eller i det minste endre enkelte trekk ved dem. Noen selskaper har i sine forslag om piller begynt å ta med en bestemmelse, såkalt "sunset provision", som innebærer at pillen bare skal gjelde fram til neste års generalforsamling med mindre flertallet av de avgitte stemmer uttrykkelig støtter en forlengelse.

¹ James Cotter, Anil Shivdasani, Marc Zenner, "Independent boards enhance target shareholder wealth during tender offers," *Directorship*, November 1997.



Tidligere publiserte artikler

Tidligere publiserte artikler i årsrapportene for 1998 – 2004 er fremdeles aktuelle.

Disse finnes på Norges Banks nettsider under Kapitalforvaltning.

www.norges-bank.no

Årsrapporten 1998:

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

Årsrapporten 1999:

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

Årsrapporten 2000:

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

Årsrapporten 2001:

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

Årsrapporten 2002:

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

Årsrapporten 2003:

- 1 Resultater fra seks år med aktiv forvaltning
- 2 Høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko
- 3 Erfaringer med eksterne aktive aksjeforvaltere
- 4 Utøvelse av eierrettigheter

Årsrapporten 2004:

- 1 Erfaringer med eksterne aktive renteforvaltere
- 2 Innfasingskostnader i Petroleumsfondet
- 3 Investeringer i det kinesiske aksjemarkedet



Oversikt over finansielle behandlinger



Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Europa	Markedsverdi tusen kroner		Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel	
BELGIA/LUXEMBOURG										
AGFA-Gevaert NV	39 862	0,251	Fimalac	120 376	0,772	United Drug PLC	7 594	0,118		
Almancora Comm Va	22 666	0,055	France Telecom SA	1 783 680	0,409	ITALIA				
Belgacom SA	89 517	0,112	GameLoft	12 978	0,432	ACEA SpA	121 754	0,852		
Colruyt SA	49 430	0,150	Gaz de France	322 570	0,166	AEM SpA	44 591	0,193		
Cumerio	1 033	0,033	Gecina SA	32 076	0,066	Aiitalia SpA	212 998	2,037		
Delhaize Group	158 706	0,380	Groupe Danone	1 137 857	0,613	Alleanza Assicurazioni SpA	163 852	0,232		
Dexia	1 446 248	0,847	Hermes International	231 947	0,379	Amga SpA	9 925	0,216		
Elia System Operator SA/NV	1 695	0,014	Havas SA	8 618	0,069	Assicurazioni Generali SpA	1 388 597	0,462		
Fluxys	30 313	0,234	Imerys SA	67 327	0,217	Autogrill SpA	51 143	0,218		
Fortis	1 212 696	0,433	Ipsen	29 293	0,183	Autostrade SpA	486 627	0,526		
Groupe Bruxelles Lambert SA	244 514	0,267	IPSOS	61 455	0,816	Banca Antonveneta SpA	71 115	0,110		
InBev NV	304 152	0,171	JC Decaux SA	57 555	0,165	Banca Carige SpA	30 952	0,100		
KBC Groep NV	748 509	0,325	Kaufman & Broad SA	84 514	1,398	Banca Fideuram SpA	29 570	0,082		
Mobistar SA	38 990	0,115	Klepierre	37 566	0,128	Banca Intesa SpA	1 541 380	0,631		
Nationale A Portefeuille	153 766	0,421	Lafarge SA	572 535	0,537	Banca Lombarda e Piemontese SpA	135 397	0,437		
Oriflame Cosmetics SA	94 074	0,812	Lagardere SCA	272 249	0,369	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	167 439	0,177		
RTL Group SA	29 757	0,035	LSI	65 496	1,801	Banca Nazionale del Lavoro SpA	164 420	0,241		
Solvay SA	137 769	0,219	L'Oreal SA	664 901	0,211	Banca Popolare dell'Emilia Romagna Scrl	45 969	0,181		
UCB SA	276 957	0,599	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SA	434 449	0,148	Banca Popolare di Milano SCRL	90 277	0,295		
Umicore	89 307	0,435	Maisons France Confort	15 207	0,590	Banca Popolare Italiana	137 977	0,475		
DANMARK			Natexis Banques Populaires	28 073	0,052	Banche Popolari Unite Scrl	222 847	0,438		
AP Moller - Maersk A/S	658 523	0,215	Neopost SA	87 309	0,404	Banco Popolare di Verona e Novara Scrl	269 468	0,531		
Carlsberg A/S	100 910	0,377	Nexans SA	1 279	0,017	Benetton Group SpA	21 499	0,154		
Coloplast A/S	45 668	0,227	Nexity	110 862	1,081	Bulgari SpA	41 912	0,187		
Danisco A/S	103 244	0,402	PagesJaunes Groupe SA	95 313	0,195	Capitalia SpA	232 907	0,268		
Danske Bank A/S	401 921	0,265	Permod-Ricard SA	664 892	0,603	Cassa di Risparmio di Firenze SpA	84 796	0,373		
H Lundbeck A/S	31 186	0,098	Peugeot SA	338 244	0,371	Enel SpA	1 593 402	0,489		
Jyske Bank	161 564	0,773	Pierre & Vacances	74 677	1,548	EnerTAD SpA	12 477	0,569		
Novo-Nordisk A/S	468 678	0,348	PPR	354 863	0,388	ENI SpA	3 281 028	0,438		
Novozymes A/S	82 962	0,323	Publicis Groupe	14 213	0,031	ERG SpA	146 601	0,602		
Royal Unibrew A/S	16 592	0,457	Renault SA	682 574	0,435	Fiat SpA	201 967	0,276		
Sydbank A/S	96 513	0,853	Rodriguez Group	37 211	0,818	Fineco SpA	42 130	0,206		
TDC A/S	313 149	0,391	Sanofi-Aventis	3 991 541	0,482	Fondiarria-Sai SpA	95 389	0,264		
Vestas Wind Systems A/S	90 404	0,466	Schneider Electric SA	669 805	0,492	Geox SpA	19 441	0,101		
William Demant Holding	32 059	0,131	SES Global SA	437 656	0,679	Gruppo Editoriale L'Espresso SpA	29 518	0,191		
ESTLAND			Societe BIC SA	60 381	0,299	Hera SpA	9 115	0,060		
Eesti Telekom	48 452	0,591	Societe des Autoroutes du Nord et de l'Est de la France	54 870	0,131	IFIL - Investments SpA	64 731	0,209		
FINLAND			Societe Des Autoroutes Paris-Rhin-Rhone	71 124	0,130	Italcementi SpA	130 632	0,417		
Cargotec Corp	1	0,000	Societe des Bains de Mer et du Cercle des Etrangers a Monaco	66 464	0,844	Italmobiliare SpA	42 813	0,267		
Citycon Oyj	76 114	2,247	Societe Generale	2 279 943	0,634	Luxottica Group SpA	156 119	0,199		
Elisa Oyj	169 859	0,818	Societe Television Francaise 1	95 704	0,239	Mediaset SpA	111 568	0,132		
Fortum Oyj	89 089	0,080	Sodexo Alliance SA	145 862	0,330	Mediobanca SpA	455 036	0,444		
Kone Oyj	51 807	0,163	Stallergenes	22 377	0,769	Mediolanum SpA	41 948	0,130		
Metso Oyj	115 117	0,440	STMicroelectronics NV	392 043	0,356	Pirelli & C Real Estate SpA	221 303	1,429		
Neste Oil Oyj	211 456	0,432	Suez SA	1 985 692	0,745	Pirelli & C SpA	161 527	0,490		
Nokia Oyj	3 283 782	0,600	Technip SA	297 722	0,760	RCS MediaGroup SpA	69 235	0,286		
Outokumpu Oyj	102 809	0,566	Thomson	240 687	0,623	Riunione Adriatica di Sicurtà SpA	101 323	0,092		
Ramirent Oyj	28 938	0,548	Total SA	1 828 439	0,176	Saipem SpA	205 516	0,421		
Sampo Oyj	312 517	0,466	Ubisoft Entertainment	70 246	1,149	Sanpaolo IMI SpA	1 716 019	0,869		
Sanoma-WSOY Oyj	24 178	0,097	Unibail	206 251	0,504	Seat Pagine Gialle SpA	34 127	0,132		
Stora Enso Oyj	369 379	0,497	Valeo SA	84 872	0,437	Snam Rete Gas SpA	13 909	0,026		
Tietoerator Oyj	75 533	0,389	Vallourec	165 688	0,421	Societa Iniziative Autostradali e Servizi SpA	54 847	0,521		
UPM-Kymmene Oyj	398 322	0,576	Veolia Environnement	294 019	0,236	Telecom Italia SpA	1 765 079	0,486		
FRANKRIKE			Vinci SA	714 982	0,654	Terna SpA	305 293	0,917		
Accor SA	580 173	0,760	Vivendi Universal SA	1 247 835	0,512	UniCredito Italiano SpA	2 943 188	0,610		
Air France-KLM	16 968	0,044	Wendel Investissement	191 461	0,523	Unipol SpA	91 177	0,221		
Air Liquide	634 033	0,448	Zodiac SA	36 864	0,155	LIECHTENSTEIN				
Alcatel SA	566 354	0,518	HELLAS			Liechtenstein Landesbank	12 253	0,091		
Alstom	422 462	0,791	Alpha Bank AE	694 740	1,209	NEDERLAND				
April Group	17 673	0,158	Aspis Pronia General Insurance SA	152	0,032	ABN AMRO Holding NV	2 120 027	0,629		
Arcelor	641 240	0,599	Babis Vovos International Construction SA	28 248	0,750	Aegon NV	944 669	0,538		
Areva SA	74 436	0,065	Coca Cola Hellenic Bottling Co SA	76 250	0,161	Akzo Nobel NV	479 674	0,537		
Assurances Generales de France	170 220	0,135	Cosmote Mobile Telecommunications SA	97 836	0,196	ASML Holding NV	786 998	1,267		
Atos Origin SA	140 596	0,470	EFG Eurobank Ergasias SA	359 734	0,528	BE Semiconductor Industries NV	20 988	1,868		
Autoroutes du Sud de la France	120 971	0,131	Emporiki Bank of Greece SA	97 407	0,327	CNH Global NV	18 471	0,110		
AXA SA	2 820 489	0,587	Fourlis SA	29 192	0,626	Corio NV	68 670	0,279		
Axalto Holding NV	73 886	0,979	Hellenic Petroleum SA	47 476	0,164	Endemol NV	157 187	1,576		
BNP Paribas	3 245 744	0,709	Hellenic Telecommunications Organization SA	454 568	0,645	Eurocommercial Properties NV	125 399	1,534		
Bouygues	512 758	0,476	National Bank of Greece SA	536 104	0,554	Fugro NV	90 662	0,608		
CapGemini SA	138 301	0,388	Navios Maritime Holdings Inc	8 046	0,645	Grolsch NV	27 583	0,001		
Carrefour SA	969 878	0,435	OPAP SA	244 175	0,329	Heineken Holding NV	241 155	0,497		
Casino Guichard Perrachon SA	7 633	0,015	Piraeus Bank SA	217 137	0,699	Heineken NV	241 343	0,230		
Christian Dior SA	1 095 135	1,005	Public Power Corp	65 896	0,193	ING Groep NV	3 957 112	0,767		
Cie de Saint-Gobain	675 622	0,488	Teletypos SA Mega Channel	21 633	2,246	Koninklijke Ahold NV	346 946	0,441		
Cie Generale d'Optique Essilor International SA	318 690	0,566	Titan Cement Co SA	68 095	0,298	Koninklijke DSM NV	429 498	0,815		
Ciments Francais	30 590	0,091	IRLAND			Koninklijke Philips Electronics NV	1 184 137	0,429		
CNP Assurances	145 452	0,197	Allied Irish Banks PLC	1 013 274	0,804	Koninklijke Wessanen NV	109 507	1,474		
Compagnie Generale des Etablissements Michelin	256 086	0,471	Anglo Irish Bank Corp PLC	96 812	0,141	Macintosh Retail Group NV	35 143	1,347		
Credit Agricole SA	1 660 302	0,522	Bank of Ireland	528 723	0,527	Mittal Steel Co NV	154 058	0,121		
Dassault Aviation SA	25 014	0,053	C&C Group PLC	110 480	0,798	OPG Groep NV	77 468	1,044		
Dassault Systemes SA	155 205	0,359	CRH PLC	577 019	0,512	Randstad Holdings NV	206 851	0,610		
Eiffage	553 168	1,692	DCC PLC	28 860	0,245	Reed Elsevier NV	780 267	1,117		
Electricite de France	385 962	0,083	EcoSecurities Group PLC	7 905	0,437	Rodamco Europe NV	235 135	0,467		
Eurazeo	78 797	0,217	Elan Corp PLC	112 270	0,348	Royal KPN NV	978 019	0,672		
Euronext NV	173 594	0,439	Irish Life & Permanent PLC	163 172	0,439	Royal Numico NV	235 222	0,443		
Eutelsat Communications	93 303	0,449	Kerry Group PLC	84 881	0,306	Schuitema NV	29 053	0,429		
			Petroceltic International PLC	782	0,098	Stork NV	80 711	0,848		
			Ryanair Holdings PLC	383 415	0,759	Tele Atlas NV	129 593	0,801		
						Telegraaf Media Groep NV	32 797	0,426		

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Europa	Marketsverdi tusen kroner		Prosentvis eierandel		Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel	
TNT NV	791 311	0,820	AstraZeneca PLC	3 059 244	0,587	Georgica PLC		8 649	0,815	
TomTom	55 140	0,222	Atkins WS PLC	37 581	0,418	GKN PLC		110 646	0,447	
Trader Classified Media NV	45 498	0,464	Avis Europe PLC	38 727	0,518	GlaxoSmithKline PLC	4 689 073	0,472		
Unilever NV	744 892	0,295	Aviva PLC	1 108 248	0,571	Global Energy Development PLC		10 980	1,080	
Van Lanschot NV	28 875	0,001	AWG PLC	237 278	1,316	Goals Soccer Centres PLC		7 881	0,955	
Vedior NV	27 619	0,001	Babcock International Group	32 363	0,575	Goldshield Group PLC		15 461	0,949	
VNU NV	686 326	1,194	Baggeridge Brick PLC	7 463	0,973	Greggs PLC		71 239	1,074	
Wegener NV	27 007	0,001	Balfour Beatty PLC	24 830	0,141	Group 4 Securicor PLC		105 295	0,132	
Wolters Kluwer NV	160 061	0,385	Barclays PLC	1 788 490	0,389	Gulf Keystone Petroleum Ltd		10 455	0,505	
POLEN			BBA Group PLC	85 062	0,459	Gulfands Petroleum PLC		7 503	0,747	
Polski Koncern Naftowy Orlen	412 154	0,739	Bellway PLC	58 919	0,397	GUS PLC		611 419	0,592	
PORTUGAL			Bespak PLC	9 686	0,616	Hammerson PLC		132 990	0,393	
Banco BPI SA	504 472	2,153	BG Group PLC	1 265 877	0,535	Hamworthy KSE		10 662	0,710	
Banco Comercial Portugues SA	199 075	0,328	BHP Billiton PLC	1 319 586	0,484	Hanson PLC		247 708	0,462	
Banco Espirito Santo SA	34 516	0,106	Block Shield Corp PLC	4 085	0,918	Hays PLC		102 358	0,468	
Brisa-Auto Estradas de Portugal SA	325 417	0,949	Blueheath Holdings PLC	5 638	0,960	HBOS PLC	1 436 068	0,325		
Cimpor Cimentos de Portugal SA	32 179	0,129	BOC Group PLC	490 974	0,702	Headlam Group PLC		15 065	0,348	
Energias de Portugal SA	298 109	0,376	Bodycote International	41 290	0,498	Helphire PLC		16 795	0,312	
Portugal Telecom SGPS SA	402 923	0,523	Boots Group PLC	204 955	0,403	Henderson Group PLC		2 473	0,025	
PT Multimedia Servicos de			Bovis Homes Group PLC	34 743	0,315	Herald Investment Trust PLC		19 865	0,512	
Telecomunicacoes e Multimedia SGPS SA	28 850	0,121	BowLeven PLC	4 760	0,473	Highway Insurance Holdings PLC		2 115	0,135	
RUSSISKE FÖDERASJON			BP PLC	6 690 290	0,450	Hilton Group PLC		646 951	0,956	
Surgutneftegaz	117 598	0,044	BPP Holdings PLC	23 976	0,828	Hiscox PLC		28 549	0,272	
SPANIA			Bradford & Bingley PLC	178 519	0,590	Homeserve PLC		43 324	0,482	
Abertis Infraestructuras SA	197 391	0,200	Brambles Industries PLC	207 797	0,594	HSBC Holdings PLC	4 040 490	0,329		
Acciona SA	84 992	0,177	British Airways PLC	125 322	0,285	Hunting PLC		22 386	0,503	
Acerinox SA	111 457	0,438	British American Tobacco PLC	991 336	0,308	Huntleigh Technology PLC		12 132	0,398	
ACS Actividades Cons y Serv	300 982	0,392	British Energy Group PLC	268 113	0,782	IBS OPENSystems PLC		7 440	1,000	
Altadis SA	672 116	0,816	British Land Co PLC	535 452	0,834	ICAP PLC		116 863	0,410	
Antena 3 de Television SA	55 091	0,154	British Sky Broadcasting PLC	331 554	0,315	Imagination Technologies Group PLC		16 998	0,952	
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	1 491 967	0,365	Britvic	73 068	1,186	Imperial Chemical Industries PLC		212 160	0,461	
Banco Espanol de Credito SA	303 760	0,434	BSS Group PLC	14 786	0,334	Imperial Energy Corp PLC		20 786	1,094	
Banco Pastor SA	5 015	0,024	BT Group PLC	905 386	0,416	Imperial Tobacco Group PLC		664 980	0,463	
Banco Popular Espanol SA	428 762	0,429	Bunzl PLC	117 919	0,459	Inchcape PLC		31 818	0,154	
Banco Sabadell SA	313 859	0,579	Burberry Group PLC	108 109	0,464	Informa PLC		45 693	0,215	
Banco Santander Central Hispano SA	1 025 590	0,184	Business Post Group PLC	25 137	1,187	Inmarsat PLC		84 944	0,463	
Bankinter SA	124 111	0,425	BAA PLC	403 982	0,515	Instore PLC		15 523	0,986	
Cia Espanola de Petroleos	26 993	0,033	Cable & Wireless PLC	185 719	0,574	Intercontinental Hotels Group PLC		286 481	0,674	
Cintra Concesiones de Infraestructuras de Transporte SA	103 291	0,270	Cadbury Schweppes PLC	549 860	0,414	Intermediate Capital Group PLC		19 431	0,173	
Corp Financiera Alba	28 718	0,137	Cairn Energy PLC	215 785	0,608	International Power PLC		45 890	0,111	
Corp Mapfre SA	36 277	0,136	Capita Group PLC	146 440	0,464	Interserve PLC		32 199	0,676	
Enagas	131 540	0,437	Carillion PLC	89 734	1,186	Investec PLC		68 186	0,308	
Endesa SA	347 392	0,185	Carnival PLC	582 371	0,715	IP2IPO Group PLC		19 419	0,717	
Fomento de Construcciones y Contratas SA	127 960	0,256	Carphone Warehouse Group PLC	37 312	0,133	iSOFT Group PLC		49 570	0,477	
Gamesa Corp Tecnologica SA	79 099	0,329	Centrica PLC	501 790	0,468	ITE Group PLC		14 865	0,424	
Gas Natural SDG SA	344 751	0,407	Chrysalis Group PLC	28 842	0,889	ITV PLC		305 678	0,574	
Gestevison Telecinco SA	6 320	0,015	Civica PLC	8 213	0,557	J Sainsbury PLC		189 440	0,304	
Grupo Ferrovial SA	234 350	0,358	CLS Holdings PLC	14 820	0,312	James Fisher & Sons PLC		20 611	0,945	
Iberdrola SA	407 399	0,245	Cobham PLC	91 520	0,414	Jardine Lloyd Thompson Group PLC		409	0,003	
Inditex SA	238 660	0,174	Colefax Group PLC	2 345	0,948	John Laing PLC		64 899	0,721	
Metrovacesa SA	75 459	0,181	Compass Group PLC	271 088	0,490	John Menzies PLC		10 324	0,303	
Promotora de Informaciones SA	38 785	0,154	Corin Group PLC	13 415	0,977	John Wood Group PLC		150 148	1,293	
Red Electrica de Espana	312 787	1,107	Corus Group PLC	71 836	0,236	Johnson Matthey PLC		166 296	0,461	
Repsol YPF SA	410 043	0,170	CSR PLC	39 170	0,283	Johnston Press PLC		63 198	0,411	
Sacyr Vallehermoso SA	79 367	0,176	Daejan Holdings	15 220	0,213	Kazakhmys PLC		35 966	0,082	
Sogetec SA	89 813	0,249	Daily Mail & General Trust	147 819	0,402	Kelda Group PLC		55 997	0,164	
Telefonica Moviles SA	170 904	0,056	Dairy Crest Group PLC	35 954	0,458	Keller Group PLC		21 182	0,654	
Telefonica SA	2 046 757	0,410	Dana Petroleum PLC	10 427	0,120	Kesa Electricals PLC		64 282	0,402	
Tubacex SA	62 108	1,633	Dart Group PLC	12 921	0,926	Kingfisher PLC		246 296	0,380	
Union Fenosa SA	224 160	0,293	Dawson Holdings PLC	7 105	0,593	Laird Group PLC		10 882	0,142	
Zardoya-Otis SA	70 661	0,174	De La Rue PLC	16 303	0,180	Land Securities Group PLC		240 772	0,266	
STORBRITANNIA			De Vere Group PLC	16 676	0,237	Lawrence PLC		9 023	0,758	
3i Group PLC	322 255	0,593	Dechra Pharmaceuticals PLC	12 548	0,805	Legal & General Group PLC		447 347	0,486	
Abbot Group PLC	16 335	0,298	Detica Group PLC	43 113	1,379	Liberty International PLC		176 711	0,482	
Aberdeen Asset Management PLC	27 986	0,298	Devro PLC	14 908	0,623	Liontrust Asset Management PLC		7 820	0,629	
AEA Technology PLC	15 509	1,003	Diageo PLC	1 127 423	0,400	Lloyds TSB Group PLC		626 448	0,194	
Aegis Group PLC	151 732	0,962	Domestic & General Group	14 159	0,415	LogicaCMG PLC		97 183	0,421	
Aga Foodservice Group PLC	85 750	1,792	Domino Printing Sciences	22 406	0,684	London Clubs International PLC		20 969	0,585	
Air Partner PLC	554	0,079	Drax Group PLC	87 488	0,374	London Merchant Securities		23 709	0,256	
Alba PLC	10 649	0,445	DSG International PLC	142 073	0,406	Lonmin PLC		194 696	0,734	
Albemarle & Bond Holdings	3 155	0,357	DTZ Holdings PLC	25 850	0,948	Lookers PLC		16 024	0,849	
Alexon Group PLC	11 284	0,773	Edinburgh Small Companies Trust PLC	1 038	0,159	Low & Bonar PLC		14 011	0,996	
Alfred McAlpine PLC	15 460	0,333	Electrocomponents PLC	64 912	0,458	Maclellan Group PLC		10 654	1,150	
Alliance & Leicester PLC	266 883	0,519	Elementis PLC	28 051	0,753	Maiden Group PLC		4 895	0,884	
Alliance Trust PLC/The	59 334	0,299	Emap PLC	105 764	0,411	Man Group PLC		296 857	0,435	
Alliance Unichem PLC	88 624	0,264	EMI Group PLC	150 804	0,679	Management Consulting Group PLC		9 154	0,794	
Amec PLC	56 221	0,424	Enodis PLC	8 903	0,148	Marks & Spencer Group PLC		513 350	0,531	
Amino Technologies PLC	7 735	0,846	Enterprise Inns PLC	175 486	0,466	Matalan PLC		25 421	0,288	
Amlin PLC	97 851	0,640	Expro International Group	48 378	0,998	Meggitt PLC		137 733	0,762	
Amstrad PLC	8 922	0,612	Felix Group PLC	4 167	0,949	Melrose PLC		78 055	1,839	
Amvescap PLC	874 306	2,102	Fenner PLC	14 489	0,489	Melrose Resources PLC		20 660	0,649	
Anglo American PLC	1 986 021	0,582	Findel PLC	34 699	0,709	Microgen PLC		5 471	0,630	
Antofagasta PLC	78 843	0,184	First Choice Holidays PLC	36 227	0,238	Millennium & Cophorne Hotels PLC		77 234	0,580	
ARM Holdings PLC	51 047	0,264	First Technology PLC	6 626	0,265	Misys PLC		68 102	0,481	
ASOS PLC	5 645	0,997	Foreign & Colonial Investment Trust PLC	69 536	0,278	Mitchells & Butlers PLC		111 801	0,461	
Associated British Foods PLC	192 680	0,249	Forth Ports PLC	13 993	0,165	MJ Gleeson Group PLC		5 530	0,293	
Associated British Ports Holdings PLC	96 199	0,461	Friends Provident PLC	180 043	0,382	Mothercare PLC		9 199	0,300	
			Future PLC	9 983	0,462	Mouchel Parkman PLC		20 039	0,595	
			Gallagher Group PLC	281 361	0,425	Mowlem PLC		31 848	0,851	
			Galliford Try PLC	20 750	0,882	N Brown Group PLC		28 606	0,475	
			Games Workshop Group PLC	8 620	0,649	National Express Group PLC		30 009	0,199	
			Genetix Group PLC	2 611	0,565	National Grid PLC		826 366	0,461	
			George Wimpey PLC	46 100	0,210	NDS Group PLC		47 446	0,178	

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Europa	Markedsverdi tusen kroner		Prosentvis eierandel			Markedsverdi tusen kroner		Prosentvis eierandel	
Nestor Healthcare Group PLC	11 609	0,950	United Business Media PLC	121 870	0,599	Svenska Handelsbanken	500 719	0,446	
NETeller PLC	133 286	1,298	United Utilities PLC	269 645	0,400	Swedish Match AB	268 304	1,039	
New Star Asset Management Group Ltd	6 973	0,065	Vedanta Resources PLC	63 323	0,219	Tele2 AB	139 316	0,433	
Next PLC	283 448	0,623	Victrix PLC	83 440	1,329	Telefonaktiebolaget LM Ericsson	2 036 843	0,543	
Northern Rock PLC	401 071	0,869	Vitec Group PLC/The	8 718	0,489	TeliaSonera AB	369 010	0,217	
Northgate PLC	21 501	0,297	Vodafone Group PLC	4 522 104	0,503	Volvo AB	609 040	0,453	
Northumbrian Water Group PLC	8 669	0,059	Weir Group PLC (The)	39 295	0,435				
O2 PLC	833 011	0,414	Wellington Underwriting PLC	13 945	0,257	TSJEKKISKE REPUBLIKK			
Old Mutual PLC	396 015	0,506	Whatman PLC	37 594	0,844	Komercni Banka AS	237 978	0,662	
Osmetech PLC	4 019	0,971	Whitbread PLC	130 411	0,460	TYRKIA			
Park Group PLC	555	0,204	Whittard Of Chelsea PLC	2 172	0,871	Tupras Turkiye Petrol Rafine	307 247	0,987	
PartyGaming PLC	122 751	0,200	William Hill PLC	56 563	0,239	Turkiye Garanti Bankasi AS	135 024	0,262	
Pearson PLC	265 078	0,417	Wilson Bowden PLC	59 102	0,369	Turkiye Is Bankasi	147 710	0,128	
Pendragon PLC	14 879	0,192	Witan Investment Trust PLC	63 047	0,443	Turkiye Vakiflar Bankasi Tao	653 765	1,427	
Peninsular and Oriental Steam Navigation Co/The	232 561	0,575	WM Morrison Supermarkets PLC	261 823	0,439				
Pennon Group PLC	28 671	0,162	Wolfson Microelectronics PLC	17 709	0,400	TYSKLAND			
Persimmon PLC	197 096	0,462	Wolseley PLC	593 422	0,707	Adidas-Salomon AG	246 103	0,382	
Petrofac Ltd	15 779	0,155	Wolverhampton & Dudley Brew PLC	35 282	0,313	Allianz AG	2 812 495	0,679	
Photo-Me International PLC	27 166	0,525	WPP Group PLC	553 530	0,604	Altana AG	224 727	0,436	
Porvair PLC	4 984	0,857	Xstrata PLC	672 188	0,673	AMB Generali Holding AG	31 204	0,086	
Premier Foods PLC	93 801	1,102	Xaar PLC	10 924	0,581	BASF AG	1 776 555	0,662	
Premier Oil PLC	47 312	0,612	Yell Group PLC	339 973	0,775	Bayer AG	1 593 467	0,774	
Provident Financial PLC	58 059	0,359	SVEITS			Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG	57 573	0,037	
Prudential PLC	847 799	0,556	ABB Ltd	648 929	0,478	Bayerische Motoren Werke AG	494 410	0,250	
Quintain Estates & Development PLC	111 399	1,179	Adecco SA	337 216	0,578	Beiersdorf AG	54 433	0,078	
Rank Group PLC	209 383	0,944	Baloise Holding AG	95 426	0,438	Bilfinger Berger AG	102 381	0,852	
Rathbone Brothers	42 393	0,900	Bank Sarasin & Compagnie AG	27 744	0,327	Celesio AG	65 168	0,132	
Raven Mount PLC	3 541	0,478	Barry Callebaut AG	21 192	0,186	Commerzbank AG	1 008 671	0,739	
Raymarine PLC	45 010	1,938	Basilea Pharmaceutica	1 757	0,033	Continental AG	519 829	0,595	
Reckitt Benckiser PLC	820 605	0,508	BKW FMB Energie AG	68 745	0,288	DAB Bank AG	8 875	0,217	
Redrow PLC	32 409	0,330	Ciba Specialty Chemicals AG	132 660	0,440	DaimlerChrysler AG	1 683 558	0,480	
Reed Elsevier PLC	418 560	0,518	Clariant AG	99 959	0,437	Degussa AG	24 426	0,035	
Renishaw PLC	34 991	0,426	Compagnie Financiere Richemont AG	926 292	0,549	Depfa Bank PLC	98 812	0,281	
Rensburg Sheppards PLC	12 451	0,333	Converium Holding AG	24 358	0,223	Deutsche Bank AG	527 565	0,146	
Rentokil Initial PLC	158 818	0,462	Credit Suisse Group	1 928 781	0,462	Deutsche Boerse AG	225 043	0,307	
Resolution PLC	48 490	0,178	EFG International	389 301	1,476	Deutsche Lufthansa AG	32 875	0,072	
Reuters Group PLC	369 135	0,533	Givaudan	202 944	0,599	Deutsche Post AG	685 829	0,352	
Rexam PLC	150 302	0,461	Gurit-Heberlein AG	60 111	1,923	Deutsche Postbank AG	184 461	0,287	
Rio Tinto PLC	1 932 385	0,586	Holcim Ltd	483 090	0,457	Deutsche Telekom AG	1 279 362	0,271	
RM PLC	13 797	0,836	Julius Baer Holding AG	279 481	0,523	DIS Deutscher Industrie Service AG	79 730	1,638	
Rolls-Royce Group PLC	969 409	1,105	Kuehne & Nagel International AG	100 150	0,219	E.ON AG	2 578 594	0,534	
Rotork PLC	38 884	0,579	Lindt & Spruengli AG	99 610	0,402	EnBW Energie Baden-Wuerttemberg AG	11 987	0,013	
Royal & Sun Alliance Insurance Group	197 106	0,463	Lonza Group AG	113 433	0,544	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide	56 841	0,175	
Royal Bank of Scotland Group PLC	4 557 926	0,705	Micronas Semiconductor Hold	36 187	0,977	Fresenius AG	190 574	0,429	
Royal Dutch Shell PLC	8 218 932	0,585	Nestle SA	3 873 899	0,475	Fresenius Medical Care AG	128 088	0,193	
Royalblue Group PLC	11 460	0,420	Nobel Biocare Holding AG	126 680	0,330	GEA Group AG	42 989	0,264	
RT Group PLC	1 184	0,001	Novartis AG	5 855 335	0,603	GFK AG	88 714	1,122	
Rutland Trust PLC	16 993	1,292	Panalpina Weltransport Holding AG	29 632	0,222	Hannover Rueckversicherung AG	59 473	0,206	
SABMiller PLC	532 225	0,288	Pargesa Holding SA	112 911	0,231	HeidelbergCement AG	60 276	0,087	
Sage Group PLC	290 398	0,756	Phonak Holding AG	760	0,004	Heidelberger Druckmaschinen	71 992	0,325	
Sanctuary Group PLC	1 200	1,237	PSP Swiss Property AG	87 855	0,640	Henkel KGaA	314 401	0,333	
Schroders PLC	132 164	0,409	Roche Holding AG	4 318 142	0,484	Hochtief AG	22 661	0,107	
SCI Entertainment Group PLC	4 206	0,082	Schindler Holding AG	131 987	0,395	Hypo Real Estate Holding AG	305 111	0,648	
Scottish & Newcastle PLC	213 299	0,424	Serono SA	259 906	0,318	Infineon Technologies AG	442 668	0,959	
Scottish & Southern Energy PLC	725 401	0,719	SGS SA	146 931	0,331	IWKA AG	27 428	0,707	
Scottish Mortgage Investment Trust PLC	41 973	0,263	Straumann Holding AG	39 682	0,163	Jerini AG	9 644	0,705	
Scottish Power PLC	200 550	0,170	Swatch Group AG	265 574	0,435	KarstadtQuelle AG	32 729	0,152	
Severn Trent PLC	376 883	0,865	Swiss Life Holding	166 867	0,405	Lanxess AG	79 600	0,437	
Shaftesbury PLC	83 167	1,178	Swiss Reinsurance	748 513	0,470	Linde AG	418 515	0,665	
Shanks Group PLC	33 637	0,802	Swisscom AG	180 337	0,138	MAN AG	191 351	0,363	
Shire PLC	182 209	0,425	Syngenta AG	510 144	0,540	Merck KGaA	192 297	0,180	
Shore Capital Group PLC	6 964	0,466	Synthes Inc	523 782	0,601	Metro AG	488 697	0,456	
SIG PLC	13 577	0,132	UBS AG	3 345 721	0,478	MLP AG	32 954	0,217	
Signet Group PLC	87 628	0,404	Valora Holding AG	39 379	0,912	MPC Muenchmeyer Petersen Capital AG	67 680	1,215	
Slough Estates PLC	98 467	0,335	Zurich Financial Services AG	1 154 590	0,557	MTU Aero Engines Holding AG	31 422	0,272	
SMG PLC	16 880	0,539	Aare-Tessin AG Elektrizitat	7 633	0,026	Muehlbauer Holding AG & Co KGaA	10 639	0,227	
Smith & Nephew PLC	184 352	0,316	SVERIGE			Muenchener Rueckversicherungs AG	1 187 099	0,566	
Smiths Group PLC	531 240	0,779	Alfa Laval AB	215 675	1,320	Porsche AG	186 668	0,220	
Sondex PLC	12 148	0,910	Assa Abloy AB	195 755	0,503	Premiere AG	120 978	1,248	
Speedy Hire PLC	26 189	0,628	Atlas Copco AB	535 485	0,586	ProSiebenSat.1 Media AG	49 101	0,172	
Spirax-Sarco Engineering PLC	13 426	0,174	Brostrom AB	24 313	0,547	Puma AG Rudolf Dassler Sport	94 534	0,285	
Sportingbet PLC	80 849	0,481	Electrolux AB	231 135	0,425	Q-Cells AG	32 426	0,223	
Spring Group PLC	5 045	0,437	Eniro AB	34 271	0,255	RWE AG	872 406	0,314	
St James Place Capital PLC	35 350	0,255	ForeningsSparbanken AB	349 066	0,359	SAP AG	2 218 095	0,574	
ST Modwen Properties PLC	36 126	0,569	Gambro AB	310 619	1,222	Schering AG	313 650	0,358	
Stagecoach Group PLC	36 008	0,249	Hennes & Mauritz AB	113 582	0,060	Schwarz Pharma AG	38 295	0,194	
Standard Chartered PLC	1 057 449	0,534	Holmen AB	60 117	0,313	SGL Carbon AG	20 200	0,321	
Stanley Leisure PLC	51 475	0,913	Industrivarden AB	151 653	0,436	Siemens AG	2 513 029	0,488	
SVB Holdings PLC	9 467	0,706	Investor AB	576 493	0,636	Suedzucker AG	175 927	0,587	
Tate & Lyle PLC	134 976	0,424	JM AB	31 339	0,424	ThyssenKrupp AG	238 960	0,330	
Taylor Nelson Sofres PLC	51 391	0,440	NCC AB	42 495	0,323	T-Online International AG	224 207	0,283	
Ted Baker PLC	9 588	0,379	Nordea Bank AB	179 051	0,094	TUI AG	151 232	0,437	
Tesco PLC	2 002 587	0,661	Sandvik AB	324 100	0,434	Volkswagen AG	516 664	0,364	
Third Advance Value Realisation Co	6 317	0,820	Scania AB	141 907	0,257	UNGARN			
Thornsons PLC	5 823	0,482	Securitas AB	205 265	0,501	Delmagyarorszagi Aramszol	5 892	0,295	
Tomkins PLC	124 224	0,461	Skandia Forsakrings AB	182 328	0,439	Mol Magyar Olaj- es Gazipari Rt	595 128	0,861	
Torex Retail PLC	9 969	0,252	Skandinaviska Enskilda Banken AB	1 074 622	1,126	OTP Bank Rt	68 015	0,109	
Travis Perkins PLC	90 174	0,459	SKF AB	166 531	0,386	Tiszai Vegyi Kombinat Rt	2	0,000	
Trinity Mirror PLC	79 128	0,411	Ssab Svenskt Stal AB	95 111	0,433	Zwack Unicum Rt,	16 302	2,250	
UK Coal PLC	10 066	0,430	Svenska Cellulosa AB	243 885	0,411				
Ultra Electronics Holdings	50 885	0,666							
Unilever PLC	973 365	0,503							

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Europa		Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel	Amerika		Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel	Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel	
ØSTERRIKE				BERMUDA						
Bank Austria Creditanstalt AG		1	0,000	Assured Guaranty Ltd		120 311	0,930	CGI Group Inc	29 891	0,129
Erste Bank der Oesterreichischen Sparkassen AG	253 738	0,278		Catlin Group Ltd		58 353	0,663	CI Financial Inc	59 945	0,145
EVN AG	37 995	0,170		Endurance Specialty Holdings Ltd		422 384	2,636	Cinram International Inc	117 556	1,292
Immofinanz Immobilien Anlagen AG	60 286	0,277		Platinum Underwriters Holdings Ltd		236 176	1,901	Cognos Inc	109 864	0,512
OMV AG	719 855	0,607		Scottish Re Group Ltd		128 300	1,492	Cott Corp	35 177	0,493
Raiffeisen International Bank Holding AG	45 410	0,072		BRASIL				Descartes Systems Group Inc	2 571	0,297
Telekom Austria AG	437 420	0,576		Acesita SA		8 850	0,134	Dofasco Inc	67 788	0,232
Verbund - Oesterreichische Elektrizitaetswirtschafts AG	212 460	0,288		AES Tiete SA		12 731	0,091	Domtar Inc	52 596	0,586
Wienerberger AG	87 471	0,437		All America Latina Logistica SA		29 356	0,285	Eldorado Gold Corp	9 579	0,096
				Aracruz Celulose SA		34 682	0,137	Enbridge Inc	201 455	0,274
				Banco Bradesco SA		298 510	0,158	EnCana Corp	652 588	0,247
				Banco do Brasil SA		80 747	0,081	Entree Gold Inc	8 623	1,238
				Banco Itau Holding Financeira SA		198 206	0,117	Fairmont Hotels & Resorts Inc	49 340	0,239
				Bradespar SA		24 483	0,162	Falconbridge Ltd	150 255	0,199
				Brasil Telecom Participacoes SA		61 299	0,212	Finning International Inc	44 293	0,233
				Brasil Telecom SA		12 340	0,057	George Weston Ltd	57 242	0,089
				Braskem SA		22 996	0,119	Goldcorp Inc	118 209	0,232
				Caemi Mineracao e Metalurgica SA		47 177	0,122	Great-West Lifeco Inc	33 828	0,021
				Centrais Eletricas Brasileiras SA		26 484	0,042	Hudsons Bay Co	8 590	0,144
				Cia Brasileira de Distribuicao Grupo Pao de Acucar		23 750	0,094	Husky Energy Inc	94 289	0,065
				Cia de Bebidas das Americas		122 688	0,078	IGM Financial Inc	53 393	0,076
				Cia de Concessoes Rodoviaras		37 965	0,176	Imperial Oil Ltd	200 631	0,089
				Cia de Gas de Sao Paulo		3 247	0,037	Inco Ltd	128 440	0,230
				Cia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo		7 033	0,054	Loblaws Cos Ltd	76 834	0,086
				Cia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista		6 944	0,056	Magna International Inc	124 286	0,234
				Cia Energetica de Minas Gerais		51 020	0,123	Manulife Financial Corp	295 325	0,094
				Cia Paranaense de Energia		16 886	0,130	MDC Partners Inc	4 185	0,309
				Cia Siderurgica Belgo Mineira		77 579	0,147	MDS Inc	20 724	0,125
				Cia Siderurgica Nacional SA		79 497	0,200	Molson Coors Canada Inc	13 773	0,089
				Cia Vale do Rio Doce		504 393	0,163	National Bank of Canada	108 459	0,187
				Contax Participacoes SA		6 138	0,296	Nexen Inc	189 512	0,225
				CPFL Energia SA		6 506	0,017	Nortel Networks Corp	587 501	0,659
				Eletropaulo Metropolitana de Sao Paulo SA		3 458	0,031	Nova Chemicals Corp	43 726	0,236
				Embratel Participacoes SA		16 803	0,120	Novelis Inc	14 199	0,126
				Empresa Brasileira de Aeronautica SA		97 817	0,220	Orezone Resources Inc	748	0,051
				Fertilizantes Fosfatados SA		6 399	0,078	Penn West Energy Trust	2 057	0,006
				Gerdau SA		62 265	0,134	Petro-Canada	335 833	0,240
				Gol Linhas Aereas Inteligentes SA		28 492	0,076	Placer Dome Inc	175 311	0,256
				Guararapes Confeccoos SA		5 227	0,044	Potash Corp of Saskatchewan	380 995	0,661
				Investimentos Itau SA		102 187	0,145	Power Corp Of Canada	128 257	0,156
				Klabin SA		18 886	0,175	Power Financial Corp	72 269	0,053
				Lojas Americanas SA		18 493	0,122	Precision Drilling Trust	1 733	0,006
				Metalurgica Gerdau SA		26 582	0,153	Quebecor World Inc	5 215	0,044
				Natura Cosmeticos SA		136 233	0,534	Research In Motion Ltd	251 960	0,296
				NET Servicos de Comunicacao SA		5 621	0,047	Rogers Communications Inc	669 748	0,739
				Perdigao SA		13 188	0,136	Royal Bank of Canada	264 527	0,078
				Petroleo Brasileiro SA		927 360	0,183	Saputo Inc	20 787	0,100
				Sadia SA		16 601	0,128	Shaw Communications Inc	60 101	0,187
				Souza Cruz SA		15 351	0,060	Shell Canada Ltd	132 997	0,066
				Tele Centro Oeste Celular Participacoes SA		8 604	0,087	Shoppers Drug Mart Corp	127 880	0,235
				Tele Norte Leste Participacoes SA		77 962	0,151	Sun Life Financial Inc	180 903	0,115
				Tele Sudeste Celular Participacoes SA		147	0,002	Suncor Energy Inc	427 824	0,220
				Telecomunicacoes de Sao Paulo SA		6 887	0,011	Talisman Energy Inc	452 331	0,341
				Telemar Norte Leste SA		14 115	0,028	Teck Cominco Ltd	166 492	0,227
				Telemig Celular Participacoes SA		8 009	0,125	TELUS Corp	480 499	0,494
				Telesp Celular Participacoes SA		207 356	1,239	Thomson Corp/The	85 908	0,057
				Tim Participacoes SA		22 445	0,147	Toronto-Dominion Bank	204 052	0,081
				Tractebel Energia SA		9 374	0,033	TransAlta Corp	79 285	0,272
				Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA		63 575	0,181	TransCanada Corp	233 794	0,226
				Votorantim Celulose e Papel SA		17 157	0,106	Vincor International Inc	71 808	1,194
CANADA				CAYMAN ISLANDS						
Abitibi-Consolidated Inc		27 077	0,228	United America Indemnity Ltd				16 783	0,373	
Agricore United		7 635	0,421	MEXICO						
Agrium Inc		45 721	0,236	Alfa SA de CV				24 929	0,114	
Alcan Inc	267 901	0,261		America Movil SA de CV				824 125	0,138	
Aliant Inc		21 700	0,095	America Telecom SA de CV				162 851	0,142	
Arizona Star Resource Corp		10 503	0,658	Carso Global Telecom SA de CV				116 718	0,190	
ATI Technologies Inc		53 697	0,186	Cemex SA de CV				406 492	0,287	
Bank of Montreal		726 082	0,385	Coca-Cola Femsa SA de CV				9 325	0,027	
Bank of Nova Scotia		939 985	0,355	Consortio ARA SA de CV				7 773	0,083	
Banro Corp		602	0,040	Corp GEO SA de CV				22 215	0,174	
Barrick Gold Corp		302 122	0,292	Corp Interamericana de Entretenimiento SA				9 738	0,182	
BCE Inc		66 860	0,045	Desarrolladora Homex SA de CV				7 219	0,066	
Bema Gold Corp		51 434	0,578	Desc SA				2 856	0,072	
Biovail Corp		97 873	0,385	Fomento Economico Mexicano SA de CV				66 402	0,121	
Bombardier Inc		55 596	0,199	Gruma SA de CV				5 334	0,054	
Brookfield Asset Management Inc		85 622	0,097	Grupo Bimbo SA de CV				16 305	0,059	
Brookfield Properties Corp		60 489	0,131	Grupo Carso SA de CV				92 114	0,235	
Cameco Corp		172 986	0,232	Grupo Continental SA				3 505	0,042	
Canadian Imperial Bank of Commerce		592 459	0,400	Grupo Elektra SA de CV				30 041	0,213	
Canadian National Railway Co		388 303	0,261	Grupo Financiero Banorte SA de CV				126 970	0,444	
Canadian Natural Resources Ltd		399 594	0,223	Grupo Financiero Inbursa SA				13 818	0,040	
Canadian Pacific Railway Ltd		106 020	0,238	Grupo Industrial Saltillo SA de CV				543	0,023	
Canadian Tire Corp Ltd		74 354	0,223	Grupo Mexico SA de CV				102 160	0,249	
Canadian Utilities Ltd		33 539	0,104	Grupo Modelo SA				29 887	0,038	
Canadian Western Bank		27 400	0,431	Grupo Sanborns SA de CV				6 185	0,041	
Celestica Inc		33 169	0,205	Grupo Televisa SA				167 663	0,154	
				Impulsora Del Desarrollo Y El Empleo en America Latina SA de CV				14 782	0,066	
				Industrias Penoles SA de CV				14 393	0,096	
				Kimberly-Clark de Mexico SA de CV				21 161	0,075	

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2005

Amerika

	Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Organizacion Soriana SA de CV	7 797	0,042	Authentidate Holding Corp	889	0,198	Clear Channel Communications Inc	269 434	0,234
Telefonos de Mexico SA de CV	223 661	0,119	Autodesk Inc	83 719	0,125	Clear Channel Outdoor Holdings Inc	37 729	0,079
TV Azteca SA de CV	9 108	0,069	Autoliv Inc	47 018	0,176	Clorox Co	73 879	0,127
Urbi Desarrollos Urbanos SA de C,V	9 268	0,066	Automatic Data Processing Inc	532 049	0,297	CNA Financial Corp	6 878	0,012
Wal-Mart de Mexico SA de CV	147 898	0,091	Automation Inc	35 736	0,093	CNET Networks Inc	110 372	0,747
			Autozone Inc	44 821	0,094	Coach Inc	107 148	0,125
USA			AvalonBay Communities Inc	56 042	0,126	Coca-Cola Co/The	771 607	0,119
3Com Corp	860	0,009	Avaya Inc	43 709	0,128	Coca-Cola Enterprises Inc	123 022	0,200
3M Co	769 573	0,193	Avery Dennison Corp	91 936	0,222	Cognizant Technology Solutions Corp	59 281	0,126
99 Cents Only Stores	18 578	0,377	Avnet Inc	40 630	0,172	Colgate-Palmolive Co	246 083	0,128
Abbott Laboratories	700 319	0,169	Avon Products Inc	112 702	0,127	Colonial BancGroup Inc/The	31 154	0,125
Abercrombie & Fitch Co	47 312	0,122	Axis Capital Holdings Ltd	32 520	0,102	Comcast Corp	455 334	0,119
Accenture Ltd	561 548	0,334	Baker Hughes Inc	240 278	0,171	Comerica Inc	198 485	0,312
ACCO Brands Corp	8 299	0,095	Ball Corp	49 389	0,177	Commerce Bancorp Inc/NJ	50 797	0,126
ACE Ltd	516 917	0,443	Bank of America Corp	2 417 905	0,193	Commerce Bancshares Inc/Kansas City MO	29 970	0,130
Activision Inc	77 270	0,303	Bank of New York Co Inc/The	371 664	0,224	Community Health Systems Inc	15 856	0,069
Adobe Systems Inc	565 975	0,375	Barr Pharmaceuticals Inc	23 130	0,051	Compass Bancshares Inc	45 833	0,113
Advance Auto Parts	141 033	0,443	Bausch & Lomb Inc	16 154	0,065	Computer Associates International Inc	245 750	0,222
Advanced Micro Devices Inc	105 220	0,126	Baxter International Inc	348 193	0,219	Computer Sciences Corp	79 785	0,126
Advo Inc	90 885	1,514	BB&T Corp	27 731	0,018	Compuware Corp	242 070	1,029
AES Corp/The	423 161	0,604	BEA Systems Inc	30 912	0,110	Comverse Technology Inc	94 305	0,259
Aetna Inc	702 476	0,385	Bear Stearns Cos Inc/The	116 378	0,101	ConAgra Foods Inc	116 064	0,163
Affiliated Computer Services Inc	82 978	0,167	Beckman Coulter Inc	23 394	0,098	ConocoPhillips	1 270 102	0,232
Affymetrix Inc	216 114	1,007	Becton Dickinson & Co	64 606	0,064	Conor Medsystems Inc	33 387	0,757
Aflac Inc	163 729	0,104	Bed Bath & Beyond Inc	84 962	0,117	Conseco Inc	337 162	1,421
AG Edwards Inc	31 591	0,131	BellSouth Corp	439 062	0,131	Consol Energy Inc	70 892	0,174
AGCO Corp	69 093	0,680	Bemis Co	34 730	0,175	Consolidated Edison Inc	85 137	0,111
Agere Systems Inc	19 904	0,127	Berkshire Hathaway Inc	1 053 191	0,114	Constellation Brands Inc	196 833	0,501
Agilent Technologies Inc	211 580	0,186	Best Buy Co Inc	362 267	0,250	Constellation Energy Group Inc	298 187	0,428
Air Products & Chemicals Inc	155 927	0,175	Biogen Idec Inc	608 342	0,584	Continental Airlines Inc	44 184	0,360
Alamo Group Inc	2 247	0,166	BioMarin Pharmaceuticals Inc	39 542	0,733	Convergys Corp	26 258	0,175
Alberto-Culver Co	241 960	0,848	Biomet Inc	178 216	0,289	Cooper Cameron Corp	199 276	0,627
Albertsons Inc	90 961	0,171	BISYS Group Inc/The	93 331	0,814	Cooper Cos Inc/The	15 837	0,103
Alcoa Inc	589 639	0,338	BJ Services Co	385 041	0,479	Cooper Industries Ltd	79 668	0,176
Alcon Inc	61 502	0,023	Black & Decker Corp	81 242	0,176	Cooper Tire & Rubber Co	41 494	0,652
Alexander & Baldwin Inc	78 633	0,488	Blockbuster Inc	14 572	0,312	Corning Inc	1 161 514	0,573
Allegheny Energy Inc	66	0,000	BMC Software Inc	37 435	0,125	Costco Wholesale Corp	139 771	0,088
Allergan Inc	66 854	0,068	BOK Financial Corp	103 893	0,507	Countrywide Financial Corp	995 569	0,719
Alliance Data Systems Corp	26 221	0,133	Boston Properties Inc	71 166	0,126	Coventry Health Care Inc	42 349	0,068
Alliant Energy Corp	54 408	0,245	Boston Scientific Corp	71 830	0,053	CR Bard Inc	31 932	0,068
Allied Capital Corp	34 935	0,129	Bowater Inc	178 128	1,458	Crosstex Energy LP	2 308	0,038
Allied Waste Industries Inc	45 783	0,234	Brinker International Inc	4 915	0,022	Crown Castle International Corp	365 649	0,940
Allstate Corp/The	564 202	0,238	Bristol-Myers Squibb Co	439 605	0,144	CSX Corp	131 458	0,176
Alltel Corp	349 486	0,214	Broadcom Corp	242 084	0,220	Cummins Inc	49 117	0,173
Altera Corp	162 373	0,357	Brown & Brown Inc	20 609	0,072	CV Therapeutics Inc	198 570	2,651
Altria Group Inc	2 603 713	0,247	Brown-Forman Corp	47 180	0,081	CVS Corp	709 434	0,487
Amazon.Com Inc	830 383	0,628	Brunswick Corp	45 980	0,173	Cytec Industries Inc	74 985	0,504
AMB Property Corp	35 880	0,126	Bunge Ltd	275 222	0,644	Danaher Corp	372 849	0,320
AMBAC Financial Group Inc	556 820	1,015	Burlington Northern Santa Fe Corp	344 709	0,192	Darden Restaurants Inc	7 277	0,018
AMdocs Ltd	52 748	0,142	Burlington Resources Inc	397 197	0,180	DaVita Inc	23 775	0,068
Amerada Hess Corp	206 097	0,258	Cablevision Systems Corp	62 252	0,133	Dean Foods Co	49 923	0,145
Ameren Corp	113 193	0,160	Cabot Corp	26 550	0,174	Deere & Co	197 671	0,181
American Axle & Manufacturing Holdings Inc	93 181	1,476	Cadence Design Systems Inc	40 886	0,126	Del Monte Foods Co	37 453	0,266
American Eagle Outfitters	22 034	0,095	Campbell Soup Co	79 193	0,095	Dell Inc	1 497 157	0,313
American Electric Power Co Inc	144 325	0,146	Capital One Financial Corp	858 993	0,490	Deluxe Corp	17 758	0,172
American Express Co	111 878	0,026	Cardinal Health Inc	719 581	0,361	Dentsply International Inc	19 090	0,067
American International Group Inc	2 828 326	0,236	Career Education Corp	194 447	0,869	Developers Diversified Realty Corp	42 902	0,124
American Italian Pasta Co	9 020	1,063	Caremark Rx Inc	272 380	0,173	Devon Energy Corp	521 063	0,277
American Power Conversion Corp	72 712	0,250	Carmax Inc	102 205	0,521	Dex Media Inc	71 237	0,258
American Standard Cos Inc	111 819	0,197	Carnival Corp	625 755	0,271	Diamond Offshore Drilling Inc	47 568	0,078
American Tower Corp	726 969	0,962	Caterpillar Inc	985 759	0,370	Diebold Inc	22 034	0,124
AmeriCredit Corp	30 906	0,130	CCE Spincor Inc	140 284	0,002	Digitas Inc	539	0,007
Ameriprise Financial Inc	370 048	0,533	CDW Corp	46 330	0,149	DIRECTV Group Inc/The	553 793	0,416
AmerisourceBergen Corp	44 356	0,076	Celgene Corp	107 363	0,144	Discovery Holding Co	116 994	0,407
Ameritrade Holding Corp	339 185	0,516	Cendant Corp	319 829	0,267	DNP Select Income Fund Inc	20 981	0,136
Amgen Inc	1 694 431	0,257	Centerpoint Energy Inc	33 110	0,123	Dollar General Corp	71 469	0,175
AMIS Holdings Inc	7 954	0,128	Centex Corp	130 598	0,210	Dollar Tree Stores Inc	143 208	0,830
Amphenol Corp	46 633	0,175	CenturyTel Inc	36 238	0,123	Dominion Resources Inc/VA	284 271	0,157
AMR Corp	149 391	0,552	Cephalon Inc	66 462	0,261	Doral Financial Corp	711	0,009
AmSouth Bancorp	77 921	0,126	Ceridian Corp	42 799	0,175	Dover Corp	98 347	0,177
Amylin Pharmaceuticals Inc	272 896	0,916	Certegy Inc	29 326	0,172	Dow Chemical Co/The	618 128	0,216
Anadarko Petroleum Corp	248 207	0,165	CH Robinson Worldwide Inc	75 617	0,176	Dow Jones & Co Inc	14 180	0,071
Analog Devices Inc	339 928	0,382	Charles Schwab Corp/The	35 825	0,028	DR Horton Inc	159 132	0,210
Anheuser-Busch Cos Inc	285 641	0,126	Check Point Software Technologies	33 198	0,097	DreamWorks Animation SKG Inc	5 471	0,032
AON Corp	116 125	0,149	Checkfree Corp	39 378	0,140	DST Systems Inc	246 516	0,848
Apache Corp	257 884	0,169	Chesapeake Energy Corp	144 334	0,183	DSW Inc	133 157	1,709
Apartment Investment & Management Co	30 285	0,123	Chevron Corp	5 511 700	0,639	DTE Energy Co	65 505	0,126
Apex Silver Mines Ltd	26 405	0,487	Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc	33 605	0,039	Duke Energy Corp	365 960	0,212
Apollo Group Inc	199 382	0,276	Chicos FAS Inc	67 603	0,126	Duke Realty Corp	38 092	0,123
Apollo Investment Corp	20 420	0,267	Chiron Corp	28 803	0,051	Dun & Bradstreet Corp	37 370	0,124
Apple Computer Inc	517 668	0,126	ChoicePoint Inc	129 392	0,479	E*Trade Financial Corp	302 995	0,523
Applera Corp - Applied Biosystems Group	124 449	0,368	Chubb Corp	402 219	0,304	Eastman Chemical Co	50 159	0,176
Applied Materials Inc	345 720	0,177	Cigna Corp	141 313	0,149	Eastman Kodak Co	303 736	0,667
Archer-Daniels-Midland Co	139 640	0,128	Cincinnati Financial Corp	64 224	0,121	Eaton Corp	117 658	0,175
Archstone-Smith Trust	75 569	0,126	Cinergy Corp	71 688	0,125	eBay Inc	732 600	0,179
Arrow Electronics Inc	45 570	0,176	Cintas Corp	44 737	0,096	EchoStar Communications Corp	49 365	0,060
Arthur J Gallagher & Co	24 991	0,126	Circuit City Stores Inc	125 815	0,452	Ecolab Inc	111 267	0,177
ArvinMeritor Inc	3 859	0,056	Cisco Systems Inc	1 191 583	0,167	Edison International	169 501	0,176
Ashland Inc	51 871	0,184	CIT Group Inc	141 321	0,202	El Du Pont de Nemours & Co	541 389	0,205
Associated Banc-Corp	37 941	0,126	Citigroup Inc	2 099 045	0,126	El Paso Corp	82 637	0,152
Assurant Inc	114 605	0,297	Citizens Communications Co	62 509	0,226	Electronic Arts Inc	690 000	0,648
Astoria Financial Corp	26 839	0,127	Citrix Systems Inc	155 124	0,451	Electronic Data Systems Corp	102 233	0,120
			City National Corp/Beverly Hills CA	218 887	0,908	Eli Lilly & Co	1 441 928	0,331

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Amerika	Marketsverdi tusen kroner		Prosentvis eierandel		Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel	
EMC Corp/Massachusetts	529 275	0,240	Harley-Davidson Inc	319 301	0,333	Leucadia National Corp	30 416	0,088		
Emdeon Corp	34 111	0,173	Harman International Industries Inc	220 317	0,505	Level 3 Communications Inc	76 954	0,565		
Emerson Electric Co	394 203	0,190	Harrahs Entertainment Inc	111 530	0,126	Lexmark International Inc	46 725	0,133		
Emulex Corp	35 497	0,317	Harris Corp	48 883	0,125	Liberty Global Inc	93 939	0,072		
Encysive Pharmaceuticals Inc	8 454	0,271	Hartford Financial Services Group Inc	263 844	0,151	Liberty Media Corp	315 832	0,211		
Endo Pharmaceuticals Holdings Inc	61 986	0,228	Hasbro Inc	42 229	0,173	Liberty Property Trust	31 268	0,122		
Energen Corp	37 382	0,207	HCA Inc	212 120	0,137	Ligand Pharmaceuticals Inc	19 932	0,356		
Energizer Holdings Inc	32 996	0,150	Health Care Property Investors Inc	29 075	0,124	Lincare Holdings Inc	18 321	0,066		
Energy East Corp	27 962	0,123	Health Management Associates Inc	25 036	0,068	Lincoln National Corp	77 992	0,125		
Engelhard Corp	42 962	0,176	Health Net Inc	151 849	0,380	Lindsay Manufacturing Co	8 151	0,543		
ENSCO International Inc	72 156	0,157	Henry Schein Inc	17 635	0,068	Linear Technology Corp	97 433	0,131		
Entegris Inc	11 660	0,135	Hershey Co/The	59 498	0,066	Linens n Things Inc	55 439	0,678		
Entergy Corp	142 133	0,147	Hewlett-Packard Co	812 223	0,148	Liz Claiborne Inc	32 318	0,125		
Enterprise Products Partners LP	2 188	0,003	Hillenbrand Industries Inc	14 155	0,069	Loews Corp	108 278	0,091		
EOG Resources Inc	187 378	0,156	Hilton Hotels Corp	78 819	0,127	Lone Star Technologies Inc	68 491	0,640		
Equifax Inc	42 137	0,126	HJ Heinz Co	102 185	0,134	Louisiana-Pacific Corp	34 777	0,177		
Equitable Resources Inc	47 379	0,158	Hologic Inc	52 482	0,461	Lowes Cos Inc	405 474	0,115		
Equity Office Properties Trust	79 260	0,095	Home Depot Inc	1 273 068	0,219	LSI Logic Corp	147 698	0,696		
Equity Residential	18 973	0,025	Hormel Foods Corp	31 956	0,105	Ltd Brands	74 295	0,123		
Erie Indemnity Co	14 849	0,060	Hospira Inc	181 903	0,390	Lucent Technologies Inc	103 079	0,128		
Estee Lauder Cos Inc/The	112 872	0,231	Hospitality Properties Trust	24 567	0,126	Lyondell Chemical Co	84 160	0,211		
Everest Re Group Ltd	104 698	0,249	Host Marriott Corp	56 990	0,126	M&T Bank Corp	13 947	0,017		
EW Scripps Co	176 644	0,332	Hovnanian Enterprises Inc	109 509	0,542	Macerich Co/The	34 271	0,126		
Exelon Corp	421 249	0,175	Hudson City Bancorp Inc	61 651	0,126	Macrovision Corp	28 955	0,502		
Expedia Inc	451 991	0,812	Human Genome Sciences Inc	20 919	0,275	Manor Care Inc	14 776	0,069		
Expeditors International Washington Inc	85 959	0,176	Humana Inc	116 954	0,195	Manpower Inc	110 121	0,400		
Express Scripts Inc	57 349	0,069	Huntington Bancshares Inc/OH	45 750	0,125	Marathon Oil Corp	291 257	0,193		
Exxon Mobil Corp	5 881 108	0,249	IAC/InterActiveCorp	357 241	0,584	Markel Corp	26 000	0,124		
Fair Isaac Corp	24 697	0,126	ICOS Corp	173 190	1,444	Marriott International Inc	113 939	0,121		
Fairchild Semiconductor International Inc	270 850	1,969	Idacorp Inc	33 607	0,400	Marsh & McLennan Cos Inc	261 370	0,223		
Family Dollar Stores Inc	203 330	0,735	Illinois Tool Works Inc	341 610	0,200	Marshall & Ilsley Corp	86 291	0,126		
Fannie Mae	952 001	0,298	ImClone Systems Inc	9 966	0,051	Martin Marietta Materials Inc	39 170	0,163		
Fastenal Co	50 748	0,127	IMS Health Inc	217 529	0,556	Marvel Entertainment Inc	139 750	1,297		
Federated Department Stores Inc	488 986	0,400	Inamed Corp	30 122	0,138	Marvell Technology Group Ltd	303 246	0,278		
Federated Investors Inc	26 604	0,099	Independence Community Bank Corp	365 749	1,658	Masco Corp	449 485	0,519		
FedEx Corp	909 531	0,429	Ingersoll-Rand Co Ltd	160 231	0,177	Mattel Inc	269 570	0,623		
Fidelity National Financial Inc	55 978	0,129	Intel Corp	1 786 361	0,175	Maxim Integrated Products Inc	336 389	0,418		
Fidelity National Title Group Inc	6 213	0,022	International Business Machines Corp	1 561 731	0,178	Maxtor Corp	91 593	0,767		
Fifth Third Bancorp	166 286	0,117	International Flavors & Fragrances Inc	36 496	0,173	MBIA Inc	392 254	0,718		
First American Corp	38 286	0,130	International Game Technology	721 917	1,028	MBNA Corp	3 837 360	1,663		
First Data Corp	677 327	0,304	International Paper Co	247 005	0,221	McAfee Inc	38 224	0,124		
First Horizon National Corp	40 793	0,124	Interpublic Group of Cos Inc	121 789	0,433	McCormick & Co Inc	34 098	0,122		
First Marblehead Corp/The	9 158	0,063	Intersil Corp	20 604	0,079	McDonalds Corp	551 178	0,192		
FirstEnergy Corp	173 002	0,158	Intuit Inc	203 055	0,318	McGraw-Hill Cos Inc/The	227 737	0,174		
Fiserv Inc	97 221	0,176	Investment Technology Group Inc	100 789	0,995	MCI Inc	54 748	0,125		
Fisher Scientific International Inc	34 946	0,068	Investors Financial Services Corp	21 371	0,132	McKesson Corp	862 776	0,803		
Flextronics International Ltd	119 133	0,294	Invitrogen Corp	15 291	0,064	MDU Resources Group Inc	46 726	0,176		
Fluor Corp	178 418	0,393	Iron Mountain Inc	141 631	0,378	MeadWestvaco Corp	60 757	0,176		
Foot Locker Inc	76 691	0,308	iStar Financial Inc	26 081	0,096	Medco Health Solutions Inc	169 740	0,146		
Ford Motor Co	152 788	0,157	ITC Holdings Corp	5 326	0,084	Medicines Co	55 422	0,943		
Forest City Enterprises Inc	23 625	0,091	ITT Industries Inc	113 852	0,177	Medimmune Inc	284 740	0,488		
Forest Laboratories Inc	300 230	0,323	IVAX Corp	46 572	0,080	Medtronic Inc	1 511 977	0,321		
Fortune Brands Inc	242 866	0,315	Jabil Circuit Inc	296 672	0,577	Mellon Financial Corp	427 133	0,440		
Foxhollow Technologies Inc	18 163	0,379	Jacobs Engineering Group Inc	55 297	0,207	Mentor Corp	11 285	0,083		
FPL Group Inc	70 325	0,063	James River Group Inc	2 836	0,140	Mercantile Bankshares Corp	39 561	0,126		
Franklin Resources Inc	372 720	0,231	Janus Capital Group Inc	36 199	0,133	Merck & Co Inc	854 500	0,181		
Freddie Mac	2 050 023	0,671	JB Hunt Transport Services Inc	31 098	0,131	Mercury General Corp	9 163	0,043		
Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc	116 340	0,174	JC Penney Co Inc	269 812	0,309	Mercury Interactive Corp	82 247	0,505		
FreeScale Semiconductor Inc	96 921	0,140	JDS Uniphase Corp	31 583	0,116	Merrill Lynch & Co Inc	1 211 363	0,287		
Friedman Billings Ramsey Group Inc	13 386	0,116	Jefferson-Pilot Corp	74 347	0,144	MetLife Inc	466 256	0,186		
Frontier Resources Corp	7 523	1,019	JetBlue Airways Corp	60 767	0,344	MFA Mortgage Investments Inc	7 009	0,222		
Fulton Financial Corp	23 076	0,123	Jo-Ann Stores Inc	5 194	0,277	MGIC Investment Corp	91 496	0,226		
GameStop Corp	144 251	0,970	Johnson & Johnson	1 339 092	0,111	MGM Mirage	44 016	0,062		
Gannett Co Inc	42 321	0,043	Johnson Controls Inc	154 575	0,162	Michaels Stores Inc	40 388	0,126		
Gap Inc/The	314 385	0,303	Jones Apparel Group Inc	30 023	0,124	Microchip Technology Inc	57 075	0,125		
Garmin Ltd	211 435	0,436	JPMorgan Chase & Co	876 683	0,093	Micron Technology Inc	489 921	0,880		
Gemstar-TV Guide International Inc	41 013	0,545	Juniper Networks Inc	295 954	0,347	Microsoft Corp	3 505 857	0,186		
Genentech Inc	674 338	0,102	KB Home	92 985	0,196	Millennium Pharmaceuticals Inc	232 087	1,138		
General Electric Co	4 750 649	0,189	Kellogg Co	74 992	0,063	Millipore Corp	116 644	0,501		
General Growth Properties Inc	18 921	0,025	Keycorp	16 414	0,018	Mills Corp/The	19 485	0,122		
General Mills Inc	172 873	0,146	KeySpan Corp	53 046	0,126	Minerals Technologies Inc	18 922	0,249		
General Motors Corp	121 725	0,164	Kimberly-Clark Corp	240 603	0,128	Mohawk Industries Inc	68 696	0,174		
Gen-Probe Inc	90 191	0,537	Kimco Realty Corp	62 156	0,126	Molex Inc	42 950	0,135		
Gentex Corp	35 828	0,175	Kinder Morgan Inc	129 858	0,155	Molson Coors Brewing Co	81 156	0,210		
Genuine Parts Co	91 537	0,177	Kinetic Concepts Inc	23 016	0,122	MoneyGram International Inc	19 762	0,131		
Genworth Financial Inc	387 318	0,351	King Pharmaceuticals Inc	18 886	0,068	Monsanto Co	657 748	0,467		
Genzyme Corp	618 021	0,499	Kirby Corp	73 089	0,806	Monster Worldwide Inc	109 451	0,322		
Getty Images Inc	35 465	0,095	Kla-Tencor Corp	82 553	0,125	Moody's Corp	34 100	0,028		
Gilead Sciences Inc	491 390	0,301	Knight Ridder Inc	108 642	0,377	Morgan Stanley	759 834	0,187		
Global Signal Inc	29 722	0,148	Knot Inc/The	13 066	0,733	Mosaic Co/The	47 224	0,123		
GlobalSantaFe Corp	490 538	0,619	Kohls Corp	326 326	0,288	Motorola Inc	593 473	0,156		
Gold Reserve Inc	4 909	0,691	Kraft Foods Inc	156 850	0,049	Murphy Oil Corp	314 025	0,463		
Golden West Financial Corp	606 895	0,442	Kroger Co/The	129 665	0,140	Mylan Laboratories Inc	19 399	0,067		
Goldman Sachs Group Inc	1 065 244	0,265	Laboratory Corp of America Holdings	25 612	0,053	Myogen Inc	13 446	0,159		
Goodrich Corp	148 989	0,436	Lafarge North America Inc	25 237	0,090	Nabors Industries Ltd	127 647	0,158		
Google Inc	1 786 157	0,215	Lam Research Corp	317 100	0,965	National City Corp	669 090	0,475		
GrafTech International Ltd	9 957	0,242	Lamar Advertising Co	612 708	1,853	National Oilwell Varco Inc	325 528	0,440		
Greatbatch Inc	27 897	0,732	Las Vegas Sands Corp	16 682	0,018	National Semiconductor Corp	76 360	0,126		
Grey Wolf Inc	57 180	0,567	Lear Corp	49 873	0,385	NAVTEQ Corp	288 892	1,066		
GTECH Holdings Corp	33 752	0,126	Legg Mason Inc	134 220	0,136	NCR Corp	53 501	0,127		
Guidant Corp	784 046	0,539	Leggett & Platt Inc	49 826	0,174	Nektar Therapeutics	32 099	0,329		
H&R Block Inc	70 376	0,129	Lehman Brothers Holdings Inc	149 832	0,064	Network Appliance Inc	86 283	0,127		
Halliburton Co	359 249	0,167	Lennar Corp	100 913	0,157	Neurometrix Inc	37 210	1,650		

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Amerika	Markedsverdi tusen kroner		Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner		Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner		Prosentvis eierandel	
New Century Financial Corp	48 848	0,353	Quest Diagnostics Inc	59 145	0,084	Take-Two Interactive Software Inc	10 787	0,127				
New York Community Bancorp Inc	636 842	2,139	Questar Corp	55 023	0,126	Tanox Inc	15 542	0,313				
New York Times Co	32 054	0,123	Qwest Communications International Inc	164 454	0,231	Target Corp	749 593	0,229				
Newell Rubbermaid Inc	98 947	0,223	Radian Group Inc	42 793	0,130	Taro Pharmaceuticals Industries	1 259	0,046				
Newfield Exploration Co	67 601	0,157	RadioShack Corp	23 770	0,124	TCF Financial Corp	30 575	0,124				
Newmont Mining Corp	391 674	0,243	Rambus Inc	30 904	0,282	TD Banknorth Inc	21 680	0,063				
News Corp Inc	1 363 067	0,391	Red Hat Inc	177 450	0,544	Tech Data Corp	18 351	0,121				
Nextel Partners Inc	492 746	0,962	Reebok International Ltd	272 060	1,153	TECO Energy Inc	30 908	0,128				
NII Holdings Inc	179 509	0,401	Regal Entertainment Group	139 891	0,737	Tecumseh Products Co	9 370	0,338				
Nike Inc	208 680	0,136	Regency Centers Corp	33 665	0,124	Teekay Shipping Corp	27 293	0,134				
NiSource Inc	48 132	0,125	Regions Financial Corp	19 139	0,018	Tektronix Inc	65 935	0,422				
Noble Corp	318 362	0,487	Reinsurance Group of America Inc	129 567	0,640	Telephone & Data Systems Inc	30 736	0,112				
Noble Energy Inc	315 769	0,661	Reliant Energy Inc	4 984	0,023	Telewest Global Inc	49 121	0,124				
Nordstrom Inc	220 328	0,322	RenaissanceRe Holdings Ltd	26 137	0,123	Tellabs Inc	58 579	0,177				
Norfolk Southern Corp	308 816	0,250	Renal Care Group Inc	132 304	0,604	Temple-Inland Inc	157 929	0,463				
North Fork Bancorporation Inc	111 360	0,126	Republic Services Inc	200 085	0,567	Tenet Healthcare Corp	182 680	0,750				
Northeast Utilities	21 912	0,112	Revlon Inc	107 102	1,373	Teradyne Inc	52 502	0,270				
Northern Trust Corp	97 088	0,127	Reynolds American Inc	98 960	0,104	Texas Instruments Inc	767 511	0,218				
Novellus Systems Inc	27 884	0,128	RH Donnelley Corp	9 488	0,071	Textron Inc	121 847	0,177				
NPS Pharmaceuticals Inc	15 858	0,430	Robert Half International Inc	157 957	0,362	Theravance Inc	20 467	0,250				
NRG Energy Inc	31 204	0,121	Rockwell Automation Inc	126 167	0,176	Thermo Electron Corp	38 480	0,116				
NSTAR	25 368	0,122	Rockwell Collins Inc	95 804	0,176	THQ Inc	75 757	0,745				
NTL Inc	48 539	0,124	Rohm & Haas Co	95 829	0,132	Tiffany & Co	47 205	0,128				
Nu Skin Enterprises Inc	160 510	1,918	Ross Stores Inc	36 415	0,129	Time Warner Inc	1 174 641	0,213				
Nucor Corp	122 678	0,174	Rowan Cos Inc	41 634	0,158	TJX Cos Inc	304 028	0,420				
Nvidia Corp	67 014	0,158	Royal Caribbean Cruises Ltd	60 441	0,094	Toll Brothers Inc	53 011	0,145				
NVR Inc	58 881	0,204	RR Donnelley & Sons Co	87 694	0,176	Tommy Hilfiger Corp	162 301	1,601				
Occidental Petroleum Corp	399 458	0,184	Ryder System Inc	30 809	0,173	Torchmark Corp	48 732	0,125				
Office Depot Inc	287 143	0,437	Sabre Holdings Corp	27 042	0,126	Total System Services Inc	8 781	0,033				
OfficeMax Inc	139 645	1,149	Safeco Corp	36 626	0,077	Transatlantic Holdings Inc	14 846	0,050				
Old Republic International Corp	34 430	0,106	Safeway Inc	6 359	0,009	Transocean Inc	341 041	0,219				
Omicare Inc	9 634	0,023	Salesforce.com Inc	30 686	0,131	TreeHouse Foods Inc	1 496	0,038				
Omicom Group Inc	89 167	0,086	SanDisk Corp	98 500	0,126	Triad Hospitals Inc	24 950	0,109				
ON Semiconductor Corp	55 213	0,575	Sanmina-SCI Corp	26 691	0,176	Tribune Co	76 966	0,122				
Oneok Inc	52 292	0,297	Sara Lee Corp	126 928	0,131	Tri-Continental Corporation	14 135	0,100				
Oracle Corp	898 170	0,211	SBC Communications Inc	465 192	0,072	Trimble Navigation Ltd	90 958	0,704				
Orbital Sciences Corp	17 654	0,369	SCANA Corp	48 529	0,159	Trizec Properties Inc	22 807	0,094				
OSI Pharmaceuticals Inc	186 258	1,902	Schering-Plough Corp	787 936	0,378	TXU Corp	281 249	0,172				
OSI Systems Inc	10 642	0,526	Schlumberger Ltd	957 566	0,247	Tyco International Ltd	1 460 675	0,371				
Outback Steakhouse Inc	25 883	0,123	Schweitzer-Mauduit International Inc	38 089	1,489	Tyson Foods Inc	101 840	0,248				
Owens-Illinois Inc	324 072	1,488	Scientific-Atlanta Inc	56 336	0,126	Ultra Petroleum Corp	91 653	0,157				
Paccar Inc	143 379	0,181	Seagate Technology	191 408	0,295	Union Pacific Corp	575 930	0,399				
Pactiv Corp	99 026	0,464	Sealed Air Corp	53 825	0,174	UnionBanCal Corp	126 913	0,189				
Pall Corp	109 964	0,485	Sears Holdings Corp	306 573	0,243	Unisys Corp	40 481	0,300				
PanAmSat Holding Corp	1 311	0,006	SEL Investments Co	24 123	0,097	United Parcel Service Inc	572 789	0,102				
Parker Hannifin Corp	94 028	0,176	Sempra Energy	161 794	0,207	United States Steel Corp	64 070	0,174				
PartnerRe Ltd	31 651	0,126	Sensient Technologies Corp	16 569	0,290	UnitedHealth Group Inc	2 109 409	0,367				
Patterson Cos Inc	20 730	0,066	Sepracor Inc	579 046	1,562	Unitrin Inc	16 506	0,079				
Patterson-UTI Energy Inc	206 992	0,537	Serena Software Inc	37 092	0,565	Universal Health Services Inc	11 174	0,065				
Paychex Inc	169 519	0,173	ServiceMaster Co/The	29 081	0,124	Univision Communications Inc	227 802	0,374				
Peabody Energy Corp	126 812	0,173	Shaw Group Inc/The	16 979	0,109	UnumProvident Corp	433 990	0,945				
Pentair Inc	40 576	0,172	Sherwin-Williams Co/The	83 505	0,198	Urban Outfitters Inc	26 636	0,094				
Peoples Bank/Bridgeport CT	18 325	0,062	Siebel Systems Inc	279 997	0,739	US Bancorp	374 577	0,102				
Pepco Holdings Inc	35 448	0,123	Sierra Pacific Resources	51 212	0,289	UST Inc	107 031	0,237				
Pepsi Bottling Group Inc	48 002	0,103	Sigma-Aldrich Corp	50 771	0,176	Utstarcom Inc	8 296	0,128				
PepsiAmericas Inc	22 599	0,107	Signature Bank/New York NY	25 336	0,454	Valero Energy Corp	366 381	0,169				
PepsiCo Inc	914 177	0,138	Simon Property Group Inc	10 317	0,009	Valley National Bancorp	22 960	0,127				
Petsmart Inc	111 353	0,457	Sirius Satellite Radio Inc	12 515	0,021	Varian Medical Systems Inc	30 742	0,069				
Pfizer Inc	1 704 047	0,146	SLM Corp	374 201	0,240	Varian Semiconductor Equipment Associates Inc	90 047	0,800				
PG&E Corp	143 721	0,153	Smith International Inc	83 364	0,156	VeriSign Inc	107 585	0,283				
Phelps Dodge Corp	171 490	0,173	Smithfield Foods Inc	49 241	0,214	Veritas DGC Inc	66 086	0,793				
PHH Corp	5 668	0,056	Smurfit-Stone Container Corp	97 926	0,402	Verizon Communications Inc	1 326 309	0,235				
Pier 1 Imports Inc	59 332	1,158	Solectron Corp	39 401	0,174	Vertex Pharmaceuticals Inc	57 295	0,308				
Pinnacle West Capital Corp	36 947	0,133	South Jersey Industries Inc	22 533	0,398	VF Corp	52 939	0,127				
Pioneer Natural Resources Co	106 706	0,239	Southern Co/The	190 728	0,110	Viacom Inc	954 970	0,280				
Pitney Bowes Inc	82 244	0,126	Southern Union Co	32 001	0,179	Viacom Inc-NEW	60 952	0,028				
Pixar	21 296	0,050	Southwest Airlines Co	397 720	0,451	Vornado Realty Trust	25 287	0,032				
Plum Creek Timber Co Inc (REIT)	56 266	0,125	Southwest Gas Corp	15 195	0,217	Vulcan Materials Co	184 060	0,392				
PLM Group Inc/The	31 804	0,128	Sovereign Bancorp Inc	268 281	0,513	Wachovia Corp	2 764 474	0,497				
PNC Financial Services Group Inc	487 592	0,399	Sprint Nextel Corp	1 711 093	0,366	Walgreen Co	156 692	0,052				
PNM Resources Inc	14 925	0,131	SPX Corp	39 300	0,193	Wal-Mart Stores Inc	1 600 946	0,121				
Pogo Producing Co	98 420	0,487	St Joe Co/The	42 983	0,125	Walt Disney Co	337 913	0,108				
Popular Inc	48 006	0,121	St Jude Medical Inc	276 755	0,222	Warner Music Group Corp	47 822	0,247				
PPG Industries Inc	111 573	0,170	St Paul Travelers Cos Inc/The	475 204	0,227	Washington Mutual Inc	529 676	0,182				
PPL Corp	106 578	0,141	Stanley Works/The	102 595	0,377	Washington Post Co/The	15 442	0,031				
Praxair Inc	249 039	0,215	Staples Inc	134 037	0,119	Waste Management Inc	197 658	0,174				
Precision Castparts Corp	81 909	0,176	Starbucks Corp	165 006	0,106	Waters Corp	56 851	0,201				
Priceline.com Inc	37 663	0,632	Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc	117 613	0,125	Watson Pharmaceuticals Inc	94 394	0,387				
Pride International Inc	119 138	0,361	State Street Corp	751 621	0,611	Wausau Paper Corp	17 122	0,416				
Principal Financial Group	38 147	0,042	Station Casinos Inc	76 060	0,242	Weatherford International Ltd	168 871	0,202				
Procter & Gamble Co	2 041 431	0,152	Strattec Security Corp	356	0,035	WebMD Health Corp	16 366	0,148				
Progress Energy Inc	82 503	0,110	Stryker Corp	57 531	0,047	Webster Financial Corp	149 703	0,878				
Progressive Corp/The	65 978	0,042	Student Loan Corp	3 676	0,013	Weight Watchers International Inc	12 358	0,036				
Prologis	19 085	0,025	Sun Microsystems Inc	313 908	0,324	Weingarten Realty Investors	28 062	0,123				
Protective Life Corp	19 452	0,094	Sunoco Inc	113 461	0,157	Well Choice Inc	4 683	0,001				
Protein Design Labs Inc	40 914	0,188	SunTrust Banks Inc	81 738	0,046	WellPoint Inc	1 126 730	0,315				
Prudential Financial Inc	430 288	0,171	Supervalu Inc	36 942	0,123	Wells Fargo & Co	887 850	0,125				
Public Service Enterprise Group Inc	171 121	0,163	Symantec Corp	732 092	0,571	Wendys International Inc	6 112	0,014				
Public Storage Inc	55 804	0,088	Symbol Technologies Inc	38 291	0,176	Wesco Financial Corp	3 858	0,021				
Puget Energy Inc	54 229	0,340	Synopsys Inc	24 667	0,126	Western Digital Corp	119 498	0,440				
Pulte Homes Inc	135 127	0,196	Synovus Financial Corp	72 095	0,126	Westwood One Inc	9 264	0,095				
QLogic Corp	24 618	0,139	Sysco Corp	420 698	0,323	Weyerhaeuser Co	348 581	0,317				
Qualcomm Inc	1 251 280	0,261	T Rowe Price Group Inc	83 658	0,131							

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Amerika	Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel	Asia/Oseania	Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Marketsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Whirlpool Corp	88 229	0,231	AUSTRALIA			Rio Tinto Ltd	271 471	0,173
White Mountains Insurance Group Ltd	32 015	0,079	Adelaide Bank Ltd	7 600	0,111	Rural Press Ltd	6 436	0,096
Whole Foods Market Inc	86 212	0,119	Adelaide Brighton Ltd	3 578	0,063	Santos Ltd	62 886	0,174
Williams Cos Inc	213 110	0,237	Alinta Ltd	24 068	0,167	Seven Network Ltd	28 062	0,306
Williams-Sonoma Inc	42 199	0,125	Alumina Ltd	155 420	0,362	SFE Corp Ltd	10 810	0,116
Willis Group Holdings Ltd	36 660	0,093	Ancor Ltd	90 017	0,276	Sigma Pharmaceuticals Ltd	10 241	0,069
Wisconsin Energy Corp	37 621	0,122	AMP Ltd	131 664	0,184	Sims Group Ltd	17 991	0,226
WM Wrigley Jr Co	82 235	0,082	Ansell Ltd	11 167	0,127	Smorgon Steel Group Ltd	7 565	0,117
WMS Industries Inc	24 974	0,464	APN News & Media Ltd	3 925	0,034	Sonic Healthcare Ltd	70	0,000
WPS Resources Corp	50 560	0,338	Aristocrat Leisure Ltd	53 293	0,185	Southern Cross Broadcasting Australia Ltd	4 479	0,109
WR Berkley Corp	20 411	0,050	Austereo Group Ltd	1 804	0,060	Spotless Group Ltd	8 133	0,159
WW Grainger Inc	75 419	0,175	Australand Property Group	5 227	0,058	St George Bank Ltd	135 584	0,177
Wyeth	1 147 064	0,274	Australia & New Zealand Banking Group Ltd	381 775	0,175	Stockland	50 162	0,115
Wynn Resorts Ltd	247 199	0,669	Australian Foundation Investment Co Ltd	22 414	0,112	Suncorp-Metway Ltd	94 854	0,172
Xcel Energy Inc	63 333	0,126	Australian Gas Light Co Ltd	76 285	0,196	Symbion Health Ltd	6 637	0,059
Xerox Corp	123 636	0,130	Australian Pharmaceutical Industries Ltd	1 460	0,039	Tabcorp Holdings Ltd	110 640	0,273
Xilinx Inc	273 713	0,460	Australian Stock Exchange Ltd	19 409	0,117	Telstra Corp Ltd	101 528	0,042
XL Capital Ltd	206 689	0,260	Australian Wealth Management Ltd	2 424	0,114	Ten Network Holdings Ltd	7 262	0,116
XM Satellite Radio Holdings Inc	245 925	0,599	Australian Worldwide Exploration Ltd	22 148	0,512	Toll Holdings Ltd	38 614	0,157
XTO Energy Inc	263 924	0,244	AWB Ltd	13 905	0,132	Transurban Group	90 202	0,347
Yahoo! Inc	1 381 032	0,367	AXA Asia Pacific Holdings Ltd	76 112	0,173	UNITAB Ltd	14 872	0,165
Yellow Roadway Corp	79 552	0,458	Babcock & Brown Ltd	9 212	0,047	Washington H Soul Pattinson & Co Ltd	9 479	0,082
Yum! Brands Inc	87 415	0,097	Bank of Queensland Ltd	8 778	0,117	Wesfarmers Ltd	112 561	0,162
Zebra Technologies Corp	25 818	0,126	Bendigo Bank Ltd	95 793	1,218	West Australian Newspapers Holdings Ltd	2 587	0,030
Zimmer Holdings Inc	112 253	0,099	BHP Billiton Ltd	1 081 761	0,267	Westfield Group	174 890	0,117
Zions Bancorporation	66 776	0,145	Billabong International Ltd	18 593	0,125	Westpac Banking Corp	1 101 603	0,532
			BlueScope Steel Ltd	45 795	0,186	Woodside Petroleum Ltd	355 523	0,274
			Boral Ltd	36 884	0,156	Woolworths Ltd	219 112	0,225
			Brambles Industries Ltd	146 601	0,299	WorleyParsons Ltd	3 164	0,025
			Brickworks Ltd	10 099	0,120			
			Burns Philp & Co Ltd	11 081	0,100	FILIPPINENE		
			Caltex Australia Ltd	20 330	0,078	Ayala Land Inc	27 754	0,203
			Centro Properties Group	29 011	0,115	Bank of the Philippine Islands	23 797	0,154
			Centro Retail Group	2 275	0,059	Jollibee Foods Corp	12 927	0,252
			CFS Gandel Retail Trust	17 645	0,087			
			Challenger Financial Services Group Ltd	9 481	0,088	FORENTE ARABISKE EMIRATER		
			Coca-Cola Amatil Ltd	119 254	0,417	Investcom LLC	33 022	0,115
			Cochlear Ltd	7 377	0,059			
			Cockatoo Ridge Wines Ltd	2 054	1,961	HONG KONG		
			Coles Myer Ltd	151 551	0,240	Agile Property Holdings Ltd	32 749	0,238
			Commonwealth Bank of Australia	118 944	0,043	Asia Aluminum Holdings Ltd	1 991	0,105
			Commonwealth Property Office Fund	11 971	0,117	Asia Satellite Telecommunications Holdings Ltd	2 011	0,043
			Computershare Ltd	26 655	0,132	ASM Pacific Technology	26 178	0,178
			Corporate Express Australia Ltd	4 605	0,083	Bank of East Asia Ltd	33 672	0,109
			CSL Ltd/Australia	57 778	0,150	Beijing Enterprises Holdings Ltd	4 837	0,068
			CSR Ltd	25 729	0,163	BOC Hong Kong Holdings Ltd	60 201	0,044
			DB RREEF Trust	22 354	0,117	Brilliance China Automotive Holdings Ltd	3 914	0,106
			Downer EDI Ltd	12 971	0,123	Cafe de Coral Holdings Ltd	5 474	0,126
			Envestra Ltd	3 846	0,087	Cathay Pacific Airways Ltd	25 307	0,063
			Flight Centre Ltd	6 073	0,128	Chaoda Modern Agriculture	3 710	0,056
			Fosters Group Ltd	102 536	0,184	Chen Hsong Holdings	12 223	0,487
			Futuris Corp Ltd	8 505	0,133	Cheung Kong Holdings Ltd	237 302	0,147
			GPT Group	76 140	0,185	Cheung Kong Infrastructure Holdings Ltd	31 531	0,066
			Gunns Ltd	11 179	0,204	China Everbright Ltd	2 520	0,059
			GWA International Ltd	6 604	0,157	China Insurance International Holdings Co Ltd	105 605	2,746
			Harvey Norman Holdings Ltd	17 951	0,117	China Mengniu Dairy Co Ltd	78 816	0,999
			Healthscope Ltd	22 345	0,352	China Merchants Holdings International Co Ltd	21 700	0,067
			Iluka Resources Ltd	14 637	0,161	China Mobile Hong Kong Ltd	400 248	0,063
			Incitec Pivot Ltd	2 853	0,057	China National Aviation Co Ltd	2 732	0,062
			Insurance Australia Group Ltd	77 561	0,181	China Netcom Group Corp Hong Kong Ltd	18 829	0,026
			Investa Property Group	17 608	0,117	China Overseas Land & Investment Ltd	10 860	0,058
			James Hardie Industries NV	32 446	0,157	China Resources Enterprise	21 234	0,079
			John Fairfax Holdings Ltd	60 791	0,327	China Resources Power Holdings Co	73 037	0,502
			Leighton Holdings Ltd	20 479	0,083	China Ting Group Holdings Ltd	26 647	0,757
			Lend Lease Corp Ltd	48 054	0,167	China Travel International Inv HK	6 861	0,084
			Lion Nathan Ltd	14 429	0,071	China Unicom Ltd	57 593	0,083
			Macquarie Airports	66 093	0,261	Chinese Estates Holdings Ltd	4 739	0,034
			Macquarie Bank Ltd	162 802	0,208	CITIC International Financial Holdings Ltd	4 675	0,058
			Macquarie Goodman Group	70 095	0,203	Citic Pacific Ltd	32 559	0,079
			Macquarie Infrastructure Group	123 782	0,291	Clear Media Ltd	6 267	0,227
			Macquarie Office Trust	14 751	0,116	CLP Holdings Ltd	72 094	0,076
			Mayne Pharma Ltd	4 841	0,060	CNOOC Ltd	116 858	0,062
			Metcash Ltd	30 315	0,182	Cnpc Hong Kong Ltd	5 077	0,070
			Minara Resources Ltd	5 271	0,120	Cofco International Ltd	2 242	0,042
			Mirvac Group	20 454	0,116	COSCO Pacific Ltd	45 284	0,166
			National Australia Bank Ltd	370 330	0,144	Dah Sing Banking Group Ltd	2 669	0,023
			Newcrest Mining Ltd	157 257	0,393	Dah Sing Financial Holdings Ltd	26 981	0,229
			Novogen Ltd	1 064	0,044	Dairy Farm International Holdings Ltd	16 381	0,050
			Nufarm Ltd	16 060	0,164	Denway Motors Ltd	31 717	0,188
			OneSteel Ltd	34 810	0,369	Esprit Holdings Ltd	89 911	0,156
			Orica Ltd	59 366	0,188	First Pacific Co	7 702	0,092
			Origin Energy Ltd	89 300	0,302	Fountain SET Hldgs	2 830	0,114
			Oxiana Ltd	18 428	0,156	Fubon Bank Hong Kong Ltd	971	0,035
			Pacifica Group Ltd	1 753	0,146	Giordano International Ltd	9 876	0,175
			PaperlinX Ltd	13 713	0,161	Global Bio-Chem Technology Group Co Ltd	6 841	0,099
			Patrick Corp Ltd	81 226	0,316	Great Eagle Hldg Co	9 324	0,083
			Perpetual Trustees Australia Ltd	15 928	0,117	Guangdong Investment Ltd	7 491	0,050
			Promina Group Ltd	85 232	0,341	Guangzhou Investment Co Ltd	1 949	0,043
			Publishing & Broadcasting Ltd	11 188	0,020	Guoco Group Ltd	11 539	0,047
			Qantas Airways Ltd	30 053	0,078	GZI Real Estate Investment Trust	2 368	0,079
			QBE Insurance Group Ltd	104 133	0,135			
			Rinker Group Ltd	120 975	0,162			

Aksjeholdninger pr. 31. desember 2005

Asia/Oseania

	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Hang Lung Group Ltd	125 178	0,654	Geometric Software Solutions Co Ltd	6 105	0,648	Aruze Corp	12 521	0,112
Hang Lung Properties Ltd	22 710	0,058	Gokaldas Exports Ltd	1 890	0,123	Asahi Breweries Ltd	4 904	0,012
Hang Seng Bank Ltd	97 323	0,058	Grasim Industries Ltd	4 146	0,022	Asahi Broadcasting Corp	9 420	0,247
Henderson Investment Ltd	17 188	0,051	Great Eastern Shipping Co Ltd/The	7 709	0,117	Asahi Glass Co Ltd	267 514	0,258
Henderson Land Development Co Ltd	1 281	0,002	HDFC Bank Ltd	15 427	0,047	Asahi Kasei Corp	69 274	0,105
Hengan International Group Co Ltd	8 285	0,100	Hindustan Lever Ltd	32 082	0,049	Asatsu-DK Inc	1 054	0,009
Hong Kong & China Gas	113 394	0,142	Housing Development Finance Corp	2 619	0,006	Asics Corp	121 529	0,846
Hong Kong Aircraft Engineering	6 672	0,077	ICICI Bank Ltd	34 573	0,028	ASKUL Corp	2 079	0,023
Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd	80 468	0,270	IL&FS Investsmart Ltd	7 784	0,262	Astellas Pharma Inc	474 566	0,313
Hongkong & Shanghai Hotels/The	8 575	0,081	Indiabulls Financial Services Ltd	14 552	0,316	Autobacs Seven Co Ltd	6 250	0,047
HongKong Electric Holdings	63 410	0,089	Indian Hotels Co Ltd	19 280	0,237	Awa Bank Ltd/The	1 019	0,010
Hongkong Land Holdings Ltd	47 151	0,097	Infosys Technologies Ltd	74 774	0,061	Bals Corp	37 157	1,724
Hopewell Highway Infrastructure Ltd	29 972	0,231	ITC Ltd	6 331	0,008	Bank of Fukuoka Ltd/The	984	0,003
Hopewell Holdings	56 030	0,367	IVRCL Infrastructures & Projects Ltd	11 676	0,500	Bank of Kyoto Ltd/The	2 616	0,009
Hung Hing Printing Group	2 557	0,107	Jain Irrigation Systems Ltd	5 309	0,287	Bank of Nagoya Ltd/The	1 088	0,010
Hutchison Harbour Ring Ltd	2 414	0,058	Jaiprakash Associates Ltd	7 943	0,076	Bank of Okinawa Ltd/The	31 082	0,456
Hutchison Telecommunications			Jindal Poly Films Ltd	2 939	0,265	Bank of the Ryukyus Ltd	138 575	2,132
International Ltd	144 884	0,312	JM Financial Ltd	2 608	0,353	Bank of Yokohama Ltd/The	65 603	0,084
Hutchison Whampoa Ltd	411 572	0,150	Kotak Mahindra Bank Ltd	8 578	0,083	Belluna Co Ltd	63 607	0,826
Hysan Development Co Ltd	15 425	0,087	Larsen & Toubro Ltd	12 795	0,034	Benefit One Inc	7 266	0,331
I-CABLE Communications Ltd	725	0,022	Logix Microsystems Ltd	4 803	2,486	Benesse Corp	11 403	0,045
Industrial & Commercial Bank of			Macmillan India Ltd	4 434	0,353	Bosch Corp	84 497	0,576
China Ltd/Hong Kong	4 356	0,047	Mahindra GESCO Developers Ltd	5 652	0,307	Bridgestone Corp	165 488	0,141
IT Ltd	8 596	0,929	Maruti Udyog Ltd	7 148	0,026	Brother Industries Ltd	2 488	0,013
Jardine Matheson Holdings Ltd	117 521	0,166	McDowell & Co Ltd	10 547	0,274	Calsonic Kansei Corp	1 713	0,014
Jardine Strategic Holdings Ltd	113 173	0,148	Mphasis BFL Ltd	6 671	0,185	Canon Finetech Inc	624	0,010
JCG Holdings Ltd	39 193	0,755	NTPC Ltd	15 825	0,011	Canon Inc	349 571	0,099
Johnson Electric Holdings Ltd	19 721	0,084	Oil & Natural Gas Corp Ltd	21 604	0,009	Canon Sales Co Inc	1 446	0,007
Kerry Properties Ltd	36 745	0,168	Oriental Bank Of Commerce	1 921	0,019	Casio Computer Co Ltd	1 416	0,005
Kingboard Chemical Holdings Ltd	42 163	0,293	Patel Engineering Ltd	10 157	0,392	CCS Inc/Japan	9 919	0,890
Kingway Brewery Holdings Ltd	24 141	0,683	Pami Computer Systems Ltd	1 805	0,376	Central Glass Co Ltd	3 428	0,043
Kowloon Motor Bus Holdings Ltd	19 369	0,120	Punjab National Bank	5 232	0,024	Central Japan Railway Co	61 002	0,042
Lee & Man Paper Manufacturing Ltd	3 184	0,044	Ranbaxy Laboratories Ltd	20 678	0,102	Chiba Bank Ltd/The	64 341	0,127
Lenovo Group Ltd	17 588	0,064	Reliance Capital Ltd	7 551	0,056	Chiyoda Corp	13 370	0,045
Li & Fung Ltd	77 156	0,201	Reliance Energy Ltd	2 457	0,013	Chofu Seisakusho Co Ltd	11 086	0,205
Liu Chong Hing Bank Ltd	2 191	0,047	Reliance Industries Ltd	37 926	0,020	Chubu Electric Power Co Inc	98 191	0,083
Lung Kee (Bermuda) Holdings	18 371	0,566	Satnam Overseas Ltd	3 735	1,453	Chugai Pharmaceutical Co Ltd	1 959	0,002
Mandarin Oriental International Ltd	2 855	0,051	Satyam Computer Services Ltd	17 978	0,050	Chugoku Bank Ltd/The	2 237	0,010
MTR Corp	34 378	0,047	Shiv-Vani Oil & Gas Exploration Services Ltd	3 639	0,556	Chugoku Electric Power Co Inc/The	18 182	0,037
New World Development Ltd	38 020	0,117	Sintex Industries Ltd	3 135	0,135	Circle K Sunkus Co Ltd	5 232	0,035
Next Media Ltd	2 165	0,045	SpiceJet Ltd	3 338	0,159	Citizen Watch Co Ltd	10 446	0,046
NWS Holdings Ltd	14 294	0,079	SRF Ltd	10 243	0,373	CMK Corp	23 120	0,246
Orient Overseas International Ltd	9 486	0,066	Suzlon Energy Ltd	22 744	0,059	Coca-Cola West Japan Co Ltd	1 881	0,014
Oriental Press Group	1 364	0,046	Tata Consultancy Services Ltd	16 102	0,013	Cosel Co Ltd	132 935	2,629
Parkson Retail Group Ltd	20 516	0,304	Tata Elxsi Ltd	2 579	0,269	Cosmo Oil Co Ltd	7 413	0,033
PCCW Ltd	27 301	0,097	Tata Motors Ltd	8 085	0,022	Create SD Co Ltd	16 014	0,515
SCMP Group Ltd	2 885	0,074	Tata TEA Ltd	10	0,000	Credit Saison Co Ltd	155 739	0,256
Semiconductor Manufacturing			UTI Bank Ltd	13 399	0,111	CSK Holdings Corp	2 467	0,009
International Corp	29 415	0,175	Vaibhav Gems Ltd	8 273	1,284	Cyber Agent Ltd	47 662	0,473
Shanghai Industrial Holdings Ltd	11 014	0,081	VIP Industries Ltd	3 195	0,995	Dai Nippon Printing Co Ltd	51 684	0,058
Shangri-La Asia Ltd	52 876	0,185	Yes Bank Ltd	8 821	0,318	Daicel Chemical Industries Ltd	8 424	0,047
Shenzhen International Holdings	3 121	0,130	ZEE Telefilms Ltd	16 777	0,172	Daido Steel Co Ltd	11 884	0,042
Shenzhen Investment Ltd	828	0,035				Daiei Inc/The	4 530	0,014
Shun TAK Holdings Ltd	11 427	0,088	INDONESIA			Daifuku Co Ltd	26 341	0,201
Sino Land Co	20 891	0,060	Bank Buana Indonesia Tbk PT	12 034	0,319	Daihatsu Diesel Manufacturing Co Ltd	19 063	1,500
Skyworth Digital Holdings Ltd	2 677	0,051	Bank Central Asia Tbk PT	16 103	0,056	Daihatsu Motor Co Ltd	7 534	0,024
SmarTone Telecommunications Holding Ltd	2 339	0,051	Bank Nisp Tbk PT	14 115	0,540	Daihen Corp	51 684	1,209
Sun Hung Kai Properties Ltd	196 106	0,124	Indosat Tbk PT	24 748	0,121	Daiichi Sankyo Co Ltd	365 492	0,381
Swire Pacific Ltd	199 484	0,217	International Nickel Indonesia Tbk PT	14 542	0,162	Daiichikoshu Co Ltd	88 712	1,147
TCL Multimedia Technology Holdings Ltd	2 591	0,068	Perusahaan Gas Negara PT	14 719	0,069	Daikin Industries Ltd	22 237	0,043
Techtronic Industries Co	54 321	0,231	PT Astra International Tbk	23 829	0,084	Daimaru Inc	409 510	1,549
Television Broadcasts Ltd	12 015	0,076	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT	28 197	0,034	Daiimei Telecom Engineering Corp	26 381	0,779
Texwinca Holdings Ltd	5 559	0,086	Unilever Indonesia Tbk PT	15 303	0,068	Dainippon Ink and Chemicals Inc	77 047	0,331
Tingyi Cayman Islands Holding Corp	9 934	0,053				Dainippon Screen Manufacturing Co Ltd	1 359	0,010
TPV Technology Ltd	44 628	0,395	ISRAEL			Dainippon Sumitomo Pharma Co Ltd	1 268	0,005
Wharf Holdings Ltd	123 908	0,212	Bank Hapoalim BM	63	0,000	Daiseki Co Ltd	18 042	0,566
Wheelock & Co Ltd	10 506	0,047	Emblaze Ltd	13 398	0,603	Daishi Bank Ltd/The	1 138	0,010
Wing Hang Bank Ltd	47 317	0,330	Teva Pharmaceutical Industries Ltd	63 226	0,034	Daito Trust Construction Co Ltd	18 930	0,042
Wing Lung Bank	7 121	0,059				Daiwa House Industry Co Ltd	173 430	0,298
Yue Yuen Industrial Holdings	16 995	0,055	JAPAN			Daiwa Securities Group Inc	49 243	0,048
AAC Acoustic Technology Holdings Inc	37 873	0,732	77 Bank Ltd/The	1 850	0,009	Denki Kagaku Kogyo K K	9 176	0,062
			ABC-Mart Inc	91 442	0,574	Denso Corp	266 114	0,129
INDIA			Acom Co Ltd	9 502	0,014	Dentsu Inc	3 238	0,005
Aditya Birla Nuvo Ltd	15 003	0,249	Advantest Corp	152 726	0,224	Diamond City Co Ltd	135 881	1,285
AIA Engineering Pvt Ltd	3 497	0,242	Aeon Co Ltd	222 589	0,178	Diamond Lease Co Ltd	680	0,004
Associated Cement Co Ltd	3 812	0,026	Aeon Credit Service Co Ltd	2 113	0,006	Dip Corp	29 993	0,059
Bajaj Auto Ltd	22 968	0,075	Agrex Inc	18 194	1,495	Disco Corp	241 073	2,083
Bata India Ltd	6 955	0,403	Aichi Steel Corp	1 444	0,013	Don Quijote Co Ltd	148 881	1,184
Bharat Electronics Ltd	12 272	0,103	Aiful Corp	45 348	0,057	Doshisha Co Ltd	25 588	0,909
Bharat Forge Ltd	14 758	0,116	Aioi Insurance Co Ltd	23 851	0,067	Dowa Mining Co Ltd	12 629	0,057
Bharat Heavy Electricals	9 939	0,019	Aisin Seiki Co Ltd	23 673	0,032	E*Trade Securities Co Ltd	60 991	0,113
Bharti Televentures	17 595	0,018	Ajinomoto Co Inc	5 470	0,012	East Japan Railway Co	82 072	0,044
Biocon Ltd	6 102	0,082	Alfresa Holdings Corp	1 172	0,010	Ebara Corp	5 770	0,037
Cipla Ltd/India	22 171	0,110	All Nippon Airways Co Ltd	8 372	0,018	Edion Corp	16 728	0,108
Colgate-Palmolive/India	3 962	0,072	Alpha Corp/Japan	25 013	0,980	Eisai Co Ltd	274 207	0,326
Crompton Greaves Ltd	4 831	0,080	Alps Electric Co Ltd	1 621	0,010	Electric Power Development Co	16 078	0,050
Dr Reddys Laboratories Ltd	8 869	0,078	Amada Co Ltd	10 820	0,045	Elpida Memory Inc	1 232	0,006
Eicher Motors Ltd	4 499	0,463	Amuse Inc	10 108	0,793	Enplas Corp	27 548	0,700
EID Parry India Ltd	6 299	0,228	AOC Holdings Inc	90 559	0,948	Ezaki Glico Co Ltd	2 139	0,021
Essar Oil Ltd	6 521	0,095	Aoyama Trading Co Ltd	7 233	0,047	F T Communications Co Ltd	8 061	0,713
Financial Technologies India Ltd	30 410	0,355	Aplix Corp	13 569	0,161	FamilyMart Co Ltd	10 484	0,047
GAIL India Ltd	12 610	0,037	Arisawa Manufacturing Co Ltd	1 809	0,036	Fanuc Ltd	685 325	0,498
Geodesic Information Systems Ltd	2 785	0,140	Arrk Corp	175 986	1,036	Fast Retailing Co Ltd	250 496	0,357

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Asia/Oseania											
	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Fuji Electric Holdings Co Ltd	43 851	0,164	Kakiyasu Honten Co Ltd	15 568	1,224	Mitsui Fudosan Co Ltd	328 034	0,289			
Fuji Heavy Industries Ltd	49 951	0,174	Kamigumi Co Ltd	7 448	0,045	Mitsui Mining & Smelting Co Ltd	15 368	0,063			
Fuji Photo Film Co Ltd	19 152	0,017	Kandenko Co Ltd	2 273	0,022	Mitsui OSK Lines Ltd	31 762	0,045			
Fuji Seal International Inc	166 625	2,699	Kaneka Corp	85 315	0,292	Mitsui Sumitomo Insurance Co Ltd	325 633	0,260			
Fuji Soft ABC Inc	1 088	0,013	Kansai Electric Power Co Inc/The	53 693	0,038	Mitsui Trust Holdings Inc	3 006	0,004			
Fuji Television Network Inc	186 044	0,372	Kansai Paint Co Ltd	49 880	0,315	Mitsui-Soko Co Ltd	23 169	0,364			
Fujikura Ltd	2 633	0,013	Kansai Urban Banking Corp	17 555	0,109	Mitsukoshi Ltd	10 646	0,047			
Fujitsu Broad Solution & Consulting Inc	9 208	1,271	Kao Corp	172 584	0,173	Mitsumi Electric Co Ltd	704	0,013			
Fujitsu Ltd	87 064	0,082	Katokichi Co Ltd	1 626	0,022	Mizuho Financial Group Inc	1 026 960	0,159			
Fukuyama Transporting Co Ltd	1 213	0,016	Kawasaki Heavy Industries Ltd	16 459	0,046	Mizuho Investors Securities Co Ltd	1 081	0,004			
Funai Electric Co Ltd	2 246	0,008	Kawasaki Kisen Kaisha Ltd	11 132	0,044	Mizuho Trust & Banking Co Ltd	1 193	0,001			
Furukawa Electric Co Ltd	223 583	0,596	KDDI Corp	34 993	0,021	Mochida Pharmaceutical Co Ltd	725	0,009			
Furukawa-Sky Aluminum Corp	13 863	0,161	Keihanshin Real Estate Co Ltd	5 151	0,179	Moritex Corp	5 844	0,866			
Futaba Corp/Chiba	696	0,009	Keihin Electric Express Railway Co Ltd	12 816	0,046	Murata Manufacturing Co Ltd	10 452	0,011			
Futaba Industrial Co Ltd	21 577	0,190	Keio Corp	72 172	0,278	Musashino Bank Ltd/The	53 516	0,413			
Gakken Co Ltd	18 299	0,981	Keisei Electric Railway Co Ltd	5 957	0,042	Nagoya Railroad Co Ltd	9 656	0,044			
Gendai Agency Inc	49 711	1,499	Keiyo Bank Ltd/The	868	0,006	Nakabayashi Co Ltd	16 522	1,299			
Gigas Ks Denki Corp	16 063	0,189	Kenedix Inc	42 625	0,355	Nakanishi Inc	36 349	0,687			
Gigno System Japan Inc	5 262	0,488	Keyence Corp	220 766	0,251	Namco Bandai Holdings Inc	202 318	0,791			
Glory Ltd	44 715	0,526	Kibun Food Chemifa Co Ltd	11 427	0,256	Nanto Bank Ltd/The	1 574	0,013			
Goodwill Group Inc/The	17 734	0,208	Kikkoman Corp	2 825	0,022	NEC Corp	156 224	0,186			
Grandy House Corp	265	0,015	Kinden Corp	7 590	0,047	NEC Electronics Corp	688	0,003			
Gulliver International Co Ltd	1 559	0,020	Kintetsu Corp	19 824	0,043	NEC Leasing Ltd	10 941	0,335			
Gunma Bank Ltd/The	2 401	0,010	Kintetsu World Express Inc	49 811	0,771	NEC Tokin Corp	27 882	0,534			
Gunze Ltd	5 442	0,053	Kirin Brewery Co Ltd	10 097	0,013	NEOMAX Co Ltd	116 415	0,665			
Hachijuni Bank Ltd/The	2 607	0,010	Kobayashi Pharmaceutical Co Ltd	45 525	0,529	NET One Systems Co Ltd	850	0,009			
Hakudo Co Ltd	21 310	0,896	Kobe Steel Ltd	41 300	0,060	NextCom KK	952	0,017			
Hakuhodo DY Holdings Inc	1 764	0,010	Koito Manufacturing Co Ltd	133 891	0,801	NGK Insulators Ltd	17 167	0,048			
Hakuto Co Ltd	12 649	0,461	Kokuyo Co Ltd	6 859	0,053	NGK Spark Plug Co Ltd	9 948	0,030			
Hamamatsu Photonics KK	1 290	0,010	Komatsu Electronic Metals Co Ltd	34 846	0,942	NHK Spring Co Ltd	7 474	0,043			
Hankyu Department Stores	5 850	0,053	Komatsu Ltd	468 469	0,419	Nichias Corp	12 171	0,227			
Hankyu Holdings Inc	134 317	0,293	Komeri Co Ltd	7 417	0,047	Nichii Gakkan Co	1 256	0,020			
Hankyu Reit Inc	4 700	0,163	Konami Corp	1 995	0,010	Nichirei Corp	1 891	0,022			
Hanshin Electric Railway Co Ltd	10 586	0,045	Konica Minolta Holdings Inc	26 768	0,073	Nidec Copal Electronics Corp	2 424	0,068			
Haseko Corp	105 664	0,510	Kose Corp	132 222	0,886	Nidec Corp	360 840	0,437			
Heian Ceremony Service Co Ltd	9 110	1,255	Koyo Seiko Co Ltd	6 548	0,024	Nidec Sankyo Corp	164 638	0,773			
Heiwa Corp	2 477	0,023	Kubota Corp	20 777	0,028	Nihon Inter Electronics Corp	38 201	2,231			
Heiwa Real Estate Co Ltd	32 498	0,493	Kumagai Gumi Co Ltd	25 745	0,646	Nihon Trim Co Ltd	7 849	0,455			
Higo Bank Ltd/The	1 201	0,009	Kuraray Co Ltd	46 261	0,172	Nihon Unisys Ltd	21 789	0,205			
Hikari Tsushin Inc	1 274	0,003	Kurita Water Industries Ltd	8 014	0,047	Nikko Cordial Corp	81 713	0,078			
Hino Motors Ltd	6 021	0,024	Kyocera Corp	65 201	0,069	Nikon Corp	38 115	0,097			
Hirose Electric Co Ltd	120 472	0,334	Kyokuyo Co Ltd	24 369	1,196	Nintendo Co Ltd	195 875	0,169			
Hiroshima Bank Ltd/The	30 251	0,111	Kyoritsu Maintenance Co Ltd	12 026	0,389	Nippon Chemi-Con Corp	16 789	0,316			
Hisamitsu Pharmaceutical Co Inc	1 022	0,006	Kyoto Kimono Yuzen Co Ltd	17 287	0,769	Nippon Denko Co Ltd	26 504	0,996			
Hitachi Chemical Co Ltd	208 005	0,561	Kyowa Exeo Corp	26 522	0,255	Nippon Electric Glass Co Ltd	193 963	0,411			
Hitachi Construction Machinery Co Ltd	129 162	0,418	Kyowa Hakko Kogyo Co Ltd	1 936	0,009	Nippon Express Co Ltd	253 734	0,579			
Hitachi High-Technologies Corp	73 720	0,316	Kyushu Electric Power Co Inc	26 024	0,037	Nippon Kayako Co Ltd	982	0,009			
Hitachi Ltd	29 965	0,020	Kyushu-Shinwa Holdings Inc	61 267	0,955	Nippon Light Metal Co Ltd	4 419	0,044			
Hitachi Metals Ltd	6 098	0,023	Lawson Inc	12 658	0,043	Nippon Meat Packers Inc	3 480	0,021			
Hokkaido Electric Power Co Inc	11 084	0,037	Lecip Corp	98	0,016	Nippon Mining Holdings Inc	107 746	0,264			
Hokkoku Bank Ltd/The	1 083	0,010	Leopalace21 Corp	248 534	0,634	Nippon Oil Corp	43 807	0,057			
Hokuhoku Financial Group Inc	201 168	0,495	Lintec Corp	66 199	0,556	Nippon Paint Co Ltd	3 425	0,043			
Hokuriku Electric Power Co	11 014	0,037	Lion Corp	2 945	0,022	Nippon Paper Group Inc	91 389	0,305			
Honda Motor Co Ltd	253 811	0,071	livedoor Co Ltd	175 886	0,398	Nippon Sheet Glass Co Ltd	6 239	0,048			
Honeys Co Ltd	237 700	2,320	Lopro Corp	71 800	1,741	Nippon Shinpan Co Ltd	1 961	0,003			
House Foods Corp	1 633	0,014	Mabuchi Motor Co Ltd	1 691	0,010	Nippon Shokubai Co Ltd	6 410	0,043			
Hoya Corp	169 979	0,155	Mac House Co Ltd	37 177	1,416	Nippon Signal Co Ltd	10 915	0,288			
Hyakugo Bank Ltd/The	1 165	0,010	Macnica Inc	40 524	1,024	Nippon Steel Corp	217 400	0,133			
Hyakujushi Bank Ltd/The	1 449	0,010	Makita Corp	11 546	0,047	Nippon Suisan Kaisha Ltd	147 341	1,946			
Ibiden Co Ltd	4 858	0,009	Marubeni Corp	22 738	0,042	Nippon Telegraph & Telephone Corp	137 667	0,028			
Icom Inc	29 086	0,910	Marui Co Ltd	162 511	0,332	Nippon Television Network Corp	64 569	0,245			
Index Corp	109 203	0,421	Maruichi Steel Tube Ltd	6 040	0,042	Nippon Yusen Kabushiki Kaisha	24 431	0,043			
INPEX Corp	24 637	0,021	Matsuda Sangyo Co Ltd	2 312	0,085	Nipponkoa Insurance Co Ltd	3 584	0,008			
Intec Inc	34 531	0,630	Matsui Construction Co Ltd	7 204	0,687	Nishimitsu Construction Co Ltd	3 261	0,042			
Intelligence Ltd	38 168	0,973	Matsui Securities Co Ltd	1 268	0,005	Nishimatsuya Chain Co Ltd	131 022	1,214			
Invoic Inc	2 358	0,037	Matsumotokiyoshi Co Ltd	116 708	1,018	Nishi-Nippon City Bank Ltd/The	151 898	0,543			
Isetan Co Ltd	15 020	0,047	Matsushita Electric Industrial Co Ltd	201 775	0,063	Nishi-Nippon Railroad Co Ltd	4 933	0,049			
Ishikawajima-Harima Heavy Industries Co Ltd	13 041	0,047	Matsushita Electric Works Ltd	7 406	0,016	Nishio Rent All Co Ltd	57 737	1,423			
Isuzu Motors Ltd	13 553	0,046	Max Co Ltd	31 583	0,643	Nissan Chemical Industries Ltd	11 070	0,061			
Ito En Ltd	3 969	0,021	Mazda Motor Corp	90 490	0,217	Nissan Motor Co Ltd	243 328	0,079			
Itochu Corp	39 907	0,045	Mediceo Paltac Holdings Co Ltd	2 213	0,009	Nissay Dowa General Insurance Co Ltd	63 173	0,334			
Itochu Techno-Science Corp	1 264	0,006	Meiji Dairies Corp	2 192	0,022	Nissen Co Ltd	76 365	1,250			
Iyo Bank Ltd/The	19 299	0,081	Meiji Seika Kaisha Ltd	3 022	0,022	Nissin Seifun Group Inc	3 967	0,022			
Izumi Co Ltd	5 017	0,035	Meitec Corp	5 194	0,064	Nissin Steel Co Ltd	9 158	0,042			
Jaccs Co Ltd	170 452	1,533	Millea Holdings Inc	22 244	0,011	Nissinbo Industries Inc	163 722	1,063			
Jafco Co Ltd	2 779	0,010	Minebea Co Ltd	1 804	0,013	Nissin Food Products Co Ltd	95 662	0,384			
Japan Airlines Corp	7 532	0,021	Misawa Homes Holdings Inc	268 826	1,852	Nitori Co Ltd	6 247	0,035			
Japan Asia Investment Co Ltd	105 743	1,676	MISUMI Group Inc	320 766	2,501	Nitto Denko Corp	457 580	0,499			
Japan Electronic Materials Corp	13 957	0,938	Mitsubishi Chemical Holdings Corp	45 779	0,059	Nittoku Engineering Co Ltd	12 047	0,739			
Japan Petroleum Exploration Co	4 872	0,020	Mitsubishi Corp	399 157	0,158	NOF Corp	36 516	0,490			
Japan Tobacco Inc	438 608	0,222	Mitsubishi Electric Corp	46 753	0,045	NOK Corp	180 118	0,567			
Japan Transcity Corp	10 980	0,448	Mitsubishi Estate Co Ltd	481 396	0,263	Nomura Holdings Inc	168 031	0,066			
JFE Holdings Inc	168 118	0,126	Mitsubishi Gas Chemical Co Inc	14 270	0,046	Nomura Research Institute Ltd	84 639	0,227			
JGC Corp	194 888	0,584	Mitsubishi Heavy Industries Ltd	95 983	0,095	NSK Ltd	11 989	0,047			
Joyo Bank Ltd/The	926	0,003	Mitsubishi Logistics Corp	8 492	0,044	NTN Corp	11 413	0,046			
JS Group Corp	97 485	0,216	Mitsubishi Materials Corp	17 742	0,045	NTT Data Corp	28 860	0,031			
JSR Corp	121 700	0,267	Mitsubishi Motors Corp	26 677	0,035	NTT DoCoMo Inc	58 055	0,012			
Jupiter Telecommunications Co	13 496	0,039	Mitsubishi Rayon Co Ltd	36 004	0,134	NTT Urban Development Corp	1 479	0,005			
Juroku Bank Ltd/The	1 785	0,010	Mitsubishi UFJ Financial Group Inc	1 226 409	0,133	Obayashi Corp	62 713	0,174			
kabu.com Securities Co Ltd	1 129	0,005	Mitsubishi UFJ Securities Co	6 962	0,011	Obic Co Ltd	68 113	0,459			
Kagoshima Bank Ltd/The	1 073	0,010	Mitsui & Co Ltd	239 791	0,174	Odakyu Electric Railway Co Ltd	12 412	0,042			
Kajima Corp	17 977	0,044	Mitsui Chemicals Inc	20 681	0,058	Oeon Holdings Inc	27 931	1,684			
			Mitsui Engineering & Shipbuilding Co Ltd	8 583	0,047	Ogaki Kyoritsu Bank Ltd/The	1 097	0,009			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Asia/Oseania

	Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Ohara Inc	12 474	0,285	Shiseido Co Ltd	85 950	0,160	TonenGeneral Sekiyu KK	14 985	0,035
OJI Paper Co Ltd	22 330	0,052	Shizuoka Bank Ltd/The	34 583	0,071	Toppan Forms Co Ltd	1 676	0,015
Okamura Corp	36 262	0,492	Shochiku Co Ltd	28 478	0,407	Toppan Printing Co Ltd	4 269	0,008
Oki Electric Industry Co Ltd	1 434	0,009	Shoei Co Ltd	143 503	1,946	Toray Industries Inc	173 032	0,224
Okumura Corp	60 743	0,699	Showa Denko KK	37 186	0,123	Toshiba Corp	70 678	0,054
Okura Industrial Co Ltd	26 311	1,060	Showa Shell Sekiyu KK	3 174	0,010	Toshin Denki Co Ltd	21 797	0,745
Olympus Corp	91 056	0,189	Skylark Co Ltd	5 964	0,047	Tosoh Corp	8 172	0,046
OMC Card Inc	262 259	0,846	SKY Perferct Communications Inc	5 300	0,049	Toto Ltd	9 603	0,045
Omron Corp	78 240	0,201	SMBC Friend Securities Co Ltd	72 840	0,427	Toyo Corp/Chuo-ku	28 542	0,813
Ono Pharmaceutical Co Ltd	1 712	0,005	SMC Corp/Japan	234 892	0,338	Toyo Gosei Co Ltd	8 533	0,909
Onoken Co Ltd	14 761	0,688	Softbank Corp	820 179	0,272	Toyo Seikan Kaisha Ltd	10 666	0,045
Onward Kashiyama Co Ltd	153 859	0,669	Sohgo Security Services Co Ltd	28 528	0,273	Toyo Suisan Kaisha Ltd	2 622	0,022
Oracle Corp Japan	1 109	0,003	Sompo Japan Insurance Inc	82 982	0,092	Toyobo Co Ltd	7 433	0,047
Oricon Inc	20 141	1,378	Sony Corp	596 825	0,216	Toyoda Gosei Co Ltd	4 090	0,024
Orient Corp	1 499	0,006	Square Enix Co Ltd	1 063	0,005	Toyota Auto Body Co Ltd	1 610	0,011
Oriental Land Co Ltd	9 443	0,026	Stanley Electric Co Ltd	301 400	1,456	Toyota Boshoku Corp	4 832	0,023
Origin Electric Co Ltd	32 442	2,242	Stella Chemifa Corp	9 487	0,305	Toyota Industries Corp	20 488	0,026
ORIX Corp	573 898	0,374	Studio Alice Co Ltd	24 653	1,278	Toyota Motor Corp	1 128 553	0,089
Osaka Gas Co Ltd	35 211	0,067	Sumco Corp	100 781	0,237	Toyota Tsusho Corp	11 412	0,026
Osaka Securities Exchange Co Ltd	85 500	2,238	Sumisho Computer Systems Corp	33 796	0,432	Trend Micro Inc	225 801	0,647
Osaki Electric Co Ltd	14 686	0,687	Sumisho Lease Co Ltd	22 417	0,149	Trusco Nakayama Corp	33 949	0,608
Otsuka Corp	1 194	0,005	Sumitomo Bakelite Co Ltd	5 669	0,043	Tsumura & Co	98 187	0,742
Otsuka Kagu Ltd	40 296	0,657	Sumitomo Chemical Co Ltd	200 338	0,260	TV Tokyo Corp	25 409	0,532
Ozeki Co Ltd	6 843	0,305	Sumitomo Corp	108 833	0,099	Ube Industries Ltd/Japan	8 167	0,047
Pacific Golf Group International Holdings KK	5 973	0,037	Sumitomo Electric Industries Ltd	154 111	0,198	UCS Co Ltd	7 864	0,196
PanaHome Corp	1 833	0,023	Sumitomo Forestry Co Ltd	31 783	0,266	Ulvac Inc	3 999	0,045
Parco Co Ltd	50 450	0,789	Sumitomo Heavy Industries Ltd	96 495	0,282	Uni-Charm Corp	127 095	0,606
Park24 Co Ltd	7 965	0,045	Sumitomo Metal Industries Ltd	171 913	0,137	Uniden Corp	1 053	0,013
Pasona Inc	1 010	0,014	Sumitomo Metal Mining Co Ltd	269 560	0,563	UNY Co Ltd	9 502	0,047
Penta-Ocean Construction Co Ltd	21 531	0,283	Sumitomo Mitsui Financial Group Inc	1 691 809	0,320	Urban Corp	105 758	0,345
Pentax Corp	98 885	1,895	Sumitomo Osaka Cement Co Ltd	4 912	0,058	Usen Corp	4 113	0,029
Pioneer Corp	1 605	0,009	Sumitomo Realty & Development Co Ltd	287 785	0,411	Ushio Inc	38 770	0,176
Plant Co Ltd	5 909	1,475	Sumitomo Rubber Industries Inc	7 614	0,030	USS Co Ltd	6 510	0,047
Plenus Co Ltd	22 393	0,227	Sumitomo Trust & Banking Co Ltd/The	58 138	0,050	Valor Co Ltd	342	0,005
Press Kogyo Co Ltd	20 825	0,531	Sumitomo Warehouse Co Ltd/The	196 815	1,819	Victor Co Of Japan Ltd	16 095	0,160
Privee Zurich Turnaround Group Co Ltd	800	0,010	Suncity Co Ltd	7 660	0,127	Wacoal Holdings Corp	6 234	0,047
Promise Co Ltd	22 810	0,038	Sundrug Co Ltd	28 648	0,230	West Japan Railway Co	23 935	0,042
QP Corp	2 020	0,022	Suruga Bank Ltd	2 133	0,009	Yahoo! Japan Corp	124 512	0,040
Relo Holdings Inc	9 363	0,426	Suzuken Co Ltd	1 276	0,006	Yakult Honsha Co Ltd	6 325	0,026
Renaissance Inc	14 192	0,621	Suzuki Motor Corp	533 331	0,784	Yamada Denki Co Ltd	340 823	0,445
Resona Holdings Inc	6 186	0,002	T&D Holdings Inc	957 365	0,884	Yamaguchi Bank Ltd/The	1 848	0,009
Resort Solution Co Ltd	1 802	0,087	Taiheiyu Cement Corp	43 512	0,167	Yamaha Corp	12 263	0,053
Resorttrust Inc	127 207	1,274	Taisei Corp	14 866	0,045	Yamaha Motor Co Ltd	15 567	0,031
Rex Holdings Co Ltd	76 875	0,971	Taisho Pharmaceutical Co Ltd	1 902	0,005	Yamaichi Electronics Co Ltd	7 496	0,329
Ricoh Co Ltd	118 348	0,134	Taiyo Nippon Sanso Corp	8 298	0,045	Yamato Holdings Co Ltd	210 594	0,400
Rinnai Corp	4 602	0,053	Taiyo Yuden Co Ltd	1 398	0,012	Yamazaki Baking Co Ltd	1 762	0,015
Riso Kagaku Corp	26 633	0,700	Takara Holdings Inc	1 887	0,022	Yaskawa Electric Corp	141 212	0,891
Rohm Co Ltd	9 348	0,011	Takashimaya Co Ltd	15 618	0,047	Yokogawa Electric Corp	13 225	0,045
Rorz Corp	4 429	0,907	Take And Give Needs Co Ltd	182 974	2,240	Yokohama Rubber Co Ltd/The	5 907	0,043
Round One Corp	292 044	1,617	Takeda Pharmaceutical Co Ltd	569 249	0,175	York-Benimar Corp Ltd	3 899	0,035
Royal Holdings Co Ltd	21 372	0,491	Takefuji Corp	7 624	0,011	Yoshimoto Kogyo Co Ltd	83 473	1,918
Ryohin Keikaku Co Ltd	294 514	1,777	Tanabe Seiyaku Co Ltd	1 644	0,009	Yoshinoya D&C Co Ltd	2 411	0,029
Sagami Railway Co Ltd	950	0,010	TDK Corp	5 177	0,008	Yushin Precision Equipment Co Ltd	17 862	0,956
Sakai Chemical Industry Co Ltd	1 383	0,042	Tecmo Ltd	6 660	0,420	Zenrin Co Ltd	251 806	2,710
San-A Co Ltd	31 634	0,760	Teijin Ltd	23 930	0,060	Zeon Corp	10 162	0,047
Sanden Corp	32 887	0,747	Teikoku Oil Co Ltd	8 946	0,033	Zuken Inc	16 530	0,807
San-In Godo Bank Ltd/The	1 188	0,010	Telepark Corp	96 312	1,388			
Sanken Electric Co Ltd	26 966	0,197	Telewave Inc	21 031	0,175	KINA		
Sankyo Co Ltd	41 142	0,108	Teraoka Seisakusho Co Ltd	21 167	1,454	Anhui Conch Cement Co Ltd	14 305	0,140
Santen Pharmaceutical Co Ltd	1 534	0,009	Terumo Corp	188 244	0,446	Anhui Expressway Co	8 227	0,110
Sanyo Chemical Industries Ltd	1 795	0,027	THK Co Ltd	293 139	1,294	Baoshan Iron & Steel Co Ltd	10 703	0,018
Sanyo Electric Co Ltd	1 560	0,005	TIY Inc	898	0,009	Black Penny Group Co Ltd	11 110	0,749
Sanyo Shinpan Finance Co Ltd	927	0,005	Toa Corp/Hyogo	32 335	1,460	Bright Dairy & Food Co Ltd	3 493	0,091
Sanyo Shokai Ltd	26 323	0,266	Tobu Railway Co Ltd	14 295	0,047	China Construction Bank	353 690	0,067
Sapporo Hokuyo Holdings Inc	2 354	0,010	TOC Co Ltd	65 683	1,030	China International Marine Containers Co Ltd	25 109	0,200
Sapporo Holdings Ltd	2 920	0,022	Tocalo Co Ltd	47 009	1,306	China Life Insurance Co Ltd	305 946	0,191
Sasebo Heavy Industries Co Ltd	70 431	2,249	Toda Corp	40 886	0,341	China Telecom Corp Ltd	82 795	0,041
Sato Corp	94 342	1,784	Toho Co Ltd/Hyogo	6 816	0,501	China Yurun Food Group Ltd	6 421	0,117
SBI Holdings Inc	368 216	0,871	Toho Co Ltd/Tokyo	42 074	0,147	Cosco Holdings	19 442	0,106
Secom Co Ltd	198 867	0,241	Toho Gas Co Ltd	97 362	0,625	Dongfeng Motor Group Co Ltd	5 135	0,035
Sega Sammy Holdings Inc	27 714	0,043	Toho Real Estate Co Ltd	36 117	0,849	Fujian Longxi Bearing Group Co Ltd	4 324	0,386
Seiko Epson Corp	3 181	0,010	Tohoku Electric Power Co Inc	25 871	0,037	Fuyao Group Glass Industries Co Ltd	18 763	0,424
Seino Holdings Corp	6 708	0,044	Tohokushinsha Film Corp	41 310	0,704	Gree Electric Appliances Inc	10 586	0,227
Seiyu Ltd/The	6 457	0,038	Tokai Carbon Co Ltd	18 077	0,282	GuiZhou YiBei Pharmaceutical Co Ltd	9 520	1,069
Sekisui Chemical Co Ltd	120 403	0,487	Tokai Rika Co Ltd	3 777	0,022	Henan Shuanghui Investment & Development Co Ltd	15 346	0,278
Sekisui House Ltd	34 634	0,057	Tokai Rubber Industries Inc	1 479	0,014	Huaneng Power International Inc	198 198	0,344
Seven & I Holdings Co Ltd	342 006	0,088	Tokuyama Corp	37 145	0,155	Kweichow Moutai Co Ltd	14 227	0,079
SFCG Co Ltd	1 177	0,006	Tokyo Broadcasting System Inc	918	0,003	Offshore Oil Engineering Co Ltd	22 997	0,269
Sharp Corp	22 848	0,020	Tokyo Dome Corp	95 218	1,201	Panchichua New Steel	1 160	0,001
Shiga Bank Ltd/The	1 179	0,009	Tokyo Electric Power Co Inc/The	83 709	0,038	PetroChina Co Ltd	39 284	0,004
Shikoku Bank Ltd/The	711	0,010	Tokyo Electron Ltd	330 135	0,430	Ping An Insurance Group Co of China Ltd	473 476	0,612
Shikoku Electric Power Co Inc	13 314	0,037	Tokyo Gas Co Ltd	112 940	0,134	Shandong Dong-E E-Jiao-A	16 278	0,877
Shima Seiki Manufacturing Ltd	2 155	0,033	Tokyo Leasing Co Ltd	15 874	0,201	Shandong Huatai Paper Co Ltd	13 622	0,618
Shimachu Co Ltd	6 593	0,062	Tokyo Seimitsu Co Ltd	1 460	0,009	Shandong Pharmaceutical Glass Co Ltd	14 665	1,233
Shimadzu Corp	6 643	0,047	Tokyo Star Bank Ltd/The	17 855	0,114	Shanghai Automotive Co	6 737	0,074
Shimamura Co Ltd	10 673	0,031	Tokyo Steel Manufacturing Co Ltd	48 413	0,318	Shanghai Forte Land Co	42 120	0,773
Shimano Inc	57 781	0,301	Tokyo Style Co Ltd	4 476	0,053	Shanghai Port Container Co Ltd	7 553	0,044
Shimizu Corp	153 847	0,392	Tokyo Tatemono Co Ltd	1 820	0,008	Shanghai Zhenhua Port Machinery Co	19 035	0,183
Shin-Etsu Chemical Co Ltd	461 837	0,297	Tokyo Tekko Co Ltd	13 252	0,641	Shenzhen Yantian Port Holding Co Ltd	11 832	0,115
Shinko Electric Industries	145 894	0,633	Tokyu Construction Co Ltd	3 756	0,028	Sina Corp	57 634	0,663
Shinko Securities Co Ltd	164 354	0,595	Tokyu Corp	88 978	0,157	Sinopec Qilu Co Ltd	21 527	0,152
Shinsei Bank Ltd	193 554	0,364	Tokyu Land Corp	3 450	0,010			
Shionogi & Co Ltd	230 125	0,688	Tomen Corp	3 853	0,045			

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Asia/Oseania		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel			Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel			Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel
Tencent Holdings Ltd		60 728	0,471	Starhub Ltd		94 307	0,529	NHN Corp		310 109	1,106
Tongwei Co Ltd		18 297	1,126	STATS ChipPAC Ltd		11 177	0,125	Nong Shim Co Ltd		2 329	0,022
Xiamen International Airport Group Co Ltd		7 605	0,407	Straits Trading Co Ltd		3 604	0,084	Orion Corp		83 782	0,756
Xiamen Tungsten Co Ltd		14 611	0,537	United Industrial Corp Ltd		6 520	0,099	People & Telecommunication Inc		20 408	1,687
Xiniao Gas Holdings Ltd		20 291	0,418	United Overseas Bank Ltd		151 311	0,165	Poongsan Corp		1 420	0,038
Yantai North Andre Juice Co		1 902	0,247	United Overseas Land Ltd		28 059	0,346	POSCO		162 013	0,137
Yantai Wanhua Polyurethane Co Ltd		33 700	0,338	Venture Corp Ltd		51 908	0,343	Pusan Bank		33 163	0,255
Zhejiang Golden Eagle Co Ltd		10 335	0,885	Want Want Holdings Ltd		2 929	0,034	S1 Corp/Korea		5 038	0,045
Zhejiang Hisun Pharmaceutical Co Ltd		11 441	0,428	WBL Corp Ltd		37 936	0,921	Samsung Corp		137 019	0,606
Zhejiang Huahai Pharmaceutical Co Ltd		18 422	0,961	Wheelock Properties S Ltd		34 503	0,487	Samsung Electro-Mechanics Co Ltd		1 831	0,010
Zhengzhou Yutong Bus Co		13 331	0,822	Wing Tai Holdings Ltd		3 753	0,087	Samsung Electronics Co Ltd		1 467 271	0,226
ZTE Corp		33 137	0,149					Samsung Fine Chemicals Co Ltd		9 147	0,159
MALAYSIA				SØR-KOREA				Samsung Fire & Marine Insurance Co Ltd		63 040	0,150
British American Tobacco Malaysia Bhd		19 686	0,096	Amorepacific Corp		2 267	0,011	Samsung Heavy Industries Co Ltd		16 543	0,060
Bursa Malaysia Bhd		17 508	0,520	AtlasBX Co Ltd		4 083	1,311	Samsung SDI Co Ltd		40 598	0,114
Guinness Anchor BHD		15 692	0,509	Baiksan OPC Co Ltd		13 622	2,249	Samsung Securities Co Ltd		3 528	0,013
Hong Leong Bank BHD		24 167	0,167	Bingrae Co Ltd		42 753	1,626	Samsung Techwin Co Ltd		1 181	0,013
Malayan Banking Bhd		25 077	0,033	CDNetworks Co Ltd		8 253	0,516	Shinhan Financial Group Co Ltd		210 382	0,213
Malaysian Oxygen BHD		19 597	0,653	Cheil Industries Inc		5 880	0,062	Shinsegae Co Ltd		125 699	0,225
Maxis Communications Bhd		21 219	0,056	CJ Corp		3 612	0,021	Sindo Ricoh Co Ltd		25 917	0,711
POS Malaysia & Services Holdings BHD		29 299	0,790	Daeduck Electronics Co		20 116	0,676	SK Corp		33 032	0,074
Public Bank BHD		23 505	0,060	Daegu Bank		1 718	0,013	SK Telecom Co Ltd		55 770	0,056
Sime UEP Properties BHD		3 690	0,122	Daelim Industrial Co		10 008	0,060	SKC Co Ltd		383	0,015
Star Publications Malaysia BHD		25 085	0,518	Daewoo Engineering & Construction Co Ltd		13 812	0,045	S-Oil Corp		68 567	0,129
				Daewoo International Corp		86 631	0,356	Ssangyong Motor Co		3 960	0,060
				Daewoo Securities Co Ltd		95 331	0,402	Techno Semichem Co Ltd		24 666	2,005
				Daewoo Shipbuilding & Marine				UBprecision Co Ltd		13 011	2,195
NEW ZEALAND				Engineering Co Ltd		8 819	0,025	Woori Finance Holdings Co Ltd		84 127	0,078
Air New Zealand Ltd		3 084	0,052	Daishin Securities Co Ltd		933	0,012	Woori Investment & Securities Co Ltd		163 661	0,715
Auckland International Airport Ltd		13 449	0,121	Dongbu Insurance Co Ltd		30 497	0,314	Yuhan Corp		1 307	0,013
Carter Holt Harvey Ltd		2 015	0,013	Dongkuk Steel Mill Co Ltd		3 795	0,049				
Contact Energy Ltd		13 020	0,074	Doosan Heavy Industries and				TAIWAN			
Fisher & Paykel Appliances Holdings Ltd		7 138	0,169	Construction Co Ltd		178 995	0,675	Accton Technology Corp		4 262	0,192
Fisher & Paykel Healthcare Corp		6 008	0,067	Doosan Infracore Co Ltd		85 613	0,420	Acer Inc		23 210	0,061
Fletcher Building Ltd		26 636	0,164	Genexel-Sein Inc		7 435	0,502	Advanced Semiconductor Engineering Inc		63 609	0,225
Infratil Ltd		5 320	0,140	GS Engineering & Construction Corp		8 189	0,045	Advantech Co Ltd		4 760	0,061
Kiwi Income Property Trust		4 819	0,116	GS Holdings Corp		73 970	0,505	Arima Computer Corp		3 552	0,182
Port of Tauranga Ltd		2 262	0,083	Halla Climate Control		1 673	0,019	Asia Cement Corp		11 116	0,118
Sanford Ltd/NZ		1 538	0,081	Hana Financial Group Inc		3 098	0,005	Asia Optical Co Inc		6 127	0,058
Sky City Entertainment Group Ltd		14 991	0,165	Hana Tour Service Inc		59 727	1,800	Askey Computer Corp		640	0,042
Sky Network Television Ltd		6 560	0,058	Hanjin Shipping Co Ltd		5 163	0,047	Asustek Computer Inc		30 995	0,052
Telecom Corp of New Zealand Ltd		14 088	0,026	Hankook Tire Co Ltd		6 475	0,045	AU Optronics		26 720	0,045
Tenon Ltd		1 145	0,101	Hanmi Pharm Co Ltd		99 056	1,344	Bank of Kaohsiung		8 322	0,443
Tower Ltd		4 006	0,116	Hanwha Chem Corp		2 043	0,026	Benq Corp		6 973	0,043
Vector Ltd		6 048	0,050	Hiite Brewery Co Ltd		3 986	0,022	Capital Securities Corp		6 304	0,173
Warehouse Group Ltd		4 004	0,080	Honam Petrochemical Corp		3 041	0,028	Catcher Technology Co Ltd		23 630	0,153
				Hynix Semiconductor Inc		65 958	0,062	Cathay Financial Holding Co Ltd		61 606	0,059
PAPUA NY-GUINEA				Hyosung Corp		2 065	0,054	Cathay Real Estate Development Co Ltd		6 290	0,127
Lihir Gold Ltd		67 701	0,436	Hyundai Department Store Co Ltd		92 396	0,713	Chang Hwa Commercial Bank		22 326	0,137
				Hyundai Department Store H&S Co Ltd		5 044	0,177	Cheng Shin Rubber Industry Co Ltd		7 775	0,114
SINGAPORE				Hyundai Development Co		46 528	0,201	Cheng Uei Precision Industry Co		3 190	0,049
Allgreen Properties Ltd		3 256	0,058	Hyundai Elevator Co Ltd		34 801	0,957	Chi Mei Optoelectronics Corp		88 331	0,173
BIL International Ltd		5 569	0,072	Hyundai Engineering & Construction		160 469	0,485	Chia Hsin Cement Corp		2 582	0,139
CapitaCommercial Trust		4 442	0,082	Hyundai Heavy Industries		15 762	0,040	Chicony Electronics Co Ltd		6 117	0,234
CapitaLand Ltd		22 544	0,059	Hyundai Hysco		1 481	0,022	China Airlines		2 405	0,021
CapitaMall Trust		10 590	0,084	Hyundai Merchant Marine		5 396	0,057	China Bills Finance Corp		4 880	0,136
Cerebos Pacific Ltd		797	0,019	Hyundai Mipo Dockyard		81 196	0,989	China Development Financial Holding Corp		28 604	0,104
Chartered Semiconductor Manufacturing Ltd		18 904	0,142	Hyundai Mobis		116 177	0,219	China Motor Corp		11 189	0,120
City Developments Ltd		72 520	0,230	Hyundai Motor Co		445 554	0,312	China Steel Corp		34 312	0,063
ComfortDelgro Corp Ltd		43 041	0,319	Hyundai Securities Co		2 191	0,013	Chinatrust Financial Holding Co		134 431	0,354
Creative Technology Ltd		5 751	0,123	Industrial Bank Of Korea		144 487	0,303	Chipbond Technology Corp		25 689	0,877
Datacraft Asia Ltd		2 514	0,079	INI Steel Co		4 661	0,036	Chungghwa Picture Tubes Ltd		10 354	0,060
DBS Group Holdings Ltd		1 194 526	1,187	Interpark Corp		69 257	2,091	Chungghwa Telecom Co Ltd		92 552	0,040
Elec & Eltek International Co Ltd		1 610	0,057	INTOPS Co Ltd		17 655	0,899	CMC Magnetics Corp		17 784	0,229
Fortune Real Estate Investment Trust		19 138	0,479	Kangwon Land Inc		14 108	0,048	Compal Communications Inc		3 465	0,029
Fraser and Neave Ltd		12 622	0,072	KCC Corp		4 760	0,032	Compal Electronics Inc		15 271	0,071
GES International Ltd		11 028	0,394	KH Vatec Co Ltd		15 818	0,897	Compeq Manufacturing Co		3 125	0,069
Haw Par Corp Ltd		4 225	0,097	Kia Motors Corp		32 487	0,053	Coretronic Corp		3 088	0,058
Hong Leong Finance Ltd		36 898	0,576	KoMiCo Ltd		21 650	2,131	Cosmos Bank Taiwan		751	0,015
Hotel Properties Ltd		994	0,035	Kookmin Bank		543 028	0,315	CTCI Corp		1 726	0,103
Jardine Cycle & Carriage Ltd		9 570	0,064	Korea Electric Power Corp		136 252	0,084	Delta Electronics Inc		14 185	0,056
Keppel Corp Ltd		69 430	0,198	Korea Exchange Bank		16 141	0,026	D-Link Corp		22 796	0,483
Keppel Land Ltd		6 170	0,058	Korea Gas Corp		4 563	0,027	E.Sun Financial Holding Co Ltd		41 285	0,317
MCL Land Ltc		1 068	0,040	Korea Investment Holdings Co Ltd		1 933	0,013	Elite Semiconductor Memory Technology Inc		3 417	0,200
MobileOne Ltd		10 878	0,128	Korean Air Lines Co Ltd		4 584	0,030	Elitegroup Computer Systems		5 813	0,151
NatSteel Ltd		352	0,015	Korean Reinsurance Co		52 778	0,676	Eternal Chemical Co Ltd		5 289	0,155
Neptune Orient Lines Ltd		5 671	0,029	KT Corp		45 424	0,058	Eva Airways Corp		1 871	0,017
Noble Group Ltd		5 610	0,045	KT Freetel Co Ltd		3 834	0,013	Evergreen International Storage &			
Oversea-Chinese Banking Corp		128 161	0,151	KT&G Corp		4 683	0,010	Transport Corp		3 009	0,104
Overseas Union Enterprise Ltd		6 575	0,084	Kumho Electric Co Ltd		42 629	1,615	Evergreen Marine Corp Tawain Ltd		4 653	0,035
Pacific Century Regional Developments Ltd		745	0,028	LG Card Co Ltd		3 512	0,008	Far Eastern International Bank		2 175	0,038
Parkway Holdings Ltd		2 505	0,040	LG Chem Ltd		13 282	0,054	Far Eastern Textile Co Ltd		35 880	0,192
Peoples Food Holdings Ltd		1 869	0,038	LG Corp		86 051	0,236	Far EastTone Telecommunications Co Ltd		27 717	0,093
SembCorp Industries Ltd		15 916	0,082	LG Electronics Inc		235 002	0,276	Faraday Technology Corp		5 701	0,165
SembCorp Logistics Ltd		3 299	0,065	LG Household & Health Care Ltd		34 484	0,599	Farmers Bank of China Ltd/The		3 925	0,120
SembCorp Marine Ltd		32 257	0,198	LG Petrochemical Co Ltd		3 265	0,043	Feng Hsin Iron & Steel Co		6 100	0,221
Singapore Airlines Ltd		77 238	0,125	LG Telecom Ltd		767	0,006	Feng TAY Enterprise Co Ltd		7 106	0,220
Singapore Airport Terminal Services Ltd		21 710	0,215	LG,Philips LCD Co Ltd		137 698	0,134	First Financial Holding Co Ltd		62 868	0,223
Singapore Exchange Ltd		43 293	0,351	Lotte Chilsung Beverage Co Ltd		1 755	0,022	Formosa Chemicals & Fibre Corp		73 967	0,126
Singapore Land Ltd		4 183	0,047	Lotte Confectionery Co Ltd		2 452	0,022	Formosa Petrochemical Corp		11 088	0,010
Singapore Post Ltd		27 194	0,304	Lotte Midopa Co Ltd		2 127	0,017	Formosa Plastics Corp		66 315	0,115
Singapore Press Holdings Ltd		29 365	0,106	LS Cable Ltd		948	0,013	Formosa Taffeta Co Ltd		9 838	0,174
Singapore Telecommunications Ltd		321 115	0,181	NCSOFT Corp		101 547	0,970	Fu Sheng Industrial Co Ltd		15 558	0,251
SMRT Corp Ltd		4 314	0,065								

Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005

Asia/Oseania		Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel			Markedsverdi tusen kroner	Prosentvis eierandel	Afrika	
Fubon Financial Holding Co Ltd	196 799	0,400	Yuanta Core Pacific Securities Co	28 106	0,187	EGYPT			
Fuhwa Financial Holdings Co Ltd	12 067	0,140	Yuen Foong Yu Paper Manufacturing Co Ltd	7 730	0,214	Orascom Telecom Holding SAE	176 241	0,221	
Giant Manufacturing Co Ltd	6 677	0,182	Yulon Motor Co Ltd	14 453	0,140	SØR-AFRIKA			
Gigabyte Technology Co Ltd	9 365	0,216	Yungtay Engineering Co Ltd	4 474	0,250	ABSA Group Ltd	82 906	0,115	
HannStar Display Corp	7 556	0,079	Zyxel Communications Corp	9 058	0,161	Aeci Ltd	15 019	0,243	
High Tech Computer Corp	26 129	0,058	THAILAND			Afgri Ltd	3 887	0,181	
HON HAI Precision Industry Co Ltd	239 367	0,160	Bangkok Bank PCL	26 278	0,072	African Bank Investments Ltd	30 417	0,233	
Hotai Motor Co Ltd	21 211	0,234	Hana Microelectronics Pcl	32 693	0,873	African Oxygen Ltd	10 466	0,111	
Hsinchu International Bank	827	0,015	Kasikornbank PCL	101 441	0,345	African Rainbow Minerals Ltd	8 512	0,093	
Hua Nan Financial Holdings Co Ltd	38 808	0,146	Krung Thai Bank PCL	126 176	0,627	Alexander Forbes Ltd	10 504	0,144	
Ichia Technologies Inc	12 858	0,734	PTT Exploration & Production PCL	37 183	0,069	Allan Gray Property Trust	12 169	0,209	
Inventec Co Ltd	22 798	0,226	Regional Container Lines PCL	18 510	0,620	Allied Technologies Ltd	5 202	0,092	
Jih Sun Financial Holdings Co Ltd	5 895	0,144	Siam Cement PCL	47 524	0,091	Anglo Platinum Ltd	100 050	0,094	
Kenda Rubber Industrial Co	2 255	0,157	Tisco Bank PCL	22 997	0,919	AngloGold Ashanti Ltd	110 369	0,124	
KGI Securities Co Ltd	11 901	0,189				ApexHi Properties Ltd	10 076	0,173	
Kinpo Electronics	8 114	0,207				Aspen Pharmacare Holdings Ltd	17 481	0,127	
Kinsus Interconnect Technology Corp	15 210	0,224				Aveng Ltd	18 419	0,242	
Largan Precision Co Ltd	5 214	0,043				AVI Ltd	10 400	0,201	
LITE-ON IT Corp	4 548	0,072				Barlworld Ltd	60 792	0,226	
Lite-On Technology Corp	12 566	0,052				Bidvest Group Ltd	74 871	0,236	
Macronix International	13 438	0,246				Caxton and CTP Publishers and Printers Ltd	5 145	0,061	
Masterlink Securities Corp	6 098	0,174				Consol Ltd	8 904	0,221	
MediaTek Inc	156 733	0,227				Delta Electrical Industries	1 178	0,069	
Mega Financial Holding Co Ltd	72 409	0,145				Discovery Holdings Ltd	4 410	0,030	
Micro-Star International Co Ltd	5 046	0,156				DRDGOLD Ltd	6 503	0,213	
Mitac International	6 429	0,057				Edgars Consolidated Stores Ltd	47 341	0,234	
Nan Ya Plastics Corp	131 597	0,191				Ellerine Holdings Ltd	18 292	0,225	
Nanya Technology Corp	5 824	0,037				FirstRand Ltd	189 807	0,172	
Nien Hsing Textile Co Ltd	4 415	0,160				Foschini Ltd	29 261	0,219	
Nien Made Enterprises	4 828	0,160				Gold Fields Ltd	149 585	0,254	
Novatek Microelectronics Corp Ltd	10 238	0,056				Gold Reef Casino Resorts Ltd	2 166	0,063	
Optimax Technology Corp	4 413	0,078				Grindrod Ltd	10 169	0,162	
Oriental Union Chemical Corp	1 470	0,043				Growthpoint Properties Ltd	17 767	0,215	
Phoenix Precision Technology Corp	43 741	0,440				Harmony Gold Mining Co Ltd	88 029	0,246	
Phoenix Power Co Ltd	7 631	0,219				Highveld Steel and Vanadium Corp Ltd	5 251	0,059	
Pihsiang Machinery Manufacturing Co Ltd	1 994	0,111				Hosken Consolidated Investments Ltd	1 906	0,038	
Polaris Securities Co Ltd	2	0,000				Illovo Sugar Ltd	7 911	0,172	
POU Chen Corp	26 327	0,258				Impala Platinum Holdings Ltd	187 488	0,281	
Powerchip Semiconductor Corp	47 993	0,193				Imperial Holdings Ltd	70 884	0,205	
Powertech Technology Inc	19 817	0,222				Investec Ltd	29 867	0,230	
Premier Image Technology Corp	4 677	0,089				JD Group Ltd	32 073	0,222	
President Chain Store Corp	12 894	0,099				Johnnic Holdings Ltd	257	0,012	
President Securities Corp	4 252	0,121				Kumba Resources Ltd	15 882	0,048	
Prodisc Technology Inc	1 667	0,174				Lereko Mobility PTY Ltd SUB OR	621	0,001	
ProMOS Technologies Inc	3 894	0,030				Lewis Group Ltd	4 474	0,089	
Quanta Computer Inc	7 503	0,024				Liberty Group Ltd	16 136	0,072	
Quanta Display Inc	4 490	0,040				Liberty Holdings Ltd	5 383	0,054	
Realtek Semiconductor Corp	14 078	0,230				Massmart Holdings Ltd	25 403	0,231	
Ritek Corp	3 623	0,070				Medi-Clinic Corp Ltd	4 219	0,277	
Ruentex Industries Ltd	3 215	0,164				Metropolitan Holdings Ltd	9 708	0,129	
Sampo Corp	1 950	0,157				Mittal Steel South Africa Ltd	38 158	0,131	
Sheng Yu Steel Co Ltd	1 075	0,067				MTN Group Ltd	249 478	0,226	
Shin Kong Financial Holding Co Ltd	2 453	0,011				Murray & Roberts Holdings Ltd	15 605	0,225	
Silicon Integrated Systems Corp	4 052	0,065				Mvelaphanda Group Ltd	3 173	0,083	
Siliconware Precision Industries Co	13 539	0,062				Mvelaphanda Resources Ltd	6 981	0,171	
SinoPac Financial Holdings Co Ltd	25 349	0,108				Nampak Ltd	27 248	0,233	
Sunplus Technology Co Ltd	14 021	0,172				Naspers Ltd	112 468	0,299	
Synnex Technology International Corp	17 341	0,226				Nedbank Group Ltd	52 795	0,112	
Systex Corp	4 074	0,219				Net 1 UEPS Technologies Inc	60 598	0,733	
Taishin Financial Holdings Co Ltd	3 838	0,021				Network Healthcare Holdings Ltd	18 756	0,128	
Taiwan Business Bank	10 413	0,141				New Clicks Holdings Ltd	7 868	0,228	
Taiwan Cellular Corp	14 016	0,048				Northam Platinum Ltd	7 799	0,165	
Taiwan Cement Corp	4 048	0,030				Pickn Pay Holdings Ltd	5 740	0,079	
Taiwan Cooperative Bank	7 457	0,071				Pickn Pay Stores Ltd	15 429	0,104	
Taiwan Fertilizer Co Ltd	13 532	0,175				Pretoria Portland Cement Co Ltd	15 695	0,089	
Taiwan Glass Industrial Corp	14 528	0,174				Primedia Ltd	3 515	0,091	
Taiwan Life Insurance Co Ltd	3 209	0,082				Remgro Ltd	185 141	0,272	
Taiwan Secom Co Ltd	7 961	0,174				Reunert Ltd	23 175	0,213	
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	292 390	0,092				RMB Holdings Ltd	60 465	0,171	
Taiwan Styrene Monomer	3 613	0,202				Sanlam Ltd	92 153	0,228	
Tatung Co Ltd	5 369	0,067				Santam Ltd	5 436	0,054	
Teco Electric and Machinery Co Ltd	8 634	0,231				Sappi Ltd	44 550	0,254	
Ton Yi Industrial Corp	3 622	0,159				Sasol Ltd	362 740	0,220	
Tong Yang Industry Co Ltd	5 347	0,157				Shoprite Holdings Ltd	23 552	0,220	
Transcend Information Inc	4 871	0,115				Spar Group Ltd/The	11 723	0,209	
U-Ming Marine Transport Corp	2 297	0,037				Standard Bank Group Ltd	410 521	0,375	
Unimicron Technology Corp	24 176	0,264				Steinhoff International Holdings Ltd	49 368	0,217	
Union Bank Of Taiwan	6 178	0,177				Sun International Ltd	24 484	0,234	
Uni-President Enterprises Corp	22 686	0,209				Super Group Ltd	10 583	0,229	
United Microelectronics Corp	44 315	0,059				Telkom SA Ltd	74 592	0,093	
Vanguard International Semiconductor Corp	1 399	0,017				Tiger Brands Ltd	48 672	0,185	
Via Technologies Inc	1 806	0,032				Tongaat-Hulett Group Ltd/The	8 071	0,089	
Walsin Lihwa Corp	17 563	0,234				Trans Hex Group Ltd	1 291	0,091	
Wan Hai Lines Ltd	1 736	0,022				Trencor Ltd	6 048	0,173	
Waterland Financial Holdings	5 894	0,121				Truworths International Ltd	26 814	0,214	
Winbond Electronics Corp	4 712	0,052				Unitrans Ltd	6 049	0,171	
Wintek Corp	22 455	0,225				VenFin Ltd	63 285	0,257	
Wistron Corp	4 232	0,043				Western Areas Ltd	13 066	0,176	
Ya Hsin Industrial Co Ltd	2 952	0,043				Woolworths Holdings Ltd	27 879	0,210	
Yageo Corp	16 183	0,233							
Yang Ming Marine Transport	2 947	0,029							
Yieh Phui Enterprise	5 996	0,203							

Obligasjoner pr. 31. desember 2005

Europa		Markedsverdi tusen kroner	Markedsverdi tusen kroner	Markedsverdi tusen kroner	
BELGIA					
Den belgiske stat	(880 275)	Vinci SA	206 222	Fixed link finance BV	73 741
Dexia Credit Local	178 158	Vivendi Universal SA	447 803	Fortis Finance N.V.	446 764
Elia System Operator SA	83 012	HELLAS		ING Bank N.V.	1 391 287
Kingdom of Belgium	4 004	Alpha Bank AE	12 414	Ing Group NV	47 039
Societe Nationale de Chemins de Fer Belges	189 216	Bank of Cyprus Ltd	14 059	KBC Bank N.V.	3 993
Solvay SA	136 962	Coca Cola Hellenic Bottling Co SA	56 140	Koninklijke Ahold NV	35 703
BULGARIA		Den greske stat	16 937 594	Mittal Steel Co NV	10 027
Den bulgarske stat	(25 184)	EFG Eurobank Ergasias SA	48 361	Monastery BV	12 044
DANMARK		National Bank of Greece SA	4 257	Nederlandse Waterschapsbank N.V.	862 073
BRFKredit AS	2 486 011	OTE PLC	162 417	NIB Capital Bank N.V.	68 258
Danske Bank A/S	435 120	Piraeus Bank S.A.	16 049	Nuon NV	16 370
Den danske stat	9 827 494	Public Power Corp	34 082	NV LuchtHaven Schiphol	25 727
DLR Kredit A/S	20 098	IRLAND		Rabobank Nederland	1 608 044
Dong A/S	1 724 873	Aer Rianta	46 691	Rodamco Europe Finance BV	105 068
ISS Global A/S	148 023	Allied Irish Banks PLC	230 964	Royal Dutch/Shell Group of Companies	138 839
Nykredit Realkredit A/S	4 771 430	Anglo Irish Bank Corp PLC	262 585	Royal KPN NV	369 796
Realkredit Danmark A/S	1 468 799	Bank of Ireland	327 356	Shield BV	8 006
Sydbank A/S	12 004	Den irske stat	186 927	SMILE 2005 Synthetic B.V.	3 998
Tele Danmark AS (TDC AS)	563 438	Eirles Four Ltd	32 238	SNS Bank NV	397 771
Tryk Forsikring AS	204 474	Provide PLC	24 137	SNS Reaal Groep NV	7 976
ESTLAND		Pure Mortgages	2 284	SovRisc BV	953 401
Eesti Energia AS	106 570	Taurus CMBS PLC	4 227	TPG NV	64 992
FINLAND		Titan Europe PLC	10 448	Unilever NV	348 340
Den finske stat	(394 369)	Valentia Telecommunications Ltd	17 846	Union Fenosa S.A.	59 604
Elisa Communications Oyj	3 965	ISLAND		Ureenco Finance NV	43 863
Fortum Oyj	240 281	Kaupthing Bunadarbanki HF	(183 661)	VNU NV	41 731
Municipality Finance PLC	90 816	ITALIA		Wolters Kluwer N.V.	117 090
OKO Bank	165 027	ASM Brescia SpA	44 007	POLEN	
Sampo Oyj	211 027	Asset-Backed European Securitisation Trans	8 045	Den polske stat	1 544 130
Stora Enso Oyj	221 432	Assicurazioni Generali SpA	237 294	Telekomunikacja Polska SA	93 714
UPM-kymmene Corp	196 982	Atlantide Finance SRL	1 590	PORTUGAL	
FRANKRIKE		Autostrade SpA	350 872	Banco BPI SA	9 265
Accor SA	98 674	Banca Antonveneta SpA	26 612	Banco Comercial Portugues S.A.	245 327
Agence Francaise de Developpement	60 317	Banca Intesa SpA	236 097	Banco Espirito Santo S.A.	892 775
Air Liquide	35 529	Banca Lombarda SpA	19 611	Banif SGPS SA	24 093
Alcatel SA	32 722	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	840 280	Brisa-Auto Estradas de Portugal SA	86 691
Auchan SA	57 214	Banca Popolare dell'Emilia Romagna Scrl	12 020	Caixa Geral de Depositos	8 024
AXA SA	537 828	Banca Popolare di Vicenza	8 029	Cimpor Cimentos de Portugal SA	75 497
Banque Federative du Credit Mutuel	112 158	Banca Popolare Italiana	123 675	Den portugisiske stat	6 139 071
BNP Paribas	803 456	Bankinter Fondo De Titulizacion Hipotecaria	4 010	Energias de Portugal SA	102 902
Bouygues SA	237 023	Capitalia SpA	12 043	Espirito Santo Financial Group SA	8 868
Caisse Centrale des Assurances Mutuelles Agricoles	96 992	Cas Depositi e Prestiti SpA	3 339 232	Lusitano Mortgages PLC	3 196
Caisse Centrale du Credit Immobilier de France	188 374	Cassa di Risparmio di Firenze SpA	32 628	Parpublica - Participacoes Publicas SGPS SA	199 475
Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale	7 436 035	CIR - Compagnie Industriali Riunite SpA	174 706	Portugal Telecom SGPS SA	255 025
Caisse Nationale des Autoroutes	197 427	City of Rome	49 656	Refer-Rede Ferroviaria Nacional SA	92 869
Caisse Nationale des Caisses d'Epargne et de Prevoyance	244 541	Den italienske stat	42 016 528	Sagres STC SA/Douro Mortgages	4 003
Caisse Refinancement de l'Habitat	1 023 314	Edison SpA	51 488	RUSSISKE FØDERASJON	
Carrefour SA	245 628	Enel SpA	222 372	Den russiske stat	1 690 996
Casino Guichard Perrachon SA	177 073	ENI SPA	98 418	OAO Gazprom	384 317
Cie de Saint-Gobain	104 831	Fiat Finance & Trade Ltd	66 717	Russian Agricultural Bank	3 410
CIF Euromortgage	1 313 636	Finsoe SpA	229 865	Sberbank RF	10 484
Cofinoga SA	25 843	Fondo Immobili Pubblici Funding S.R.L.	4 068	Tyumen Oil	8 523
Compagnie Generale des Etablissements Michelin	162 676	Italfinance Securitisation Vehicle SRL	8 004	Vneshtorgbank	59 308
Credit Agricole SA	647 497	Locat Securitisation Vehicle SRL	12 021	SLOVENIA	
Credit Foncier de France	7 342 077	Lottomatica SpA	20 664	Den slovenske stat	138 866
Den franske stat	11 000 715	Poste Italiane SpA	271 597	Nova Ljubljanska Banka	24 387
Dexia Municipal Agency	7 938 400	REGION OF LOMBARDY	73 358	SPANIA	
Electricite de France	646 901	REGION OF SICILY	134 257	Altadis SA	64 148
France Telecom	1 035 177	Romulus Finance SRL	38 304	Autonomous Community of Valencia	845 892
French Residential Asset	16 013	Sanpaolo IMI SpA	293 748	AyT Cudulas Cajas FTA	4 871 476
Gaz de France	47 220	SCIP Societa Cartolarizzazione Immobili Public	4 033	Bancaja Fondo De Titulizacion De Activos	16 127
Gecina SA	68 998	Telecom Italia SpA	2 431 667	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	6 665 793
Imerys SA	88 029	Trevi Finance	4 198	Banco de Sabadell SA	99 196
Ixis Corporate & Investment	1 258 403	UniCredito Italiano SpA	342 148	Banco Pastor SA	16 172
Klepierre SA	25 549	KROATIA		Banco Popular Espanol SA	3 929 426
La Poste	296 676	Den kroatiske stat	564 675	Banco Santander Central Hispano SA	5 845 923
Lafarge S.A.	186 151	Zagrebacka Bank	227 794	BBVA Hipotecario Fondo De Titulizacion De	7 998
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton	103 728	LUXEMBOURG		Caja de Ahorros de Valencia Castellon y Alicante	79 418
Natexis Banques Populaire	25 777	Arcelor	86 051	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, S.A.	3 680 855
Peugeot SA	91 484	Euroclear Finance SA	16 680	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	1 326 893
Pinault Printemps Redoute	159 805	Kuznetski Capital for Bank of Moscow	3 436	Caja Galicia Preferentes	88 789
Regie Autonome des Transports Parisiens	137 081	SES Global SA	65 883	Caja Rural Intermediterranea, Sociedad Cooperativa de Credito	11 970
Remy Cointreau S.A.	17 589	NEDERLAND		Cedulas TDA	3 644 148
Renault SA	28 145	ABN Amro Bank NV	647 804	Corporacion de Reservas Estrategicas de Productos Petroliferos (CORES)	293 275
Reseau Ferre de France	1 348 998	ABN Amro Bouwfonds Nederlandse Gemeenten NV	817 597	Den spanske stat	6 523 041
Sanofi-Aventis SA	333 708	Aegon NV	119 663	Endesa SA	199 694
Schneider Electric SA	25 507	Akzo Nobel NV	123 972	Ftyme Bancaja	8 005
SNCF	649 723	Arena BV	8 038	Gas Natural SDG, S.A.	18 491
Societe Generale	646 675	Bank Nederlandse Gemeenten N.V.	3 465 666	GAT Figenat	4 000
Societe Television Francaise 1	91 836	Den nederlandske stat	3 884 788	Iberdrola SA	232 531
Sodexo Alliance SA	8 925	DSM NV	73 648	Institut Credito Oficial	995 891
Suez SA	192 945	Dutch MBS BV	4 005	Radio Television Espanola	411 424
Thomson	(112 384)	E. ON AG	666 812	Red Electrica de Espana	59 036
Total SA	109 803	Eneco Holding NV	83 590	Repsol YPF SA	289 244
Vauban Mobilisation Garantie	1 440 201	Essent NV	68 207	Telefonica Europe B.V.	312 924
Veolia Environnement	368 221	Eureko B.V.	83 590	Titulizacion De Activos	4 004

Obligasjoner utstedt av nasjonalstater, delstater, kommuner mv er plassert under vedkommende land. Obligasjoner utstedt av private selskaper er plassert under det landet hvor selskapets hovedkontor er lokalisert. Beholdningene er basert på handledato. Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler gjøres med oppgjør frem i tid. Negative beholdninger kan derfor forekomme uten at det gir et dekkende uttrykk for økonomisk eksponering.

Obligasjoner pr. 31. desember 2005

	Markedsverdi tusen kroner		Markedsverdi tusen kroner		Markedsverdi tusen kroner
Europa					
Union de Creditos Inmobiliarios, E.F.C. S.A	16 016	Nationwide Building Society	1 563 582	Telefonaktiebolaget LM Ericsson	309 926
STORBRIANNIA		Network Rail Ltd	9 567 607	TeliaSonera AB	85 555
Abbey National PLC	486 384	Northern Rock PLC	1 576 564	Vattenfall Treasury AB	800 764
Alba PLC	5 838	Octagon Healthcare Funding PLC	33 927	Volvo AB	223 968
Alliance & Leicester PLC	63 994	Old Mutual PLC	171 512		
Amvescap PLC	185 164	Opera Finance PLC	47 012	TSJEKKISKE REPUBLIKK	
Anglian Water PLC	243 846	Paragon Mortgages PLC	31 439	Ceska Exportni Banka AS	356 709
Anglo American PLC	78 900	Pearson PLC	149 483	CEZ Finance BV	30 155
Annington Finance	124 334	Pernod-Ricard SA	193 723		
Arran Funding Ltd	11 647	Pilkington PLC	43 725	TYRKIA	
Artesian Finance PLC	44 929	Principality Building Society	13 091	Den tyrkiske stat	(13 464)
Auburn Securities PLC	34 985	Prudential PLC	303 924		
Aviva PLC	525 602	Punch Taverns	145 290	TYSKLAND	
BACB Jersey Ltd	6 771	Real Estate Capital PLC	4 330	Allgemeine Hypothekbank Rheinboden AG	1 975 537
Bank of England Notes	2 204 585	Rentokil Initial	60 096	Allianz AG	1 285 569
Barclays Bank PLC	1 082 340	Resolution PLC	137 409	BankGesellschaft Berlin AG	1 282 535
BG Energy Capital PLC	74 827	Reuters Group PLC	25 278	BASF AG	131 323
BOC Group PLC	62 271	Rexam PLC	87 097	Bayer AG	157 190
Boots Group PLC	60 965	Rio Tinto PLC	129 938	Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG	3 762 677
BP PLC	117 508	RMAC	17 454	Bayerische Landesbank	6 825 776
Bradford & Bingley PLC	2 374 870	RMPA Services PLC	77 614	Bayerische Motoren Werke AG	169 314
Britannia Bldg Society	11 988	Rolls-royce PLC	103 700	Berlin Land	2 081 523
British American Tobacco PLC	303 381	Royal & Sun Alliance Insurance Group	93 098	Bertelsmann AG	83 383
British Broadcasting Corp	75 529	Royal Bank of Scotland Group PLC	1 926 726	Bremer Landesbank Kreditanstalt	87 260
British Land Co PLC	153 877	Royal London Mutual Insurance Society Ltd	70 330	Commerzbank AG	98 762
British Sky Broadcasting	(8 916)	Safeway PLC	72 429	DaimlerChrysler	2 215 153
British Telecommunications PLC	501 735	Sandwell Commercial Finance PLC	11 628	Degussa AG	80 354
British United Provident Association Ltd	62 144	Schlumberger Technology Corp	89 178	Deka Bank Deutsche Girozentrale	1 291 640
Brixton PLC	5 871	Scottish Power PLC	136 842	Den tyske stat	88 403 822
BAA PLC	296 823	Scottish Widows PLC	236 629	Depfa Bank AG	9 802 637
Cadbury Schweppes PLC	352 457	SEVERN TRENT	112 735	Deutsche Apotheker- und Aerztebank	217 688
Canary Wharf Finance PLC	212 359	Sherwood Castle Funding PLC	66 449	Deutsche Bahn BV	448 687
Centrica PLC	86 679	Singer & Friedlander Group	6 576	Deutsche Bank AG	641 622
Cheshire Building Society	12 017	Slough Estates PLC	71 096	Deutsche Genossenschafts Hypothekbank	660 972
Chester Asset Receivables Dealings PLC	73 725	Smiths Group PLC	66 749	Deutsche Post AG	681 236
Clerical Medical Finance PLC	105 210	Southern Gas Network PLC	17 858	Deutsche Telekom AG	2 157 349
Compass Group PLC	105 577	Southern Water Services Finance PLC	211 469	Dresdner Bank AG	201 006
Co-Operative Bank PLC	33 935	Spirit Issuer PLC	18 073	Duesseldorfer Hypothekbank	597 157
Corp of Lloyds	308 812	Standard Bank Group Ltd	20 629	Eurohypo AG	6 525 991
Coventry Building Society	36 065	Standard Charterred PLC	195 854	EWE AG	205 591
CTRL Section 1 Finance PLC	64 443	Standard Life Assurance Co	659 552	Gemeinsame Deutsche Bundeslaender	1 419 082
Daily Mail & General Trust	87 385	Tate & Lyle PLC	137 401	Gerling-Konzern Lebensversicherung AG	44 241
Den britiske stat	(50 257 279)	Taylor Woodrow PLC	26 145	Hannover Rueckversicherung AG	248 323
Derby Healthcare PLC	53 941	Telereal Securitisation PLC	119 200	HeidelbergCement AG	8 752
Diageo PLC	251 544	Tesco PLC	228 371	Henkel KGaA	899 666
Dolerite Funding PLC	5 841	Tomkins PLC	77 278	Hornbach Holding AG	4 024
DSG International PLC	36 505	Trafford Centre Finance Ltd	44 195	HSH Nordbank AG	2 909 237
Emi Group PLC	14 766	United Utilities PLC	473 758	Hypo Real Estate Bank AG	358 285
Enterprise Inns PLC	179 808	Vodafone Group PLC	816 852	Hypothekbank in Essen AG	4 493 232
Epic PLC	5 774	W&DB Issuer PLC	18 446	IKB Deutsche Industriebank	111 099
Equity Release Funding PLC	17 724	Werretown Supermarkets Securitisations PLC	22 210	Kreditanstalt fuer Wiederaufbau	9 027 214
FirstGroup PLC	39 130	Wessex Water Services Finance PLC	39 206	Land Brandenburg	237 912
Fleet Street Finance One PLC	11 254	West Coast train Finance PLC	29 624	Land Hessen	503 229
Friends Provident PLC	115 214	White City Property Fin	38 226	Land of North-Rhine Westphalia	2 253 179
Gallaher Group PLC	72 291	Willis Group Holdings Ltd	24 743	Land Sachsen-Anhalt	351 002
GKN Holdings PLC	71 600	Windmere Cmbs	4 697	Landesbank Baden-Wuerttemberg	8 013 275
Glaxo Smithkline	281 602	Woolworths Group PLC	12 042	Landesbank Berlin	2 560 244
Gracechurch Card Funding PLC	98 546	WPP Group PLC	78 132	Landesbank Hessen-Thuringen Girozentrale	1 831 609
Granite Master Issuers PLC	4 798	SVEITS		Landesbank Sachsen Girozentrale	163 801
Great Universal Stores PLC	(115 287)	ABB International Finance Ltd	9 049	Landeskreditbank Baden-Wuerttemberg Foerderbank	646 945
Greene King Finance PLC	35 332	Adecco SA	42 065	Landwirtschaftliche Rentenbank	5 688 287
Hammerson PLC	38 772	Ciba Specialty Chemicals AG	50 991	Lanxess AG	82 132
Hanson PLC	114 607	Credit Suisse Group	1 838 776	Linde AG	42 174
Harbour Funding PLC	45 264	Den sveitsiske stat	3 878 985	Metro Finance BV	138 049
HBOS PLC	6 369 840	Glencore International AG	79 514	Muenchener Rueckversicherungs AG	920 683
Hilton Group PLC	136 073	Holcim Ltd	244 229	Muenchener Hypothekbank	2 176 907
HSBC Holdings PLC	3 547 178	Merck KGaA	40 026	Norddeutsche Landesbank	370 806
Imperial Chemical Industries PLC	64 455	Nestle SA	47 648	NRW Bank	7 409 762
Imperial Tobacco Group PLC	102 949	Roche Holding AG	61 140	Oebb Holding AG	198 290
Integrated Accom Service	41 886	Swiss Life Holding	334 749	ProSieben SAT.1 Media AG	17 297
Investec Finance PLC	13 318	Syngenta AG	5 035	Robert Bosch GmbH	58 060
ITV PLC	197 622	UBS AG	262 736	RWE AG	447 439
J. Sainsbury PLC	311 977	Unique Flughafen Zurich AG	27 987	SEB Hypothekbank AG	364 301
Jardine Strategic Holdings Ltd.	35 960	SVERIGE		Siemens AG	17 206
Karta 2005-1 PLC	4 015	Akademiska Hus AB	167 702	Suedzucker AG	300 091
Kelda Group PLC	103 854	Den svenske stat	2 310 799	Talanx AG	310 987
Kingfisher PLC	69 565	Electrolux AB	61 996	ThyssenKrupp AG	156 529
Land Securities PLC	141 051	Investor AB	132 544	TUI AG	7 987
LCR FINANCE PLC	373 953	Kommuninvest i Sverige Aktiebolag	509 909	Voith AG	46 597
Leeds & Holbeck Building Society	6 173	Landshypotek AB	44 960	Volkswagen AG	185 439
Leek Finance PLC	21 485	Lansforsakringar AB	16 556	Westfaelische Landschaft-Bodenkredit AG	1 000 670
Legal & General Group PLC	197 973	Nordea Bank AB	969 405	UKRAINA	
Lloyds TSB Bank PLC	543 147	Scania AB	129 584	NAK Naftogaz Ukrainy	9 294
London and Regional Debt Securitisation PL	11 675	Securitas AB	26 500		
Lothian Mortgages PLC	5 829	Skandinaviska Enskilda Banken AB	1 450 167	UNGARN	
Marks & Spencer PLC	306 517	Specialfastigheter Sverige AB	44 714	Den ungarske stat	1 076 800
Meadowhall CMR Finance PLC	57 016	Spintab AB	795 004	Mol Magyar Olaj- es Gazipari Rt	171 820
Mitchells & Butlers PLC	118 301	Svenska Cellulosa AB	170 414	National Bank of Hungary	19 062
mmO2 PLC	296 549	Svenska Handelsbanken	2 850 914	OTP Bank Rt	7 925
Mound Financing PLC	18 704	Swedbank (FöreningsSparbanken)	137 480		
National Air Traffic	62 533	Swedish National Housing Finance	288 990		
National Grid Transco PLC	965 000				

Obligasjoner utstedt av nasjonalstater, delstater, kommuner mv er plassert under vedkommende land. Obligasjoner utstedt av private selskaper er plassert under det landet hvor selskapets hovedkontor er lokalisert. Beholdningene er basert på handledato. Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler gjøres med oppgjør frem i tid. Negative beholdninger kan derfor forekomme uten at det gir et dekkende uttrykk for økonomisk eksponering.

Obligasjoner pr. 31. desember 2005

Europa	Markedsverdi tusen kroner	Asia/Oseania	Markedsverdi tusen kroner	Markedsverdi tusen kroner
ØSTERRIKE		AUSTRALIA		Tenaga Nasional Berhad
Asfinag	121 257	Amcor Ltd	58 660	53 054
Bank Austria Creditanstalt AG	239 999	Australia & New Zealand Banking Group Ltd	268 018	NEW ZEALAND
Bank fuer Arbeit und Wirtschaft AG	933 985	BHP Billiton Ltd	243 400	Den new zealandske stat
Bundessimmobilien-gesellschaft mbH	68 945	Commonwealth Bank of Australia	54 090	Fonterra Cooperative Group Ltd
Den østeriske stat	7 899 321	Den australske stat	2 132 053	Telecom Corp of New Zealand Ltd
Energie AG Oberoesterreich	16 971	Foster's Group Ltd	92 400	
Erste Bank der Oesterreichischen Sparkassen AG	116 391	Mantis Reef Ltd II	23 271	OMAN
Hypo Alpe-Adria-Bank International AG	112 726	National Australia Bank	545 948	Bank Muscat S.A.O.G
Kommunalkredit Austria AG	871 865	New South Wales Treasury Corp	29 266	
Pfandbriefstelle der Oesterreichischen Landes-Hypothekenbanken	527 404	Puma Finance Limited	49 445	QATAR
Sappi Papier Holding AG	44 847	Qantas Airways	70 739	Qatar Petroleum
Telekom Austria AG	226 176	Queensland Treasury Corp	3 094	Den qatarske stat
Wienerberger AG	90 173	Symbion Health Ltd	34 783	
		Telstra Corp Ltd	266 304	SINGAPORE
		Westfield Group	263 050	Den singaporenske stat
				Development Bank of Singapore
		BAHRAIN		Oversea-Chinese Banking Corp
		Ahli United Bank	2 036	Singapore Power Ltd
		Gulf International Bank Bsc	10 138	Singapore Telecommunications Ltd
				United Overseas Bank Ltd
		DE FORENTE ARABISKE EMIRATER		SØR-KOREA
		Mashreqbank PSC	3 388	Den koreanske stat
		National Bank of Abu Dhabi	6 779	Export-Import Bank Of Korea
		National Bank of Dubai	4 748	Hanarotelecom Inc
				Hyundai Motor Co
		FILIPPINENE		Industrial Bank Of Korea
		Den filippinske stat	30 712	Korea Development Bank
				Korea East-West Power Co
		HONG KONG		Korea Natl Housing Corp
		Bangkok Bank Pub CO (HK)	26 393	KT Corp
		Bank of East Asia Ltd	34 969	LG-Caltex Oil Corp
		China Light & Power	37 041	POSCO
		Chinatrust Financial Holding Co	33 354	
		Hongkong Land Holdings Ltd	74 241	THAILAND
		Hutchison Whampoa Limited	740 322	PTT Public Company Limited
		Kowloon Canton Railway Corp	149 495	
		MTR Corporation Limited	112 203	
		PCCW Capital Ltd	35 533	
		INDIA		
		ICICI Bank Ltd	11 339	
		ISRAEL		
		Israel AID	184 534	
		Israel Electric Corp	120 271	
		JAPAN		
		Acom Co Ltd	34 325	
		Aiful Corp	121 534	
		Bank of Tokyo-Mitsubishi Ltd.	649 547	
		Chuo Mitsui Trust & Banking Co Ltd	168 419	
		Credit Saison Co Ltd	17 462	
		Dai-ichi Mutual Life Insurance Co	86 455	
		Den japanske stat	72 293 453	
		DTC Five Funding Ltd	56 088	
		Fujitsu Ltd	30 037	
		Fukoku Mutual Life Insurance Co	241 355	
		Government Housing Loan Co.	68 072	
		Honda Motor Co Ltd	33 162	
		Japan Bank for International Cooperation	216 070	
		Japan Fin Corp S&M Entrp	401 065	
		Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises	1 010 149	
		Japan Highway Public Corporation	87 716	
		Kal Japan ABS	21 572	
		Mizuho Bank Ltd	509 356	
		Nippon Life Insurance	18 272	
		Resona Bank Ltd	765 109	
		Sanyo Shinpan Finance Co	88 584	
		Shinsei Bank Ltd.	57 966	
		Sony Corp	34 175	
		Sumitomo Mitsui Banking Corp	405 366	
		Takefuji Corporation	152 759	
		Tokyo Electric Power Company Inc.	230 952	
		Toyota Motor Corp	262 654	
		KASAKHSTAN		
		Development Bank of Kazakhstan	7 586	
		JSC kazkommertsbank	14 672	
		KINA		
		China Development Bank	7 981	
		CNOOC Ltd	100 454	
		Den kinesiske stat	365 251	
		Export-Import Bank Of China	137 626	
		KUWAIT		
		Gulf Investment Corp	6 835	
		MALAYSIA		
		Malaysia	80 636	
		Petroliam Nasional Berhad	179 369	

Obligasjoner pr. 31. desember 2005

Amerika	Markedsverdi tusen kroner		Markedsverdi tusen kroner		Markedsverdi tusen kroner
BERMUDA		Alltel Corp	146 994	Centex Home Equity	8 454
Axis Capital Holdings	81 420	Altria Group Inc	179 415	CenturyTel Inc	93 315
Oil Insurance Ltd	17 066	AMBAC Financial Group Inc	45 434	Chase Commercial Mortgage Securities Corp	32 944
		Ameren Corp	32 951	Chase Credit Card Master Trust	83 248
BRASIL		American Airlines	154 665	Chase Funding Mortgage Loan Asset-Backed	7 455
Banco Bradesco SA	26 538	American Eagle Northwest LLC	3 899	Chase Funding Net Interest Margin	4 299
Brazil Development Fund	31 823	American Electric Power Co Inc	205 144	Chase Issuance Trust	33 630
Cia Brasileira de Bebidas	89 600	American Express Co	527 116	Chase Mortgage Finance Corporation	60 888
Den brasilianske stat	56 920	American Express Credit Account Master Trust	3 976	Chaseflex Trust	23 463
Petroleo Brasileiro SA	144 893	American Home Mortgage Investment Trust	795 955	Chesapeake Funding LLC	4 365
Tele Norte Leste Participacoes	10 074	American International Group Inc	2 285 809	ChevronTexaco Corp	301 381
		Ameriprise Financial Inc	112 486	Cincinnati Financial Corp	35 524
CANADA		Ameritrust Mortgage Securities Inc.	29 512	Cinergy Corp	14 118
Abitibi-Consolidated Inc	13 966	AmerisourceBergen Corp	27 329	Cintas Corp	34 011
Alberta Energy Co Ltd	181 946	Amgen Inc	167 214	CIT Group Inc	1 119 625
Alcan Inc	242 054	Amortizing Residential Collateral Trust	27 714	Citibank Credit Card Issuance	36 734
Barrick Gold Corp	35 332	AmSouth Bancorporation	86 052	Citicorp Mortgage Securities	249 332
BCE Inc	108 246	Anheuser-Busch Cos Inc	133 988	Citigroup Commercial Mortgage Trust	80 997
Biovail Corp	11 297	Apache Corp	29 781	Citigroup Inc	2 986 965
Bombardier Inc.	85 051	AQ Finance NIM Trust	47 710	Citigroup Mortgage Loan Trust, Inc	196 651
Brascan Corp	37 035	Arcap Reit Inc	1 106	Citigroup/Deutsche Bank Commercial Mortgage Trust	2 955
Canadian National Railway Co	92 847	Arch Coal Inc	33 852	City of Augusta	18 374
Canadian Natural Resources Ltd	195 222	Archer-Daniels-Midland Co	258 061	Clear Channel Communications Inc	172 468
Canadian Oil Sands Investments Inc	23 778	Archstone-Smith Trust	49 921	Clorox Co	35 470
Canadian Pacific Railway	249 853	Arden Realty LP	27 774	CNF Inc	57 393
Catalyst Paper Corp	12 790	Argent NIM Trust	6 361	CNH equipment trust	2 481
Den canadiske stat	2 566 117	Argent Securities Inc	22 587	Coca-Cola Co	36 198
Falconbridge Ltd	37 935	ArvinMeritor Inc	3 294	Coca-Cola Enterprises Inc	196 717
Greater Toronto Airport Authority	209 148	Asset Backed Funding Certificates	15 799	Colgate-Palmolive Co	46 114
Husky Energy Inc	25 142	Asset Backed Funding Corp	54 126	Colonial Properties Trust	56 018
Hydro Quebec	347 203	Asset Backed Securities Corp Home Equity Loan Trust	1 818	Comcast Corp	1 124 430
Inco Ltd	45 659	Assurant Inc	161 013	COMM	142 703
Manufacturers Life Insurance Co	67 129	AT&T Corp	920 087	Commercial Mortgage Acceptance Corp	69 771
Nexen Inc	157 637	Atmos Energy Corp	85 149	Computer Associates International Inc	53 169
Ontario Electricity Financial Corporation	95 144	Autozone Inc	93 860	ConAgra Foods Inc	177 641
Petro-Canada	183 144	Aviation Capital Group Trust	20 319	ConocoPhillips	287 794
Placer Dome Inc	32 443	Avista Corp	7 633	Conseco Finance Securitization	408
Potash Corp of Saskatchewan	38 319	Banc of America Commercial Mortgage Inc	65 573	Constellation Brands Inc	7 296
Province of Manitoba	76 449	Banc of America Large Loan	20 039	Constellation Energy Group Inc.	161 690
Province of Newfoundland	37 395	Banche Popolari Unite S.C.R.L.	70 932	Continental Airlines Inc	107 587
Province of Nova Scotia	72 253	Bank of America - First Union NB Commercial	46 433	Core Invest Grade Trust	91 677
Province of Ontario	2 426 134	Bank of America Alternative Loan Trust	161 262	Corning Inc	48 852
Province of Quebec	1 644 310	Bank of America Corporation	2 580 094	Corrections Corp of America	5 462
Royal Bank of Canada	95 675	Bank of America Funding Corp	97 891	Costco Wholesale Corp	20 744
Suncor Energy Inc	51 115	Bank of America Mortgage Securities	292 758	Countryplace Manufactured Housing	
Talisman Energy Inc	77 868	Bank of New York Co Inc	104 516	Contraoprvt Placement	31 505
Thomson Corporation	74 052	Bank One Issuance Trust	211 822	Countrywide Alternative Loan Trust	1 596 486
TransCanada Pipelines Ltd	40 446	BankUnited Trust	196 354	Countrywide Financial Corp	698 163
West Fraser Timber Co Ltd	49 299	Baxter International Inc	58 903	Countrywide Home Equity Loan Trust	2 652
		Bay View Auto Trust	2 071	Countrywide Home Loans	817 429
CAYMAN ISLAND		Bayview Commercial Asset Trust	50 782	Countrywide Partnership Trust NIM	3 590
Chec Nim Ltd.	2 192	Bayview Financial Acquisition Trust	10 451	Coventry Health Care Inc	21 231
Dwr Cymru Financing Ltd	71 657	Bayview Financial Asset Trust	5 059	COX Enterprises Inc	465 907
First Caribbean International Bank Ltd	441 244	BB&T Corp	52 909	Credit Suisse First Boston Mortgage Securities Corp	717 489
GHG Finance Ltd	14 989	BBVA Pyme Fondo De Titulizacion De Activos	4 013	Credit-Based Asset Servicing and Securitization	75 988
THPA Finance Ltd	19 874	Bear Stearns Adjustable Rate Mortgage Trust	282 296	Crest Ltd	1 510
		Bear Stearns ALT-A Trust	357 864	CRH America Inc	65 826
CHILE		Bear Stearns Asset Backed Securities Inc	5 532	Crown Castle International Corp	3 008
Celulosa Arauco y Constitucion SA	54 057	Bear Stearns Asset Backed Securities NIM	23 150	Crusade Global Trust	26 920
Corp Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	79 521	Bear Stearns Commercial Mortgage Securities Inc	61 708	CSX Corp	175 998
Den chilenske stat	88 182	Bear Stearns Cos Inc	1 063 246	CVS CORP	33 075
		Beckman Coulter Inc	83 146	Decora Industries Inc	21 938
EL SALVADOR		Bella Vista Mortgage Trust	74 766	Deere & Co	362 060
Den el salvadoriske stat	5 933	BellSouth Corp	537 700	Delhaize America Inc	64 748
		Berkshire Hathaway Inc	539 334	Deluxe Corp	121 696
MEXICO		BMW Floorplan Master Owner Trust	10 243	Den amerikanske stat	(37 584 423)
America Movil SA de CV	337 116	Bosphorus Financial Serv	21 883	Dentsply International Inc	104 470
Banco Nacional de Comercio Exterior SNC	66 182	Boston Scientific Corp	55 493	Deutsche Alt-A Securities Inc Mortgage Loan Trust	343 387
Grupo Minero Mexico SA de CV	18 907	Bowater Inc	13 445	Deutsche Mortgage and Asset Receiving Corp	677
Grupo Televisa SA	41 657	BPL Consumer SRL	8 069	Developers Diversified Realty Corp	104 728
Petroleos Mexicanos	2 098 761	Brandywine Realty Trust	29 351	Devon Energy Corp	344 480
Telefonos de Mexico S.A.	316 748	Bristol-Myers Squibb Co	120 490	Diamond Offshore Drilling Inc	16 996
Den meksikanske stat	1 907 788	Bunge Ltd Finance Corp	92 905	Discover Card Master Trust I	41 268
		Burlington Northern Santa Fe Corp	173 787	Distribution Financial Svcs Floorplan Mastert Trust	21 820
USA		Burlington Resources Inc	179 336	DLJ Commercial Mortgage Corp	4 793
Abbott Laboratories	92 618	Cablevision Systems Corp	8 809	Dominion Resources Inc	575 335
ABFS Mortgage Loan Trust	24 399	Cabot Corp	34 656	Donnelley (R.R.) & Sons Co	133 235
ABN Amro Mortgage Corp	75 128	Caithness Coso Fund Corp	15 751	Dover Corp	13 947
ABSC NIMS Trust	22 731	California State University	10 041	Dow Chemical	441 233
Accredited Mortgage Loan Trust	16 814	CAMPBELL SOUP	96 016	DPL Inc	47 810
ACE Ltd	40 955	Capital Auto Receivables Asset	6 606	DR Horton Inc	56 875
ACE Securities Corp.	11 088	Capital One Bank	436 910	DSL A Mortgage Loan Trust	389 750
Adjustable Rate Mortgage Trust	17 837	Capital One Multi-Asset Execution Trust	47 092	DTE Energy Co	102 756
Advanta Business Card Master Trust	1 609	Cardinal Health Inc	64 183	Duke Energy Corp	499 311
Aegis Asset Backed Securities Trust	8 055	Caremark Rx Inc	28 046	E.I. du Pont de Nemours & Co	3 400
Aetna Inc	8 578	Cargill Inc	143 574	Eastman Chemical Co	63 580
Aflac Inc	57 425	Carnival Corp	139 218	Ecolab Inc	77 166
Air Products & Chemicals Inc	41 090	Carss Finance Limited Partnership	1 822	Edison International	138 512
Albertson's Inc.	134 602	Caterpillar Inc	298 046	Education Funding Capital Trust I	11 641
Alcoa Inc	71 263	Cedant Mortgage Corp	54 917	Eli Lilly & Co	60 978
Alliant Energy Corp	43 818	Cendant Corp	155 607	Emerson Electric Co	47 536
Allied Waste Industries Inc	7 787	Centerpoint Energy Inc	51 110	Encore Credit Receivables Trust	7 742
Allstate Corp	340 670	Centex Corp	179 250	Energy Transfer Partners LP	27 495

Obligasjoner utstedt av nasjonalstater, delstater, kommuner mv er plassert under vedkommende land. Obligasjoner utstedt av private selskaper er plassert under det landet hvor selskapets hovedkontor er lokalisert. Beholdningene er basert på handledato. Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler gjøres med oppgjør frem i tid. Negative beholdninger kan derfor forekomme uten at det gir et dekkende uttrykk for økonomisk eksponering.

Obligasjoner pr. 31. desember 2005

Amerika	Markedsverdi tusen kroner		Markedsverdi tusen kroner		Markedsverdi tusen kroner
Entergy Corp	76 605	Hubbell Inc	36 349	Morgan Stanley Capital I	196 559
Enterprise Rent A Car	261 643	Hyundai Auto Receivables Trust	1 272	Morgan Stanley Dean Witter Capital I	9
Enterprise Products Partners LP	194 673	IBM CORP	62 215	Morgan Stanley Mortgage Loan Trust	177 762
Entertainment Properties Trust	50 698	Immeo Residential Finance PLC	3 472	Mortgage Capital Funding Inc	7 364
EOP Operating LP	299 727	Impac CMB Trust	153 564	Mortgageit Trust	8 884
Equifirst Mortgage Loan Trust	4 291	Impac Secured Assets Corp	30 978	Motorola Inc	261 876
Equity One ABS, Inc.	62 424	Indymac INDB Mortgage Loan Trust	153 692	MSDWCC HELOC Trust	5 622
ERP Operating LP	128 502	Indymac Indx Mortgage Loan Trust	573 105	Murphy Oil Corporation	36 583
Estee Lauder Cos Inc	84 000	Indymac Loan Trust	36 775	National Archive	182 238
European Loan Conduit	30 220	Indymac Residential Asset Backed Trust	3 483	National City Bank	128 699
European Prime Real Estate PLC	17 195	International Paper Company	294 332	National Rural Utilities Cooperative Finance Corp	213 533
Exelon Corp	290 151	iStar Financial Inc	60 161	Nationslink Funding Corporation	17 645
Farmers Insurance Exch	89 357	J.C.Penney Master Credit Card	11 327	Nationwide Health PPTYs	16 800
Federal Express Corp	72 498	J.P. Morgan Chase & Co	2 631 467	Nationwide Mutual Insurance Co	94 203
Federal Home Loan Banks	10 441 666	J.P. Morgan Chase Commercial Mortgage Securities Corp	577 712	Navigator CDO Ltd	2 192
Federal Home Loan Mortgage Corp	25 898 500	J.P. Morgan Commercial Mortgage Finance Corp	63 138	Navistar Financial Corp Owner Trust	4 688
Federal National Mortgage Association	22 398 156	John Hancock Financial Services Inc	67 617	Navistar International Corp	(22 653)
Federated Department Stores	153 268	Johnson & Johnson	86 134	Nelnet Student Loan Trust	19 640
FFCA Secured Lending Corp	71 248	Johnson Controls Inc	14 453	New Century Home Equity Loan Trust	11 575
Fidelity International Ltd	180 386	Jones Apparel Group Inc	125 742	New Century Mortgage Corporation NIM	3 193
Fifth Third Bancorp	80 627	JP Morgan Mortgage Trust	497 850	New York Life Insurance Co	136 169
Finance America NIM Trust	145	KB Home	6 536	New York State	10 752
First Data Corp	32 677	Kellogg Co	6 539	Newcastle CDO Limited	1 100
First Franklin MTG Loan Asset Backed Certificates	192 865	Key Bank NA	34 675	Newmont Mining Corp	74 774
First Franklin NIM Trust	32 882	Kinder Morgan Energy Partners LP	354 179	News Corp	262 730
First Horizon Alternative Mortgage Securities	45 660	Kinder Morgan Inc	353 438	Nextel Partners Inc	52 671
First Horizon Asset Securities INC	238 124	Kohl's Corp	6 915	Nike Inc	20 820
First National Master Note Trust	29 744	Kraft Foods Inc	861 530	Nisource Finance Corp	65 579
First Union National Bank Comm	27 404	Kroger Co	350 631	Nissan Master Owner Trust Receivables	10 141
First Union National Bank-Bank of America	2 304	Laboratory Corp of America Holdings	17 507	Nomura Asset Acceptance Corp	28 097
First Union-Lehman Brothers-Bank of America	9 122	LB-UBS Commercial Mortgage Tru	76 648	Nomura Asset Securities Corp	49 524
FirstEnergy Corp	199 346	Lehman Brothers Floating Rate Commercial Mtg Trst	69 232	Nordstrom Inc	75 668
Fleet Credit Card Master Trust	42 176	Lehman Brothers Holdings Inc	1 730 033	Norfolk Southern Corp	160 372
Flextronics International Ltd	(41 256)	Lehman Mortgage Trust	89 051	Northstar Educational Finance Inc	17 057
Ford Credit Auto Owner Trust	1 069	Lehman XS Net Interest Margin Notes	19 675	Novastar Home Equity Loan	48 563
Ford Motor Co	236 882	Liberty Media Corporation	67 535	NovaStar NIM Trust	2 969
Fortune Brands Inc	112 783	Liberty Mutual Insurance	13 766	Nucor Corp	51 071
FPL Group Inc	118 774	Limited Brands Inc	63 739	Nuveen Investments Inc	24 168
Fremont NIM Trust	15 307	Liz Claiborne Inc	69 334	Oakwood Mortgage Investors Inc	3 832
GE Business Loan Trust	1 060	LNR CDO Ltd	35 934	Occidental Petroleum Corp	136 072
GE Capital Commercial Mortgage	99 845	Lombarda Lease Finance	2 495	Oneok Inc	29 460
GE Corporate Aircraft Financing LLC	12 063	Long Beach Asset Holdings Corporation NIM Trust	4 010	Opteum Mortgage Acceptance Corporation	262 426
GE Dealer Floorplan Masrwe Note Trust	18 624	Long Beach Mortgage Loan Trust	44 577	Option One Mortgage Loan Trust	11 965
General Electric Co	3 905 083	Mach One Trust	7 592	Option one mortgage securities corp	6 162
General Growth Properties	64 276	Mack-Cali Realty Corp	5 553	Oregon ST	24 513
General Mills Inc	141 872	Magellan Midstream Partners LP	26 708	Origen Manufactured Housing	74 783
General Motors Corp	390 629	Manor Care Inc	10 853	Owens-Illinois Inc	(36 774)
Genworth Financial Inc	115 715	Manpower Inc	71 606	Pacific Gas & Electric Co	388 660
Georgia-Pacific Corp	15 350	Marathon Oil Corporation	103 436	Pactiv Corp	64 474
G-Force CDO Ltd	2 216	Marlin BV	153 073	Park Place Securities Inc.	39 381
G-force Llc	39 008	Marriott International, Inc	853	Park Place Securities NIM Trust	14 156
Global Mortgage Securitization Ltd	44 046	Marriott Vacation Club Owner Trust	26 190	People's Choice net Interest Margin Note	22 339
GMAC Commercial Mortgage Securities Inc	49 288	Marsh & McLennan Companies Inc	1 914	Pepco Holdings Inc	75 033
GMAC Mortgage Corporation Loan Trust	55 547	Marshall & Ilsley Corp	218 321	PepsiAmericas Inc	34 024
Golden State Securitization	3 774	Masco Corp	231 363	PepsiCo Inc	178 528
Golden West Financial Corp	80 414	Massmutual Global Funding	24 999	Permanent Financing PLC	218 426
Goldman Sachs Group Inc	2 434 158	Mastr ABS NIM Trust	58 261	Pfizer Inc	227 903
Government National Mortgage	(414 786)	Mastr Adjustable Rate Mortgage Trust	5 592	Phoenix Cos Inc/The	7 753
Granite Mortgages PLC	130 001	Mastr Alternative Loans Trust	5 929	Pilgrim's Pride Corp	7 403
Green Tree Financial Corp	35 147	Mastr Asset Backed Securities Trust	269 026	Pillar Funding PLC	39 800
Greenpoint Manufactured Housing	7 162	Mastr Asset Securitization Trust	49 951	Pitney Bowes Inc	33 377
Greenpoint Mortgage Funding Trust	12 438	Mastr Reperforming Loan Trust	2 825	PNC Financial Services Group Inc	140 484
Greenwich Capital Commercial Funding	297 319	Mastr Specialized Loan Trust	309 738	PNC Mortgage Acceptance Corp	30 329
GS Mortgage Securities Corp	136 904	MBNA America Bank NA	21 865	Polo Ralph Lauren	96 552
GS Mortgage Securities Corp.	182 998	MBNA Credit Card Master Note Trust	6 126	Popular ABS Mortgage Pass-Through Trust	80 578
GSMPS Mortgage Loan Trust	193 030	McDonald's Corp	416 820	Popular Na Inc	145 757
GSR Mortgage Loan Trust	514 229	McKesson Corp	129 125	Power Contract Financing LLC	15 006
GSAA Home Equity Trust	32 103	MeadWestvaco Corp.	184 328	PPL CORP	112 672
Guggenheim Structured Real Estate Funding Ltd	30 061	Medco Health Solutions Inc	15 663	Praxair Inc	34 566
H&R Block Inc.	4 860	Medtronic Inc	49 805	Principal Life Insurance Co	174 961
Halliburton Co	57 308	Mellon Financial Co.	25 158	Procter & Gamble Co	235 961
Harborview Mortgage Loan Trust	303 668	Merck & Co. Inc	47 375	Progress Energy Inc	418 633
Harley-Davidson Inc	32 554	Merrill Auto Trust Securitization	46 087	Progressive Corp	36 613
Harrh's Operating Company Inc.	160 898	Merrill Lynch & Co Inc	138 615	ProLogis	34 383
Harsco Corp	13 734	Merrill Lynch Mortgage Investors	10 976	Protective Life Corp	98 665
Hasco NIM Trust	30 908	Merrill Lynch Mortgage Trust	1 363 973	Providian Gateway Master Trust	71 263
Health Net Inc	42 992	Metlife Inc	136 976	Prudential Financial Inc.	640 511
Healthcare Realty Trust Inc	93 472	Metris Master Trust	15 171	Public Service Company of New Mexico	26 986
Heller Financial Commercial Mortgage	7 181	Mezz Cap Commercial Mortgage Trust	565 934	Public Service Enterprise Group Inc	328 519
Hewlett-Packard Company	74 822	MGIC Investment Corp	1 598	Public Service New Hampshire Funding Llc	1 908
High Income Trust Securities	3 498	MGM Mirage Inc	62 509	Pulte Homes Inc	174 502
Hilton Hotel Pool Trust	24 906	Mid-State Trust	33 859	QFA Royalties LLC	14 678
Hilton Hotels Corp	54 877	Miller Brewing Co	15 016	Quebecor World Inc.	30 472
HJ Heinz Co	156 505	MLCC Mortgage Ivestors Inc	12 747	Quest Diagnostics Inc	48 050
Holmes Financing PLC	97 708	MMCA Automobile Trust	96 145	Qwest Communications International	7 847
Home Depot Inc	46 230	Mohawk Industries Inc.	6 385	Reed Elsevier PLC	37 166
Home Equity Asset Trust	118 578	Molson Coors Brewing Co	10 679	Regency Centers Lp	34 076
Homebanc Mortgage Trust	192 833	Monumental Global Funding Ltd	34 825	Regions Financial Corp	103 324
Homestar Mortgage Acceptance Corp	10 638	Morgan Stanley	25 202	Reinsurance Group Of America	20 750
Hospira Inc	42 099	Morgan Stanley Abs Capital I	201 125	Renaissance Home Equity Loan Trust	234 877
Household Credit Card Master Note Trust	40 950	Morgan Stanley Auto Loan Trust	1 756 908	Renaissance NIM Trust	10 077
Household Mortgage Loan Trust	19 961		13 832	Resi Finance Limited Partnership	10 126
HSI Asset Securitization Corporation Trust	13 002		132	Residential Asset Securities NIM Corp	8 040

Obligasjoner pr. 31. desember 2005

	Markedsverdi tusen kroner		Markedsverdi tusen kroner		Markedsverdi tusen kroner
Amerika				Afrika	
Residential Accredit Loans Inc	672 415	Vornado Realty	102 401	SØR-AFRIKA	
Residential Asset Mortgage Products	68 652	Wachovia Asset Securitization	1 846	Den sør afrikanske stat	267 318
Residential Asset Securities Corp	133 085	Wachovia Bank Commercial Mortgage Trust	313 702	Sasol Financing International PLC	16 025
Residential Funding Mortgage Securities	400 265	Wachovia Corp	867 786	TUNISIA	
Resix Finance Limited	68 260	Wal-mart Stores, Inc	860 346	Banque Centrale de Tunisie	89 664
RJ Reynolds Tobacco Holdings Inc	69 599	Walt Disney Co	264 463		
Rock-Tenn Co	28 330	Washington Mutual	1 440 103		
Rohm & Haas Co	41 790	Washington Mutual Asset Securities Corp	2 226		
Sabre Holdings Corporation	11 138	Washington Mutual Inc	647 696		
Saco I Inc	3 508	Washington Mutual Mortgage Securities Corp	65 747		
Safeco Corp	68 453	WellPoint Inc	225 284		
Safeway Inc	315 085	Wells Fargo & Co	1 202 634		
Sail Net Interest Margin Notes	82 674	Wells Fargo Home Equity Trust	29 379	Internasjonale organisasjoner	
Salomon Brothers Mortgage Securities	1 063	Wells Fargo Mortgage Backed Securities Trust	1 922 214	African Development Bank	224 881
Sara Lee Corp	251 367	Wendy's International Inc	14 590	Asian Development Bank	316 900
Sarawak International Inc	34 000	West Virginia Economic Dev Authority	13 142	Corp Andina de Fomento CA	109 505
Sasco Net Interest Margin Trust	16 351	Weyerhaeuser Co	192 770	Council of Europe	339 073
Saxon Asset Securities Trust	186 986	WFS Financial Owner Trust	2 115	Eurofima	318 698
Sb Finance Nim Trust	124 638	White Mountains Insurance Group Ltd	82 899	European Investment Bank	16 315 825
SBC Communications Inc.	890 248	Wisconsin Energy Corp	47 468	Inter-American Development Bank	539 755
SCANA Corporation	73 540	WMALT Mortgage Pass-Through Certificates	42 744	International Bank for Reconstruction & Development	511 375
Schering-Plough Corp	26 939	World Omni Master Owner Trust	14 732	Nordic Investment Bank	147 383
Scholastic Corp	8 888	WYETH	417 010		
Science Applications International Corp.	16 454	Xerox Equipment Lease Owner Trust	39 513		
SEACOR Holdings Inc	73 440	XL Capital Ltd	101 123		
Sealed Air Corp	100 513	XTO Energy Inc	77 820		
Sears Roebuck and Co	1 008 464	Yum! Brands Inc	166 154		
Securitized Asset Backed Receivables Llc	1 196	Zeneca Wilmington Inc	69 673		
Sempra Energy	69 542	Zurich Finance (USA) Inc.	850 344		
Sequoia Mortgage Funding Company	283	AAA Trust	25 064		
Sequoia Mortgage Trust	5 331	Aames Mortgage Investment Trust	86 302		
Sesi Llc	4 660				
Sharps SP I LLC Net Interest Margin Trust	33 911	VENEZUELA			
Simon Property Group LP	349 748	Den venezuleanske stat	8 219		
SLM Corp	1 742 328				
SLM Student Loan Trust	45 706				
Smith International Inc	14 365				
Smithfield Foods Inc	(17 760)				
Southern Co	190 302				
Southern Union Co	2 562				
Sovereign Bancorp Inc	13 312				
Specialty Underwriting & Residential Finance	2 914				
St. Paul Travelers Cos.	95 485				
Stancorp Financial Group Inc	35 519				
Standard Pacific Corp	67 987				
Stanley Works/The	20 184				
Staples Inc	15 434				
Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc.	37 771				
State of California	5 708				
State of Illinois	80 593				
State Street Bank & Trust Co	171 921				
STRIPS	1 134				
Structured Adjustable Rate Mortgage Loan Trust	1 052 006				
Structured Asset Investment Loan Trust	210 287				
Structured Asset Mortgage Investments Inc	246 464				
Structured Assets Receivables Trust	38 931				
Structures Asset Securities Corporation	701 798				
Suntrust Banks, Inc	300 216				
Synovus Financial Corp	63 871				
Target Corp	165 247				
TECO Energy Inc	34 371				
Temple-Inland Inc	19 142				
Tennessee Valley Authority	351 644				
Tesoro Corp	32 650				
Textron Financial Floorplan Master Note Trust	12 819				
Textron Inc	138 124				
The DIRECTV Group Inc	24 893				
The Money Store Home Equity Trust	21 693				
Thornburg Mortgage Securities Trust	12 059				
Time Warner Inc	928 194				
TIAA Commercial Real Estate Securities	3 211				
TIAA Global Markets	33 580				
Triad Auto Receivables Owner Trust	290				
Triad Hospitals Inc	(62 781)				
Twin Reefs Pass-Through Trust	12 226				
TXU Corp	400 829				
Tyco International Ltd	529 907				
Tyson Foods Inc.	112 600				
U.S. Bancorp	356 265				
Union Pacific Corp	216 563				
UnionBanCal Corp	33 801				
United Parcel Service Inc.	40 503				
UnitedHealth Group Inc	370 238				
Unitrin Inc	20 027				
Univision Communications Inc	42 409				
Ursus EPC	11 108				
US Cellular Corp	26 852				
Valero Energy Corp	312 856				
Vanderbilt Mortgage Finance	47 266				
Vendee Mortgage Trust	900				
Ventas Inc.	23 378				
Verizon Communications Inc	1 420 978				
Viacom Inc	190 173				

Obligasjoner utstedt av nasjonalstater, delstater, kommuner mv er plassert under vedkommende land. Obligasjoner utstedt av private selskaper er plassert under det landet hvor selskapets hovedkontor er lokalisert. Beholdningene er basert på handledato. Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler gjøres med oppgjør frem i tid. Negative beholdninger kan derfor forekomme uten at det gir et dekkende uttrykk for økonomisk eksponering.



Ord og uttrykk

ADR

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

Aktivklasser

Ulike typer verdipapirer, som for eksempel aksjer og obligasjoner.

Aktiv forvaltning

Forvalterne velger selv verdipapirer som man på basis av egne analyser og vurderinger mener gir best avkastning. Motstykket til aktiv forvaltning er passiv forvaltning, det vil si at forvalterne kun har som mål å oppnå den samme avkastningen som på nærmere angitte indekser av aksjer eller obligasjoner. Se 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 konsulent-selskaper, 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 aktivklasser. Taktisk aktivallokering består således i å velge andre aktiva- eller markeds-sammensetninger enn i referanseporteføljen, med sikte på å oppnå høyere avkastning.

Arbitrasje

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

Aritmetisk differanse

Se geometrisk differanse.

Basispunkt

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

Clearing

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

Deflatering

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

Depotinstitusjon

Vanligvis en bank. Den viktigste oppgaven til en depotinstitusjon eller et depot er å sikre at den enkelte kundes verdipapirer er riktig registrert og "oppbevart" i verdipapirsentralene i de enkelte land der papirene er utstedt. Et depot har viktige funksjoner ved oppgjør av verdipapirhandler og yter også regnskaps-tjenester. 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 mindreaktning.

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 risiko 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 aktivaklasser, flere verdipapirer innen hver aktivaklasse 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

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

Globalt depot

Se depotinstitusjon.

Hedgefond

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

Importveid valutakurv

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

Indeksforvaltning

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

Informationsrate (IR)

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

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.

Kvantil

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

Kvartil

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

Likviditetspremie

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

Markedskapitaliseringsvekter

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

Markedsrisiko

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

Meravkastning, mindreavkastning

Se differanseavkastning.

Obligasjonsfuturekontrakter

Se futurekontrakter

Obligasjonsindeks

Som aksjeindeks.

Oppgjørsrisiko

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

Operasjonell risiko

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

Opsjoner

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

Pengemarked

Marked for kortsiktige lån mellom store investorer. Når midler fra fondet 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. Fondets portefølje består blant annet av aksjer, aksje-futurekontrakter, obligasjoner, pengemarkedsplasseringer, rentefuturekontrakter og valutaterminkontrakter.

Rating

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

Rebalansering

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

Referanseportefølje

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

Relativ volatilitet

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

Renteinstrumenter

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

Risikoeksponering

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

Short-salg

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

Standardavvik

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

Spread

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

Swap

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

Terminkontrakter

Kontrakter om kjøp eller salg av aktiva på et fremtidig tidspunkt og til en bestemt pris. Norges Bank 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 0809-8158

Designmal: GRID Strategisk Design
Design 2005: Lobo Media AS

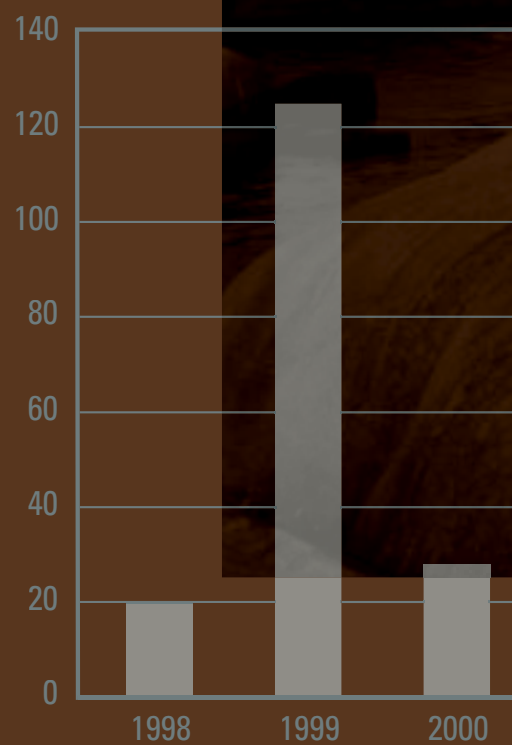
Prepress og trykk: Lobo Media AS

Papir: Omslag: Colorplan Bagdad Brown Wire 270 g
Materie: Eurobulk 115 g

Foto: NBIM

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

ISSN 0809-8158



NBIM

Norges Bank Investment Management