




NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

Statens pensjonsfond utland

Årsrapport

2019





**Vårt oppdrag er å
ivareta og utvikle
finansielle verdier
for fremtidige
generasjoner**

19,9 %

1 692 milliarder kroner

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på 19,9 prosent, eller 1 692 milliarder kroner i 2019. Dette er den høyeste avkastningen i kroner i løpet av et enkelt år i fondets historie, og den nest beste avkastningen i prosent.



Aksjer

26,0 %

avkastning
på fondets
aksjeinvesteringer



Unotert eiendom

6,8 %

avkastning på
investeringer i
unotert eiendom



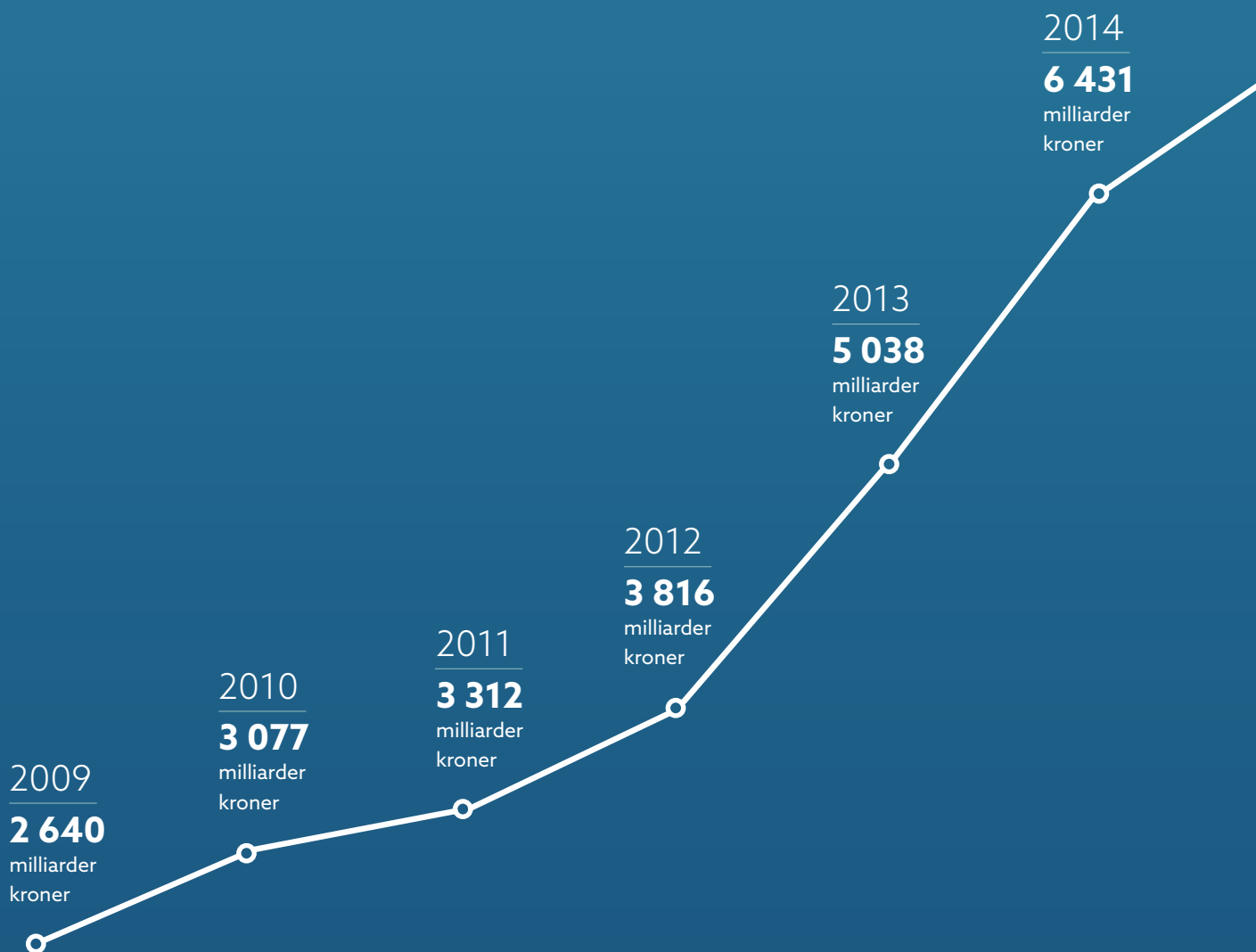
Rentepapirer

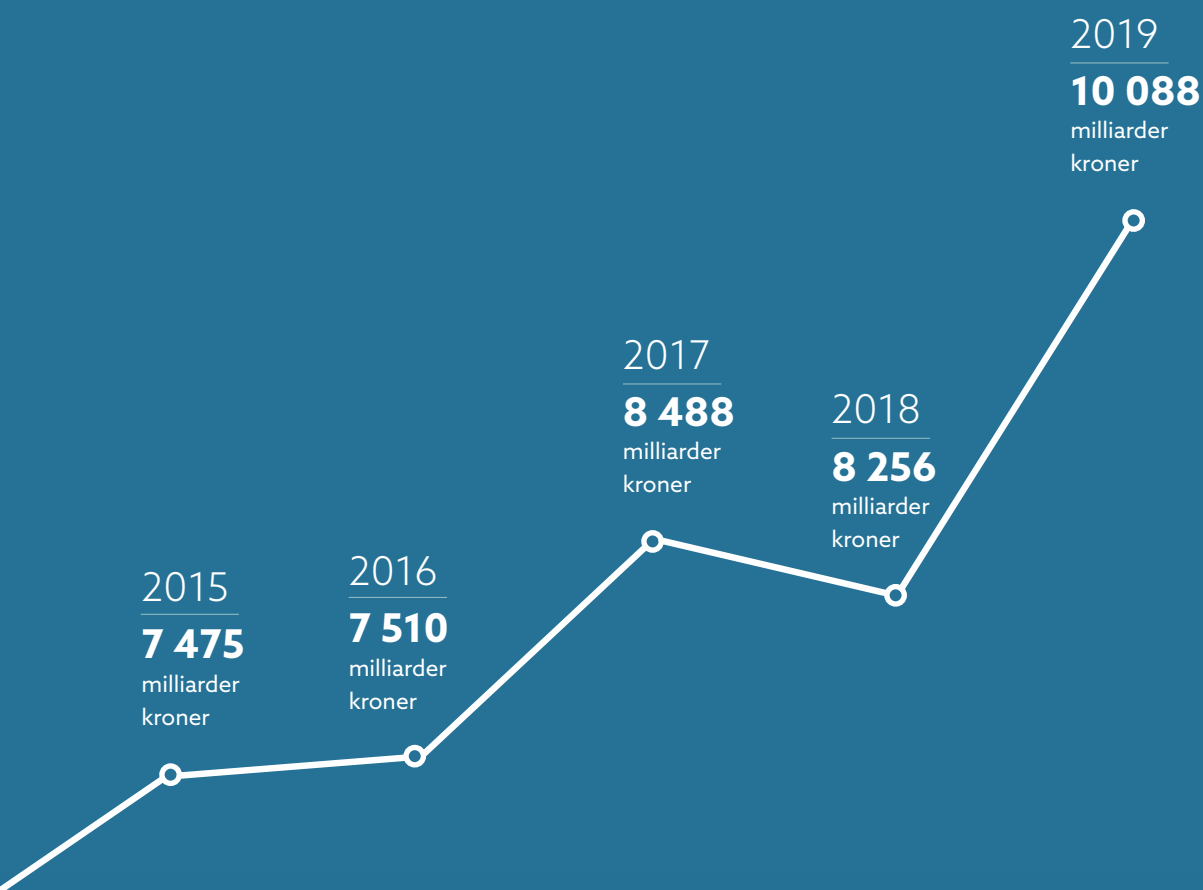
7,6 %

avkastning
på fondets
renteinvesteringer

10 088 082 903 897

Markedsverdien av fondet var 10 088 milliarder kroner ved utgangen av 2019, opp fra 8 256 milliarder kroner året før. Dette er den største verdistigningen i et enkelt år i fondets historie.





Aksjer

7 145
milliarder
kroner

70,8 %
av fondet



Unotert eiendom

273
milliarder
kroner

2,7 %
av fondet



Rente- papirer

2 670
milliarder
kroner

26,5 %
av fondet

Markedsverdien på aksjeinvesteringene var på 7 145 milliarder kroner ved utgangen av 2019. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en markedsverdi på 273 milliarder kroner og rentepapirene 2 670 milliarder kroner. Fondets investeringer var fordelt med 70,8 prosent i aksjer, 2,7 prosent i unotert eiendom og 26,5 prosent i rentepapirer.

Innhold

1 |

Resultatene

Hovedstyrets vurdering ___ 10

Leder _____ 14

Hovedtall _____ 16

2 |

Fondet

Oppdraget _____ 26

Markedene _____ 28

Investeringene _____ 30

3 |

Investeringene

Aksjer _____ 38

Eiendom _____ 46

Renter _____ 54

4 |

Forvaltningen

Investeringsstrategiene ____ 62

Investeringsrisiko _____ 68

Investere ansvarlig _____ 72

5 |

Organiseringen

Forvaltningsorganisasjonen_ 80

Forvaltningens
gjennomføring _____ 84

Forvaltningskostnader ____ 86

6 |

Regnskapet

Regnskapsrapportering ____ 96

Noter til
regnskapsrapportering ____ 100

Uavhengig revisors
beretning _____ 158

1 | Resultatene

Hovedstyrets vurdering _____ 10

Leder _____ 14

Hovedtall _____ 16

A full-page portrait of Øystein Olsen, a middle-aged man with grey hair, wearing a dark suit, white shirt, and red tie. He is standing with his hands clasped in front of him, looking slightly to the right of the camera. The background is a dark, textured wall.

Øystein Olsen

leder for hovedstyret

Hovedstyrets vurdering av resultatene

Investeringene i Statens pensjonsfond utland hadde en avkastning på 19,9 prosent i 2019. Avkastningen var 0,23 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen som forvaltningen måles mot. Hovedstyret er tilfreds med at avkastningen både i 2019 og over tid har vært god, og høyere enn avkastningen på referanseindeksen.

Ved utgangen av 2019 var markedsverdien til Statens pensjonsfond utland 10 088 milliarder kroner. Fondets avkastning før forvaltningskostnader var på 19,9 prosent målt i fondets valutakurv. Aksjeavkastningen var 26,0 prosent og obligasjonsavkastningen 7,6 prosent. Avkastningen på investeringer i notert og unotert eiendom var 10,4 prosent. Forvaltningskostnadene utgjorde til sammen 0,05 prosent av forvaltet kapital.

Fondets samlede avkastning i 2019 var den nest høyeste siden 1998 målt i prosent, og den høyeste målt i kroner. Den høye avkastningen i 2019 er en påminnelse om at markedsverdien av fondet også vil kunne variere mye fremover. Et tilsvarende fall i verdens aksjemarkeder som i 2008 ville isolert sett redusert Statens pensjonsfond utland med i underkant av 3 000 milliarder kroner.

Hovedstyret legger vekt på at resultatene må vurderes over tid. Målt over hele perioden 1998–2019 har den årlige avkastningen for fondet vært 6,1 prosent. Årlig netto realavkastning, etter fradrag for inflasjon og forvaltningskostnader, var 4,2 prosent i denne perioden. Den årlige avkastningen har vært 0,25 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen fra Finansdepartementet i perioden, før forvaltningskostnader.

Norges Bank forvalter fondet med sikte på høyest mulig avkastning over tid, innenfor de rammene som mandatet fra Finansdepartementet setter. Banken følger ulike investeringsstrategier i forvaltningen. For perioden fra og med 2013 er strategiene delt inn i hovedgruppene allokering, verdipapirseleksjon og markedeksponering.

De ulike strategiene utfyller hverandre og bygger på fondets særtrekk som en stor, langsiktig investor med begrensede likviditetsbehov på kort sikt.

I 2019 var fondets avkastning før forvaltningskostnader 0,23 prosentpoeng høyere enn i referanseindeksen. Resultatbidragene fra de ulike strategiene viser et negativt bidrag til meravkastning fra allokering, mens både markedeksponering og verdipapirseleksjon bidro positivt. Det største enkeltbidraget til meravkastning i 2019 kom fra intern verdipapirseleksjon i aksjeforvaltningen.

De relative resultatbidragene fordelt på aksje-, rente- og eiendomsforvaltningen viser et negativt bidrag til samlet meravkastning fra eiendomsforvaltningen, og positive bidrag fra både aksje- og renteforvaltningen i 2019.

Hovedstyret legger vekt på at resultatene i forvaltningen må vurderes samlet og over tid. Målt over syvårsperioden fra og med 2013 har de ulike strategiene gitt en årlig meravkastning før forvaltningskostnader på 0,19 prosentpoeng. Allokering har i denne perioden gitt et negativt bidrag til relativ avkastning, mens bidragene fra både markedeksponering og verdipapirseleksjon har vært positive. Hovedstyret er tilfreds med at avkastningen samlet sett har vært høyere enn i referanseindeksen i denne perioden.

Hovedstyret har merket seg at allokering har bidratt til å redusere fondets meravkastning i perioden 2013–2019. Allokering er en sammensatt gruppe delstrategier, og innretningen av denne delen av forvaltningen er justert og videreutviklet gjennom perioden. Noen av delstrategiene søker å bidra til høyere

meravkastning, andre til økt diversifisering eller kostnadseffektive tilpasninger til endringer i mandatet. Hovedstyret legger vekt på at resultatene må vurderes på denne bakgrunn, og over en lengre periode.

Hovedstyret har fastsatt en ny strategiplan for perioden 2020–2022 som bygger på strategien fra tidligere år. Hovedstrategiene videreføres. Ved å investere i eiendom og infrastruktur for fornybar energi vil banken søke å bidra til ytterligere diversifisering ved å utvide fondets investeringer.

Målet om høyest mulig avkastning skal nås innenfor en akseptabel risiko. Risikoen måles, analyseres og følges opp ved bruk av et bredt sett av måltall og ulike typer analyser. En sentral bestemmelse i mandatet fra Finansdepartementet er at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at såkalt forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av 2019 var forventet relativ volatilitet 0,33 prosentpoeng. Målt over hele perioden 1998–2019 har den faktiske relative volatiliteten vært 0,67 prosentpoeng. Hovedstyret er tilfreds med at det over tid er skapt meravkastning i forvaltningen av fondet med en begrenset utnyttelse av risikorammen.

Hovedstyret legger vekt på en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen, som også bidrar til målet om høyest mulig netto avkastning. I perioden 2013–2019 var den årlige forvaltningskostnaden 0,06 prosent av forvaltet kapital. I 2019 var samlede forvaltningskostnader målt i kroner 4,3 milliarder, tilsvarende 0,05 prosent av forvaltet kapital. Forvaltningskostnadene er lave sammenlignet med andre forvaltere.

Hovedstyret har fastsatt prinsipper for ansvarlig forvaltning av fondet. Norges Bank arbeider systematisk med å sette prinsipper, utøve eierskap og investere ansvarlig. Dette arbeidet støtter opp under målet om høyest mulig avkastning, og er etter hovedstyrets vurdering integrert på en god måte i bankens arbeid. Hovedstyret fatter beslutninger om utelukkelse og observasjon av selskaper basert på råd fra Etikkrådet. Kriteriene for utelukkelse og observasjon fremgår av etisk motiverte retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet.

En viktig del av hovedstyrets arbeid med Statens pensjonsfond utland er å gi råd om videreutvikling av forvaltningen. I løpet av 2019 ga hovedstyret blant annet råd om referanseindeksen for fremvoksende aksjemarkeder og den geografiske fordelingen i fondets referanseindeks for aksjer.

Norges Banks hovedstyre

Oslo, 27. februar 2020



Øystein Olsen
leder for hovedstyret



Jon Nicolaisen
første nestleder for hovedstyret



Egil Matsen
andre nestleder for hovedstyret



Kristine Ryssdal
styremedlem



Arne Hyttnes
styremedlem



Karen Helene Ulltveit-Moe
styremedlem



Hans Aasnæs
styremedlem



Nina Udnes Tronstad
styremedlem



Historisk resultat

I 2019 fikk fondet en avkastning på hele 19,9 prosent etter et år preget av sterk oppgang i globale aksjemarkeder.

Oslo, 27. februar 2020



Yngve Slyngstad

leder for Norges Bank
Investment Management

Fondet fikk i 2019 den høyeste kroneavkastningen noen sinne med 1 692 milliarder kroner. I prosent var avkastningen i 2019 den nest høyeste i fondets historie, kun slått av opphenting etter finanskrisen i 2009.

Fondet nådde en historisk milepæl 25. oktober 2019 da fondets markedsverdi første gang passerte 10 000 milliarder kroner. Dette var på dagen nøyaktig 50 år etter at Norge fant olje i Nordsjøen. Ved årsslutt var fondet verdsatt til 10 088 milliarder kroner.

Etter et historisk godt år i 2019, og etter 25 år med en verdiøkning ingen hadde sett for seg, er det verdt å ta et dypt innpust. De første 25 årene etter oljeproduksjonens begynnelse i 1971 satte vi ikke oljeinntekter til side. De siste 25 årene har vi derimot satt inn til sammen 3 389 milliarder kroner i Oljefondet. De første årene var avkastningen lav, men fondet vokste takket være høy tilførsel. De siste ti årene har fondet hatt lavere tilførsel, men avkastningen har vært på hele 4 875 milliarder kroner. Mye av grunnlaget for den høye avkastningen de siste ti årene har vært kjøpet av aksjer for 1 010 milliarder kroner under finanskrisen. I dag er fondet mer verdt enn nordmenns samlede netto formue og utgjør tre ganger Norges BNP.

Vi har nå en formue plassert i verdens finansmarkeder som er større enn statens samlede oljeinntekter de siste 50 årene. Den norske oljeformuen tilhører de som kommer etter oss. Vi ivaretar og utvikler verdier for våre fremtidige generasjoner.

Historisk økning i fondets verdi

Statens pensjonsfond utlands markedsverdi økte med rekordhøye 1 832 milliarder kroner i 2019.

Fondet fikk en svært god avkastning på 19,9 prosent i 2019. Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 26,0 prosent i 2019, mens de unoterte eiendomsinvesteringene fikk en avkastning på 6,8 prosent. Avkastningen på renteinvesteringene var 7,6 prosent.

Samlet avkastning på mer enn 5 000 milliarder

Fondet mottok sin første kapitaltilførsel fra den norske stat i mai 1996. Ved utgangen av 2019 var den samlede tilførselen siden oppstarten på 3 389 milliarder kroner. Norges Bank Investment Management ble etablert 1. januar 1998 for å forvalte fondet på oppdrag fra Finansdepartementet. Fra etableringen av forvaltningsenheten og frem til utgangen av 2019 har fondet hatt en samlet avkastning på 5 358 milliarder kroner, og en årlig avkastning på 6,1 prosent. Etter fradrag for prisvekst og forvaltningskostnader har avkastningen vært på 4,2 prosent årlig. De siste ti årene har fondets samlede avkastning vært 4 875 milliarder kroner, som gir en årlig avkastning på 7,8 prosent. Etter fradrag for prisvekst og forvaltningskostnader har avkastningen vært på 6,0 prosent.

Avkastning målt i fondets valutakurv

Fondet er investert i internasjonale verdipapirer og fast eiendom i utenlandsk valuta. Vi måler avkastning primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og

obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv, og den besto av 36 valutaer ved utgangen av 2019. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

Fondets markedsverdi passerte 10 000 milliarder kroner

Fondets markedsverdi økte i løpet av 2019 med 1 832 milliarder kroner til 10 088 milliarder kroner. Markedsverdien påvirkes av fondets avkastning, kapitaltilførsler eller -uttak og endringer i valutakurser. I 2019 fikk fondet en avkastning på 1 692 milliarder kroner. Tilførselen fra den norske stat var 13 milliarder kroner etter utbetalt forvaltningsgodtgjøring. Kronekursen svekket seg mot flere av valutaene fondet er investert i. Det økte isolert sett markedsverdien med 127 milliarder kroner, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Ved utgangen av året var fondets investeringer fordelt med 70,8 prosent i aksjer, 2,7 prosent i unotert eiendom og 26,5 prosent i rentepapirer.

Tabell 1 Avkastningstall. Prosent

	2019	2018	2017	2016	2015
Avkastning målt i fondets valutakurv					
Aksjeinvesteringer	26,02	-9,49	19,44	8,72	3,83
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	6,84	7,53	7,52	0,78	9,99
Renteinvesteringer	7,56	0,56	3,31	4,32	0,33
Fondets avkastning	19,95	-6,12	13,66	6,92	2,74
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ²	0,23	-0,30	0,70	0,15	0,45
Forvaltningskostnader	0,05	0,05	0,06	0,05	0,06
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	19,90	-6,17	13,60	6,87	2,68
Avkastning målt i norske kroner					
Aksjeinvesteringer	28,20	-6,56	19,74	3,67	16,77
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	8,68	11,02	7,80	-3,91	23,71
Renteinvesteringer	9,41	3,82	3,57	-0,53	12,83
Fondets avkastning	22,01	-3,07	13,95	1,95	15,54

¹ Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer i perioden 01.11.2014 til utgangen av 2016.

² Inkluderer unoterte eiendomsinvesteringer fra og med 01.01.2017. Fondets relative avkastning før 2017 er beregnet på de aggregerte aksje- og renteinvesteringene.

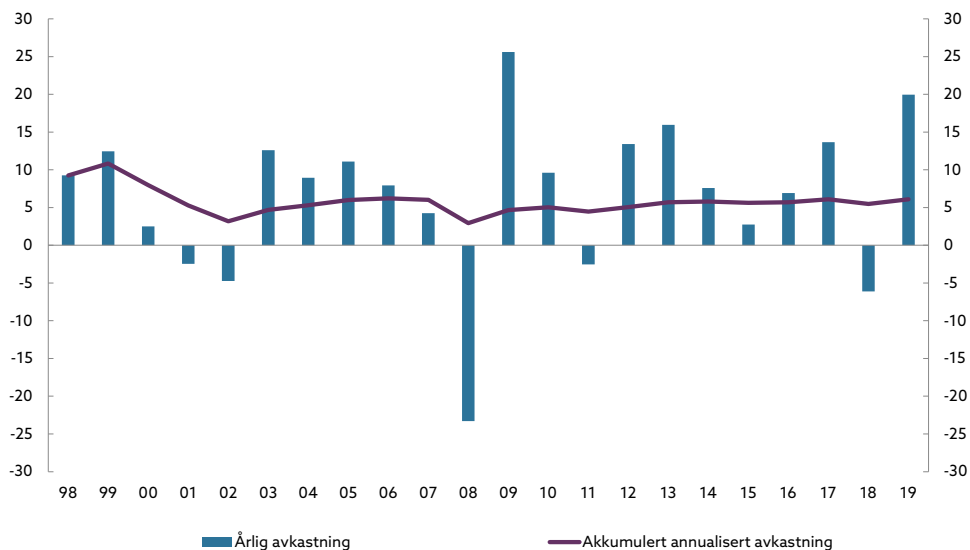
Tabell 2 Historiske nøkkeltall per 31. desember 2019. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)	6,09	6,46	7,83	7,05	19,95
Årlig prisvekst (prosent)	1,77	1,84	1,68	1,54	1,80
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,08	0,06	0,05	0,05
Fondets netto realavkastning (prosent)	4,17	4,46	5,98	5,38	17,78
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,41	8,10	7,14	7,09	7,55
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ¹	0,25	0,15	0,24	0,23	0,23
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,67	0,77	0,36	0,33	0,35
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,39	0,24	0,64	0,66	0,58

¹ Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.

² IR er forholdstallet mellom fondets gjennomsnittlige månedlige relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per relativ risikoenhet.

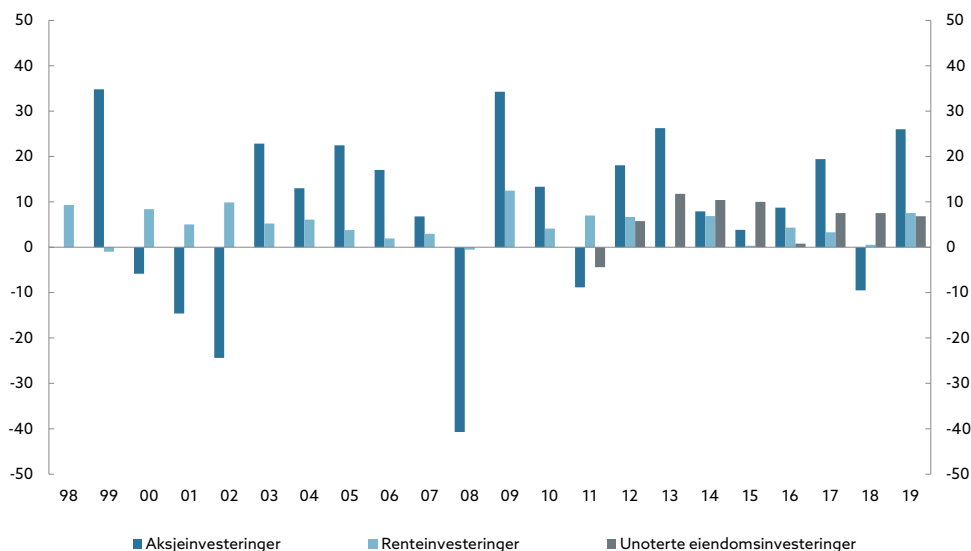
Figur 1 Årlig avkastning og akkumulert annualisert avkastning på fondet. Prosent



Tabell 3 Fondets avkastning per 31. desember 2019, målt i ulike valutaer. Prosent

	Siden 01.01.1998 Annualiserte tall	2019	2018	2017	2016	2015
Amerikanske dollar	6,31	20,24	-8,44	19,92	4,83	-2,13
Euro ¹	6,21	22,45	-3,83	5,33	7,97	9,02
Britiske pund	7,40	15,59	-2,75	9,54	25,05	3,54
Norske kroner	7,20	22,01	-3,07	13,95	1,95	15,54
Valutakurven	6,09	19,95	-6,12	13,66	6,92	2,74

¹ Euro ble introdusert som valuta 01.01.1999. WM/Reuters sin eurokurs er benyttet som anslag for kurs 31.12.1997.

Figur 2 Historisk avkastning på fondets investeringer. Prosent**Tabell 4** Historisk avkastning for fondets investeringer. Prosent

	Fondet	Aksjeinvesteringer	Renteinvesteringer	Unoterte eiendomsinvesteringer ¹
2019	19,95	26,02	7,56	6,84
2018	-6,12	-9,49	0,56	7,53
2017	13,66	19,44	3,31	7,52
2016	6,92	8,72	4,32	0,78
2015	2,74	3,83	0,33	9,99
2014	7,58	7,90	6,88	10,42
2013	15,95	26,28	0,10	11,79
2012	13,42	18,06	6,68	5,77
2011 ²	-2,54	-8,84	7,03	-4,37
2010	9,62	13,34	4,11	-
2009	25,62	34,27	12,49	-
2008	-23,31	-40,71	-0,54	-
2007	4,26	6,82	2,96	-
2006	7,92	17,04	1,93	-
2005	11,09	22,49	3,82	-
2004	8,94	13,00	6,10	-
2003	12,59	22,84	5,26	-
2002	-4,74	-24,39	9,90	-
2001	-2,47	-14,60	5,04	-
2000	2,49	-5,82	8,41	-
1999	12,44	34,81	-0,99	-
1998	9,26	-	9,31	-

¹ Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer i perioden 01.11.2014 til utgangen av 2016.

² Unoterte eiendomsinvesteringer fra 01.04.2011.



Fondet var investert i 9 202 selskaper ved utgangen av 2019. Eierandelen var større enn 2 prosent i 1 469 selskaper og over 5 prosent i 39 selskaper.

Tabell 5 Nøkkeltall. Milliarder kroner

	2019	2018	2017	2016	2015
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringer	7 145	5 477	5 653	4 692	4 572
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	273	246	219	242	235
Renteinvesteringer	2 670	2 533	2 616	2 577	2 668
Fondets markedsverdi ²	10 088	8 256	8 488	7 510	7 475
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ²	-4	-5	-5	-4	-4
Eiers kapital ²	10 084	8 251	8 484	7 507	7 471
Tilførsel/uttak av kapital ³	18	34	-61	-101	46
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ³	-5	-5	-4	-4	-3
Fondets avkastning	1 692	-485	1 028	447	334
Endring som følge av svingninger i kronekursen	127	224	15	-306	668
Endring i markedsverdien	1 832	-233	978	35	1 044
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital ⁴	3 389	3 371	3 337	3 397	3 499
Avkastning av aksjeinvesteringer	4 023	2 545	3 062	2 129	1 786
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer ¹	85	69	53	38	31
Avkastning av renteinvesteringer	1 249	1 052	1 037	955	859
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁵	-48	-44	-39	-35	-31
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 390	1 263	1 040	1 025	1 331
Fondets markedsverdi	10 088	8 256	8 488	7 510	7 475
Samlet avkastning	5 358	3 666	4 151	3 123	2 676
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	5 309	3 622	4 111	3 088	2 645

¹ Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer i perioden 01.11.2014 til utgangen av 2016.

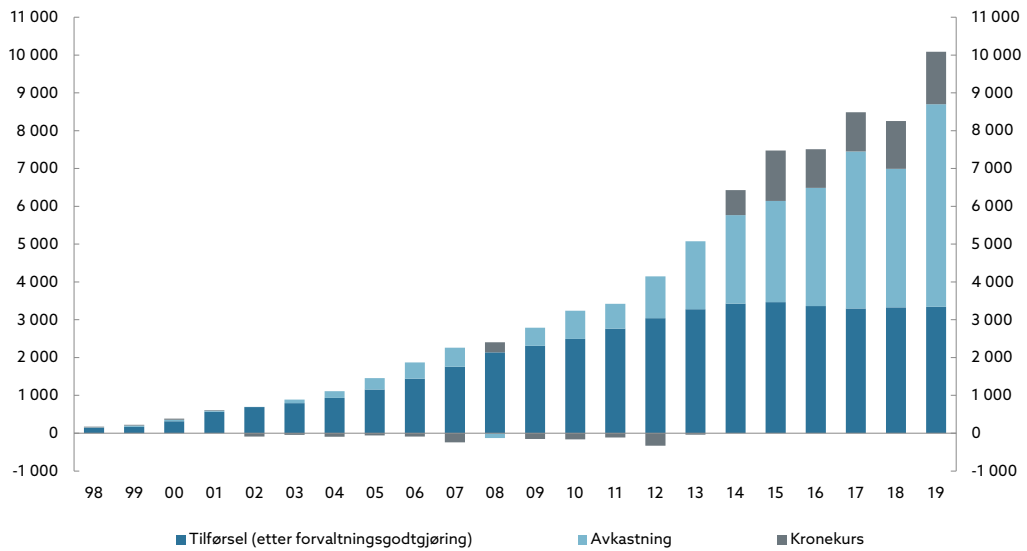
² Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Eiers kapital i regnskapet er lik fondets markedsverdi fratrukket påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

³ Utbetalt forvaltningsgodtgjøring er spesifisert på egen linje og ikke inkludert under Tilførsel/uttak av kapital.

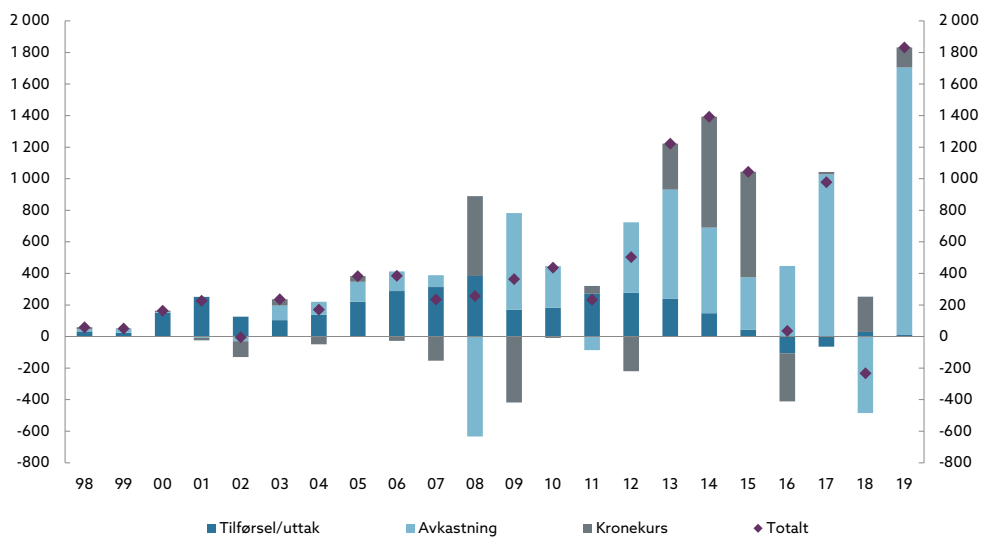
⁴ Samlet tilførsel av kapital presenteres i tabellen justert for påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

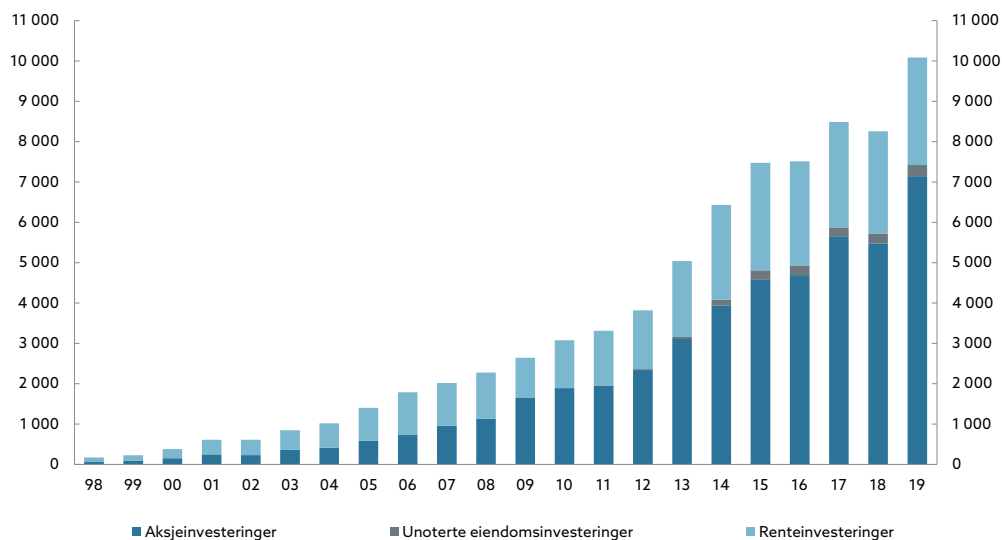
⁵ Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. Tabell 11.2 i regnskapet, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrukket i samlet avkastning, dvs. i avkastningen før forvaltningsgodtgjøring.

Figur 3 Fondets markedsverdi. Milliarder kroner



Figur 4 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



Figur 5 Fondets markedsverdi. Milliarder kroner**Tabell 6** Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner

År	Totalt	Avkastning	Tilførsel/uttak ¹	Kronekurs
2019	1 832	1 692	13	127
2018	-233	-485	29	224
2017	978	1 028	-65	15
2016	35	447	-105	-306
2015	1 044	334	42	668
2014	1 393	544	147	702
2013	1 222	692	239	291
2012	504	447	276	-220
2011	234	-86	271	49
2010	437	264	182	-8
2009	365	613	169	-418
2008	257	-633	384	506
2007	235	75	314	-153
2006	385	124	288	-28
2005	383	127	220	36
2004	171	82	138	-49
2003	236	92	104	41
2002	-5	-29	125	-101
2001	227	-9	251	-15
2000	164	6	150	8
1999	51	23	24	3
1998	58	12	33	13
Før 1998	113	0	108	5

¹ Etter utbetalt forvaltningsgodtgjøring.**Tabell 7** Fondets markedsverdi fordelt på aktivaklasser. Milliarder kroner

År	Totalt	Aksjer	Rentepapirer	Unotert eiendom ¹
2019	10 088	7 145	2 670	273
2018	8 256	5 477	2 533	246
2017	8 488	5 653	2 616	219
2016	7 510	4 692	2 577	242
2015	7 475	4 572	2 668	235
2014	6 431	3 940	2 350	141
2013	5 038	3 107	1 879	52
2012	3 816	2 336	1 455	25
2011	3 312	1 945	1 356	11
2010	3 077	1 891	1 186	-
2009	2 640	1 644	996	-
2008	2 275	1 129	1 146	-
2007	2 019	958	1 061	-
2006	1 784	726	1 058	-
2005	1 399	582	817	-
2004	1 016	416	600	-
2003	845	361	484	-
2002	609	231	378	-
2001	614	246	363	-
2000	386	153	227	-
1999	222	94	129	-
1998	172	70	102	-

¹ Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer i perioden 01.11.2014 til utgangen av 2016.

2 | Fondet

Oppdraget _____ 26

Markedene _____ 28

Investeringene _____ 30



26

Stortinget

Lov om Statens pensjonsfond

Finansdepartementet

Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland
Retningslinjer for observasjon og utelukkelse

Norges Bank

Hovedstyrets prinsippdokumenter
Investeringsmandat
Stillingsinstruks for leder i Norges Bank Investment Management

Norges Bank Investment Management

Retningslinjer
Leder delegerer investeringsmandater og stillingsinstrukser

Vårt oppdrag

Fondet er eid av det norske folk. Finansdepartementet fastsetter den overordnede investeringsstrategien. Vesentlige endringer i strategien forankres i Stortinget. Langsiktig forvaltning av fondet sikrer at både nåværende og fremtidige generasjoner nordmenn kan ha glede av Norges oljeformue.

For å skjerme norsk fastlandsøkonomi er fondet investert utelukkende i utlandet. Stortinget har fastsatt de formelle rammebetingelsene i lov om Statens pensjonsfond. Finansdepartementet har det overordnede ansvaret for fondet og har fastsatt rammer for forvaltningen i «Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland». I ny sentralbanklov er Norges Bank gitt oppgaven med å forvalte fondet. Leder for Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland gjennomfører forvaltningsoppdraget etter instruks og mandat fra hovedstyret.

Vår oppgave er å ta vare på verdiene i fondet for fremtidige generasjoner på en sikker, effektiv, ansvarlig og åpen måte. Målet er at investeringene skal gi høyest mulig langsiktig avkastning innenfor mandatets ramme. Vi sikrer den internasjonale kjøpekraften til fondet dersom vi oppnår en realavkastning over tid som er høyere enn veksten i verdensøkonomien. Vi sprer investeringene på mange enkeltinvesteringer over hele verden for å gjøre fondet mindre sårbart for utviklingen i hvert enkelt selskap, sektor og land.

Mandatet som er fastsatt av Finansdepartementet, sier at Norges Bank kan investere fondet i børsnoterte aksjer, obligasjoner, unotert eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer følger i stor grad av Finansdepartementets beslutninger om referanseindekser. Det er opp til Norges Bank å bestemme hvor mye som skal investeres i eiendom, og hvilke typer eiendom fondet skal investeres i. Kjøp av eiendom blir

finansiert med salg av aksjer og obligasjoner. I forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom. Investeringer i infrastruktur for fornybar energi er en del av fondets miljømandater som har en øvre ramme på 120 milliarder kroner. Unotert infrastruktur for fornybar energi kom inn i mandatet i november 2019, og fondet hadde ved utgangen av året ingen slike investeringer.

Dette betyr at andelen av fondet som er investert i aksjer og obligasjoner vil avvike fra tilsvarende andeler i referanseindeksen. Vi søker derfor å sette sammen en referanseportefølje som er tilpasset fondets særtrekk som størrelse, langsiktighet og begrenset likviditetsbehov. Denne referanseporteføljen er utgangspunktet for fondets investeringer. Formålet med referanseporteføljen er å oppnå et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko i fondet på lang sikt, innenfor rammene i mandatet for forvaltningen.

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en integrert del av forvaltningsoppdraget vårt. Vi er en aktiv eier og prioriterer arbeidet med velfungerende styre og god eierstyring. Våre investeringsbeslutninger tar hensyn til hvordan vi vurderer selskapers langsiktige risiko knyttet til økonomiske, miljømessige og samfunnsmessige forhold. Vi legger vekt på høy kvalitet og kostnadseffektivitet i forvaltningen. Omfattende rapportering, innholdsrike nettsider og høy tilgjengelighet for media skal bidra til størst mulig åpenhet om forvaltningen.



I 2019 falt veksten i verdensøkonomien til sitt laveste nivå siden finanskrisen.

Svak vekst i verdensøkonomien

Den globale økonomiske veksten falt i 2019, drevet av svakere utvikling i industriproduksjon og internasjonal handel. Pengepolitiske lettelsers, og forhåpninger om mer markedsvennlige utfall i både handelskonflikten mellom USA og Kina, og Storbritannias utmelding av EU, bidro likevel til høyere aksjepriser gjennom året.

Veksten i verdensøkonomien falt i 2019, til sitt laveste nivå siden finanskrisen. Utviklingen i global industriproduksjon og handel var spesielt negativ, på tvers av land. Aktivitetsveksten holdt seg bedre oppe i sektorer utenom industrien. Svak vekst i foretaksinvesteringer ble motvirket av relativt solid forbruksvekst. Usikkerheten rundt handelskonflikten mellom USA og Kina, samt Storbritannias utmeldelse av EU, bidro trolig negativt til den økonomiske veksten. Mot slutten av året styrket forhåpningene om mer markedsvennlige utfall seg. I kombinasjon med pengepolitiske lettelsers og bedring i økonomiske nøkkeltall, førte dette til at forventningene til økonomisk vekst i 2020 bedret seg mot slutten av året.

I finansmarkedene bidro svak økonomisk vekst, lavere inflasjonsforventninger og en kursendring i pengepolitikken til vesentlige fall i korte og lange renter. Fallet i rentene og signaler om en handelsavtale mellom USA og Kina bidro til høyere aksjepriser. Aksjeprisene steg til tross for at bedriftene meldte om lavere inntjeningsvekst. I valutamarkedene holdt den amerikanske dollaren seg relativt sterk gjennom året.

Både euroen og den kinesiske renminbien svekket seg mot dollaren.

I USA var den økonomiske veksten også noe lavere enn fjoråret. Lav eksportavhengighet dempet fallet sammenlignet med andre store land. I tillegg senket den amerikanske sentralbanken styringsrenten gjennom året og stoppet reduksjonen i sin verdipapirbeholdning. Sammen med lav arbeidsledighet og fortsatt positiv vekst i sysselsettingen, bidro de pengepolitiske lettelsene til relativt god forbruksvekst og høyere aktivitet i boligmarkedet. Uro i pengemarkedene førte til at sentralbanken økte sin balanse mot slutten av året.

Økonomisk vekst i Kina falt til sitt svakeste nivå siden tidlig på 1990-tallet. Nedgangen skyldtes uro knyttet til handelskonflikten med USA og relativt stram økonomisk politikk. Veksten i realinvesteringer var svak med unntak av boligmarkedet, mens fall i bilsalg bidro til lav forbruksvekst. Gjennom året kom myndighetene med enkelte finans- og pengepolitiske lettelsers, men disse var relativt små sammenlignet med stimulansene under tidligere perioder med svakere vekst.

I Europa bidro global handelsuro, vedvarende usikkerhet rundt Storbritannias utmelding av EU og lavere etterspørsel fra Kina til å dempe aktivitetsveksten. Disse faktorene slo spesielt negativt ut i Tyskland, der industrien, spesielt bilproduksjonen, utgjør en høy andel av verdiskapingen, med en høy eksportandel. I kombinasjon med lavere inflasjonsforventninger førte svakere aktivitet til at den europeiske sentralbanken (ESB) senket styringsrenten og gjennomførte kvantitative lettelsers. Samtidig uttalte ESB at finanspolitikken må spille en større rolle, i lys av at rentenivået allerede er svært lavt.

Bredt investert utenfor Norge

Ved utgangen av 2019 var fondet investert i 9 202 selskaper. Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper var på 1,5 prosent.

Fondets investeringer kunne knyttes til 74 land og fondet var investert i 50 valutaer ved utgangen av 2019.

Ved utgangen av 2019 var 43,9 prosent investert i Nord-Amerika, opp fra 43,0 prosent året før. 33,7 prosent av fondet var investert i Europa, ned fra 34,1 året før. 19,2 prosent var investert i Asia og Oseania, ned fra 19,3 prosent året før. Ved årets slutt var 10,1 prosent av fondets investeringer i fremvoksende markeder, ned fra 10,3 prosent året før.

Eierandeler i over 9 000 selskaper

Fondet var investert i aksjer i 9 202 selskaper ved utgangen av 2019, mot 9 158 selskaper ett år tidligere. Eierandelen var større enn 2 prosent i 1 469 selskaper og over 5 prosent i 39 selskaper.

Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper, målt som andel av aksjeindeksen FTSE Global All Cap, var ved utgangen av året på 1,5 prosent. Den høyeste gjennomsnittlige eierandelen hadde fondet i europeiske selskaper. Den utgjorde 2,6 prosent av de børsnoterte selskapene, opp fra 2,5 prosent året før. Eierandelen i aksjeselskaper i utviklede markeder var på 1,5 prosent ved utgangen av 2019. I fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder, eide fondet i gjennomsnitt 1,6 prosent av de børsnoterte selskapene.

Fondets renteinvesteringer besto av 4 608 verdipapirer fra 1 177 utstedere ved utgangen av 2019, mot 4 811 verdipapirer fra 1 254 utstedere året før. Totalt var renteinvesteringene fordelt på

26 valutaer ved utgangen av året, samme som året før.

Ved utgangen av året var 8,0 prosent av renteinvesteringene plassert i fremvoksende markeder, ned fra 8,2 prosent året før. Renteinvesteringer i amerikanske dollar, euro, pund og yen utgjorde 84,6 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året, mot 82,6 prosent ett år tidligere. Gjeldsinstrumenter utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i land klassifisert som et fremvoksende marked vil fremover begrenses til 5 prosent av markedsverdien til obligasjonsporteføljen.

Bred geografisk eksponering

Investeringsmulighetene endrer seg over tid. Nye markeder blir tilgjengelige for investeringer, nye muligheter vokser frem og risikobildet endrer seg. Vi må løpende tilpasse fondets samlede eksponering mot ulike markeder, samt kilder til avkastning og risiko. Fondet er investert i de fleste markeder, land og valutaer for å få en bred eksponering mot veksten i verdensøkonomien.

Fondets aksjeinvesteringer tar FTSE Global All Cap-indeksen som utgangspunkt. I tillegg har vi valgt å legge til flere land i vår interne referanseportefølje. Formålet med referanseporteføljen er å oppnå et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko. I referanseporteføljen velger vi verdipapirer, instrumenter og markeder fra et bredere univers enn det som er i den strategiske referanseindeksen. Dette gjør vi for å dekke en større andel av det globale markedet og slik ta

større del i den globale veksten. Ved utgangen av året var markedsplasser i 68 land godkjent for aksjeinvesteringer, samme antall som året før.

Investeringer i fremvoksende markeder

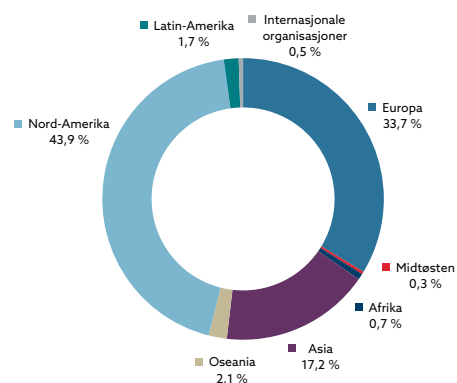
Ved utgangen av året var 1 024 milliarder kroner investert i aksjer og rentepapirer i fremvoksende markeder, mot 813 milliarder kroner året før. Investeringene i aksjer i nye fremvoksende (frontier) markeder utgjorde ved utgangen av året 13,3 milliarder kroner, mot 21,8 milliarder kroner ved utgangen av 2018. Nedgangen skyldes hovedsakelig at Saudi Arabia ble omklassifisert til et fremvoksende marked.

Hvilke nye markeder vi vil gå inn i, avhenger av hvilke markeder som er tilgjengelige for investeringer, hvilke markedsmuligheter som finnes og kvaliteten på markedsstandardene. Vi vil generelt legge til markeder i fondet så snart de tilfredsstillende våre krav til markedsstandarder. Investeringer i nye fremvoksende markeder innebærer en risiko for fondet, og vi legger derfor stor vekt på å ha på plass gode prosesser for risikohåndtering.

Tabell 8 Fondets beholdninger fordelt på land per 31. desember 2019. Prosent

Land	Totalt	Aksjer	Rente-papirer	Unotert eiendom
USA	39,8	27,8	10,8	1,2
Japan	8,7	5,9	2,8	0,0
Storbritannia	8,1	6,1	1,4	0,6
Tyskland	5,7	3,4	2,2	0,1
Frankrike	5,6	3,6	1,5	0,5
Sveits	3,7	3,2	0,4	0,1
Kina	3,1	3,0	0,1	-
Canada	2,6	1,5	1,1	-
Australia	2,0	1,4	0,6	-
Spania	1,9	1,2	0,7	0,0

Figur 6 Fondets investeringer per 31. desember 2019. Aksjer og unotert eiendom fordelt etter land og obligasjoner fordelt etter valuta. Prosent



Tyskland

Fondet hadde totalt
582 milliarder kroner
investert i Tyskland ved utgangen av 2019

188
investeringer i aksjeselskaper

77
obligasjonsutstedere

14
eiendommer



Thailand

Fondet hadde totalt
28 milliarder kroner
investert i Thailand ved utgangen av 2019

128
investeringer i aksjeselskaper

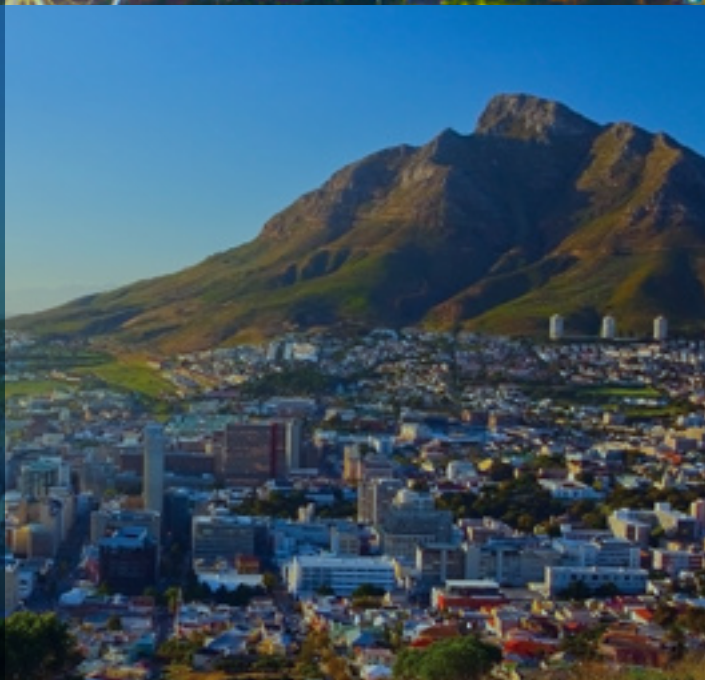


Sør-Afrika

Fondet hadde totalt
63 milliarder kroner
investert i Sør-Afrika ved utgangen av 2019

101
investeringer i aksjeselskaper

2
obligasjonsutstedere



Fondets investeringer kan knyttes til selskaper i 22 land som typisk klassifiseres som nye fremvoksende (frontier) markeder. Fondet hadde 24,1 milliarder kroner investert i disse markedene ved utgangen av 2019. Slike markeder er ikke med i referanseindeksen fra Finansdepartementet. Landene var Bahrain, Bangladesh, Botswana, Estland, Ghana, Island, Kenya, Kroatia, Kypros, Latvia, Litauen, Malta, Marokko, Mauritius, Nigeria, Oman, Romania, Slovakia, Slovenia, Sri Lanka, Tunisia og Vietnam. I tillegg har fondet investeringer i selskaper i 4 land som er klassifisert som nye fremvoksende markeder, men som ikke inngår i FTSE-indeksen. Det er Kirgisistan, Moldova, Tanzania og Ukraina. Fondet hadde 0,5 milliarder kroner investert i disse markedene ved utgangen av 2019. I tillegg hadde fondet investert 3,7 milliarder kroner i Saudi Arabia ved utgangen av året. Enkelte av disse investeringene er gjort i aksjer notert på børs i andre land.

Tabell 9 Investeringer i nye fremvoksende markeder. Landklassifisering i henhold til FTSE Russell. Millioner kroner

Land	2019
Slovenia ²	4 375
Vietnam	4 205
Slovakia	2 487
Litauen ¹	2 240
Bangladesh	1 653
Romania ^{1,2}	1 471
Island ^{1,2}	1 324
Kenya	1 060
Sri Lanka	1 005
Latvia	844
Marokko	834
Nigeria	575
Oman	451
Kroatia	370
Kypros ²	354
Bahrain ²	342
Malta	162
Tunisia ²	147
Mauritius	122
Estland	84
Botswana	12
Ghana	5
Totalt	24 120

Øvrige land utenfor fondets referanseindeks

Saudi Arabia	3 651
Ukraina ²	420
Kirgisistan ²	55
Moldova ²	35
Tanzania ²	8
Totalt	4 169

¹ Inkludert obligasjoner utstedt i annen valuta enn lokal valuta.

² Inkludert investeringer i aksjer notert på børs i andre land.

Globale investeringer

Antall investeringer per aktivaklasse





Afrika

207
selskaper

17
obligasjoner fra
2 utstedere

Europa

1 846
selskaper

1 709
obligasjoner fra
471 utstedere

400
eiendommer

Midtøsten

163
selskaper

3
obligasjoner fra
1 utsteder

Asia

4 316
selskaper

536
obligasjoner fra
73 utstedere

5
eiendommer

Oseania

349
selskaper

167
obligasjoner fra
39 utstedere

3 | Investeringene

Aksjer _____ 38

Eiendom _____ 46

Renter _____ 54

Sterkt år for aksjer

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 26,0 prosent i 2019. Året var preget av positiv utvikling i hovedmarkedene og positiv avkastning i samtlige sektorer.

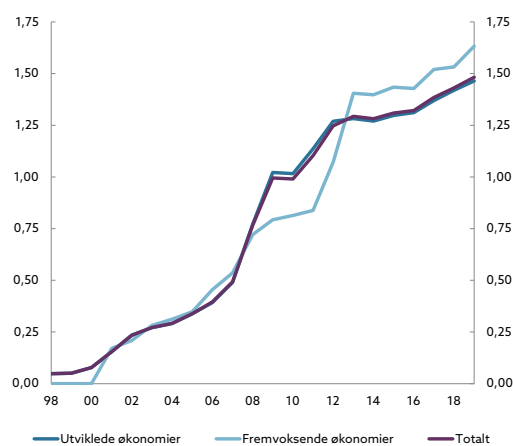
Investeringene i utviklede markeder hadde en avkastning på 26,5 prosent. Fondets investeringer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 22,4 prosent.

Investeringene i Nord-Amerika fikk en avkastning på 31,0 prosent og sto for 42,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer. USA var fondets største enkeltmarked. Amerikanske aksjer fikk en avkastning på 31,4 prosent i amerikanske dollar og sto for 39,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Målt i fondets valutakurv var avkastningen 31,1 prosent grunnet at dollaren svekket seg noe mot valutakurven.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 25,2 prosent i 2019. Totalt var 33,5 prosent av fondets aksjer plassert i Europa. Storbritannia var det nest største enkeltmarkedet for fondet. Britiske aksjer hadde en avkastning på 19,7 prosent i britiske pund og utgjorde 8,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Målt i fondets valutakurv var avkastningen 24,3 prosent fordi pundet styrket seg mot valutakurven.

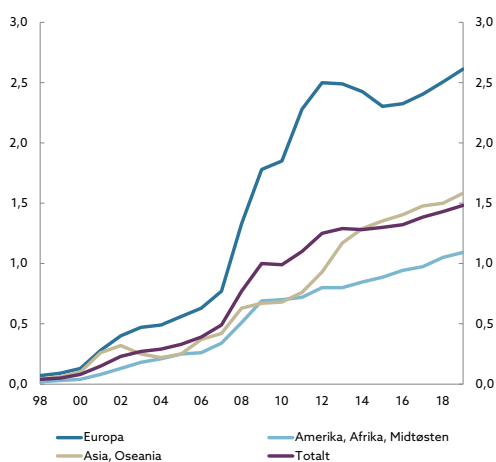
Investeringene i Asia og Oseania fikk en avkastning på 19,5 prosent og sto for 22,2 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Utenom Japan var avkastningen i regionen også 19,5

Figur 7 Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer i referanseindeksen



Kilde: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

Figur 8 Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer i referanseindeksen



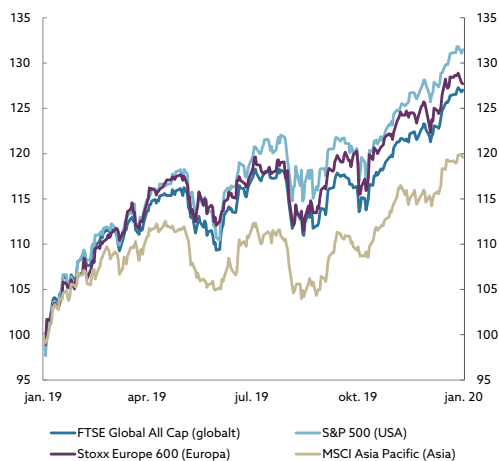
Kilde: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

prosent. Avkastningen for japanske aksjer var 18,5 prosent i yen i 2019. Målt i fondets valutakurv var avkastningen 19,4 prosent grunnet at yen styrket seg mot valutakurven. Japanske aksjer utgjorde 8,5 prosent av aksjeinvesteringene og var fondets tredje største enkeltmarked.

11,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer var plassert i fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder. Avkastningen for kinesiske aksjer var på 29,7 prosent i 2019 i lokal valuta, tilsvarende 27,6 prosent i

valutakurven. Kinesiske aksjer utgjorde 4,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer og var det største enkeltmarkedet innen fremvoksende markeder. Deretter fulgte Taiwan med 1,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer og India med 1,2 prosent. Avkastningen for fondets investeringer i Taiwan og India var på henholdsvis 31,5 prosent og 6,6 prosent i lokal valuta. Målt i fondets valutakurv var avkastningen henholdsvis 34,5 prosent og 4,0 prosent.

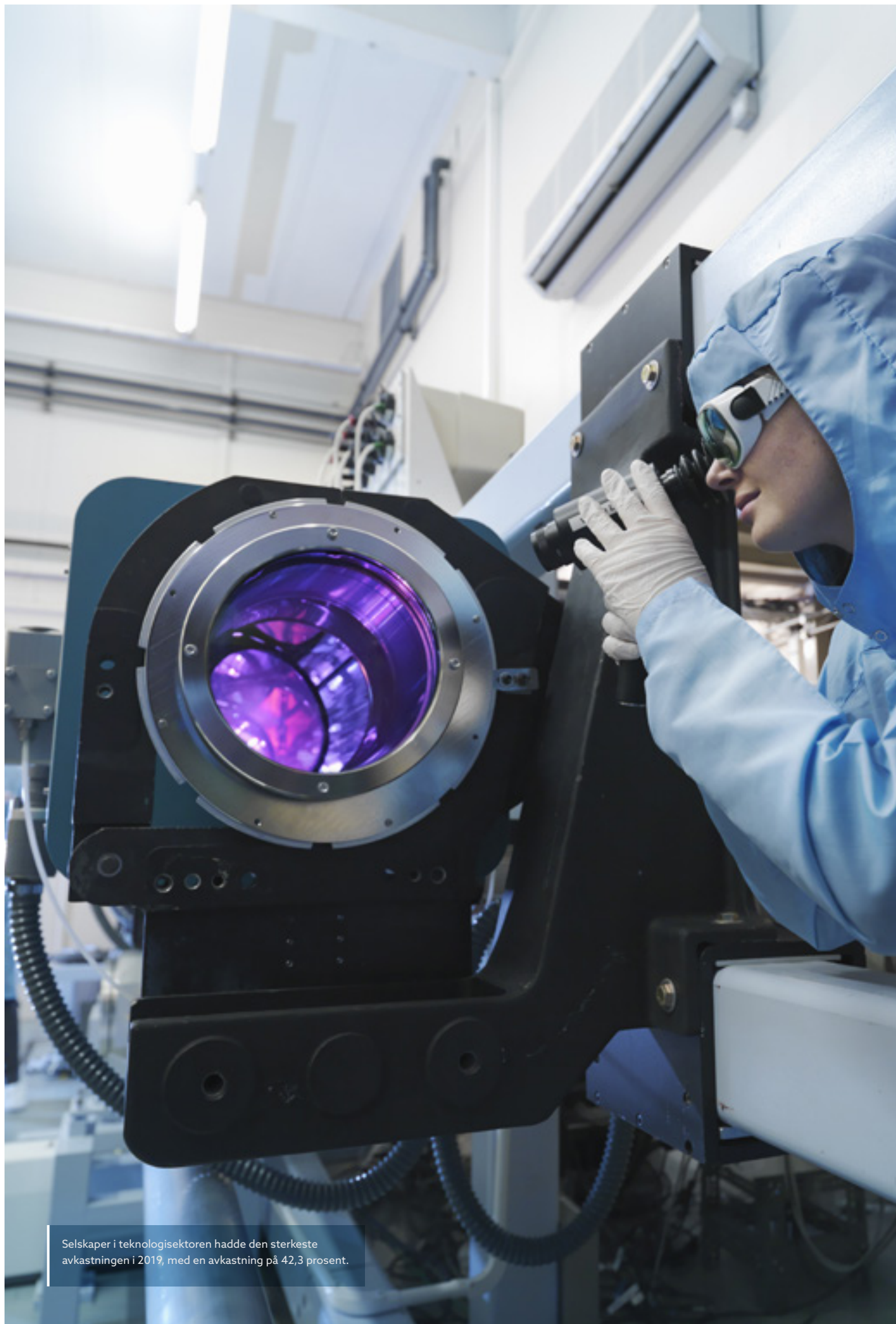
Figur 9 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100



Kilde: Bloomberg

Tabell 10 Avkastning på fondets største aksjeinvesteringer i 2019. Fordelt etter land. Prosent

Land	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av aksjeinvesteringene
USA	31,1	31,4	39,8
Storbritannia	24,3	19,7	8,8
Japan	19,4	18,5	8,5
Frankrike	27,0	29,6	5,2
Tyskland	21,6	24,1	4,8
Sveits	32,9	30,9	4,7
Kina	27,6	29,7	4,3
Canada	29,5	23,2	2,2
Australia	22,0	22,5	2,0
Nederland	28,2	30,9	1,9



Selskaper i teknologisektoren hadde den sterkeste avkastningen i 2019, med en avkastning på 42,3 prosent.

Sterkest avkastning for teknologiselskaper

Teknologiselskaper hadde den sterkeste avkastningen i 2019, med en avkastning på 42,3 prosent. Den sterke avkastningen var drevet av programvareselskaper og halvlederselskaper. Programvareselskaper fikk et løft fra den pågående overgangen til skyløsninger, mens avkastningen til halvlederselskaper var drevet av en forventning om en oppsving i halvledermarkedet.

Industrielskaper hadde en avkastning på 30,3 prosent i 2019. Etter svak avkastning i 2018 bidro en forventning om en løsning på handelskonflikten mellom Kina og USA, og en mer ekspansiv pengepolitikk, til den sterke avkastningen.

Kraft- og vannforsyningselskaper hadde en avkastning på 26,9 prosent. Fallende renter i de globale finansmarkedene og selskapenes begrensede eksponering til global handel bidro til den sterke avkastningen. I tillegg har kraftforsyningselskaper fokus på å redusere karbonutslipp fra energiforsyningen. Disse selskapene bidro positivt til avkastningen.

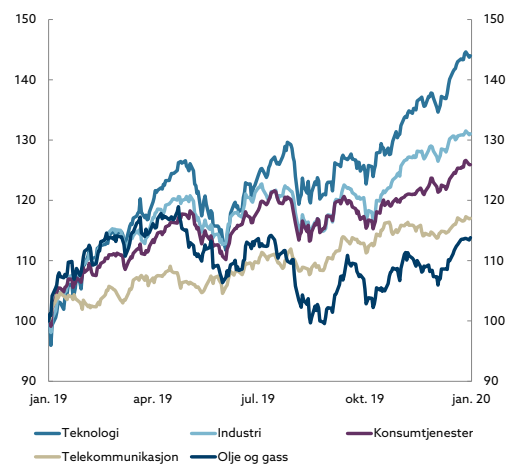
Samtlige sektorer hadde positiv avkastning i 2019. Sektoren med lavest avkastning var olje og gass med en avkastning på 12,9 prosent. Oljeprisen har holdt seg på et stabilt nivå, til tross for bedring etter et fall i siste kvartal av 2018.

Tabell 11 Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i 2019. Fordelt etter sektor. Internasjonal valuta. Prosent

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen ¹
Finans	23,7	23,6
Teknologi	42,3	14,6
Industri	30,3	13,4
Konsumvarer	23,6	11,5
Helse	24,3	11,3
Konsumtjenester	25,1	10,7
Olje og gass	12,9	5,0
Materialer	18,3	4,4
Kraft- og vannforsyning	26,9	2,8
Telekommunikasjon	13,9	2,7

¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

Figur 10 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100



Kilde: FTSE Russell

De største enkeltinvesteringene

Investeringene i teknologiselskapene Apple Inc og Microsoft Corp bidro mest til fondets avkastning i 2019, fulgt av investeringen i konsumvarselskapet Nestlé SA. Fondets største verdifall i et enkeltelskap var i teknologiselskapet Nokia Oyj, helseselskapet Pfizer Inc og finansselskapet Swedbank AB.

Den største aksjeholdningen i et enkeltelskap var i teknologiselskapet Apple Inc. Selskapet sto for 1,6 prosent av fondets aksjeforfølje, med en markedsverdi på 117 milliarder kroner ved utgangen av 2019. I tillegg stod tre teknologiselskaper, to konsumtjenesteselskaper, to helseselskaper, ett konsumvareselskap og ett olje- og gasselskap på listen over fondets ti største aksjeholdninger.

Fondets største prosentvise eierandel i et enkeltelskap i aksjeforføljen, utenom selskapene definert som børsnoterte eiendomsinvesteringer, var i konsumtjenesteselskapet Nordic Entertainment Group AB. Eierandelen på 9,3 prosent hadde en verdi på 1,8 milliarder kroner. Fondet kan ikke eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkeltelskap, med unntak av børsnoterte eiendomsselskaper.

Vi deltok i totalt 182 børsnoteringer i 2019. De største børsnoteringene i markedet som fondet kjøpte aksjer i var i konsumtjenesteselskapet Alibaba Group Holding Ltd, konsumtjenesteselskapet Uber Technologies Inc og konsumvareselskapet Budweiser Brewing Company APAC Ltd. Fondets største deltakelse i børsnoteringer var i de samme selskapene.

Apple

Apple Inc er et amerikansk teknologiselskap som designer, utvikler og selger forbrukerelektronikk, tjenester, programvare og datamaskiner. Apple er verdens mest verdifulle selskap i fondets portefølje med en markedsverdi på over én billion amerikanske dollar. Selskapet har hovedkontor i Cupertino i California, og har mer enn 130 000 ansatte.



Tabell 12 Fondets største aksjebeholdninger per 31. desember 2019. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Apple Inc	USA	116 967
Microsoft Corp	USA	104 640
Alphabet Inc	USA	77 831
Nestlé SA	Sveits	71 686
Amazon.com Inc	USA	68 631
Roche Holding AG	Sveits	55 297
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	52 193
Alibaba Group Holding Ltd	Kina	51 992
Facebook Inc	USA	46 241
Novartis AG	Sveits	44 604
Berkshire Hathaway Inc	USA	39 717
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Taiwan	38 238
Samsung Electronics Co Ltd	Sør-Korea	36 257
Johnson & Johnson	USA	35 206
Tencent Holdings Ltd	Kina	34 056
JPMorgan Chase & Co	USA	33 031
TOTAL SA	Frankrike	29 464
Bank of America Corp	USA	29 377
Procter & Gamble Co/The	USA	28 412
HSBC Holdings PLC	Storbritannia	28 355

Tabell 13 Fondets største eierandeler i aksjemarkedene per 31. desember 2019. Prosent

Selskap ¹	Land	Eierandel
Nordic Entertainment Group AB	Sverige	9,3
Lear Corp	USA	8,7
Smurfit Kappa Group PLC	Storbritannia	7,0
Modern Times Group MTG AB	Sverige	6,3
Valeo SA	Frankrike	6,0
R22 SA	Polen	5,8
iRhythm Technologies Inc	USA	5,7
ATM Grupa SA	Polen	5,7
Humansoft Holding Co KSC	Kuwait	5,5
DS Smith PLC	Storbritannia	5,4
Covestro AG	Tyskland	5,2
AXA Equitable Holdings Inc	USA	5,2
Osaki Electric Co Ltd	Japan	5,2
Mersen SA	Frankrike	5,2
Tamura Corp	Japan	5,2
Boliden AB	Sverige	5,1
Tecnicas Reunidas SA	Spania	5,1
PP Persero Tbk PT	Indonesia	5,1
Northgate PLC	Storbritannia	5,1
HSS Engineers Bhd	Malaysia	5,0

¹ Eksklusive børsnoterte eiendomsinvesteringer.

Alphabet

Alphabet Inc er et amerikansk konglomerat som ble dannet i omstruktureringen av søkemotoren Google i 2015. Alphabet er morselskapet til Google og flere av dets datterselskaper, og har en markedsverdi på over 900 milliarder amerikanske dollar. Selskapet har hovedkontor i Mountain View i California, og har mer enn 100 000 ansatte.



Tabell 14 Regional sammensetning av fondets aksjebeholdninger

Region	Millioner kroner ¹	Prosent
Nord-Amerika	2 998 236	42,0
USA	2 841 769	39,8
Canada	156 467	2,2
Europa	2 390 433	33,5
Storbritannia	626 496	8,8
Frankrike	368 537	5,2
Tyskland	343 344	4,8
Sveits	332 986	4,7
Nederland	136 913	1,9
Spania	117 220	1,6
Sverige	115 277	1,6
Italia	97 247	1,4
Danmark	70 954	1,0
Finland	46 236	0,6
Belgia	43 605	0,6
Asia	1 429 821	20,0
Japan	605 095	8,5
Kina	308 738	4,3
Taiwan	125 998	1,8
Sør-Korea	112 811	1,6
India	82 730	1,2
Hong Kong	81 731	1,1
Oseania	155 127	2,2
Australia	145 151	2,0
Latin-Amerika	99 637	1,4
Brasil	67 242	0,9
Afrika	50 424	0,7
Sør-Afrika	43 003	0,6
Midtøsten	29 273	0,4

¹ Summerer seg ikke til total markedsverdi fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

Tabell 15 Sektorsammensetning av fondets aksjebeholdninger

Sektor	Millioner kroner ¹	Prosent
Finans	1 688 039	23,6
Bank	624 705	8,7
Fast eiendom	421 296	5,9
Forsikring	336 522	4,7
Finanstjenester	305 515	4,3
Teknologi	1 040 121	14,6
Teknologi	1 040 121	14,6
Industri	957 011	13,4
Industrivarer og -tjenester	806 613	11,3
Bygg og materialer	150 398	2,1
Konsumvarer	822 711	11,5
Husholdningsvarer og varer til personlig bruk	358 902	5,0
Mat- og drikkevarer	301 818	4,2
Bil og bildeler	161 991	2,3
Helse	808 672	11,3
Helse	808 672	11,3
Konsumtjenester	763 653	10,7
Detaljhandel	430 248	6,0
Reise og fritid	186 705	2,6
Medier	146 700	2,1
Olje og gass	357 473	5,0
Olje og gass	357 473	5,0
Materialer	317 600	4,4
Kjemikalier	166 355	2,3
Råvarer	151 246	2,1
Kraft- og vannforsyning	203 296	2,8
Kraft- og vannforsyning	203 296	2,8
Telekommunikasjon	194 375	2,7
Telekommunikasjon	194 375	2,7

¹ Summerer seg ikke til total markedsverdi fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

God avkastning for eiendom

Fondets investeringer i eiendom ga en avkastning på 10,4 prosent i 2019 og utgjorde 4,1 prosent av fondet ved utgangen av året. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på 6,8 prosent, mens de børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på 20,9 prosent i 2019.

Finansdepartementet har i mandatet fastsatt en øvre ramme for unoterte eiendomsinvesteringer på 7 prosent av fondets verdi. Fondets unoterte eiendomsinvesteringer er ikke en del av den strategiske referanseindeksen. Referanseindeksen består av aksjer og obligasjoner, og det er delegert til Norges Bank å beslutte størrelsen og sammensetningen av eiendomsinvesteringene innenfor mandatets overordnede rammer.

Fondets samlede strategi for eiendom består av både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer, og utgjør eiendomsforvaltningen. Samlet verdi utgjorde 414 milliarder kroner ved utgangen av 2019.

Unoterte eiendomsinvesteringer

Vi investerte totalt 8,1 milliarder kroner i unotert eiendom i 2019, mot 12,7 milliarder kroner i 2018. I tillegg solgte vi eiendom for 4,2 milliarder kroner i 2019. Unoterte eiendomsinvesteringer hadde en markedsverdi på 273 milliarder kroner, som tilsvarer 2,7 prosent av fondet ved utgangen av året. Som andel av eiendomsforvaltningen utgjorde unoterte eiendomsinvesteringer 65,9 prosent.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter, driftskostnader, verdiendringer på eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp og salg av eiendom.

Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 3,6 prosentpoeng i 2019 målt i lokal valuta. Driftskostnader består av renter på ekstern gjeld, skatter, faste forvaltningshonorarer, kostnader i operative driftsselskaper og kostnader i datterselskaper.

Verdiendringer bidro positivt til resultatet med 3,1 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendringer består av realiserte gevinster og tap, verdiendringer for eiendommene, ekstern gjeld og andre eiendeler og gjeld og variable forvaltningshonorarer.

Transaksjonskostnader bidro med -0,1 prosentpoeng. Valutasvingninger hadde en positiv påvirkning på resultatet med 0,1 prosentpoeng for året, som følge av ulik valutasammensetning i eiendomsporteføljen og fondets valutakurv.

Eiendomsinvesteringene i Europa hadde en avkastning på 6,0 prosent målt i lokal valuta, og sto for 50,1 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Leieprisene for

Tabell 16 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. desember 2019. Millioner kroner

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	273 014
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	141 346
Samlede eiendomsinvesteringer	414 359

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer.

kontorlokaler fortsatte sin sterke oppgang i Berlin i 2019, men også kontormarkedet i Paris var sterkt med lav ledighet. Kontormarkedet i London har klart seg relativt bra etter folkeavstemningen om Storbritannias utmeldelse av EU i 2016, og deler av fallet i leiepriser ble reversert i løpet av 2019. Handelseiendommer i Europa og spesielt i Storbritannia har hatt en svakere utvikling enn kontoreiendommer i 2019, men det er forskjeller innad i sektoren, der de mest eksklusive handlegatene har klart seg relativt bra. Logistikksektoren var den beste sektoren i Europa i 2019.

Eiendomsinvesteringene i USA hadde en avkastning på 7,6 prosent målt i lokal valuta, og sto for 48,5 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Leieprisene for amerikanske kontorlokaler av høy kvalitet fortsatte å stige i 2019, men veksttempoet var lavere enn i tidligere år. Spesielt hadde San Fransisco og Boston sterk leieprisoppgang, mens utviklingen var relativt flat for New York og Washington, D.C. Logistikkeiendom fortsatte sin sterke verdioppgang i USA i 2019, drevet både av videre leieprisøkning, samt ytterligere

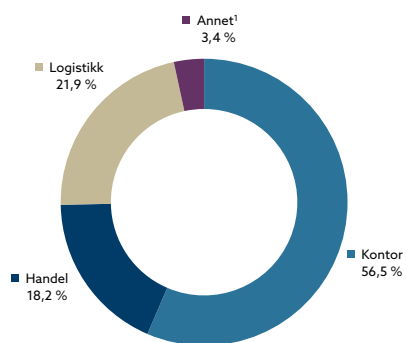
yieldnedgang drevet av stor investorinteresse. Noen delmarkeder opplevde imidlertid økende nybyggaktivitet som svekket utsiktene noe.

Eiendomsinvesteringene i Asia hadde en avkastning på 1,6 prosent målt i lokal valuta, og sto for 1,4 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer ved utgangen av året. Markedet for handelslokaler av høy kvalitet i Tokyo hadde stabile leiepriser og en noe høyere andel ledige lokaler. Markedet for kontorlokaler hadde en rekordlav andel ledige lokaler i 2019, samt økende leiepriser.

Tabell 17 Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer

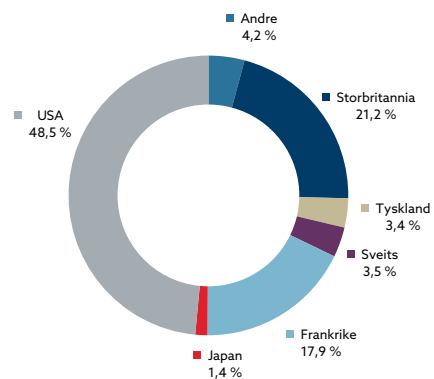
	Siden 01.04.2011	2019	2018	2017	2016	2015
Leieinntekter (prosentpoeng)	3,9	3,6	3,6	3,7	3,7	4,1
Verdiendringer (prosentpoeng)	3,5	3,1	4,1	3,8	0,7	6,7
Transaksjonskostnader (prosentpoeng)	-1,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Resultat av valutaendringer (prosentpoeng)	0,0	0,1	-0,1	0,1	-2,5	0,1
Totalt (prosent)	6,4	6,8	7,5	7,5	1,7	10,8

Figur 11 Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter sektor per 31. desember 2019. Prosent



¹ Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer.

Figur 12 Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter land per 31. desember 2019. Prosent

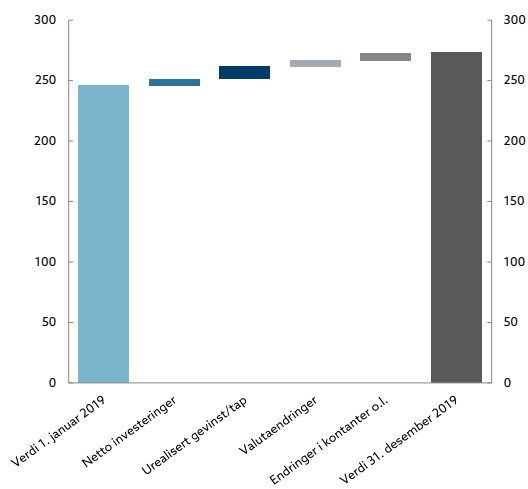
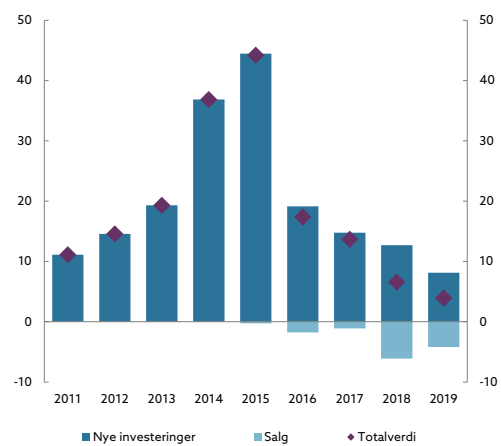


Tabell 18 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer, eksklusive logistikk, per by per 31. desember 2019

By	Prosent
London	21,5
Paris	21,2
New York	19,3
Boston	10,2
San Francisco	6,1
Washington, D.C.	5,7
Zürich	4,4
Berlin	2,2
Sheffield	2,0
Tokyo	1,8

Tabell 19 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer. Logistikk per land per 31. desember 2019

Land	Prosent
USA	61,4
Storbritannia	11,7
Frankrike	6,4
Spania	4,5
Nederland	4,1
Tsjekkia	2,6
Polen	2,5
Italia	2,5
Tyskland	1,7
Ungarn	1,4

Figur 13 Endringer i markedsverdien for fondets unoterte eiendomsinvesteringer i 2019. Milliarder kroner**Figur 14** Årlige investeringer i unotert eiendom. Gjennomførte transaksjoner. Milliarder kroner**Tabell 20** Annonserte nye investeringer og salg av eiendom i 2019

Adresse	By	Partner	Sektor	Eierandel		Pris Millioner
				Prosent	Valuta	
Nye investeringer						
Seks logistikkeiendommer i USA	Chicago, Nashville og Orlando	Prologis	Logistikk	45	USD	87,7
Forlengelse av eierskapsavtalen i Hudson Square-porteføljen	New York	Trinity Wall Street	Kontor og handel	48	USD	97,9
Tre logistikkeiendommer i USA	Orange County	Prologis	Logistikk	45	USD	55,6
Fire logistikkeiendommer i Spania og Nederland	Barcelona, Madrid og Tilburg	Prologis	Logistikk	50	EUR	69,1
Logistikkeiendom i Storbritannia	Greenford	Prologis	Logistikk	50	GBP	35,1
127 logistikkeiendommer i USA	Sørlige California, San Francisco-området, Seattle og Dallas	Prologis	Logistikk	45	USD	895,5
Salg av eiendom						
An der Welle 3-7 og 2-10	Frankfurt	AXA France	Kontor	50	EUR	310,0
27 avenue du Général Leclerc	Boulogne-Billancourt, Paris	AXA France	Kontor	50	EUR	49,0
To logistikkeiendommer i USA	Savannah	Prologis	Logistikk	45	USD	31,5
West One Shopping Centre og 75 Davies Street	London		Kontor og handel	25	GBP	54,3
Sophienstrasse 26, Katharina-von-Bora-Strasse 1 og 3, Karlstrasse 23 og Luisenstrasse 14	München		Kontor	100	EUR	390,0



Samlet verdi for unotert og børsnotert eiendom utgjorde 414 milliarder kroner ved utgangen av 2019.

Børsnotert eiendom

De børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på 20,9 prosent i 2019. Investeringene hadde en markedsverdi på 141 milliarder kroner ved utgangen av året og utgjorde 1,4 prosent av fondet. Som andel av eiendomsforvaltningen utgjorde børsnotert eiendom 34,1 prosent.

Investeringene i børsnoterte eiendomsselskaper har eksponering mot eiendommer av høy kvalitet i attraktive byer og sektorer globalt, som kunne vært en naturlig del av den unoterte eiendomsporteføljen. Den børsnoterte

eiendomsporteføljen er i hovedsak investert i sektorene bolig, kontor og handel. Geografisk er det en tilnærmet lik fordeling mellom USA og Europa.

De børsnoterte eiendomsinvesteringene besto av elleve amerikanske, seks britiske, to tyske, to franske, ett nederlandsk og ett svensk selskap. Fondets eierandel i det børsnoterte eiendoms-selskapet Shaftesbury PLC var 25,9 prosent ved utgangen av 2019, og er ett av tre børsnoterte selskaper i porteføljen der fondet eier mer enn 10 prosent.

Tabell 21 Fondets eierandeler og beholdninger for de børsnoterte eiendomsinvesteringene per 31. desember 2019.
Eierandeler i prosent og beholdning i millioner kroner

Selskap	Land	Eierandel	Beholdning
Shaftesbury PLC	Storbritannia	25,9	8 765
Capital & Counties Properties PLC	Storbritannia	11,2	2 916
Great Portland Estates PLC	Storbritannia	10,8	2 733
JBG SMITH Properties	USA	9,8	4 597
Vornado Realty Trust	USA	9,4	10 535
Gecina SA	Frankrike	9,4	11 246
Deutsche Wohnen SE	Tyskland	9,1	11 790
Paramount Group Inc	USA	8,7	2 432
Vonovia SE	Tyskland	8,7	22 400
Boston Properties Inc	USA	8,4	15 736
Federal Realty Investment Trust	USA	8,2	6 998
Kilroy Realty Corp	USA	8,2	6 380
Land Securities Group PLC	Storbritannia	7,5	6 449
Svenska Cellulosa AB SCA	Sverige	7,2	4 537
Equity Residential	USA	6,4	16 889
Derwent London PLC	Storbritannia	6,3	3 264
Regency Centers Corp	USA	6,0	5 611
Alexandria Real Estate Equities Inc	USA	5,7	9 346
British Land Co PLC/The	Storbritannia	5,2	3 591
Unibail-Rodamco-Westfield	Nederland	4,4	8 461
Klepierre SA	Frankrike	3,1	3 170
Essex Property Trust Inc	USA	2,4	4 265
AvalonBay Communities Inc	USA	2,0	5 244

Eiendomsinvesteringene

Andel av markedsverdi



Andre land

2,0 %

USA

50,6 %

Storbritannia

18,9 %

Frankrike

14,4 %



Sveits

2,3 %

Nederland

1,6 %

Tyskland

8,4 %

Sverige

1,0 %

Japan

0,9 %

Positiv avkastning for renter

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 7,6 prosent i 2019. Året var preget av fallende rentenivå i de fleste markeder.

Renteinvesteringene utgjorde 26,5 prosent av fondet ved utgangen av året. Investeringene besto hovedsakelig av obligasjoner, i tillegg til kortsiktige rentepapirer og bankinnskudd. Etter en rolig start på året, startet den amerikanske tiårsrenten å falle i mars 2019. I løpet av de neste seks månedene falt den fra 2,75 til 1,45 prosent. Dette kraftige rentefallet i USA dro med seg andre renter nedover, og er også en hovedgrunn til positiv avkastning for nær alle rentepapirer i 2019.

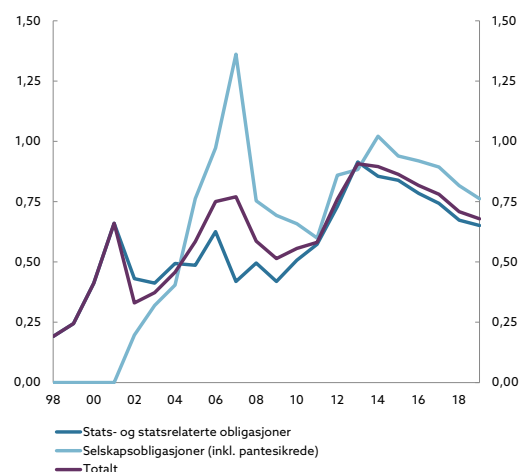
Sterkest avkastning for britiske statsobligasjoner

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 7,0 prosent i fjor og utgjorde 57,2 prosent av renteinvesteringene. Statsobligasjoner i utviklede markeder, som utgjorde 48,6 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 5,8 prosent.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 7,3 prosent i amerikanske dollar, 7,1 prosent målt i valutakurven, og utgjorde 22,4 prosent av renteinvesteringene. Dette var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Den amerikanske sentralbanken endret planen om fortsatte rentehevinger i første kvartal 2019. Deretter fulgte den opp med tre rentekutt i andre halvdel av året, hvert av

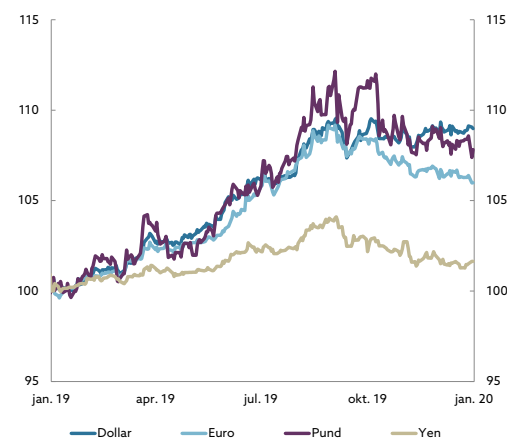


Figur 15 Fondets eierandeler i obligasjonsmarkedene. Prosent av markedsværdien til obligasjoner i referanseindeksen



Kilde: Bloomberg Barclays Indices, Norges Bank Investment Management

Figur 16 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

dem på 0,25 prosentpoeng. Tiårsrenten falt mer enn styringsrenten, med i overkant av 0,75 prosentpoeng i løpet av 2019.

Euro-denominerte statsobligasjoner fikk en avkastning på 6,5 prosent i euro, og 4,4 prosent i valutakurven, og utgjorde 12,0 prosent av renteinvesteringene. Den europeiske sentralbanken valgte å ikke å gjøre de varslede innstramningene i første kvartal. I september ble imidlertid en ny stimulansepakke vedtatt. Den inneholdt blant annet en reduksjon av innskuddsrenten med 0,1 prosentpoeng og oppstart av et nytt program med kvantitative lettelser. Rentepåslaget på italienske statsobligasjoner ble betydelig lavere i løpet av året, og dette hadde en positiv innvirkning på avkastningen.

Britiske statsobligasjoner, som utgjorde 2,3 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 7,7 prosent i britiske pund og 11,7

prosent i valutakurven. Markedet har vært preget av usikkerheten fra Storbritannias utmeldelse av EU. Valutaen var svak ved inngangen til 2019, men styrket seg i løpet av året. Dette førte til at avkastningen for britiske statsobligasjoner målt i valutakurven var svært god, på tross av at det ikke ble gjort noen renteendringer fra sentralbanken i løpet av året.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 8,9 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 0,4 prosent i yen og 1,1 prosent i valutakurven. Den japanske sentralbanken har gjennom året holdt 10-årsrenten nær null som en del av sin pengepolitikk, og rentenedgangen var mindre markant i dette markedet.

Statsobligasjoner i fremvoksende markeder, som utgjorde 8,6 prosent av renteinvesteringene, fikk i 2019 en avkastning på 13,9 prosent. Manglende inflasjonspress tillot nær alle sentralbanker i fremvoksende markeder å kutte rentene.

Tabell 22 Avkastning på fondets største obligasjonsbeholdninger i 2019. Fordelt etter valuta. Prosent

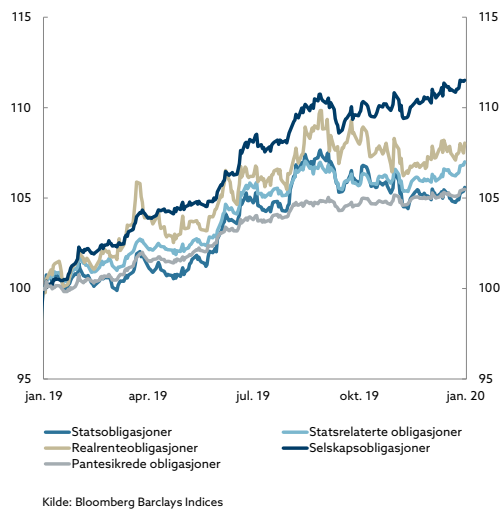
Valuta	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av renteinvesteringene
Amerikanske dollar	9,4	9,6	45,6
Euro	3,2	5,3	27,5
Japanske yen	1,1	0,4	9,8
Britiske pund	11,7	7,6	4,4
Kanadiske dollar	12,1	6,7	3,6
Sørkoreanske won	-0,5	3,4	2,2
Australske dollar	6,9	7,3	2,1
Meksikanske dollar	26,3	21,4	1,6
Indonesiske rupiah	19,3	15,4	0,9
Sveitsiske franc	5,7	4,1	0,8

Realrenteobligasjoner, som alle er utstedt av stater, fikk en avkastning på 6,7 prosent og utgjorde 6,5 prosent av renteinvesteringene. Inflasjonsforventningene falt noe i løpet av året, og ligger stort sett lavere enn sentralbankenes inflasjonsmål.

Fondet var også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau, Canada Mortgage & Housing Corp og European Investment Bank. Beholdningen av slike obligasjoner fikk en avkastning på 5,4 prosent og sto for 11,9 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 11,1 prosent og utgjorde 23,6 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året. Rentepåslaget på selskapsobligasjoner ble betydelig lavere i løpet av året, noe som hadde positiv innvirkning på avkastningen.

Figur 17 Kursutviklingen for ulike typer obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100

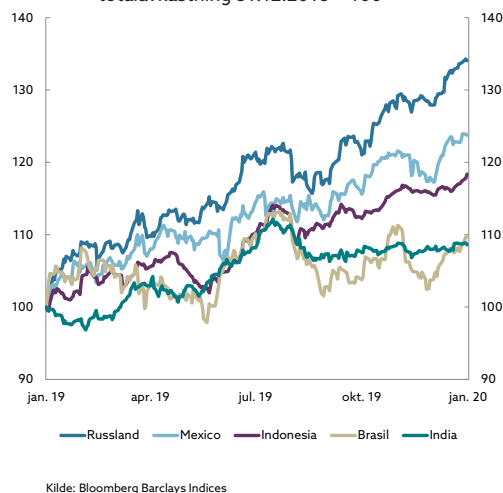


De pantesikrede obligasjonene, som i hovedsak besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på 0,8 prosent. Den lavere avkastningen sammenlignet med de fleste andre obligasjonssegmenter skyldes i hovedsak svekkelse av euro mot valutakurven. Pantesikrede obligasjoner utgjorde 5,6 prosent av fondets renteinvesteringer.

Endringer i beholdningen av rentepapirer

I 2019 økte markedsverdien av fondets renteinvesteringer mest i statsobligasjoner utstedt av USA, Frankrike og Storbritannia. Fondets største markedsverdireduksjon var i statsobligasjoner utstedt av Tyskland, Brasil og Polen. Amerikansk statsgjeld sto for den største beholdningen av obligasjoner fra en enkeltutsteder, fulgt av statsgjeld fra Japan og Tyskland.

Figur 18 Kursutviklingen for statsobligasjoner utstedt i et utvalg av fremvoksende økonomiers valutaer. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100



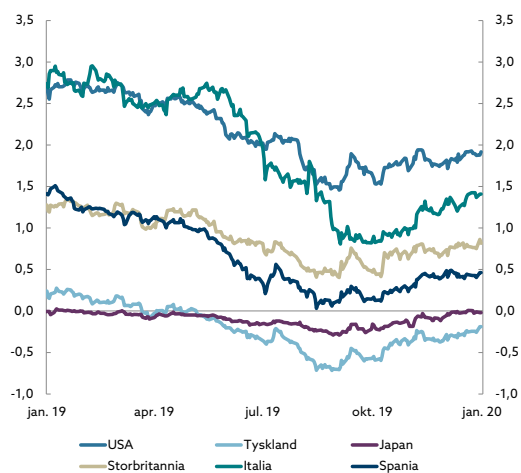
Tabell 23 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i 2019. Fordelt etter sektor i internasjonal valuta. Prosent

Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	7,0	57,2
Statsrelaterte obligasjoner ²	5,4	11,9
Realrenteobligasjoner ²	6,7	6,5
Selskapsobligasjoner	11,1	23,6
Pantesikrede obligasjoner	0,8	5,6

¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

² Nasjonale stater utsteder flere typer obligasjoner, og disse grupperes i ulike kategorier for fondets renteinvesteringer. Obligasjoner som er utstedt av et land i landets egen valuta, klassifiseres som statsobligasjoner. Obligasjoner som er utstedt av et land i et annet lands valuta, inngår i kategorien statsrelaterte obligasjoner. Realrenteobligasjoner som er utstedt av et land, inngår i kategorien realrenteobligasjoner.

Figur 19 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

Tabell 24 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2019. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	701 616
Japanske stat	Japan	244 195
Tyske stat	Tyskland	98 548
Franske stat	Frankrike	80 783
Britiske stat	Storbritannia	72 793
Spanske stat	Spania	51 554
Sørkoreanske stat	Sør-Korea	49 049
Meksikanske stat	Mexico	43 360
Italienske stat	Italia	42 427
Kanadiske stat	Canada	30 640
Australske stat	Australia	29 344
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	29 123
Canada Mortgage & Housing Corp	Canada	26 781
Indonesiske stat	Indonesia	26 532
Sørafrikanske stat	Sør-Afrika	20 303
Russiske stat	Russland	20 238
Indiske stat	India	18 986
Brasilianske stat	Brasil	18 161
Belgiske stat	Belgia	17 013
Malaysiske stat	Malaysia	16 984

Tabell 25 Valutasammensetning av fondets obligasjonsbeholdninger

Valuta	Millioner kroner ¹	Prosent
Amerikanske dollar	1 217 396	45,6
Euro	733 712	27,5
Japanske yen	261 578	9,8
Britiske pund	116 730	4,4
Kanadiske dollar	95 235	3,6
Sørkoreanske won	57 639	2,2
Australske dollar	57 369	2,1
Meksikanske peso	41 689	1,6
Indonesiske rupiah	25 263	0,9
Sveitsiske franc	20 376	0,8
Russiske rubler	20 238	0,8
Svenske kroner	20 199	0,8
Sørafrikanske rand	19 988	0,7
Indiske rupi	18 988	0,7
Brasilianske real	18 161	0,7
Malaysiske ringgit	16 984	0,6
Danske kroner	15 197	0,6
Singapore dollar	11 166	0,4
Colombianske peso	10 387	0,4
New Zealand dollar	8 999	0,3
Tyrkiske lira	3 570	0,1
Filippinske peso	3 569	0,1
Israelske shekel	1 018	0,0
Chilenske peso	1 000	0,0
Tsjekkiske koruna	135	0,0
Polske zloty	89	0,0

¹ Summerer seg ikke til total markedsverdi fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

Tabell 26 Sektorfordeling av fondets beholdning i obligasjoner

Sektor	Millioner kroner ¹	Prosent
Statsobligasjoner	1 526 110	57,2
Statsobligasjoner	1 526 110	57,2
Statsrelaterte obligasjoner	317 155	11,9
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	155 619	5,8
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	104 104	3,9
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	49 790	1,9
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	7 642	0,3
Realrenteobligasjoner	174 406	6,5
Realrenteobligasjoner	174 406	6,5
Selskapsobligasjoner	629 172	23,6
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	325 659	12,2
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	253 261	9,5
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	50 253	1,9
Pantesikrede obligasjoner	149 833	5,6
Obligasjoner med fortrinnsrett	149 833	5,6

¹ Summerer seg ikke til total markedsverdi fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

4 | Forvaltningen

Investeringsstrategiene _____ 62

Investeringsrisiko _____ 68

Investere ansvarlig _____ 72

Høyere avkastning enn referanseindeksen

Vi søker å utnytte fondets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse for å skape høy avkastning med akseptabel risiko. I 2019 var fondets samlede avkastning 0,23 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen.

Avkastningen på fondets investeringer kan sammenlignes med avkastningen på fondets referanseindeks, som er fastsatt av Finansdepartementet og sammensatt av globale indekser for aksjer og obligasjoner. Aksjedelen av indeksen tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen, som besto av 8 420 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2019. Obligasjonsdelen av indeksen tar utgangspunkt i indekser fra Bloomberg Barclays Indices, bestående av 14 516 obligasjoner fra 2 150 utstedere.

Ved utgangen av 2019 var fondet investert i 9 202 børsnoterte aksjeselskaper, inkludert børsnoterte eiendomsselskaper, og 4 608 obligasjoner fra 1 177 utstedere. I tillegg var fondet investert i 739 unoterte eiendommer. Fondets investeringer i eiendom er finansiert med salg av aksjer og obligasjoner tilpasset valutaen som eiendomsinvesteringen gjøres i. Referanseindeksen for aksje- og renteforvaltningen er derfor justert for det vi faktisk har solgt for å finansiere eiendomsinvesteringene. Dette muliggjør en nøyaktig måling av den relative avkastningen for alle de tre aktivaklassene.

I 2019 var fondets samlede avkastning 0,23 prosentpoeng høyere enn avkastningen på fondets referanseindeks. Fondets relative avkastning har siden 1998 vært 0,25 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen, for de siste ti årene 0,24 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,23 prosentpoeng høyere. Aksjeforvaltningen og renteforvaltningen hadde i 2019 relativ avkastning på henholdsvis 0,51 og 0,11 prosentpoeng, målt mot deres respektive referanseindekser.

Referanseporteføljer for aksjer og renter

Vi søker å sette sammen en referanseportefølje som er tilpasset fondets særtrekk som størrelse, langsiktighet og begrenset likviditetsbehov. Denne referanseporteføljen er utgangspunktet for fondets investeringer. Formålet med referanseporteføljen er å oppnå et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko i fondet på lang sikt, innenfor rammene i mandatet for forvaltningen. Vi søker å oppnå en diversifisert referanseportefølje ved å inkludere flere markeder og markedssegmenter, og å forbedre avkastningen ved å inkludere eksponering mot systematiske faktorstrategier. Allokering til eiendom har også til hensikt å gi en mer diversifisert portefølje på lang sikt.

Den interne referanseporteføljen for aksjeforvaltningen fikk en avkastning på 25,51 prosent i 2019. Avkastningen var 0,11 prosentpoeng lavere enn aksjedelen til referanseindeksen. Dette bidro med -0,07 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Referanseporteføljen vektet selskapene nærmere faktisk markeds kapitalisering enn referanseindeksen. Dette bidro negativt i 2019. En høyere andel i verdiselskaper bidro også negativt. Risikobaserte nedslag implementert i referanseporteføljen bidro positivt i 2019.

Renteforvaltningens interne referanseportefølje hadde en avkastning på 7,41 prosent i 2019. Avkastningen var 0,04 prosentpoeng lavere enn obligasjonsdelen av referanseindeksen og bidro med -0,01 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Referanseporteføljen hadde en høyere andel av rentepapirer med kort durasjon enn referanseindeksen, noe som bidro negativt til den relative avkastningen. Et positivt bidrag kom fra en overvekt i noen fremvoksende markeder.

De relative resultatene fra referanseporteføljen er klassifisert under allokering.

Avkastning fra forvaltningen i forhold til referanseporteføljen

Aksjeforvaltningen måles mot aksjedelen av referanseporteføljen. Aksjeforvaltningens avkastning var 0,62 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljen i 2019, og bidro med 0,40 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Investeringer i sektorene finans og konsumvarer bidro mest til den relative avkastningen. Blant de ulike landene som fondet var investert i, bidro amerikanske, britiske og kinesiske aksjer mest til den relative avkastningen.

Renteforvaltningen blir sammenlignet med obligasjonsdelen av referanseporteføljen. Renteforvaltningens avkastning var 0,14 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljen i 2019. Bidraget til fondets relative avkastning var 0,05 prosentpoeng.

Vi investerer i eiendom for å forbedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Fondets samlede strategi for eiendom består av både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Den relative avkastningen for eiendomsforvaltningen er avkastningsforskjellen mellom avkastningen på fondets samlede eiendomsinvesteringer og avkastningen på de obligasjonene og aksjene vi har solgt for å finansiere disse. Eiendomsforvaltningen bidro med -0,16 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2019. De unoterte eiendomsinvesteringene ga et negativt bidrag på -0,19 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Fondets eiendommer i USA sto for det største bidraget. De børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde et positivt bidrag på 0,04 prosentpoeng.

Vi rapporterer avkastning for unotert eiendom hvert kvartal og hvert år, men lengre tidsintervaller gir et bedre bilde av eiendommenes utvikling. Siden fondets første unoterte eiendomsinvestering og frem til utgangen av 2016 var årlig avkastning på de unoterte eiendomsinvesteringene 6,0 prosent.

I denne perioden ble eiendomsinvesteringene finansiert ved salg av obligasjoner. Årlig avkastning på obligasjonsinvesteringene var 4,4 prosent i tilsvarende periode. Fra 2017 ble unotert eiendom finansiert med salg av aksjer og obligasjoner. I perioden 2017 til 2019 har denne referanseindeksen gitt en årlig avkastning på 5,7 prosent, sammenlignet med avkastningen for de unoterte eiendomsinvesteringene på 7,3 prosent.

Bidrag til relativ avkastning

I forvaltningen av fondet bruker vi flere ulike investeringsstrategier. Investeringsstrategiene er gruppert i hovedstrategiene allokering, verdipapirseleksjon og markedseksposering. Allokeringsstrategien søker å forbedre fondets markeds- og risikoksposering på sikt ved blant annet å sette sammen en referanseportefølje som er bedre tilpasset fondets særtrekk enn referanseindeksen. Den bidro med -0,12 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2019. Verdipapirseleksjon-strategien består av selskapsanalyser med mål om å forbedre avkastningen, gi fundamental innsikt i fondets største investeringer og bidra til fondets rolle som en ansvarlig og aktiv eier. Denne strategien bidro med 0,16 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2019.

Markedseksposeringsstrategien består av posisjonering, implementering av systematiske strategier og utlån av verdipapirer. Den bidro med 0,19 prosentpoeng.

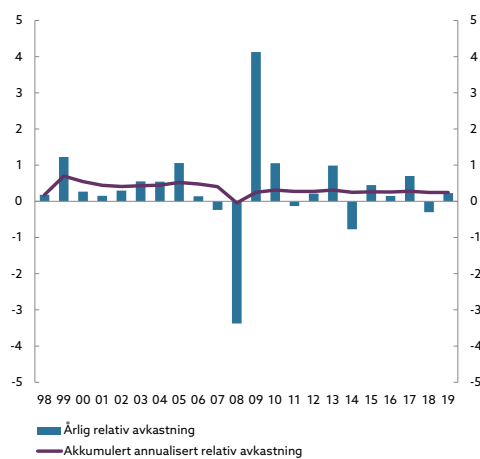
Den relative avkastningen til fondet kan også brytes ned på aktivaklasser, der børsnoterte eiendomsinvesteringer er inkludert i aksjeinvesteringene og investeringene i unotert eiendom måles mot referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

Brutt ned på den måten hadde aksjeinvesteringene en relativ avkastning på 0,37 prosentpoeng og bidro med 0,24 prosentpoeng, mens renteinvesteringene hadde en relativ avkastning på 0,21 prosentpoeng og bidro med 0,06 prosentpoeng. De unoterte eiendomsinvesteringene bidro med -0,38 prosentpoeng til fondets relative avkastning, mens allokeringseffekten mellom aktivaklassene var 0,31 prosentpoeng.

I 2019 har fondet tatt en regnskapsmessig avsetning for framtidige skatteforpliktelser knyttet til kapitalgevinster i India. Ved utgangen av 2019 påvirket avsetningen det relative resultatet negativt med 471 millioner kroner.

Tabell 27 Relativ avkastning. Prosentpoeng

	2019
Fondet	0,23
Aksjeinvesteringene	0,37
Renteinvesteringene	0,21

Figur 20 Årlig relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning på fondet. Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016. Prosentpoeng

Tabell 28 Relativ avkastning for fondets forvaltning. Prosentpoeng

År	Fondet ¹	Aksje- forvalt- ningen ²	Rente- forvalt- ningen ²	Eiendoms- forvalt- ningen ²
2019	0,23	0,51	0,11	-3,89
2018	-0,30	-0,69	-0,01	5,49
2017	0,70	0,79	0,39	0,70
2016	0,15	0,15	0,16	-
2015	0,45	0,83	-0,24	-
2014	-0,77	-0,82	-0,70	-
2013	0,99	1,28	0,25	-
2012	0,21	0,52	-0,29	-
2011	-0,13	-0,48	0,52	-
2010	1,06	0,73	1,53	-
2009	4,13	1,86	7,36	-
2008	-3,37	-1,15	-6,60	-
2007	-0,24	1,15	-1,29	-
2006	0,14	-0,09	0,25	-
2005	1,06	2,16	0,36	-
2004	0,54	0,79	0,37	-
2003	0,55	0,51	0,48	-
2002	0,30	0,07	0,49	-
2001	0,15	0,06	0,08	-
2000	0,27	0,49	0,07	-
1999	1,23	3,49	0,01	-
1998	0,18	-	0,21	-

¹ Inkluderer eiendomsforvaltningen fra og med 2017. Fondets relative avkastning før 2017 er beregnet på aksje- og renteforvaltningen.

² Målt mot faktisk finansiering fra og med 2017. Aksje- og renteforvaltningens relative avkastning før 2017 er målt mot Finansdepartementets delindekser for aksjer og renter.



Fondets investeringer kunne knyttes til 74 land og fondet var investert i 50 valutaer ved utgangen av 2019.

Tabell 29 Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning i 2019. Prosentpoeng

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	0,02	0,00	-0,16	0,02	-0,12
Intern referanseportefølje	-0,07	-0,01		0,01	-0,08
herav systematiske faktorer	-0,11				-0,11
Eiendom			-0,16		-0,16
Unotert eiendom			-0,19		-0,19
Notert eiendom			0,04		0,04
Allokeringsbeslutninger	0,09	0,01	0,00	0,01	0,11
herav miljørelaterte mandater	0,08	0,00			0,08
Verdipapirseleksjon	0,19	-0,03			0,16
Intern verdipapirseleksjon	0,16	-0,03			0,13
Ekstern verdipapirseleksjon	0,03				0,03
Markedseksponeering	0,13	0,06		0,00	0,19
Posisjonering	0,08	0,05		0,00	0,13
Systematiske faktorer	0,00				0,00
Utlån av verdipapirer	0,05	0,01			0,06
Totalt	0,33	0,03	-0,16	0,02	0,23

Tabell 30 Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning fra 2013 til 2019. Annualisert. Prosentpoeng

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	-0,06	-0,08	0,01	0,02	-0,10
Intern referanseportefølje	-0,02	-0,08		0,00	-0,10
herav systematiske faktorer	-0,01				-0,01
Eiendom			0,01		0,01
Unotert eiendom			0,02		0,02
Notert eiendom			0,00		0,00
Allokeringsbeslutninger	-0,04	0,00	0,00	0,02	-0,01
herav miljørelaterte mandater	0,01	0,00			0,01
Verdipapirseleksjon	0,11	0,00			0,11
Intern verdipapirseleksjon	0,02	0,00			0,02
Ekstern verdipapirseleksjon	0,09				0,09
Markedseksponeering	0,10	0,07		0,00	0,18
Posisjonering	0,06	0,07		0,00	0,13
Systematiske faktorer	-0,01	0,00			-0,01
Utlån av verdipapirer	0,05	0,01			0,06
Totalt	0,15	-0,01	0,01	0,03	0,19

Stor økning i markedsverdien

Fondets verdi kan svinge mye. I 2019 var laveste markedsverdi 8 256 milliarder kroner 3. januar, mens høyeste var 27. november på 10 251 milliarder kroner.

Sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer, kredittrisikopåslag og eiendomsverdier bestemmer fondets markedsrisiko. Det finnes ingen enkeltmål eller analyse som fullt ut kan beskrive fondets markedsrisiko. Derfor bruker vi ulike måltall og risikoanalyser, som forventet volatilitet, faktoreksponering, konsentrasjonsanalyse og likviditetsrisiko. Slik får vi et bredest mulig bilde av fondets markedsrisiko.

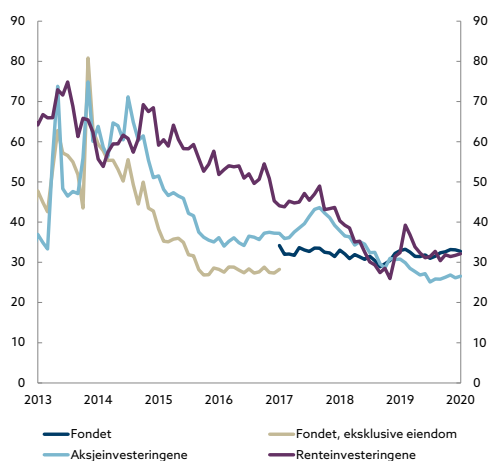
Risikoen er kontrollert på region-, sektor- og utstedernivå. Noen av investeringsstrategiene utsetter fondet for større halerisiko, og vi følger tett med på den risikoen.

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker

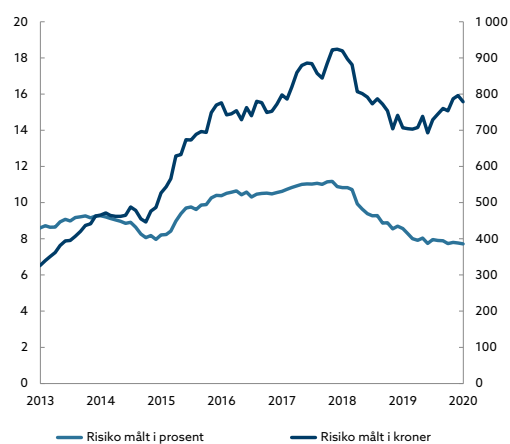
tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av 2019 var fondets forventede absolutte volatilitet på 7,7 prosent, eller om lag 780 milliarder kroner, mot 8,6 prosent ved utgangen av 2018. Nedgangen skyldes hovedsakelig mindre prissvingninger i markedene de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2018. Med en aksjeandel på rundt 70 prosent og et stort fond må en være forberedt på potensielt store svingninger i fondets avkastning og markedsverdi.

Vi investerer i eiendom for å skape en bedre diversifisert portefølje. Vi forventer at eiendomsinvesteringene ikke vil ha samme avkastningsprofil som aksjer eller obligasjoner, verken på kort eller lengre sikt. Den relative risikoen dette innebærer,

Figur 21 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



Figur 22 Forventet absolutt volatilitet for fondet. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse)



vil gi utslag i beregningene av forventet relativ volatilitet i forvaltningen. Siden det ikke finnes daglige priser for de unoterte eiendomsinvesteringene våre, bruker vi en modell levert av MSCI for å beregne risikoen for de unoterte eiendomsinvesteringene fondet har.

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksen fondet kan ha. Én av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindeks. I henhold til mandatet er alle fondets investeringer inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet og blir målt mot referanseindeksen for fondet, som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet er på 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den forventede relative volatiliteten i fondet 0,33 prosentpoeng.

Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen på fondet og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den på 1,50 prosentpoeng.

Relative eksponeringer

Fondet er investert forskjellig fra fondets referanseindeks langs dimensjoner som valuta, sektorer, land, regioner, enkeltaksjer og enkeltutstedere av obligasjoner. I aksjeporteføljen hadde fondet ved utgangen av 2019 en høyere andel aksjer som var mer volatile enn gjennomsnittet i referanseindeksen, samt en høyere andel små selskaper og verdiselskaper enn referanseindeksen. Aksjeporteføljen hadde også større allokering til kinesiske aksjer sammenlignet med referanseindeksen, samt en allokering til land utenfor referanseindeksens univers. I tillegg hadde aksjeporteføljen avvik fra referanseindeksen gjennom risikobaserte nedslag.

Tabell 31 Risiko og eksponering for fondet

Grenser fastsatt av Finansdepartementet		31.12.2019
Allokering	Aksjeporteføljen 60–80 prosent av fondet ¹	70,7
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,7
	Obligasjonsporteføljen 20–40 prosent av fondet ¹	27,7
	Unotert infrastruktur for fornybar energi inntil 2 prosent av fondet	0,0
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,3
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	1,8
Fremvoksende markeder	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan være investert i fremvoksende markeder ²	9,9
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen ³	9,6

¹ Derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen.

² Finansdepartementet har vedtatt en utfasingsplan for obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder fra den strategiske referanseindeksen. Rammen om at slike obligasjoner kan utgjøre inntil 5 prosent av obligasjonsporteføljen kan fravikes inntil utfasingen er gjennomført.

³ Eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskaper er unntatt fra dette.

Innenfor renteporteføljen hadde fondet relative eksponeringer mot valuta i fremvoksende markeder. Renteporteføljen hadde mindre kreditt-eksponering enn referanseindeksen.

Fondet hadde 273 milliarder kroner i unoterte eiendomsinvesteringer samt en allokering til børsnoterte eiendomsinvesteringer på 141 milliarder kroner ved utgangen av 2019. Disse eiendomsinvesteringene var finansiert med salg av aksjer og obligasjoner i samme valuta. Alle fondets investeringer, inkludert eiendomsinvesteringene, måles mot fondets referanseindeks sammensatt av globale indekser og obligasjoner. Eiendomsinvesteringene utgjorde en av fondets største relative eksponeringer ved utgangen av 2019.

Faktoreksponeringer

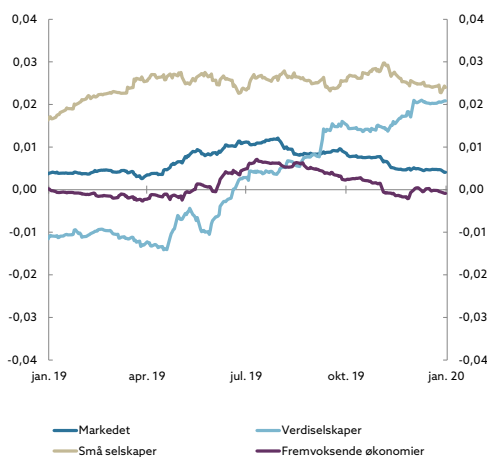
Vi måler fondets eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer som små selskaper, verdiselskaper og obligasjoner med kredittpremie. Risikofaktorer representerer felles variasjon i avkastning på verdipapirer med lignende særtrekk og bidrar til både risiko og avkastning på

investeringene. Eksponering mot slike faktorer kan estimeres ved å bruke samvariasjonen av fondets historiske relative avkastning med avkastningen på faktorene.

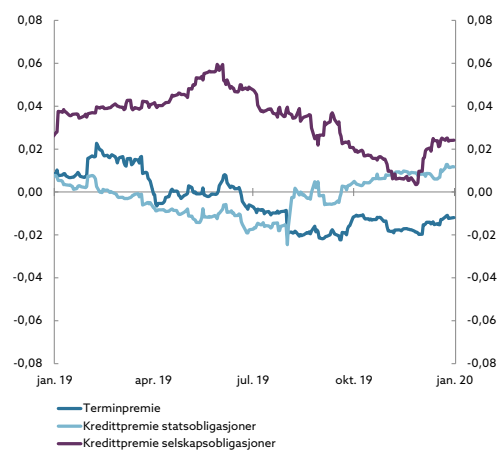
En slik analyse av faktoreksponeringer for aksjeforvaltningen indikerer blant annet at fondet hadde mer samvariasjon med små selskaper og verdiselskaper enn referanseindeksen ved utgangen av 2019. Om lag 40 prosent av svingningene i den relative avkastningen på aksjeforvaltningen kunne tilskrives generelle markedsbevegelser samt faktorene verdiselskaper, små selskaper og fremvoksende økonomier. Analysen av renteforvaltningen indikerer at fondet hadde begrenset samvariasjon med endringer i termin- og kredittpremier ved utgangen av 2019. Modellen hadde en forklaringsgrad på rundt 15 prosent.

Resultatene fra slike statistiske regresjoner er usikre, og vi bruker flere supplerende innfallsvinkler for å analysere fondets faktoreksponeringer. Se note 8 i regnskapsrapporteringen for mer informasjon om fondets investeringsrisiko.

Figur 23 Aksjeforvaltningens faktoreksponeringer. Koeffisienter



Figur 24 Renteforvaltningens faktoreksponeringer. Koeffisienter

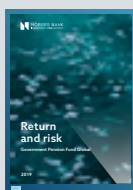


Tabell 32 Forventet relativ volatilitet for investeringsstrategiene per 31. desember 2019. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Alle tall er på fonds nivå. Basispunkter

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	10	7	27	0	31
Intern referanseportefølje	9	7		0	12
herav systematiske faktorer	9				9
Eiendom			27		27
Unotert eiendom			17		17
Notert eiendom			13		13
Allokeringsbeslutninger	3	0		0	3
herav miljørelaterte mandater	2	0			2
Verdipapirseleksjon	9	2			9
Intern verdipapirseleksjon	7	2			7
Ekstern verdipapirseleksjon	5				5
Markedseksposering	5	2		0	6
Posisjonering	5	2		0	6
Systematiske faktorer	1				1
Totalt	16	8	27	0	33

Tabell 33 Fondets obligasjoner per 31. desember 2019 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	28,0	7,8	13,1	4,1	1,5	54,6
Statsrelaterte obligasjoner	4,6	4,7	1,5	0,5	0,0	11,3
Realrenteobligasjoner	4,6	1,1	0,3	0,3	0,0	6,2
Selskapsobligasjoner	0,2	1,4	9,3	11,4	0,2	22,5
Pantesikrede obligasjoner	4,4	0,9	0,1	0,0	0,0	5,4
Totalt	41,7	15,9	24,3	16,3	1,8	100,0



Utvidet informasjon om avkastning og risiko

Se en egen publikasjon om avkastning og risiko for mer informasjon. Publikasjonen er tilgjengelig på våre nettsider www.nbim.no fra 26. mars.



Fondets fremtidige verdi er avhengig av bærekraftig vekst, velfungerende markeder og verdiskapning i selskapene vi eier.

Langsiktig og ansvarlig

Fondets fremtidige verdi er avhengig av verdiene som selskapene vi investerer i, skaper. Vi bruker våre eierrettigheter og bidrar til standarder for å støtte god styring av selskaper og ansvarlig virksomhet.

Ansvarlig forvaltning støtter fondets målsetting på to måter. For det første søker vi å fremme langsiktig økonomisk utvikling i våre investeringer. For det andre søker vi å redusere den finansielle risikoen knyttet til selskapenes miljømessige og sosiale atferd. Derfor vurderer vi forhold knyttet til selskapsstyring og bærekraft som kan ha innvirkning på fondets avkastning over tid. Vi integrerer dette i vårt arbeid med å sette prinsipper, utøve eierskap og investere ansvarlig.

Sette prinsipper

Vårt mål er å bidra til velfungerende markeder og god styring av selskaper. Standarder og felles prinsipper gir like vilkår på tvers av markeder og hever listen for alle selskaper. Vi anerkjenner et sett med internasjonale prinsipper og standarder fra FN og OECD. Disse danner rammen for vårt arbeid overfor selskaper og andre markedsaktører.

Vi bidrar til videreutviklingen av standarder. I 2019 deltok vi i 16 offentlige høringer knyttet til ansvarlig forvaltning og var i jevnlig kontakt med internasjonale organisasjoner, regulatoriske myndigheter og andre standardsettere. Høringene berørte forhold som er viktige for oss, slik som felles standard for utvidet risikorapportering, riktige insentiver til ledelsen, og skatt og åpenhet. Vi hadde møter med OECD, FNs Global Compact, EU-kommisjonen og International Accounting Standards Board i tillegg til standardsettere i Frankrike, Japan, Singapore, Storbritannia, Sveits, Sverige, Sør-Korea og Tyskland. I møtene tok vi opp våre prioriteringer som omfattet styrets

sammensetning, gode prosesser for stemmegivning, lederlønn, utvidet risikorapportering og åpenhet om skatt.

Vi har siden 2008 formulert tydelige forventninger til selskapene vi er investert i. Disse forventningene er bygd på internasjonale standarder og prinsipper. Vi ønsker at selskapene skal være rustet til å håndtere globale utfordringer som kan føre til store endringer i markedet og på sikt påvirke deres lønnsomhet. Vi gjennomgikk alle forventningsdokumentene i 2019. Strukturen i dokumentene ble forenklet, og det ble gjort mindre endringer i enkelte av dokumentene for å gjenspeile utviklingen i prinsipper og praksis.

Vi støtter og tar initiativ til forskningsprosjekter for å forstå og bidra til bedre markedsstandarder. Vi samarbeider med akademiske institusjoner for å lære av den seneste forskningen og skaffe oss analyser som kan være relevante for vår investeringsstrategi, vår risikoanalyse og vårt eierskap. I 2019 støttet vi to forskningsprosjekter ved henholdsvis New York University Stern School of Business og Columbia University som så på de finansielle konsekvensene av klimaendringene.

Utøve eierskap

Fondet eier en andel i 9 202 selskaper verden over. Vi stemte på 116 777 saker på 11 518 generalforsamlinger i 2019. Vi stemte i tråd med styrets anbefaling i 94,8 prosent av sakene. Dette var på linje med vår stemmegivning i 2018.

Valg av styremedlemmer utgjør nær halvparten av alle forslag vi stemmer over. Hvem som skal sitte i styret, er det viktigste valget vi gjør. Vi eier en liten andel i flere tusen selskap og overlater de fleste avgjørelsene til styret. Vi forventer at styret setter strategien, følger opp ledelsen og opptre i aksjonærenes interesse. Vi stemte mot styrets anbefaling ved 5,9 prosent av styrevalgene, sammenlignet med 5,4 prosent i 2018. Mangel på uavhengighet i styret, styreledere som samtidig var administrerende direktør og styremedlemmer med for mange verv var de viktigste grunnene til at vi stemte mot kandidater til styret. Vi har beskrevet våre forventninger til styreleders uavhengighet og tidsbruk i styret i våre offentlige posisjonsnotater som vi har delt med selskapene.

Vi har over tid opplevd en økning i antall aksjonærforslag om miljø og sosiale forhold. Noen av forslagene har bidratt til bedre risikostyring i selskapene, mens andre har avledet oppmerksomheten fra kjernevirksomheten. Forslagsstillerne kan være langsiktige investorer som oss eller aktivister med særinteresser. Vi støtter velbegrunnede forslag som er i tråd med våre prioriteringer, særlig på områder som er beskrevet i våre forventninger til selskaper. I 2019 stemte vi for 39,9 prosent av forslagene, sammenlignet med 52,0 prosent i 2018.

Vi hadde totalt 3 412 møter med 1 474 selskaper. Størrelsen på våre investeringer gir oss tilgang til styremedlemmer, toppledere og spesialister i selskapene. Vi er interessert i å forstå hvordan selskapene styres og hvordan de håndterer vesentlige forhold knyttet til bærekraft.

Vi fulgte opp våre syv forventningsdokumenter gjennom dialog med utvalgte selskaper, analyser av selskapenes rapportering om bærekraft og støtte til industriinitiativer. I 2019 innledet vi nye

dialoger om klimagassutslipp i betong- og sementproduksjon, klimarisiko i skipsfarten, ansvarlig forretningsdrift i klesindustrien, plastavfall fra emballasje, barnarbeid og avskoging i kakaoproduksjon, tvangsarbeid i leverandørkjeder til maskinvareprodusenter, risiko for hvitvasking ved finansinstitusjoner og agentavtaler i energibransjen.

Vi gjennomførte til sammen 3 941 vurderinger i lys av våre offentlige forventninger til selskaper. Vi gjennomførte 1 500 vurderinger av selskapers rapportering om klimaendringer, 500 om henholdsvis barns rettigheter og menneskerettigheter, 493 om vannforvaltning, 250 om anti-korrupsjon, 249 om henholdsvis avskoging og bærekraftig bruk av havet, og 200 om skatt. Selskapene vi vurderte, sto for 76,2 prosent av aksjeporteføljens markedsverdi ved utgangen av året.

Vi kontakter selskaper med svak eller begrenset rapportering og oppfordrer dem til å bedre sin rapportering ved blant annet å delta i etablerte rapporteringsinitiativer. I 2019 sendte vi brev til 134 selskaper om deres rapportering på tvers av forventningsområdene. Blant selskapene vi kontaktet om svak rapportering av klima- og avskogingsrisiko i 2018, så vi kun en liten forbedring i 2019. Ved rapportering om vannforvaltning og barns rettigheter så vi en forbedring hos henholdsvis 52 og 31 prosent av selskapene vi kontaktet. På grunn av endringer i metodikken og selskapsutvalg er det ikke hensiktsmessig å analysere utviklingen i selskapsrapporteringen direkte mot målingene i 2018.

Vi støtter initiativer der flere selskaper går sammen om å finne felles standarder for bærekraftig virksomhet. Slike initiativer fungerer best når flere selskaper i én bransje eller verdikjede står overfor samme utfordring.

Utgangspunktet for våre forventninger til selskapene er at styrene bør fastsette egnede strategier, kontrollfunksjoner og rapporteringsrutiner. Samtidig har mange selskaper praktiske utfordringer med å gjennomføre slike tiltak. Behovet for standardisering og mer helhetlige tilnærminger er stort. Initiativene våre ser på utfordringer som oppfølging av leverandørkjeden og rapportering.

Investere ansvarlig

Ansvarlig forvaltning er integrert i fondets investeringsstrategi. En forutsetning for å vurdere selskapene er å få dem til å gå fra ord til tall. Da kan vi få en bedre forståelse av risikoer og muligheter i våre investeringer.

Vi støtter anbefalingene til arbeidsgruppen for klimarelatert finansiell informasjon som ble etablert av G20s råd for finansiell stabilitet. Vi arbeider med selskaper for å sikre at de er godt rustet for overgangen til et samfunn med lavere utslipp. Vi investerer særskilt i klimaløsninger, tilpasser porteføljen gjennom ned salg og ser på klimarisiko i investeringsbeslutninger. I tillegg

analyserer vi klimagassutslipp fra selskaper i fondets portefølje og ulike klimascenarier for fondet. I 2019 var samlede karbonutslipp fra selskaper i aksjeporteføljen på 108 millioner tonn CO₂-ekvivalenter.

De miljørelaterte aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 35,8 prosent i 2019. De miljørelaterte mandatene forvaltes i sin helhet internt. Avkastningen på referanseindeksen for aksjer hadde i samme periode en avkastning på 25,7 prosent. Ved utgangen av 2019 hadde vi 62,3 milliarder kroner investert i miljørelaterte aksjemandater, og 17,1 milliarder kroner i grønne obligasjoner. De grønne obligasjonene hadde en avkastning på 3,0 prosent.

Vi investerer i tre hovedtyper av miljøvirksomhet. Selskapene må ha minst 20 prosent av sin virksomhet i disse definerte miljøsegmentene for å kunne inngå i vårt miljøinvesteringsunivers. Miljøsegmentene som vi inkluderer i investeringsuniverset, er i) lavutslippenergi og alternative drivstoffer, ii) ren energi og energieffektivisering og iii) naturressursforvaltning.

Tabell 34 Avkastning på de miljørelaterte aksjemandatene, finansiering og andre avkastningsserier. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv. Prosent

	Siden 01.01.2010	Siste 5 år	Siste 3 år	2019
Avkastning på de miljørelaterte aksjemandatene	7,3	11,5	14,9	35,8
Avkastning på finansieringen til de miljørelaterte aksjemandatene ¹	4,4	7,5	8,7	21,1
Avkastning på FTSE Environmental Technology 50 indeks	5,6	8,8	12,7	33,0
Avkastning på FTSE Environmental Opportunities All-Share indeks	11,4	11,2	13,5	31,2
Avkastning på MSCI Global Environment indeks	8,9	9,3	12,1	24,3
Avkastning på referanseindeksen for aksjer	9,6	8,7	10,8	25,7

¹ Finansieringen til de miljørelaterte aksjemandatene inkluderer dedikert allokering til miljørelaterte aksjemandater i referanseporteføljen.



Selskapsstyring, miljø og sosiale forhold kan påvirke verdien til selskapene vi er investert i. Vi arbeider med å identifisere, måle og håndtere risikoer og muligheter som kan påvirke fondets verdi.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskapet fra fondet. Retningslinjene inneholder kriterier for utelukkelse som enten er basert på selskapene produkter eller deres adferd. Fondet skal ikke være investert i selskaper som fremstiller visse typer våpen, baserer sin virksomhet på kull, eller produserer tobakk. Fondet skal heller ikke være investert i selskaper som gjennom sin virksomhet bidrar til brudd på grunnleggende etiske normer. Norges Banks hovedstyre utelukket i 2019 fem selskaper og opphevet utelukkelse av syv selskaper. Hovedstyrets beslutninger var basert på tilrådinger fra Etikkrådet.

Vi integrerer analyser av selskapsstyring, miljø og sosiale forhold i vår risikostyring. Det kan føre til at vi selger oss ut av selskaper som vi anser for å ha særlig høy langsiktig risiko. Vi ønsker å redusere vår eksponering for slike selskaper over tid og vil heller investere i selskaper med mer bærekraftige forretningsmodeller.

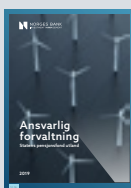
Ansvarlig eiendomsforvaltning

Vi integrerer miljøvennlige tiltak i forretningsplanene til fondets eiendommer og samarbeider med andre investorer med å utvikle verktøy for å måle klimarisiko i eiendomsmarkeder.

Vi måler årlig miljøvennlig forvaltning i eiendomsporteføljen opp mot Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB). Fondets eiendomsportefølje fikk 80 av 100 mulige poeng i 2019. Det var en økning fra 76 poeng i 2018. 79 prosent av fondets portefølje med kontor- og handelseiendommer var miljøsertifisert i 2019, opp fra 66 prosent året før. I tillegg var 34 logistikkeiendommer miljøsertifisert på grunnlag av miljøvennlig utforming og konstruksjon.

Fondets eiendomsinvesteringer er eksponert for klimarisiko. Vi anslår at 4 prosent av porteføljen, basert på verdi, ligger i områder der det har forekommet flom langs kysten eller i elver minst én gang i løpet av de siste 100 årene. I 2019 innhentet vi en ekstern analyse av sårbarheten til våre mest utsatte eiendomsinvesteringer i USA gitt ulike klimascenarier.

Et fellestrekk blant markedene vi er investert i er at lokale myndigheter har utviklet langsiktige planer for reduksjon av klimagassutslipp som vil påvirke eiendomssektoren. I 2019, inngikk vi et samarbeid med andre investorer om å støtte Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM), et forskningsprosjekt som utvikler risikostyringsverktøy for eiendomsmarkedet basert på scenarier for miljøvennlig drift av bygg.



Utvidet informasjon om ansvarlig forvaltning

Se egen publikasjon om ansvarlig forvaltning for mer informasjon. Publikasjonen er tilgjengelig på våre nettsider www.nbim.no fra 3. mars 2020.

5 | Organiseringen

Forvaltningsorganisasjonen _____ 80

Forvaltningens gjennomføring _____ 84

Forvaltningskostnader _____ 86

Organiseringen

Antall ansatte



Ansatte

540

Nasjonaliteter

38

New York

65



London

114

Oslo

307

Singapore

44

Shanghai

10

Global investeringsorganisasjon

Forvaltningen av vår felles formue er et viktig og sammensatt samfunnsoppdrag. I over 20 år har Norges Bank Investment Management bygget opp og utviklet en effektiv internasjonal investeringsorganisasjon for det formålet.

Vi opererer i globale investeringsmarkeder. Gode resultater kommer gjennom dyp markeds-kunnskap kombinert med en resultatdrevet organisasjonskultur. Våre ansatte har den innsikten og erfaringen som er nødvendig for å forvalte et fond som er investert i store deler av verden.

Vi arbeider målrettet med å videreutvikle en internasjonal investeringsorganisasjon og prestasjonskultur for å bidra til fondets mål om høyest mulig avkastning etter kostnader. Nærhet til markedene er viktig for å sikre fondets langsiktige avkastning. For å oppnå målet må vi ha en effektiv, tilpasningsdyktig og kostnadsbevisst investeringsorganisasjon. Ved utgangen av året hadde vi 540 ansatte. I løpet av 2019 sank antallet faste ansatte med 61 personer, hvorav 37 ble flyttet til Norges Bank Administrasjon, mot en økning på 28 personer i 2018. I tillegg var det 20 ansatte i datterselskapene tilknyttet forvaltningen av eiendomsporteføljen. 43 prosent av arbeidsstokken jobbet ved utgangen av 2019 ved våre kontorer i London, New York, Singapore og Shanghai, mot 42 prosent året før.

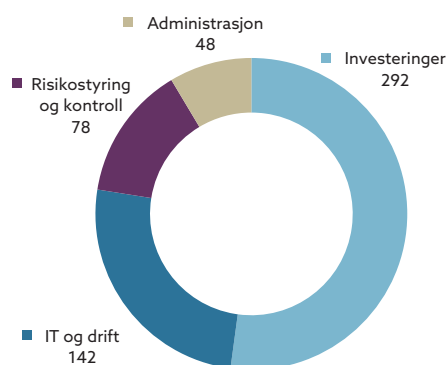
For å løse administrative oppgaver på en måte som i enda større utstrekning henter ut stordriftsfordeler og synergier har hovedstyret besluttet å samle administrative oppgaver fra sentralbankvirksomheten og Norges Bank Investment Management i et nytt område kalt Norges Bank Administrasjon.

Hovedstyret vedtok også ny eiendomsstrategi for fondet og dermed i løpet av året å avvikle Norges Bank Real Estate Management som en egen organisatorisk enhet.

Det er et særskilt mål å øke andelen kvinner i organisasjonen. Vi har særlig oppmerksomhet rettet mot å tiltrekke oss og beholde kvinnelige medarbeidere generelt og i lederstillinger spesielt. Det var totalt 25 prosent kvinnelige ansatte i fondet ved utgangen av året. I ledende stillinger var andelen 22 prosent.

Organisasjonen er bygget på tillit, høy etisk standard og mangfold. Vi er avhengig av å dele informasjon på tvers av

Figur 25 Antall ansatte fordelt etter område, inkludert datterselskaper



investeringsorganisasjonen som består av 38 ulike nasjonaliteter. Vårt arbeidsspråk er engelsk.

Investeringsplattform

Kapitalforvaltningen er en svært IT- og informasjonsintensiv virksomhet. Vi benytter IT-systemer innenfor alle områder av forvaltningen, herunder gjennomføring av handler, utlån av verdipapirer, verdsettelse, regnskapsføring og måling av avkastning og risiko. Prosessene er i utstrakt grad automatisert. Hoveddelen av IT-systemene er standardsystemer som er tilpasset vårt behov, og som blir driftet i samarbeid med tredjeparter. For noen områder har vi krav som gjør at standardløsninger ikke kan benyttes. For disse områdene utvikler vi våre egne IT-løsninger og integrerer disse i vårt porteføljeforvaltningssystem.

I mai ferdigstilte vi migreringen av våre systemløsninger til skytjenester som ble påbegynt medio 2018. Vi har stengt våre datasentre og avsluttet tilhørende driftsavtale med ekstern leverandør. Migreringen til skytjenester gir bedre skalerbarhet av vår teknologiske infrastruktur. Fordi driftsprosessene i større grad enn før er automatiserte opplever vi økt driftskvalitet.

Som året før har vi i 2019 hentet tilbake oppgaver fra eksterne leverandører for å oppnå en mer effektiv driftsmodell og bedre datakvalitet. Vi har i 2019 gjennomført og fulgt opp 305 616 transaksjoner. Vi har solide prosesser for utvikling og endring av våre systemer, samt for avvikshåndtering og oppfølging. Vi har også stor oppmerksomhet rettet mot IT- og informasjonssikkerhet. I 2019 har vi blant annet implementert en driftsavtale med en ekstern leverandør av tjenester innenfor IT-sikkerhet for å komplementere aktiviteten i våre egne sikkerhetsteam.

IT-infrastruktur er et viktig element i den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningsoppdraget og utgjør også en operasjonell risiko. Vi har etablerte prosesser for å håndtere denne risikoen og etablerte internkontrollaktiviteter for informasjonssikkerhet og transaksjonshåndtering. Dette omfatter også sikring av tilgangsstyring, integritet og sporbarhet i de automatiserte prosessene. En ny løsning for identitets- og tilgangsstyring ble implementert i løpet av året.

Stor åpenhet

Vår oppgave er å forvalte finansielle verdier for fremtidige generasjoner ansvarlig, effektivt og åpent. Med fondets størrelse og betydning følger stor offentlig interesse for forvaltningen både i Norge og internasjonalt.

Stor grad av åpenhet er en sentral del av strategien vår. Åpenhet om resultater og forvaltningen skaper også en resultatorientert organisasjon. Vi jobber kontinuerlig for å styrke kunnskapen om fondet og gi tydelig og relevant informasjon om alle sider ved forvaltningen.

I 2019 arrangerte vi fire presseseminarer og to pressekonferanser der vi offentliggjorde rapporter, publikasjoner og resultater. Vi mottok og besvarte omkring 600 mediehenvendelser. Mer enn halvparten av pressehenvendelsene var fra internasjonale medier. Vi gjennomførte forskningskonferansen Norwegian Finance Research Conference for niende gang og publiserte 9 brev til Finansdepartementet med råd og informasjon relatert til investeringsstrategien. Ledergruppen og andre representanter for fondet har gjennom året holdt presentasjoner på mer enn 100 arrangementer.



Vi arbeider systematisk med å identifisere operasjonell risiko og forbedre prosessene våre.

Rammer for operasjonell risiko

Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management. Vi arbeider systematisk med å identifisere operasjonell risiko og forbedre prosessene våre.

Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en tolv måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til 750 millioner kroner eller mer i finansielle konsekvenser. Denne rammen betegnes som styrets operasjonelle risikotoleranse.

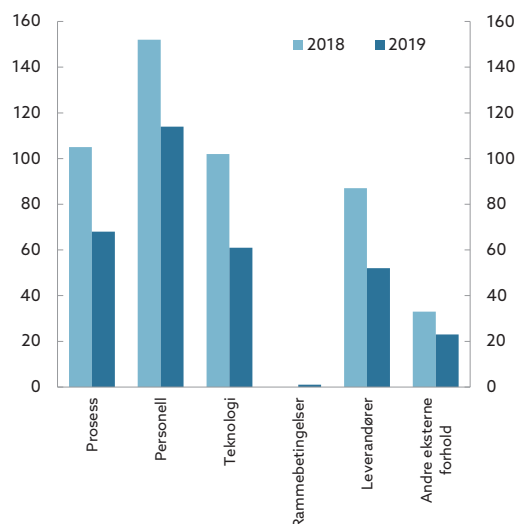
Den beregnede operasjonelle risikoeksponeringen var innenfor denne rammen i hele 2019. Vi arbeider systematisk med å identifisere operasjonell risiko og forbedre prosessene våre for å hindre at uønskede hendelser skal inntreffe. Rapportering og oppfølging av uønskede hendelser utgjør en viktig del av tiltakene våre for å forbedre driften og internkontrollen.

Uønskede hendelser i 2019

Det ble registrert 319 uønskede hendelser i 2019, ned fra 479 i 2018. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser. Av hendelsene ble syv vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad, mens én hendelse som gjaldt kommunikasjon fra Norges Bank om endringen i eiendomsstrategi og organisasjon ble rapportert som kritisk. Samlet sett ga hendelsene en estimert finansiell effekt på 158,3 millioner kroner.

De syv vesentlige hendelsene hadde direkte finansielle konsekvenser på 149,7 millioner kroner til sammen. Tre hendelser var relatert til håndtering av selskaphendelser, mens de fire øvrige var relatert til handel av verdipapirer og datahåndtering.

Figur 26 Antall uønskede hendelser. Årsakskategorier



Etterlevelse av retningslinjer

Finansdepartementet har fastsatt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2019. Vi mottok i samme periode ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

Lave forvaltningskostnader

Vi har høy kostnadsbevissthet i forvaltningen, og arbeider løpende med å forenkle og effektivisere driften for å realisere stordriftsfordeler.

Vi legger vekt på å holde høy kvalitet i forvaltningen og å sikre kostnadseffektivitet uten at det skal gå utover betryggende kontroll og god risikostyring.

Totale forvaltningskostnader som andel av forvaltet kapital har vært fallende de senere år, til tross for oppbyggingen av en portefølje av unoterte eiendomsinvesteringer og økte forventninger og krav knyttet til ansvarlige investeringer og rapportering. Omfanget av forvaltningsoppdraget har økt over tid med økt aksjeandel, samt investeringer i flere markeder og valutaer. Fondets målsetting i mandatet fra Finansdepartementet er å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen.

Forvaltningskostnadene er lave sammenlignet med andre fond målt som andel av forvaltet kapital. En årlig rapport utarbeidet for Finansdepartementet av CEM Benchmarking Inc., som sammenligner forvaltningskostnader i fondet med andre store fond, viser at kostnadsnivået i forvaltningen siden 2012 har vært mellom 11 og 14 basispunkter lavere enn i sammenligningsgruppen. I denne sammenligningen er det tatt hensyn til størrelse og sammensetningen av ulike aktivklasser. CEM-rapporten anses som den beste kilden til informasjon om kostnadsnivået til sammenlignbare fond innen kapitalforvaltning.

Forvaltningskostnader

De totale forvaltningskostnadene i Norges Bank var 4,3 milliarder kroner i 2019, ned fra 4,5

milliarder kroner i 2018. Nedgangen skyldes i hovedsak lavere kostnader til eksterne forvaltere, motvirket av noe høyere kostnader på grunn av valutaeffekter, samt høyere personalkostnader inkludert prestasjonsbasert lønn. Personalkostnader har økt som følge av valutaeffekter, sterk avkastning i 2019 som har medført høyere prestasjonsbasert lønn, samt ordinær lønnsvekst.

Finansdepartementet fastsetter hvert år en øvre ramme for forvaltningskostnadene som andel av forvaltet kapital. Den øvre rammen for forvaltningskostnadene for 2019 var syv basispunkter. Norges Bank godtgjøres for kostnader påløpt i forbindelse med forvaltningen av fondet innenfor den fastsatte rammen. Forvaltningskostnader i datterselskaper måles mot den øvre rammen, men er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen fordi de blir belastet porteføljerisikoen direkte. I tillegg godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning. Samlede forvaltningskostnader i 2019 som måles mot den øvre kostnadsrammen, utgjorde 4,1 milliarder kroner. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 4,0 milliarder kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 0,1 milliarder kroner. Dette tilsvarer 0,045 prosent av forvaltet kapital, en nedgang fra 0,047 prosent i 2018.

Det påløper forvaltningskostnader i datterselskaper som er etablert som en del av de unoterte eiendomsinvesteringene til fondet. Forvaltningskostnader i datterselskaper var på 111 millioner kroner i 2019, sammenlignet med 108 millioner kroner i 2018. I tillegg påløper det andre driftskostnader i datterselskaper knyttet til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er

kostnader ved å drifte bygningene etter at de er kjøpt og ikke definert som forvaltningskostnader.

Faste og variable kostnader til eksterne forvaltere utgjorde 21 prosent av driftskostnadene i 2019. Eksterne forvaltere benyttes i stor grad i segmenter og markeder der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse. Vi benytter eksterne forvaltere i fremvoksende markeder og til investeringer i små og mellomstore selskaper.

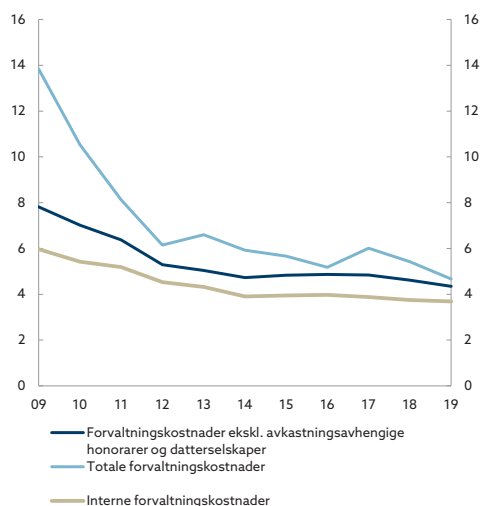
En andel av kostnadene til eksterne forvaltere varierer med oppnådd meravkastning i forhold til en referanseindeks. Avtaler med eksterne forvaltere om avkastningsavhengige honorarer struktureres slik at den vesentligste delen av positiv meravkastning beholdes av fondet, og avtalene inneholder bestemmelser om tak på

honorarer som blir utbetalt. Variable honorarer til eksterne forvaltere forventes således å motsvares av meravkastning for fondet, og vil øke når meravkastningen øker.

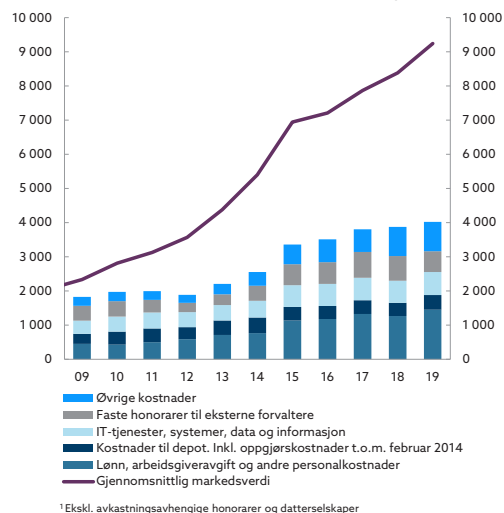
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er redusert sammenlignet med 2018 som følge av lavere meravkastning fra den eksterne forvaltningen. Faste honorarer til eksterne forvaltere er også noe redusert som følge av lavere kapital forvaltet eksternt i deler av 2019, samt noe lavere gjennomsnittlige faste honorarer etter avvikling av de eksterne miljørelaterte mandatene.

Fondets investeringer i aksjer og obligasjoner må oppføres i lokale verdipapirregistre over hele verden. Vi bruker en global depotinstitusjon til å bistå oss i dette arbeidet. Kostnader til depot og

Figur 27 Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning. Basispunkter



Figur 28 Utviklingen i de enkelte kostnadsbestanddelene. Kostnader¹ (millioner kroner, venstre akse) og fondets gjennomsnittlige markedsverdi (milliarder kroner, høyre akse)



¹ Ekskl. avkastningsavhengige honorarer og datterselskaper

tilknyttede tjenester utgjorde 10 prosent av forvaltningskostnadene i 2019.

Fondets regnskap føres i norske kroner. Svingninger i valutakurser kan gi betydelige regnskapsmessige utslag selv om den faktiske kostnaden i utenlandsk valuta er uendret. Om lag 70 prosent av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta. Eksempelvis vil en endring på 20 prosent i valutakursen for norske kroner mot alle andre valutaer endre driftskostnadene med om lag 580 millioner kroner. Svekkelsen av norske kroner mot andre valutaer de siste årene har medført en betydelig økning i kostnader målt i norske kroner.

Transaksjonskostnader

Transaksjonskostnader er definert som alle kostnader som er direkte henførbare til de gjennomførte transaksjonene. For aksjer og obligasjoner omfatter dette normalt kurtasje, transaksjonsskatt og dokumentavgift. For unotert eiendom omfatter dette engangskostnader ved kjøp og salg av eiendommer, herunder transaksjonsskatt, dokumentavgift, tinglysningsgebyr, due diligence kostnader og forsikringer.

Vi jobber kontinuerlig med å holde transaksjonskostnadene lave. Det gjør vi ved å ta hensyn til transaksjonskostnadene i investeringsstrategiene og derigjennom redusere antall transaksjoner. Markeder med høy kurtasje eller skatter kan derfor ha mindre aktivitet enn markeder med lavere faste transaksjonskostnader. I tillegg velger vi motparter som mest kostnadseffektivt kan gjennomføre våre investeringsbeslutninger. Transaksjonskostnader blir belastet porteføljeresultat direkte og er ikke en del av forvaltningskostnadene. Transaksjonskostnader for 2019 utgjorde 2,4 milliarder kroner, sammenlignet med 3,0 milliarder kroner for

2018. Dette inkluderer 0,2 milliarder kroner relatert til unotert eiendom og 2,2 milliarder kroner relatert til aksjer.

Forvaltningskostnader fordelt på investeringsstrategier

Vi følger ulike investeringsstrategier i forvaltningen av fondet. Strategiene utfyller og påvirker hverandre, og det er kostnadssynergier mellom dem. Vi fordeler kostnadene til de ulike strategiene basert på faktiske kostnader eller ved bruk av fordelingsnøkler som for eksempel antall ansatte eller volum.

Forvaltningskostnader for unotert eiendom for 2019 tilsvare 0,15 prosent av forvaltet kapital. Forvaltningskostnader for samme periode for ekstern forvaltningen tilsvare 0,29 prosent av forvaltet kapital, mot 0,05 prosent for intern verdipapirseleksjon. Forvaltningskostnader for markedseksponering utgjorde 0,03 prosent av forvaltet kapital i denne perioden.

Lønnsystemet

Norges Banks hovedstyre fastsetter prinsippene for lønnsystemet til Norges Bank Investment Management. Ledergruppen mottar kun fastlønn. Nye medlemmer av ledergruppen som tidligere har hatt prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i de tre påfølgende årene få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Norges Banks hovedstyre fastsetter lønn til leder av Norges Bank Investment Management og lønnsintervaller for ledergruppen. Utbetalt lønn til leder var på 6,7 millioner kroner i 2019.

I tillegg til fastlønn kan ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, og enkelte andre medarbeidere, ha prestasjonsbasert lønn. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle

Tabell 35 Forvaltningskostnader per investeringsstrategi i 2019. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter

	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Allokering	0,7	
hvorav unotert eiendom	0,4	15,3
Verdipapirseleksjon	1,8	10,2
Intern verdipapirseleksjon	0,7	5,2
Ekstern verdipapirseleksjon ¹	1,1	29,3
Markedseksposering	2,2	2,8
Totalt	4,7	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

Tabell 36 Forvaltningskostnader per investeringsstrategi 2013-2019. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter

	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Allokering	0,3	
Verdipapirseleksjon	2,5	15,7
Intern verdipapirseleksjon	0,7	5,9
Ekstern verdipapirseleksjon ¹	1,8	44,0
Markedseksposering	2,3	2,9
Unotert eiendom ²	0,5	23,1
Totalt	5,6	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

² Fra 2017 er unotert eiendom en del av allokeringsstrategien.

Tabell 37 Godtgjørelse til ledende ansatte, ansatte med prestasjonslønn og øvrige ansatte utbetalt i 2019. Millioner kroner¹

	Antall ansatte	Fast godtgjørelse	Variabel godtgjørelse	Sum godtgjørelse
Ledende ansatte ²	18	61,8	1,7	63,5
Ansatte med prestasjonslønn ³	262	413,3	190,5	603,8
Øvrige ansatte ⁴	368	370,0	-	370,0

¹ Godtgjørelse som er utbetalt i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner.

² Medlemmer av ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Enkelte medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Beløpene oppgitt i tabellen er prestasjonslønn som er utbetalt i regnskapsåret, men opptjent og resultatført i tidligere perioder.

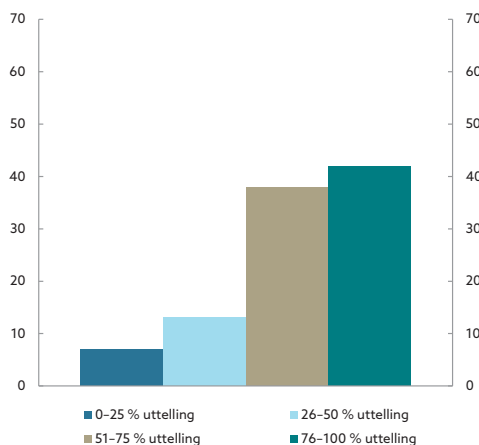
³ Hvorav 12 var ansatt i datterselskaper.

⁴ Hvorav 11 var ansatt i datterselskaper.

resultatet. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. 50 prosent utbetales året etter at prestasjonslønnen er opptjent, mens de resterende 50 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake, justeres for fondets avkastning. For ansatte som får en opptjening over 100 prosent av fastlønn blir 40 prosent utbetalt året etter at prestasjonslønnen er opptjent, mens de

resterende 60 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Rammen på prestasjonsbasert lønn kan maksimalt være inntil 100 prosent av fastlønn, men for et begrenset antall ansatte ved de internasjonale kontorene kan rammen maksimalt være inntil 200 prosent av fastlønn. Ansatte med prestasjonsbasert lønn tjente i gjennomsnitt 55 prosent av totalrammen for 2019, basert på resultater over flere år.

Figur 29 Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2019. Prosent



Organisasjonen hadde 237 ansatte med prestasjonsbasert lønn ved utgangen av 2019, hvorav 12 var ansatt i datterselskaper. Deres samlede øvre ramme for prestasjonsbasert lønn var 393 millioner kroner.

Det foretas årlig en gjennomgang av godtgjørelsesordningen. I tillegg avgir internrevisjonen i Norges Bank en uavhengig uttalelse om etterlevelse av regler og retningslinjer for godtgjørelse. Gjennomgangen i 2019 bekreftet at praktiseringen av godtgjørelsesordningen for 2018 var i tråd med regelverket. Godtgjørelsesordningen for ansatte i Norges Bank Investment Management er i løpet av 2019 tilpasset krav i ny forskrift, i tråd med Finansdepartementets mandat. Det har ikke vært noen andre vesentlige endringer i 2019.

Tabell 38 Ytelser til ledende ansatte i 2019. Kroner

Stilling	Navn	Brutto fastlønn	Brutto prestasjonslønn	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	Personal-lån
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	6 721 094	-	9 597	590 683	-
Deputy Chief Executive Officer	Trond Grande	4 713 889	-	7 069	357 573	-
Chief Compliance and Control Officer	Stephen A. Hirsch	4 207 019	-	18 330	296 401	-
Chief Corporate Governance Officer	Carine Smith Ihenacho ^{1,2}	3 598 737	57 633	77 587	359 874	-
Chief Financial Officer	Hege Gjerde ¹	2 818 339	202 876	8 120	299 642	1 356 964
Chief Investment Officer Allocation Strategies	Ole Christian Bech-Moen	4 480 911	-	13 363	252 412	-
Chief Investment Officer Asset Strategies	Geir Øivind Nygård ¹	4 554 383	564 447	18 722	211 953	500 000
Chief Investment Officer Equity Strategies	Petter Johnsen ²	7 867 369	-	85 884	786 737	-
Chief Investment Officer Real Estate	Karsten Kallevig ³	5 322 133	-	15 308	331 247	-
Chief Operating Officer	Age Bakker	3 801 524	-	16 384	391 432	-
Chief People and Operations Officer	Nina Kathrine Hammerstad ⁴	3 041 218	-	12 544	290 160	-
Chief Risk Officer	Dag Huse	4 581 515	-	6 960	587 080	-
Tidligere ledere						
Chief Human Resources Officer	Sirine Fodstad ⁵	1 617 561	-	4 431	177 454	-
Chief Administrative Officer	Mie Caroline Holstad ⁶	887 022	-	4 098	94 067	-
Chief Compliance and Control Officer	Jan Thomsen ⁷	861 678	-	2 232	95 025	-
Chief Investment Officer Europe	Romain Veber ^{1,2,7}	1 253 108	818 562	16 832	125 311	-
Chief Investment Officer US	Per Løken ^{1,7}	650 000	62 373	2 426	58 006	-
Chief Risk Officer	Lars Oswald Dahl ⁷	850 000	-	1 740	96 784	-

¹ Medlemmer av ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Enkelte medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Beløpene oppgitt i tabellen er prestasjonslønn som er utbetalt i regnskapsåret, men opptjent og resultatført i tidligere perioder.

² Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner. Pensjonsopptjening tilsvarer årets innbetaling til innskuddsordningen.

³ Tiltrådte sin stilling 1.04.2019. Tidligere ledergruppestilling i Norges Bank Real Estate Management. Godtgjørelse vises for hele 2019.

⁴ Tiltrådte sin stilling 1.06.2019. Tidligere ledergruppestilling i Norges Bank Real Estate Management. Godtgjørelse vises for hele 2019.

⁵ Fratrådte sin stilling 31.05.2019. Godtgjørelse vises frem til fratredelsestidspunkt.

⁶ Tidligere ledergruppestilling i Norges Bank Real Estate Management. Godtgjørelse vises frem til 31.05.2019.

⁷ Tidligere ledergruppestilling i Norges Bank Real Estate Management. Godtgjørelse vises frem til 31.03.2019.

6 | Regnskaps- rapportering

Regnskapsrapportering _____ 96

Noter til regnskapsrapportering _____ 100

Uafhængig revisors beretning _____ 158

Regnskaps- rapportering

Regnskap

Resultatregnskap _____	96
Balanse _____	97
Kontantstrømoppstilling _____	98
Oppstilling av endringer i eiers kapital _____	99

Noter til regnskaps- rapporteringen

Note 1 Generell informasjon _____	100
Note 2 Regnskapsprinsipper _____	101
Note 3 Avkastning _____	104
Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	105
Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	107
Note 6 Unotert eiendom _____	110
Note 7 Måling til virkelig verdi _____	115

Revisor

Note 8		
Investeringsrisiko _____	123	Uavhengig revisors beretning _____ 158
Note 9		
Skatt _____	138	
Note 10		
Gevinst/tap valuta _____	141	
Note 11		
Forvaltningskostnader _____	144	
Note 12		
Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse _____	147	
Note 13		
Sikkerhetsstillelse og motregning _____	150	
Note 14		
Nærstående parter _____	153	
Note 15		
Interesser i andre foretak _____	154	

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2019	2018
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer	4	1 486 909	-517 214
- Obligasjoner	4	192 820	14 568
- Unotert eiendom	6	16 175	16 421
- Finansielle derivater	4	353	2 819
- Utlån med sikkerhetsstillelse	12	4 529	4 733
- Innlån med sikkerhetsstillelse	12	-1 926	-1 466
Skattekostnad	9	-6 827	-5 050
Renteinntekt/kostnad		77	10
Annen inntekt/kostnad		-8	-13
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		1 692 103	-485 192
Gevinst/tap valuta	10	126 679	223 611
Porteføljeresultat		1 818 782	-261 581
Forvaltningsgodtgjøring	11	-4 312	-4 544
Resultat og totalresultat		1 814 470	-266 126

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2019	31.12.2018
Eiendeler			
Innskudd i banker		14 476	11 561
Utlån med sikkerhetsstillelse	12,13	222 946	216 768
Avgitt kontantsikkerhet	13	1 090	1 806
Uoppgjorte handler		3 169	13 767
Aksjer	5	6 714 195	5 048 647
Utlånte aksjer	5,12	426 623	437 651
Obligasjoner	5	2 316 823	1 996 929
Utlånte obligasjoner	5,12	479 852	662 920
Finansielle derivater	5,13	3 335	3 576
Unotert eiendom	6	264 538	243 818
Andre eiendeler		3 737	3 448
Sum eiendeler		10 450 786	8 640 892
Gjeld og eiers kapital			
Innlån med sikkerhetsstillelse	12,13	338 266	360 105
Mottatt kontantsikkerhet	13	6 754	5 017
Uoppgjorte handler		13 894	15 565
Finansielle derivater	5,13	3 294	4 222
Annen gjeld		495	37
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	11	4 312	4 544
Sum gjeld		367 015	389 491
Eiers kapital		10 083 771	8 251 401
Sum gjeld og eiers kapital		10 450 786	8 640 892

Regnskapsprinsipp

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet etter den direkte metoden. Vesentlige klasser av brutto inn- og utbetalinger er presentert separat, med unntak for spesifikke transaksjoner, i hovedsak kjøp og salg av finansielle instrumenter, som er presentert netto.

Tilførsler og uttak mellom SPU og den norske stat er finansieringsaktiviteter. Disse overføringene er gjort opp i perioden. I *Oppstilling av endringer i eiers kapital* presenteres påløpt tilførsel/uttak.

Forvaltningsgodtgjøring som fremkommer i *Kontantstrømoppstillingen* for en periode er oppgjør av godtgjøring påløpt og resultatført i forrige år.

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	2019	2018
Operasjonelle aktiviteter			
Innbetaling av utbytte fra aksjer		172 591	146 082
Innbetaling av renter fra obligasjoner		67 751	70 360
Innbetaling av renter og utbytte fra uotert eiendom	6	5 865	5 822
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		2 711	3 330
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner og uotert eiendom</i>		<i>248 918</i>	<i>225 594</i>
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		-256 760	-345 478
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner		23 993	36 052
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i uotert eiendom	6	-5 300	-8 638
Netto kontantstrøm finansielle derivater		-357	11 494
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		3 556	-1 685
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		-18 907	59 834
Netto utbetaling av skatt	9	-6 648	-4 343
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		44	-14
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		22	263
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	11	-4 544	-4 728
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter		-15 983	-31 650
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat		32 051	42 320
Uttak fra den norske stat		-14 400	-9 799
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter		17 651	32 520
Netto endring innskudd i banker			
Innskudd i banker per 1. januar		11 561	11 027
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden		1 668	870
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		1 246	-336
Innskudd i banker per periodens slutt		14 476	11 561

Regnskapsprinsipp

Eiers kapital for SPU består av innskutt kapital i form av akkumulert netto tilførsel fra den norske stat og opptjent kapital i form av totalresultat. *Eiers kapital* tilsvarer Finansdepartementets innskudd på kronekontoen i Norges Bank.

Oppstilling av endringer i eiers kapital

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital
1. januar 2018	3 332 540	5 151 187	8 483 727
Resultat og totalresultat	-	-266 126	-266 126
Tilførsel i perioden ¹	43 200	-	43 200
Uttak i perioden ¹	-9 400	-	-9 400
31. desember 2018	3 366 340	4 885 061	8 251 401
1. januar 2019	3 366 340	4 885 061	8 251 401
Resultat og totalresultat	-	1 814 470	1 814 470
Tilførsel i perioden ¹	32 300	-	32 300
Uttak i perioden ¹	-14 400	-	-14 400
31. desember 2019	3 384 240	6 699 531	10 083 771

¹ I 2019 ble 32,3 milliarder kroner tilført kronekontoen, mens 18,9 milliarder kroner ble trukket fra den. Av dette ble 4,5 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2018 og netto 14,4 milliarder kroner ble overført til investeringsporteføljen. I 2018 ble 43,2 milliarder kroner tilført kronekontoen, mens 14,1 milliarder kroner ble trukket fra den. Av dette ble 4,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017.

Noter til regnskapsrapporteringen

Note 1 Generell informasjon

1. Innledning

Norges Bank er landets sentralbank. Banken er et eget rettssubjekt og eies av staten. Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond utland (SPU) på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 3 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland (*forvaltningsmandatet*), fastsatt av Finansdepartementet.

SPU skal støtte statlig sparing for finansiering av fremtidige utgifter og underbygge langsiktige hensyn ved bruk av Norges petroleumsinntekter. Stortinget har fastsatt rammene i lov om Statens pensjonsfond, og Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning. Hovedstyret i Norges Bank har delegert gjennomføringen av forvaltningsoppdraget til Norges Bank Investment Management (NBIM).

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning i SPU som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank (*kronekontoen*). Banken skal i eget navn videreplassere kronekontoen i en investeringsportefølje bestående av børsnoterte aksjer, obligasjoner, fast eiendom og infrastruktur for fornybar energi. SPU er i sin helhet investert utenfor Norge.

I henhold til forvaltningsmandatet foretas overføringer til og fra kronekontoen. Når Statens petroleumsinntekter overstiger Statens oljepengebruk over statsbudsjettet vil det gjøres innskudd på kronekontoen. I motsatte tilfeller vil det gjøres uttak. Overføringer til og fra kronekontoen medfører en tilsvarende endring i *Eiers kapital*.

For utfyllende informasjon om forvaltningsmandatet for SPU, Norges Banks styringsstruktur og risikostyring, se note 8 *Investeringsrisiko*.

2. Godkjenning av årsregnskapet

Den årlige regnskapsrapporteringen for SPU er et utdrag av Norges Banks regnskapsrapportering, og inngår i Norges Banks årsregnskap som note 20. Årsregnskapet til Norges Bank for 2019 ble godkjent av hovedstyret 5. februar 2020 og fastsatt av representantskapet 26. februar 2020.

Note 2 Regnskapsprinsipper

Denne noten beskriver regnskapsprinsipper, vesentlige estimater og skjønsmessige vurderinger som gjelder hele regnskapet. Øvrige

regnskapsprinsipper, vesentlige estimater og skjønsmessige vurderinger er beskrevet i de respektive oppstillingene og notene.

Vesentlige estimater og skjønsmessige vurderinger

Utarbeidelsen av regnskapet innebærer bruk av usikre estimater og forutsetninger knyttet til fremtidige hendelser som påvirker regnskapsførte beløp for eiendeler, forpliktelser, inntekter og kostnader. Estimater fastsettes basert på tidligere erfaringer og reflekterer ledelsens forventninger om fremtidige hendelser. Faktiske utfall kan avvike fra estimatene. Utarbeidelsen av regnskapet innebærer også skjønsmessige vurderinger i forbindelse med anvendelsen av regnskapsprinsipper, som kan ha betydelig innvirkning på regnskapet.

1. Grunnlag for utarbeidelse

I henhold til *forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank (forskriften)*, er regnskapsrapportering for SPU utarbeidet i samsvar med International Financial Reporting Standards (IFRS) som fastsatt av EU, med de tillegg og unntak som følger av forskriften. Årsregnskapet utarbeides med regnskapsavslutning per 31. desember. Det er presentert i norske kroner og avrundet til nærmeste million. Avrundingsdifferanser kan forekomme.

2. Endringer i regnskapsprinsipper, herunder nye og endrede standarder og fortolkninger i perioden

IFRS 16 *Leieavtaler* som omhandler innregning av leieavtaler og tilhørende noteopplysninger, ble implementert av Norges Bank 1. januar 2019 og erstattet da IAS 17 *Leieavtaler*. Implementeringen av IFRS 16 hadde ingen virkning på regnskapsrapporteringen for SPU. Andre endringer i IFRS som trådte i kraft i 2019 hadde heller ingen virkninger på regnskapsrapporteringen.

3. Nye og endrede standarder og fortolkninger med virkning fra 2020 eller senere

Vedtatte IFRS-standarder, endringer i eksisterende standarder og fortolkninger som er utgitt med ikrafttredelsesdato fra 2020 eller senere forventes å være uvesentlige eller ikke relevante for regnskapsrapporteringen for SPU på implementeringstidspunktet.

4. Regnskapsprinsipper som gjelder hele regnskapet

4.1 Finansielle eiendeler og forpliktelser Innregning og fraregning

Finansielle eiendeler og forpliktelser innregnes i balansen ved inngåelse som part i instrumentets kontraktmessige betingelser.

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktmessige rettighetene til kontantstrømmene utløper, eller når de finansielle eiendelene og det vesentligste av risiko og fordeler ved eierskap til eiendelene, er overført. Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for spesifisering av overførte eiendeler som ikke er fraregnet.

Finansielle forpliktelser fraregnes når de har opphørt, dvs. når pliktene angitt i kontraktene er oppfylt, kansellert eller utløpt.

Kjøp eller salg av en finansiell eiendel i henhold til en kontrakt med oppgjør i tråd med normale markedsvilkår, regnskapsføres på avtale-tidspunktet.

Klassifisering og måling

Finansielle eiendeler klassifiseres basert på forretningsmodellen som ligger til grunn for forvaltningen av eiendelene, samt egenskapene ved de kontraktfestede kontantstrømmene. Investeringsporteføljen til SPU forvaltes i samsvar med forvaltningsmandatet fastsatt av Finansdepartementet, investeringsmandatet fastsatt av hovedstyret i Norges Bank og investeringsstrategier fastsatt av ledelsen i Norges Bank Investment Management. Disse mandatene og strategiene, inkludert risikostyringsstrategiene, innebærer at alle finansielle eiendeler styres og følges opp på grunnlag av virkelig verdi. SPUs finansielle eiendeler er derfor målt til virkelig verdi med verdiendringer over resultatet.

Finansielle forpliktelser, med unntak for *Skyldig forvaltningsgodtgjøring*, er integrert i investeringsporteføljen som styres og følges opp basert på virkelig verdi, og er derfor øremerket til virkelig verdi med verdiendringer over resultatet. Skyldig forvaltningsgodtgjøring er målt til amortisert kost.

Finansielle derivater er holdt for omsetning og er derfor målt til virkelig verdi over resultatet.

4.2 Datterselskaper

Investeringer i fast eiendom utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskapene er kontrollert av SPU. Kontroll over et selskap foreligger når SPU er eksponert for eller har rettigheter til variabel avkastning fra sitt engasjement i vedkommende selskap, og har mulighet til å påvirke denne avkastningen gjennom sin makt over selskapet. For ytterligere informasjon, se note 15 *Interesser i andre foretak*.

SPU er et investeringsforetak i henhold til IFRS 10 *Konsernregnskap*. IFRS 10 definerer et investeringsforetak og innfører et pliktig unntak fra konsolidering for investeringsforetak.

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet

Datterselskaper som investerer i fast eiendom gjennom eierandeler i andre selskaper, er investeringsforetak. Disse datterselskapene er målt til virkelig verdi over resultatet i tråd med prinsippene for finansielle eiendeler, som omtalt i punkt 4.1 ovenfor, og er presentert i balansen som *Unotert eiendom*. Se note 6 *Unotert eiendom* for utfyllende prinsipper.

Konsoliderte datterselskaper

Datterselskaper som utfører investeringstjenester og som ikke selv er investeringsforetak, konsolideres. Konsoliderte datterselskaper eier ikke, verken direkte eller indirekte, investeringer i fast eiendom.

Skjønnsmessig vurdering

SPU er et investeringsforetak basert på følgende:

- a) SPU mottar midler fra den norske stat, som er en nærstående part og eneste eier, og leverer profesjonelle investeringstjenester i form av forvaltningen av fondet, til den norske stat,
- b) SPU er forpliktet overfor den norske stat til å investere utelukkende for verdistigning og kapitalinntekter,
- c) SPU måler og evaluerer avkastning for alle investeringer utelukkende basert på virkelig verdi.

Et investeringsforetak skal ha en strategi som definerer tidshorisonten for realisering av investeringene. SPU har en svært lang tidshorisont. Etter en samlet vurdering er det konkludert med at SPU oppfyller kriteriene i definisjonen av et investeringsforetak.

Note 3 Avkastning

Tabell 3.1 Avkastning

	2019	2018
Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)		
Aksjeinvesteringenes avkastning	26,02	-9,49
Renteinvesteringenes avkastning	7,56	0,56
Unotert eiendoms avkastning	6,84	7,53
Fondets avkastning	19,95	-6,12
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	0,23	-0,30
Avkastning målt i norske kroner (prosent)		
Aksjeinvesteringenes avkastning	28,20	-6,56
Renteinvesteringenes avkastning	9,41	3,82
Unotert eiendoms avkastning	8,68	11,02
Fondets avkastning	22,01	-3,07

Tabell 3.1 viser avkastningen for fondet og for hver aktivaklasse. Det benyttes tidsvektet avkastningsmetode hvor beholdningenes virkelige verdi fastsettes på tidspunkter for kontantstrømmer inn i og ut av aktivaklassene og fondet som helhet, og geometrisk kobling av delperioders avkastning. Avkastningen beregnes etter fradrag for ikke-refunderbar kildeskatt på utbytte og renter, samt skatt på gevinster. Avkastningen måles både i norske kroner og fondets valutakurv. Valutakurven er vektet etter sammensetningen av valutaene i referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Avkastningen målt i fondets valutakurv beregnes som den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvets avkastning.

Fondets relative avkastning beregnes som den aritmetiske differansen mellom fondets avkastning og avkastningen på fondets referanseindeks. Fondets referanseindeks består av globale aksje- og obligasjonsindekser fastsatt av Finansdepartementet og beregnes ved å vekte sammen månedlig avkastning til referanseindeksene for hver av de to aktivaklassene. Som vekter brukes hver av aktivaklassenes vekt i den faktiske referanseindeksen ved inngangen til måneden.

Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Regnskapsprinsipp

Følgende regnskapsprinsipper er knyttet til de respektive inntekts- og kostnadselementene presentert i tabell 4.1 til 4.3:

Utbytte innregnes på det tidspunktet utbyttet er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan.

Renteinntekter innregnes etter hvert som de opptjenes. *Rentekostnader* innregnes etter hvert som de påløper.

Realisert gevinst/tap utgjør i hovedsak beløp realisert når eiendeler eller forpliktelser blir fraregnet. Ved fraregning tilordnes gjennomsnittlig anskaffelseskost. Realisert gevinst/tap inkluderer transaksjonskostnader, som resultatføres når de påløper. Transaksjonskostnader er definert som alle kostnader som er direkte henførbare til den gjennomførte transaksjonen. For investeringer i aksjer og obligasjoner omfatter dette normalt kurtasje og dokumentavgift.

Urealisert gevinst/tap utgjør endringer i virkelig verdi i perioden for den relaterte balanseposten som ikke kan tilskrives de tidligere omtalte kategoriene.

105

Tabell 4.1 til 4.3 spesifiserer inntekts- og kostnadselementer for henholdsvis aksjer, obligasjoner og finansielle derivater, hvor linjen *Inntekt/kostnad* viser beløpet innregnet i resultatregnskapet for den aktuelle resultatlinjen.

Tabell 4.1 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra aksjer

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Utbytte	173 225	147 630
Realisert gevinst/tap	104 429	190 643
Urealisert gevinst/tap	1 209 256	-855 488
Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta	1 486 909	-517 214

Tabell 4.2 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Renter	67 097	69 505
Realisert gevinst/tap	38 143	-17 918
Urealisert gevinst/tap	87 580	-37 020
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	192 820	14 568

Tabell 4.3 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Renter	1 146	541
Realisert gevinst/tap ¹	-57	2 187
Urealisert gevinst/tap	-735	91
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	353	2 819

¹ Sammenligningstallet er omarbeidet for å samsvare med presentasjonen i inneværende år.

Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Regnskapsprinsipp

Investeringer i aksjer og obligasjoner er målt til virkelig verdi med verdiendringer over resultatet. Opptjente utbytter og renter presenteres i balansen på samme linje som de underliggende finansielle instrumentene, og er spesifisert i tabellene 5.1 og 5.2 for henholdsvis aksjer og obligasjoner. Balanselinjen *Aksjer* inkluderer investeringer i depotbevis (GDR/ADR) og andeler i noterte fond, som for eksempel REITs. Utlånte aksjer og obligasjoner presenteres separat. For mer informasjon om utlånte instrumenter, se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*.

Finansielle derivater er målt til virkelig verdi med verdiendringer over resultatet. Variasjonsmargin for børsnoterte futures anses som oppgjort og verdier er presentert i balansen som *Innskudd i banker*. Norges Bank benytter ikke sikringsbokføring, og ingen finansielle instrumenter er derfor utpekt som sikringsinstrumenter.

For ytterligere informasjon om måling til virkelig verdi av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater, se note 7 *Måling til virkelig verdi*. Endringer i virkelig verdi resultatføres og er spesifisert i note 4 *Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater*.

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	31.12.2019		31.12.2018	
	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	7 140 818	8 292	5 486 298	7 659
Sum aksjer	7 140 818	8 292	5 486 298	7 659
<i>Herav utlånte aksjer</i>	426 623		437 651	

Tabell 5.2 spesifiserer investeringer i obligasjoner per kategori. Nominell verdi representerer beløpet som skal returneres ved forfall, det vil si obligasjonens pålydende verdi.

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2019			31.12.2018		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter
Statsobligasjoner						
Statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta	1 404 163	1 526 110	10 076	1 370 667	1 433 456	9 859
Sum statsobligasjoner	1 404 163	1 526 110	10 076	1 370 667	1 433 456	9 859
Statsrelaterte obligasjoner						
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	7 099	7 642	94	9 221	9 443	116
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	94 219	104 104	629	103 401	110 036	671
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	47 506	49 790	285	55 770	57 409	349
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	150 843	155 619	587	157 576	159 691	781
Sum statsrelaterte obligasjoner	299 667	317 155	1 596	325 968	336 579	1 917
Realrente obligasjoner						
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	157 821	174 406	424	135 717	139 396	398
Sum realrente obligasjoner	157 821	174 406	424	135 717	139 396	398
Selskapsobligasjoner						
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	45 768	50 253	532	42 717	43 401	513
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	245 018	253 261	2 214	259 045	252 867	2 461
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	304 445	325 659	2 801	314 502	313 046	3 057
Sum selskapsobligasjoner	595 230	629 172	5 547	616 264	609 314	6 031
Pantesikrede obligasjoner						
Obligasjoner med fortrinnsrett	155 564	149 833	848	138 121	141 105	938
Sum pantesikrede obligasjoner	155 564	149 833	848	138 121	141 105	938
Sum obligasjoner	2 612 446	2 796 675	18 490	2 586 737	2 659 849	19 144
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		479 852			662 920	

Finansielle derivater

Finansielle derivater, som valutaderivater, rentederivater og futures, benyttes i forvaltningen for å justere eksponeringen innenfor forskjellige porteføljer, som et kostnadseffektivt alternativ til handel i de underliggende verdipapirene. Videre

benyttes valutaderivater i forbindelse med likviditetsstyring. Aksjederivater med et opsjonselement er ofte et resultat av selskaphendelser og disse kan konverteres til aksjer eller bli solgt. I tillegg benytter SPU aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

Tabell 5.3 spesifiserer finansielle derivater innregnet i balansen. Pålydende verdi er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinst/tap for derivatkontraktene. Dette gir informasjon om i hvilken grad ulike typer finansielle derivater benyttes.

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2019			31.12.2018		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater ¹	330 125	2 884	2 740	225 766	3 022	3 863
Rentederivater	21 605	291	554	25 693	504	358
Aksjederivater ²	-	159	-	-	50	-
Børsnoterte futureskontrakter ³	27 287	-	-	35 861	-	-
Sum finansielle derivater	379 017	3 335	3 294	287 320	3 576	4 222

¹ I 2019 ble metoden for å beregne pålydende verdi for valutaderivater endret. Absolutt verdi av valutaen som skal kjøpes eller selges i valutakontraktene legges nå til grunn som pålydende verdi. Endringen i metode anses å gi mer relevant informasjon om mengden valuta som handles under valutakontrakter. Sammenligningstallet for pålydende verdi for 2018 er omarbeidet for å samsvare med presentasjonen i inneværende år.

² Pålydende verdi anses å ikke være relevant for aksjederivater og er derfor ikke inkludert i tabellen.

³ Børsnoterte futureskontrakter gjøres opp daglig med marginbetalinger og virkelig verdi er derfor null ved balansedagen.

Ikke-børsnoterte finansielle derivater (OTC)

Valutaderivater

Dette omfatter valutahandler (terminkontrakter) som er avtaler om å kjøpe eller selge en spesifisert mengde av utenlandsk valuta på et avtalt tidspunkt i fremtiden.

Rentederivater

Rentebytteavtaler er avtaler mellom to parter om å bytte rentebetalinger basert på forskjellige renteberegninger, hvor en part betaler flytende rente og den andre fast rente.

Aksjederivater

Aksjederivater er derivater med eksponering mot underliggende enkeltaksjer. Aksjederivater innregnet i balansen består av rights og warrants som er instrumenter med et opsjonselement. Disse instrumentene gir kjøperen rett til å kjøpe en aksje til en avtalt pris innenfor en viss tidsramme.

Børsnoterte futureskontrakter

Futureskontrakter er børsnoterte avtaler om å kjøpe eller selge en spesifikk eiendel (verdipapir, indeks, rentesats eller lignende) til en avtalt pris en gang i fremtiden.

Aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer

Aksjebytteavtalene innregnes ikke i balansen, se regnskapsprinsipp i note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for ytterligere informasjon. Ved utgangen av 2019 var beløp for kjøp av aksjer utført i kombinasjon av motregnede aksjebytteavtaler 67 milliarder kroner (37 milliarder kroner ved utgangen av 2018). Beløp for salg av aksjer i kombinasjon med motregnede aksjebytteavtaler var 47 milliarder kroner (37 milliarder kroner ved utgangen av 2018). Se også tabell 13.1 i note 13 *Sikkerhetsstillelse og motregning*. SPU har tilnærmet ingen netto eksponering fra aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

Note 6 Unotert eiendom

Regnskapsprinsipp

Investeringer i unotert eiendom utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskaper som er presentert i balansen som *Unotert eiendom* er målt til virkelig verdi over resultatet. Se note 2 *Regnskapsprinsipper* for mer informasjon.

Virkelig verdi av unotert eiendom anses å være summen av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende eiendomsselskapene, målt til virkelig verdi. For ytterligere informasjon, se note 7 *Måling til virkelig verdi*.

Endringer i virkelig verdi resultatføres og presenteres som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*.

Følgene regnskapsprinsipper gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementene presentert i tabell 6.1:

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

Utbytte innregnes på det tidspunktet utbyttet er formelt vedtatt av generalforsamlingen/tilsvarende beslutningsorgan, eller blir utbetalt som følge av selskapets vedtekter.

I tabell 6.1 presenteres innbetaling av renter og utbytte i perioden. Opptjente renter og utbytte som ikke er oppgjort, er inkludert i *Urealisert gevinst/tap*.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	5 865	5 822
Urealisert gevinst/tap	10 311	10 599
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	16 175	16 421

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2019	31.12.2018
Unotert eiendom per 1. januar	243 818	217 160
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	5 300	8 638
Urealisert gevinst/tap	10 311	10 599
Gevinst/tap valuta	5 109	7 421
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	264 538	243 818

Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som unotert eiendom

SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i fast eiendom, primært bygninger. Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene kan bli distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte samt tilbakebetaling av egenkapital og lånefinansieringen. Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene som ikke blir distribuert tilbake til SPU reinvesteres i de underliggende enhetene for å finansiere for

eksempel utvikling av bygninger eller nedbetaling av ekstern gjeld. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av renter og utbytte fra datterselskaper til SPU.

Tabell 6.3 og 6.4 spesifiserer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper, presentert som *Unotert eiendom*, slik det fremkommer i kontantstrømoppstillingen.

Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene som er distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte er spesifisert i tabell 6.3.

Tabell 6.3 Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Renter og utbytte fra ordinær drift	5 099	4 440
Renter og utbytte fra salg	766	1 381
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	5 865	5 822

Kontantoverføringer mellom SPU og datterselskaperne i form av egenkapital og lånefinansiering, samt tilbakebetaling av disse, er presentert i kontantstrømoppstillingen som *Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom*. Disse kontantoverføringene er ytterligere spesifisert etter

type transaksjon i tabell 6.4. En netto utbetaling fra SPU til datterselskaper vil medføre en økning i balanseført verdi av *Unotert eiendom*, mens en netto innbetaling fra datterselskaper til SPU vil medføre en reduksjon.

Tabell 6.4 Kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Utbetaling til nye eiendomsinvesteringer	-8 126	-12 710
Innbetaling fra salg	3 429	4 717
Utbetaling til utvikling av bygninger	-1 419	-1 562
Innbetaling fra ordinær drift	1 267	1 430
Netto inn-/utbetaling ekstern gjeld	-451	-513
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	-5 300	-8 638

Underliggende eiendomsselskaper

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. For ytterligere informasjon, se note 15 *Interesser i andre foretak*.

I tabellene 6.5 og 6.6 gis en ytterligere spesifisering av unotert eiendom. Tabell 6.5 spesifiserer

SPUs andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende eiendomsselskapene som er grunnlaget for *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* presentert i tabell 6.1. Tabell 6.6 spesifiserer SPUs andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende eiendomsselskapene som inngår i *Unotert eiendom* som presentert i tabell 6.2.

Prinsipper for måling og presentasjon

Følgende prinsipper gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementene presentert i tabell 6.5:

Leieinntekter innregnes lineært over leieperioden. *Netto leieinntekter* består i all hovedsak av opp-tjente leieinntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av bygningene.

Honorarer for eiendomsforvaltning er direkte relatert til de underliggende bygningene og er primært knyttet til drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Faste honorarer resultatføres etter hvert som de påløper. Variable honorarer til eksterne forvaltere er basert på oppnådde prestasjonsmål over tid. Avsetning for variable honorarer er basert på beste estimat på påløpte honorarer som skal utbetales. Endringen i beste estimat i regnskapsperioden resultatføres.

Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.1 inkluderer netto inntekt i underliggende eiendomsselskaper som ikke er distribuert tilbake til SPU og vil derfor ikke tilsvare virkelig verdiendringer for bygninger, gjeld og andre eiendeler og forpliktelser presentert i tabell 6.5.

Transaksjonskostnader ved kjøp og salg av eiendom påløper som en engangskostnad og resultatføres etter hvert som de påløper.

Tabell 6.5 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Netto leieinntekter	10 478	9 312
Ekstern eiendomsforvaltning – faste honorarer	-576	-506
Ekstern eiendomsforvaltning – variable honorarer	-91	-88
Intern eiendomsforvaltning – faste honorarer ¹	-63	-38
Forvaltningskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ²	-70	-88
Andre driftskostnader, utenfor rammen fra Finansdepartementet	-101	-94
Rentekostnader ekstern gjeld	-525	-506
Betalbar skatt	-290	-256
<i>Netto inntekt fra ordinær drift</i>	<i>8 762</i>	<i>7 736</i>
Realisert gevinst/tap – bygninger	1 114	1 212
Urealisert gevinst/tap – bygninger	6 677	7 807
Urealisert gevinst/tap – gjeld	-212	233
Urealisert gevinst/tap – andre eiendeler og forpliktelser	46	-176
<i>Realisert og urealisert gevinst/tap</i>	<i>7 624</i>	<i>9 077</i>
Dokumentavgift og tinglysningsgebyr	-50	-147
Due diligence og forsikring	-161	-244
<i>Transaksjonskostnader ved kjøp og salg</i>	<i>-211</i>	<i>-391</i>
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	16 175	16 421

¹ Intern eiendomsforvaltning utføres på 100 prosent eide eiendommer av ansatte i et heleid, konsolidert datterselskap.

² Se tabell 11.2 for spesifikasjon av forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen fra Finansdepartementet.

Tabell 6.6 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2019	31.12.2018
Bygninger	283 191	262 364
Ekstern gjeld	-18 407	-18 361
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	-246	-185
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	264 538	243 818

¹ Netto andre eiendeler og forpliktelser består av kontanter og skatt, samt operasjonelle fordringer og forpliktelser.

Avtaler om kjøp og salg av eiendom

Ved kjøp og salg av eiendom vil det normalt være en tidsperiode mellom avtaleinngåelse og gjennomføring av transaksjonen. I de underliggende eiendomsselskapene innregnes eller fraregnes eiendommer den datoen kontroll over

eiendommen overdras. Dette vil normalt være tidspunktet vederlaget overføres og transaksjonen gjennomføres. Transaksjoner blir normalt annonsert ved avtaleinngåelsen.

Tabell 6.7 spesifiserer annonserte avtaler om kjøp og salg av bygninger som ikke er gjennomført på balansedagen.

Tabell 6.7 Annonserte avtaler om kjøp og salg av bygninger¹

Type	Eiendomsadresse	By	Eierandel i prosent	Valuta	Pris millioner i angitt valuta ²	Annonsert kvartal	Forventet gjennomføring
Kjøp	Schützenstrasse 26	Berlin	100,0	EUR	425	3. kv. 2017	1. kv. 2020
Kjøp	Industrial Property Trust portefølje ³	Flere amerikanske byer	45,0	USD	896	4. kv. 2019	1. kv. 2020
Salg	Sophienstrasse 26, Katharina-von-Bora-Strasse 1 og 3, Karlstrasse 23 og Luisenstrasse 14	München	100,0	EUR	390	4. kv. 2019	1. kv. 2020

¹ Kjøp og salg over 25 millioner amerikanske dollar blir annonsert.

² Angitt pris er for SPUs eierandel.

³ Transaksjonen ble gjennomført tidlig januar 2020.

I andre kvartal 2019 inngikk Norges Bank avtaler om å kjøpe en eierandel på 48 prosent i to nye bygninger som skal oppføres i New York på 561 Greenwich Street og 92 Avenue of the Americas,

med forventet ferdigstillelse i henholdsvis andre kvartal 2022 og fjerde kvartal 2023. Bygningene vil bli kjøpt og endelig kjøpesum vil bli fastsatt ved ferdigstillelse.

Note 7 Måling til virkelig verdi

Regnskapsprinsipp

Alle eiendeler og forpliktelser presentert som *Aksjer, Obligasjoner, Unotert eiendom, Finansielle derivater, Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, Innskudd i banker og Avgitt og mottatt kontantsikkerhet* er målt til virkelig verdi med verdiendringer over resultatet.

Virkelig verdi, som definert i IFRS 13 *Måling av virkelig verdi*, er den pris som ville blitt oppnådd ved salg av en eiendel eller betalt for å overføre en forpliktelse i en velordnet transaksjon mellom markedsdeltakere på måletidspunktet.

1. Innledning

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på noterte markedspriser eller observerbare markedsdata. Dersom markedet ikke er aktivt, fastsettes virkelig verdi ved hjelp av standard verdsettelsesmodeller. Måling til virkelig verdi kan være komplekst og kreve skjønnsmessige vurderinger, særlig når observerbare inndata ikke er tilgjengelig. Verdsettelsesrisikoen blir adressert av kontrollrammeverket i Norges Bank Investment Management som er beskrevet i punkt 6 i denne noten.

2. Hierarkiet for virkelig verdi

Alle eiendeler og gjeldsposter som måles til virkelig verdi har blitt inndelt i de tre kategoriene i hierarkiet for virkelig verdi, presentert i tabell 7.1. Inndelingen er basert på observerbarheten til inndataene som benyttes i målingen av virkelig verdi:

- Nivå 1 består av eiendeler som er verdsatt basert på noterte, ikke-justerte priser i aktive markeder. Et aktivt marked er definert som

et marked der transaksjoner finner sted med tilstrekkelig hyppighet og volum til å gi løpende prisinformasjon.

- Eiendeler og gjeldsposter klassifisert som nivå 2 verdsettes ved bruk av modeller som benytter direkte eller indirekte observerbare markedsdata. Inndata anses som observerbare dersom de er utviklet ved hjelp av offentlig tilgjengelig markedsdata om faktiske hendelser eller transaksjoner.
- Eiendeler klassifisert som nivå 3 verdsettes ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata. Inndata anses som ikke-observerbar når det ikke foreligger tilgjengelig markedsdata og når inndataen blir utviklet ved hjelp av beste tilgjengelig informasjon om de forutsetningene som markedsdeltakere vil kunne benytte ved prising av eiendelen.

En oversikt over modeller og verdsettelsesmetoder med sine respektive observerbare og ikke-observerbare inndata, kategorisert per type instrument er beskrevet i punkt 4 i denne noten.

Vesentlig estimat

Nivå 3-investeringer består av instrumenter holdt til virkelig verdi, men som ikke handles eller prises i et aktivt marked. Virkelig verdi er fastsatt ved bruk av verdsettelsesteknikker som bruker modeller med betydelig bruk av ikke-observerbare inndata. Fastsettelse av forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte ved prising av eiendelen eller forpliktelsen når observerbar markedsinformasjon ikke er tilgjengelig, innebærer betydelig utøvelse av skjønn.

Tabell 7.1 Investeringsporteføljen kategorisert per nivå i verdsettelseshierarkiet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018
Aksjer	7 093 963	5 450 137	46 039	35 808	816	353	7 140 818	5 486 298
Statsobligasjoner	1 386 488	1 331 386	139 622	102 070	-	-	1 526 110	1 433 456
Statsrelaterte obligasjoner	256 537	284 545	60 618	51 609	-	425	317 155	336 579
Realrenteobligasjoner	162 582	131 271	11 824	8 125	-	-	174 406	139 396
Selskapsobligasjoner	546 322	519 829	82 834	89 457	16	28	629 172	609 314
Pantesikrede obligasjoner	119 821	126 377	30 012	14 728	-	-	149 833	141 105
Sum obligasjoner	2 471 750	2 393 408	324 910	265 989	16	453	2 796 675	2 659 849
Finansielle derivater (eiendeler)	140	20	3 192	3 544	3	12	3 335	3 576
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-3 294	-4 222	-	-	-3 294	-4 222
Sum finansielle derivater	140	20	-102	-678	3	12	41	-646
Unotert eiendom	-	-	-	-	264 538	243 818	264 538	243 818
Annet (eiendeler)¹	-	-	245 418	247 351	-	-	245 418	247 351
Annet (gjeld)²	-	-	-359 409	-380 724	-	-	-359 409	-380 724
Totalt	9 565 853	7 843 565	256 856	167 746	265 373	244 636	10 088 083	8 255 945
Totalt (prosent)	94,8	95,0	2,6	2,0	2,6	3,0	100,0	100,0

¹ Annet (eiendeler) består av balanselinjene *Innskudd i banker, Utlån med sikkerhetsstillelse, Avgitt kontantsikkerhet, Uoppgjorte handler (eiendeler)* og *Andre eiendeler*.

² Annet (gjeld) består av balanselinjene *Innlån med sikkerhetsstillelse, Mottatt kontantsikkerhet, Uoppgjorte handler (gjeld)* og *Annen gjeld*.

Majoriteten av den totale porteføljen er priset basert på observerbare markedspriser. Ved utgangen av 2019 var 97,4 prosent av porteføljen klassifisert som nivå 1 eller 2, som er en marginal økning sammenlignet med årsslutt 2018. Bevegelser mellom nivåene i hierarkiet for virkelig verdi er beskrevet i punkt 3 i denne noten.

Aksjer

Målt som en andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer (99,34 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurser fra børs og klassifisert som nivå 1. En mindre andel aksjer (0,65 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er hovedsakelig aksjer hvor

handel nylig er suspendert, eller illikvide beholdninger som ikke handles daglig. For noen få beholdninger (0,01 prosent) som ikke er notert eller hvor børshandel har vært suspendert over en lengre periode, benyttes ikke-observerbare inndata i vesentlig grad i verdsettelsen. Disse beholdningene er derfor klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene (88,38 prosent) har observerbare bindende markedsкурser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. 11,62 prosent av obligasjonsbeholdningene er klassifisert som nivå 2. Dette er beholdninger som

ikke har et tilstrekkelig antall observerbare markedskurser eller som er priset basert på sammenlignbare likvide obligasjoner. En ubetydelig andel av beholdningene som ikke har observerbare kurser, er klassifisert som nivå 3 da verdsettelsen er basert på vesentlig bruk av ikke-observerbare inndata.

Unotert eiendom

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Alle unoterte eiendomsinvesteringer er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsettere. Unntaket er nylig innkjøpte eiendommer der kostpris eksklusive transaksjonskostnader normalt er vurdert som det

beste anslaget på virkelig verdi, eller tilfeller hvor det finnes indikasjoner på at verdien fastsatt av eksterne verdsettere ikke gjenspeiler virkelig verdi, slik at justering av verdsettelse er berettiget.

Finansielle derivater

Noen aksjederivater (rights og warrants) som aktivt handles på børs, er klassifisert som nivå 1. Majoriteten av derivater er klassifisert som nivå 2, da verdsettelsen av disse er basert på standard modeller hvor det er benyttet observerbare inndata. Noen få derivater er verdsatt basert på modeller med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata og er klassifisert som nivå 3.

Andre eiendeler og forpliktelser er klassifisert som nivå 2.

3. Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet

Regnskapsprinsipp

Overføringer mellom nivåer i hierarkiet for virkelig verdi anses å inntreffe ved begynnelsen av rapporteringsperioden.

Reklassifiseringer mellom nivå 1 og nivå 2

Andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 er uendret sammenlignet med årsslutt 2018.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 er redusert med 1,60 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2018, og andelen klassifisert som nivå 2 er tilsvarende økt. Reklassifiseringer fra nivå 1 til nivå 2 skyldes hovedsakelig redusert likviditet

rundt årsslutt for enkelte statsobligasjoner i både utviklede og fremvoksende markeder, samt selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar.

I tillegg til reklassifisering mellom nivåer, har nivå 2 beholdninger økt i 2019 som følge av kjøp av statsobligasjoner klassifisert som nivå 2 like før årsslutt.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2019	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2019
Aksjer	353	696	-128	-2	-90	44	-60	3	816
Obligasjoner	453	-	-425	-	-9	-	-3	-	16
Finansielle derivater (eiendeler)	12	-	-	-	-7	-	-2	-	3
Unotert eiendom ¹	243 818	5 300	-	-	10 311	-	-	5 109	264 538
Totalt	244 636	5 996	-553	-2	10 205	44	-65	5 112	265 373

Beløp i millioner kroner	01.01.2018	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2018
Aksjer	11 373	39	-480	-11	77	45	-10 705	15	353
Obligasjoner	2 772	2	-17	-87	-34	-	-2 215	32	453
Finansielle derivater (eiendeler)	-	12	-	-	-	-	-	-	12
Unotert eiendom ¹	217 160	8 638	-	-	10 599	-	-	7 421	243 818
Totalt	231 305	8 691	-497	-98	10 642	45	-12 920	7 468	244 636

¹ Kjøp representerer netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom. Se tabell 6.4 i note 6 *Unotert eiendom*.

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 var 2,6 prosent ved utgangen av 2019, en nedgang fra 3,0 prosent ved årsslutt 2018. SPUs samlede beholdninger i nivå 3 av verdsettelseshierarkiet utgjorde 265 373 millioner kroner ved årsslutt 2019, en økning på 20 737 millioner kroner sammenlignet med årsslutt 2018. Økningen skyldes i hovedsak investeringer i unotert eiendom, som i sin helhet er klassifisert som nivå 3.

Den relative andelen av aksjer klassifisert som nivå 3 er tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2018. Den absolutte verdien av nivå 3 beholdninger har økt med 463 millioner kroner, hovedsakelig grunnet en ny beholdning mottatt gjennom en selskaphendelse som er verdsatt med betydelig bruk av ikke-observerbare inndata.

Den relative andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 3 er redusert marginalt sammenlignet

med årsslutt 2018. Ved årsslutt 2019 utgjør den absolutte verdien av nivå 3 beholdninger en marginal andel av den totale obligasjonsbeholdningen, redusert med 437 millioner kroner fra årsslutt 2018. Reduksjonen skyldes at en obligasjon, som tidligere utgjorde hovedandelen av obligasjonsbeholdningen i nivå 3, ble innløst av utsteder i siste kvartal.

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, og økningen på 20 720 millioner kroner i 2019 skyldes i hovedsak nye investeringer, verdiøkninger og valuta.

4. Verdsettelsesmetoder

Norges Bank Investment Management har definert hierarkier for hvilke priskilder som skal brukes i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene verdsettes normalt i henhold til indeksleverandørenes priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og

obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av priser fra andre anerkjente eksterne leverandører. For aksjer og derivater som handles i aktive markeder (nivå 1) blir sluttkurs benyttet. For obligasjoner som handles i aktive markeder blir hovedsakelig kjøpskurs benyttet. Markedsaktivitet og volum overvåkes ved bruk av flere priskilder som gir tilgang til markedspriser, noterte priser og transaksjoner på måletidspunktet.

I det neste avsnittet presenteres verdsettelsesteknikkene som blir brukt for instrumenter klassifisert som nivå 2 eller 3 i verdsettelsehierarkiet. Videre beskrives de vesentligste observerbare og ikke-observerbare inndata som blir brukt i verdsettelsesmodellene.

Unoterte eiendomsinvesteringer (nivå 3)

Virkelig verdi av unotert eiendom er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 6 *Unotert eiendom*. Eiendeler og forpliktelser består i det vesentligste av bygninger og ekstern gjeld. Bygninger verdsettes hver rapporteringsdato av eksterne uavhengige verdsettelsesspesialister ved bruk av verdsettelsesmodeller. Verdsettelse av eiendomsinvesteringer er av natur disponert mot fremtidsrettede skjønsmessige vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuell eiendomstype, beliggenhet, fremtidig inntektsstrøm og relevante avkastningskrav. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbar inndata og *Unotert eiendom* er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelsehierarkiet. Estimater som er brukt reflekterer nylig gjennomførte sammenlignbare transaksjoner med tilsvarende beliggenhet, tilstand og kvalitet og er basert på markedsbetingelser.

Verdsettelse av kommersiell eiendom er basert på varianter av neddiskonterte kontantstrømsmodeller.

Avkastningskrav og forutsetninger knyttet til fremtidige kontantstrømmer er de viktigste inndataene i verdsettelsesmodellene. Forventede

fremtidige kontantstrømmer påvirkes av endringer i forutsetninger relatert til, men ikke begrenset til:

- Inflasjonsforventning (marked, konsumprisindeks, kostnader osv.)
- Markedsleie, vekst i markedsleie, reforhandlings sannsynlighet, ledighetsperiode og kostnader
- Mislighold leietakere
- Endringer i kredittspread og diskonteringsrente på eiendomslån.

Fremtidige kontantstrømmer blir neddiskontert med en kombinasjon av både kapitaliserings- og diskonteringsfaktorer. Disse hensyntar en rekke faktorer tilpasset hver enkelt investering, herunder spesifikke eiendoms karakteristika, sammenlignbare markedstransaksjoner, lokale og globale økonomiske forhold, samt fremtidige prognoser.

Aksjer (nivå 2 og nivå 3)

Aksjer verdsatt basert på modeller med observerbar inndata fra leverandører er klassifisert som nivå 2 i verdsettelsehierarkiet. Disse beholdningene handles ikke i aktive markeder og inkluderer noterte aksjer som er suspendert fra handel. Verdsettelsesmodellene hensyntar flere typer observerbar inndata som pris på sammenlignbare aksjer, siste prisnotering og volum.

Beholdninger i nivå 3 består av aksjer som har vært suspendert fra handel over en lengre periode. Verdsettelsesmodellene for disse beholdningene benytter ikke-observerbare inndata som historisk volatilitet, selskapets resultater og analyse av sammenlignbare selskaper.

Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

Obligasjoner klassifisert som nivå 2 er verdsatt basert på observerbare inndata fra sammenlignbare utstedelser, i tillegg til direkte indikative eller bindende markeds kurser. Disse beholdningene består som regel av obligasjoner som er mindre likvide enn de klassifisert som nivå 1, det vil si hvor det ikke er aktivitetsvolum for bindende handler og et lavt aktivitetsvolum for indikative prisnoteringer på måletidspunktet.

Obligasjoner klassifisert som nivå 3 er verdsatt basert på modeller som benytter ikke-observerbare inndata som sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer og differanse mot referansekurver. Disse beholdningene inkluderer misligholdte og illikvide obligasjoner.

Finansielle derivater (nivå 2 og nivå 3)

Valutaderivater, som hovedsakelig består av valutaterminkontrakter, er verdsatt ved bruk av markedsstandardiserte modeller som hovedsakelig benytter markedsobserverbar inndata som valutaterminkurser.

Rentederivater, som i all hovedsak består av rentebytteavtaler, er verdsatt ved bruk av markedsstandardiserte modeller som hovedsakelig benytter markedsobserverbar inndata som renter fra handlede rentebytteavtaler.

Aksjederivater, som rights og warrants, er hovedsakelig verdsatt basert på priser mottatt fra leverandører i henhold til verdsettelseshierarkiet. I de få tilfeller et aksjederivat ikke handles, benyttes konverteringsfaktor, tegningspris og avtalt fremtidig kjøps- eller salgskurs for å verdsette instrumentene.

5. Sensitivitetsanalyse for nivå 3 beholdninger

Verdsettelse av nivå 3 beholdninger innebærer utøvelse av skjønn for å fastsette forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte når observerbar markedsinformasjon ikke er tilgjengelig. I sensitivitetsanalysen for nivå 3 beholdninger vises effekten av å benytte rimelige alternative forutsetninger i verdsettelsen av beholdningene.



Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2019	Sensitiviteter 31.12.2019		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2018	Sensitiviteter 31.12.2018	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	816	-238	238	353	-116	116
Statsrelaterte obligasjoner	-	-	-	425	-43	43
Selskapsobligasjoner	16	-16	2	28	-3	3
Sum obligasjoner	16	-16	2	453	-45	45
Finansielle derivater (eiendeler)	3	-3	-	12	-1	1
Unotert eiendom	264 538	-16 563	14 359	243 818	-14 627	17 888
Totalt	265 373	-16 820	14 599	244 636	-14 790	18 050

Unotert eiendom

Endring i nøkkelforutsetninger kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av investeringer i unotert eiendom. En rekke nøkkelforutsetninger benyttes, hvor avkastningskrav og vekstprognoser anvendt for fremtidig markedsleie er de forutsetningene som gir størst utslag i estimat for eiendomsverdiene. I sensitivitetsanalysen illustreres dette ved å benytte andre rimelige alternative forutsetninger for avkastningskrav og markedsleie. Analysen er basert på en statistisk relevant populasjon som er representativ for den unoterte eiendomsporteføljen og reflekterer både fordelaktige og ufordelaktige endringer.

Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en reduksjon i fremtidig markedsleie på 2 prosent vil redusere den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 16 563 millioner kroner eller 6,3 prosent (6,0 prosent ved årsslutt 2018). Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidig markedsleie på 2 prosent øke den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 14 359 millioner kroner eller 5,4 prosent (7,3 prosent ved årsslutt 2018).

For unotert eiendom er endringer i avkastningskrav en mer betydelig faktor for verdsettelse enn endringer i markedsleie. Isolert utgjør effekten av endringer i avkastningskrav og fremtidig markedsleie henholdsvis 4,5 prosent og 1,8 prosent for en ufordelaktig endring. Tilsvarende utgjør effekten av endringer i avkastningskrav og fremtidig markedsleie henholdsvis 3,7 prosent og 1,7 prosent for en fordelaktig endring.

Aksjer

Virkelig verdi av aksjer klassifisert som nivå 3 er sensitiv mot hvorvidt handel blir gjenopptatt og hvordan markedet har beveget seg siden handel ble suspendert, samt spesifikke faktorer knyttet til hvert enkelt selskap, herunder finansiell situasjon og volatilitet.

Sensitivitet i absolutte tall har gått ned for aksjeporteføljen, i samsvar med beholdninger klassifisert som nivå 3. Reduksjonen i relativ sensitivitet for aksjeporteføljen sammenlignet med 2018 skyldes en ny beholdning med noe lavere relativ sensitivitet sammenlignet med andre aksjebeholdninger klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

Virkelig verdi av obligasjoner klassifisert som nivå 3 er sensitiv mot endringer i risikopremie og påslag for manglende likviditet, samt hvorvidt noe vil bli utbetalt i fremtiden i tilfelle ved mislighold. Sensitivitetsanalyse utføres i noen tilfeller på den underliggende diskonteringsrenten og spredning mot diskonteringskurven.

Sensitivitet i virkelig verdi for obligasjoner er noe lavere enn for aksjer, spesielt for papirer med kortere løpetid. Reduksjonen i sensitivitet i 2019 i absolutt verdi er i samsvar med reduksjonen i beholdninger klassifisert som nivå 3.

Finansielle derivater

Virkelig verdi av aksjederivater klassifisert som nivå 3 er sensitive mot endringer i forutsetning benyttet for historisk volatilitet i den underliggende aksjen.

6. Kontrollmiljø

Kontrollmiljøet for måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter og investeringer i unotert eiendom er organisert rundt en formalisert og dokumentert verdsettelsespolicy samt retningslinjer som er støttet opp av arbeids- og kontrollprosedyrer. Policydokumentet fastsetter prinsipper for verdsettelse og angir behandling i Norges Bank Investment Managements verdivurderingskomité.

Verdsettelsesmiljøet er tilpasset i samsvar med markedsstandarder og etablert praksis for verdifastsettelse. I praksis er dette gjennomført i form av en daglig verdifastsettelse av alle beholdninger, med unntak for unoterte eiendomsinvesteringer hvor verdsettelsene gjøres kvartalsvis. Prosessene

er skalerbare i forhold til markedsendringer og basert på interne og eksterne dataløsninger.

Alle beholdninger og investeringer er som hovedregel verdsatt av eksterne, uavhengige prisleverandører. Disse er valgt på grunnlag av analyser foretatt av avdelingene som er ansvarlige for verdifastsettelsen.

Prisleverandørene følges opp løpende gjennom regelmessig dialog, kontroller og forespørsler knyttet til priser på enkeltpapirer. For en stor andel av beholdningene er innhentede priser basert på priser som er direkte observerbare i markedet. For beholdninger hvor det ikke er tilstrekkelig likviditet til at verdsettelsen kan baseres på observerbare priser, anvendes anerkjente modeller. Her benyttes det så langt som mulig observerbare datapunkter, men i noen tilfeller er det grunnet manglende likviditet benyttet ikke-observerbare datapunkter.

På daglig basis er verdifastsettelsen gjenstand for flere kontroller i verdsettelsesavdelingene. Kontrollene er basert på definerte terskler og sensitiviteter, som overvåkes og justeres i overensstemmelse med rådende markedsforhold. Ved

månedsslutt for finansielle instrumenter og ved kvartalsslutt for unoterte eiendomsinvesteringer, blir det utført mer omfattende kontroller for å sikre at verdsettelsen representerer virkelig verdi i henhold til IFRS. I denne forbindelse gis det spesiell oppmerksomhet til illikvide finansielle instrumenter samt unoterte eiendomsinvesteringer, det vil si investeringer hvor det vurderes at det eksisterer verdsettelsesutfordringer. Illikvide instrumenter identifiseres ved hjelp av sektor og valuta, kredittvurderingsindikatorer, spredning mellom kjøps- og salgskurser og aktivitet i markedet.

Det utarbeides verdsettelsesnotater og rapporter ved hver kvartalsslutt som dokumenterer de utførte kontrollene og som beskriver de største kildene til usikkerhet i verdsettelsene.

Verdivurderingskomitéen, som inkluderer flere i ledergruppen i Norges Bank Investment Management, møtes hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapsrapporteringen. Komitéen behandler dokumentasjonen og større prisingsspørsmål, og godkjenner verdifastsettelsen.

Note 8 Investeringsrisiko

Forvaltningsmandat for SPU

SPU forvaltes av Norges Bank på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 3 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland fastsatt av Finansdepartementet.

SPU skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i valutakurven til faktisk referanseindeks, innenfor de rammer og krav som gjelder for forvaltningen. Finansdepartementets strategiske referanseindeks er fordelt på to aktivklasser, aksjer og obligasjoner, med en allokering på 70 prosent til aksjer og 30 prosent til obligasjoner.

Referanseindeksen for aksjer er satt sammen etter markedsverdien for aksjene i de land som inngår i indeksen. Referanseindeksen for obligasjoner angir en fast fordeling mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner, hvor statsdelindeksen har en vekt på 70 prosent og selskapsdelindeksen har en vekt på 30 prosent. Valutafordelingen følger av disse vektingsprinsippene.

Eiendomsinvesteringene er ikke definert av fondets referanseindeks. Forvaltningsmandatet setter en maksimal allokering til unotert eiendom på 7 prosent av investeringsporteføljen. Fondets allokering til eiendom er videre regulert gjennom investeringsmandatet fastsatt av Norges Banks hovedstyre. Det er opp til Norges Bank å bestemme allokeringen til eiendom, innenfor rammer gitt i forvaltningsmandatet, og hvordan den skal finansieres.

Forvaltningsmandatet ble oppdatert mot slutten av 2019 til også å åpne for investeringer i unotert infrastruktur innenfor fornybar energi på inntil 2 prosent av investeringsporteføljen.

Fondet kan ikke investere i verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner, eller fast eiendom og infrastruktur lokalisert i Norge. Fondet kan heller ikke investere i selskaper som er utelukket etter bestemmelsene i retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU.

Figur 8.1 Forvaltningsmandat for SPU



Norges Banks styringsstruktur

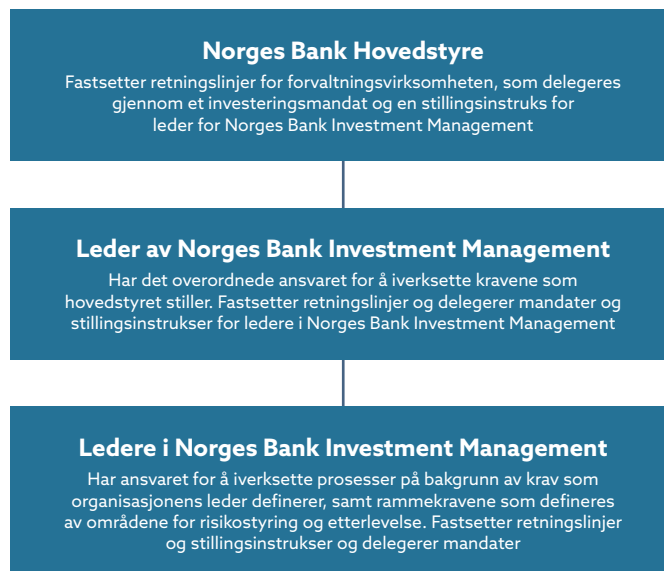
Hovedstyret i Norges Bank har delegert ansvaret for forvaltningen av SPU til leder for bankens område for kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Management.

Leder i Norges Bank Investment Management er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse og et investeringsmandat. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for risikostyring, ansvarlige investeringer og godtgjøring til ansatte i Norges Bank Investment Management. Internasjonalt anerkjente standarder legges til grunn innen verdivurdering og avkastningsmåling, samt styring, måling og kontroll av risiko. Rapportering til hovedstyret

gjøres månedlig og mer utfyllende kvartalsvis. Sentralbanksjefen og hovedstyret gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller vesentlige forhold uten opphold.

I Norges Bank Investment Management er investeringsansvaret delegert videre gjennom investeringsmandater. Ansvar for prosesser og personale er delegert gjennom stillingsbeskrivelser, mens krav til prosesser er detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Sammensetningen av ledergruppen og delegeringen av myndighet skal sikre ansvarsdeling mellom investeringsområdene, verdipapirhandel, drift, risikostyring og etterlevelse og kontroll.

Figur 8.2 Norges Banks styringsstruktur



Investeringsrisikokomiteén komplementerer delegeringen ved å gi råd om styring av investeringsrisiko, i tillegg til at investeringsuniverskomiteén gir råd om investeringsuniverset til porteføljen.

Krav til intern risikorapportering er gitt av leder i Norges Bank Investment Management i stillingsbeskrivelser innenfor risikoområdet. Rapportering til leder gjøres daglig, ukentlig og månedlig. Leder skal gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller alvorlige avvik fra investeringsmandatet uten opphold.

Rammeverk for investeringsrisiko

I forvaltningsmandatet for SPU er det gitt flere rammer og begrensninger for den kombinerte aksje- og obligasjonsaktivaklassen, samt innen hver aktivaklasse. Investeringer i unotert eiendom er omhandlet i investeringsmandatet med egne rammer for forvaltningen. Rammene understøtter hvordan en diversifisert eksponering mot unotert eiendom skal etableres og forvaltes.

Deling av roller og ansvar er et grunnprinsipp i utforming av prosesser i Norges Bank Investment

Management. Endringer av investeringsmandater, porteføljehierarkiet og nye motparter følges opp og krever godkjenning av Chief Risk Officer (CRO), eller den CRO har bemyndiget.

Hovedstyrets prinsipper for risikostyring er videre detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Ansvar for effektive prosesser knyttet til risikostyring er delegert til CRO og Chief Compliance and Control Officer (CCO).

Risikostyring er definert som styring av markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko og risiko relatert til miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer. De tre førstnevnte er definert som investeringsrisiko. I Norges Bank Investment Management har investeringsområdet ansvar for å styre risiko i porteføljen og i det enkelte mandat, mens risikostyringsområdene på uavhengig basis måler, styrer og rapporterer investeringsrisiko på tvers av porteføljen, på aktivaklassenivå og andre nivåer som reflekterer investeringsprosessen. For unotert eiendom er det krav til særskilte risikovurderinger i forkant av investeringer.

Tabell 8.1 Investeringsrisiko

Type	Markedsrisiko	Kredittrisiko	Motpartsrisiko
Definisjon	Risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene og eiendomsverdier	Risiko for tap som følge av at en utsteder av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser	Risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke oppfyller sine forpliktelser
Hoveddimensjoner	Målt både absolutt og relativt til referanseindeksen – Konsentrasjonsrisiko – Volatilitet og samvariasjonsrisiko – Systematisk faktorrisiko – Likviditetsrisiko	Målt på enkeltutstedernivå og porteføljenivå – Sannsynlighet for mislighold – Tap ved mislighold – Samvariasjon mellom instrumenter og utstedere – Hensyntas på porteføljenivå	Målt risikoeksponering per type posisjon – Verdipapirutlån – Derivater inklusive valutakontrakter – Usikrede bankinnskudd og verdipapirer – Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler – Oppgjøringsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid

Investeringsrisiko – markedsrisiko

Norges Bank Investment Management definerer markedsrisiko som risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene og eiendomsverdier. Markedsrisiko for investeringsporteføljen, både absolutt og relativt til referanseindeksen, måles etter dimensjonene konsentrasjon, volatilitet og samvariasjonsrisiko, systematisk faktorrisiko og likviditetsrisiko. For uotert eiendom omfatter dette måling av andel eiendom under utvikling, utleiegrad, leietakerkonsentrasjon og geografisk konsentrasjon. Markedsrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

Investeringsrisiko – kredittrisiko

Norges Bank Investment Management definerer kredittrisiko som risiko for tap som følge av at en utsteder av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Kredittrisiko blir målt både knyttet til enkeltutstedere der risikomålet tar hensyn til sannsynlighet for mislighold og tap ved mislighold, og kredittrisiko på porteføljenivå der risikomålet tar hensyn til samvariasjon mellom instrumenter og utstedere. Kredittrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

Investeringsrisiko – motpartsrisiko

Norges Bank Investment Management definerer motpartsrisiko som risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke oppfyller sine forpliktelser. Motparter er nødvendige for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kredittrisiko. Motpartsrisiko oppstår også ved utlån av verdipapirer og i forbindelse med forvaltningen av aksje- og obligasjonsporteføljen samt eiendomsporteføljen. Motpartsrisiko kontrolleres og begrenses i så stor grad som mulig, gitt investeringsstrategien.

Risikostyringsprosessen

Norges Bank Investment Management benytter flere målemetoder, prosesser og systemer for å kontrollere investeringsrisiko. Robuste og anerkjente risikostyringssystemer og -prosesser komplementeres av internt utviklede målemetoder og prosesser.

Markedsrisiko

Norges Bank Investment Management måler markedsrisiko både for den faktiske porteføljen og den relative markedsrisikoen for plasseringer for SPU.

Kontinuerlig overvåkning, måling og vurdering av markedsrisiko gjøres langs flere risikodimensjoner, og ved bruk av flere metoder og angrepsvinkler. Ved å kombinere forskjellige og utfyllende risikomål får man økt innsikt i risikoprofilen til plasseringene for SPU.

Konsentrasjonsrisiko

Konsentrasjonsanalyse er et supplement til statistisk risikoberegning ved å beskrive konsentrasjonen til en enkelt eksponering eller en gruppe med eksponeringer. Mer konsentrerte porteføljer har en tendens til å bidra med mindre diversifisering. Konsentrasjonen måles over ulike dimensjoner avhengig av aktivaklasse, inkludert land-, valuta-, sektor-, utsteder- og selskapseksponering.

Porteføljen er investert på tvers av flere aktivaklasser, land og valutaer, som vist i tabell 8.2.

Tabell 8.2 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		31.12.2019	Marked	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018
Aksjer	Utviklet	88,6	Utviklet	89,0				
	USA	39,7	USA	38,4				
	Storbritannia	8,8	Storbritannia	9,4				
	Japan	8,4	Japan	8,8				
	Frankrike	5,2	Frankrike	5,1				
	Tyskland	4,8	Tyskland	4,9				
	Sum andre	21,7	Sum andre	22,5				
	Fremvoksende	11,4	Fremvoksende	11,0				
	Kina	4,3	Kina	3,6				
	Taiwan	1,8	Taiwan	1,7				
	India	1,2	India	1,2				
	Brasil	1,0	Brasil	1,0				
	Sør-Afrika	0,6	Sør-Afrika	0,7				
	Sum andre	2,6	Sum andre	2,8				
Sum aksjer					70,83	66,34	7 145 463	5 477 159
Obligasjoner	Utviklet	92,0	Utviklet	91,8				
	Amerikanske dollar	45,9	Amerikanske dollar	44,6				
	Euro	26,9	Euro	26,1				
	Japanske yen	7,5	Japanske yen	7,7				
	Britiske pund	4,3	Britiske pund	4,2				
	Kanadiske dollar	3,1	Kanadiske dollar	3,3				
	Sum andre	4,4	Sum andre	5,9				
	Fremvoksende	8,0	Fremvoksende	8,2				
	Meksikanske peso	1,6	Meksikanske peso	1,7				
	Sørkoreanske won	1,1	Sørkoreanske won	1,3				
	Indonesiske rupiah	1,0	Indonesiske rupiah	1,1				
	Indiske rupi	0,7	Indiske rupi	0,7				
	Brasilianske real	0,7	Malaysiske ringgit	0,6				
	Sum andre	2,9	Sum andre	2,9				
Sum obligasjoner					26,46	30,68	2 669 606	2 532 774
Unotert eiendom	USA	48,5	USA	47,8				
	Storbritannia	21,2	Storbritannia	23,0				
	Frankrike	17,9	Frankrike	16,5				
	Sveits	3,5	Sveits	3,7				
	Tyskland	3,4	Tyskland	3,5				
	Sum andre	5,6	Sum andre	5,5				
Sum unotert eiendom					2,71	2,98	273 014	246 013

¹ Markedsverdi i prosent per land og valuta inkluderer derivater og kontanter.

Ved utgangen av 2019 var aksjeandelen i fondet 70,8 prosent, opp fra 66,3 prosent ved årsslutt 2018. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var

26,5 prosent, ned fra 30,7 prosent ved årsslutt 2018. Unotert eiendoms andel av fondet var 2,7 prosent, mot 3,0 prosent ved årsslutt 2018.

For aksjeinvesteringene måles konsentrasjon i porteføljen videre blant annet fordelt på sektor. Tabell 8.3 viser sektorfordelingen for aktivaklassen aksjer.

Tabell 8.3 Fordeling av aksjeinvesteringene per sektor¹, prosent

Sektor	31.12.2019	31.12.2018
Finans	23,6	23,7
Teknologi	14,6	12,6
Industri	13,4	12,9
Konsumvarer	11,5	11,9
Helse	11,3	11,4
Konsumtjenester	10,7	10,8
Olje og gass	5,0	5,9
Materialer	4,4	5,0
Kraft- og vannforsyning	2,8	2,8
Telekommunikasjon	2,7	3,0

¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

SPU har betydelige investeringer i obligasjoner utstedt av stater. Tabell 8.4 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer statsobligasjoner utstedt i egen valuta og fremmed valuta, samt realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 8.4 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2019	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2018
USA	701 616	USA	638 715
Japan	244 195	Japan	237 179
Tyskland	98 548	Tyskland	106 116
Frankrike	80 783	Storbritannia	64 844
Storbritannia	72 793	Frankrike	47 998
Spania	51 554	Sør-Korea	43 366
Sør-Korea	49 049	Mexico	42 594
Mexico	43 360	Spania	41 388
Italia	42 427	Italia	36 517
Canada	30 640	Australia	36 399

Porteføljen er også investert i selskaper som utsteder både aksjer og obligasjoner. Tabell 8.5 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger. Obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner samt gjeld utstedt av andre underliggende selskaper er inkludert i obligasjonskolonnen.

Tabell 8.5 Største beholdninger utenom stat, både aksjer og obligasjoner

Beløp i millioner kroner, 31.12.2019	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Apple Inc	Teknologi	116 967	7 711	124 677
Microsoft Corp	Teknologi	104 640	1 258	105 897
Alphabet Inc	Teknologi	77 831	529	78 360
Nestlé SA	Konsumvarer	71 686	1 900	73 585
Amazon.com Inc	Konsumtjenester	68 631	3 716	72 347
Roche Holding AG	Helse	55 297	360	55 657
Alibaba Group Holding Ltd	Konsumtjenester	51 992	1 073	53 065
Royal Dutch Shell Plc	Olje og gass	52 193	496	52 689
Novartis AG	Helse	44 604	3 679	48 283
Facebook Inc	Teknologi	46 241	0	46 241

Beløp i millioner kroner, 31.12.2018	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Apple Inc	Teknologi	62 740	7 176	69 915
Microsoft Corp	Teknologi	64 715	1 853	66 568
Alphabet Inc	Teknologi	57 634	792	58 426
Amazon.com Inc	Konsumtjenester	54 771	2 985	57 756
Nestlé SA	Konsumvarer	53 914	2 291	56 205
Royal Dutch Shell Plc	Olje og gass	51 274	1 627	52 902
Novartis AG	Helse	39 494	3 505	42 999
Roche Holding AG	Helse	39 573	1 968	41 541
Berkshire Hathaway Inc	Finans	33 423	4 936	38 359
JPMorgan Chase & Co	Finans	24 913	12 972	37 885

Tabell 8.6 viser sektorfordelingen for aktivaklassen unotert eiendom.

Tabell 8.6 Fordeling av unoterte eiendomsinvesteringer per sektor, prosent

Sektor	31.12.2019	31.12.2018
Kontor	56,5	59,3
Handel	18,2	18,0
Logistikk	21,9	21,6
Annet	3,4	1,2
Totalt	100,0	100,0

Volatilitet og samvariasjonsrisiko

Norges Bank Investment Management benytter modeller for å kvantifisere risiko for svingninger i verdi knyttet til hele eller deler av porteføljen. Volatilitet er et standard risikomål basert på det statistiske målet standardavvik, som hensyntar samvariasjon mellom porteføljens ulike investeringer. Risikomålet gir et estimat på hvor mye man kan forvente at porteføljens verdi endres eller svinger i løpet av et år basert på markedsforhold over de siste tre årene. I to av tre år forventes porteføljens avkastning å ligge innenfor den negative og positive verdien til måltallet. Forventet volatilitet kan uttrykkes i form av porteføljens absolutte eller relative risiko. Norges Bank Investment Management benytter samme modell både for porteføljrisiko og relativ volatilitet.

Alle fondets investeringer er inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks bestående av globale aksje- og verdipapirindekser.

MSCI sin Barra Private Real Estate 2 (PRE2) modell brukes til å beregne markedsrisikoen for fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Som et generelt modelleringsproblem finnes det kun få eller ingen

historiske priser på enkelteierdommer. Datakilder som er tilgjengelige og kan brukes som tilnæringer for prising av unoterte eiendomsinvesteringer omfatter avkastningstidsserier fra børsnoterte eiendomsselskaper (REITs) og takstbaserte indekser. Risikomodellen fra MSCI bruker tidsserier for verditakster og faktiske transaksjoner som utgangspunkt, men inkluderer også noterte eiendomsaksjer for å etablere representative tidsserier for unotert eiendom. Denne hybridmodellen kalibreres mot markedsdata for hver beliggenhet og type eiendom, og konstruerer syntetiske tidsserier for avkastning på risikofaktorer med daglig frekvens. Hovedrisikoelementene fra å være eksponert mot disse risikofaktorene er valutarisiko, varians og korrelasjon av verditaksttidsseriene på tvers av beliggenhet og type eiendom, og via tidsserier fra børsnoterte eiendomsinvesteringer, korrelasjon mot aksje- og rentemarkedene. MSCI sin risikomodell bruker så disse faktorene for unoterte eiendomsinvesteringer på samme måte som ordinære aksje- og renterisikofaktorer for å beregne forventet absolutt og relativ volatilitet, samt forventet ekstremavviksrisiko for fondets investeringer.

Beregning av forventet volatilitet

Forventet volatilitet til porteføljen, og relativ til dens referanseindeks, estimeres ved bruk av en parametrisert beregningsmetode basert på dagens investeringer. Modellen vektet ukentlige avkastningsdata likt over en estimeringsperiode på tre år.

Tabell 8.7 og 8.8 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

Tabell 8.7 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019	31.12.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018
Porteføljen	7,7	7,7	8,6	7,9	8,6	8,5	11,0	9,5
Aksjer	9,9	9,9	11,5	10,2	11,6	11,4	13,7	12,4
Obligasjoner	7,0	6,7	7,2	6,9	7,0	6,8	9,4	7,8
Unotert eiendom	8,7	8,7	9,4	9,0	9,3	9,2	11,9	10,4

Tabell 8.8 Relativ risiko målt mot referanseindeksene til fondet, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019	31.12.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018
Porteføljen	33	31	34	32	33	29	37	31

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 7,7 prosent, eller om lag 780 milliarder kroner, ved utgangen av 2019, mot 8,6 prosent ved årsslutt 2018. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 9,9 prosent ved årsslutt, ned fra 11,6 prosent ved utgangen av 2018, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 7,0 prosent, på samme nivå som ved årsslutt 2018. Nedgangen i fondets forventede volatilitet i 2019 skyldes hovedsakelig mindre prissvingninger i aksjemarkedene for de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2018.

Forvaltningsmandatet angir at forventet relativ volatilitet for fondet ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Fondets forventede relative volatilitet var 33 basispunkter ved utgangen av året, på samme nivå som ved årsslutt 2018.

I tillegg til bruk av nevnte modell, brukes andre risikomodeller som i større grad hensyntar den siste tids markedsdynamikk og modeller som måler halerisiko.

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisikomål som måler forventet tap i ekstreme markedssituasjoner. Ekstremavviksrisikomålet anvendt på relative avkastninger gir et estimat på den forventede årlige mindreakstningen mot referanseindeksen for et gitt konfidensnivå. Ved bruk av historiske simuleringer beregnes relative avkastninger på dagens portefølje mot referanseindeks på ukentlig basis over perioden fra og med januar 2007 til utløpet av siste regnskapsperiode. Ekstremavviksrisikoen ved 97,5 prosent konfidensnivå er da gitt ved den annualiserte gjennomsnittlige relative

avkastningen målt i valutakurven for de 2,5 prosent verste ukene.

Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen målt mot referanseindeksen ikke overstiger 3,75 prosentpoeng. Ekstremavviksrisikoen blir målt og fulgt opp basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Ved utgangen av året var ekstremavviksrisikoen 1,50 prosentpoeng, sammenlignet med 1,37 prosentpoeng ved årsslutt 2018.

Beregning av forventet ekstremavviksrisiko

Forventet ekstremavviksrisiko for porteføljen målt mot dens referanseindeks estimeres ved historiske simuleringer basert på dagens investeringer. Modellen vektet ukentlige avkastninger likt over en periode fra og med januar 2007 til utløpet av siste regnskapsperiode, for at måltallet skal kunne fange opp ekstreme markedsbevegelser. Et konfidensnivå på 97,5 prosent legges til grunn for beregningene.



Styrker og svakheter

Styrken ved denne typen risikomodeller er at man kan estimere risiko knyttet til en portefølje på tvers av forskjellige aktivaklasser, markeder, valutaer, verdipapirbeholdninger og derivater, og uttrykke risikoen gjennom ett enkelt tall som hensyntar samvariasjon mellom de forskjellige aktivaklassene, verdipapirene og risikofaktorene, samt fange opp avvik fra normalfordeling.

De modellbaserte risikoestimatene bruker historiske sammenhenger i markedene og er forventet å ha gode prognoseevner i markeder uten nevneverdige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Estimaten er mindre pålitelige i perioder med vesentlige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Beregnet volatilitet gir et punkt estimat på risiko, og sier lite om den samlede risikoprofilen og eventuell halerisiko. Annualisering innebærer at det antas at volatilitet og porteføljesammensetning er konstant over tid. For å veie opp for disse svakhetene benyttes komplementære modeller og metoder, som stresstester, og analyse av konsentrasjonsrisiko og realisert avkastning.

Etterprøving av modeller

Risikomodeller brukt til å estimere og kontrollere investeringsrisiko blir jevnlig vurdert og etterprøvd for evne til å estimere risiko. Investeringsporteføljen og investeringsuniversets spesielle karakteristikk, samt SPUs lange investeringshorisont blir hensyntatt i vurderingene av modellene.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at utstedere av renteinstrumenter ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Renteinstrumenter i porteføljens referanseindeks er alle kredittvurdert til å inneha lav kredittrisiko av ett av de store kredittvurderingsbyråene. Investeringer i obligasjoner gjøres basert på egne vurderinger med hensyn til forventet avkastning og risikoprofil.

Tabell 8.9 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.12.2019	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	784 270	219 428	367 235	113 426	41 750	1 526 110
Statsrelaterte obligasjoner	127 462	131 904	42 359	14 164	1 265	317 155
Realrenteobligasjoner	127 523	29 901	7 433	9 549	-	174 406
Selskapsobligasjoner	5 567	39 019	260 796	317 812	5 978	629 172
Pantesikrede obligasjoner	122 767	24 524	1 583	526	433	149 833
Sum obligasjoner	1 167 588	444 778	679 406	455 478	49 425	2 796 675

Beløp i millioner kroner, 31.12.2018	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	739 266	186 417	358 892	101 955	46 926	1 433 456
Statsrelaterte obligasjoner	145 988	127 414	46 766	15 274	1 136	336 579
Realrenteobligasjoner	114 351	12 444	6 007	6 190	403	139 396
Selskapsobligasjoner	5 965	51 202	224 458	318 135	9 553	609 314
Pantesikrede obligasjoner	114 035	23 461	2 408	786	414	141 105
Sum obligasjoner	1 119 606	400 939	638 532	442 341	58 431	2 659 849

Andelen av investeringer i statsrelaterte obligasjoner ble redusert i løpet av året, til 11,3 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2019 fra 12,7 prosent ved årsslutt 2018. Selskapsobligasjoner ble også redusert til 22,5 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2019 fra 22,9 prosent ved årsslutt 2018. Statsobligasjoner, inkludert realrenteobligasjoner, utgjorde ved årets slutt 60,8 prosent av obligasjonsporteføljen sammenlignet med 59,1 prosent ved årsslutt 2018.

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering AA økte med 0,8 prosentpoeng til 15,9 prosent av den totale obligasjonsporteføljen ved årsslutt. Økningen skyldes i hovedsak økning i beholdningen av statsobligasjoner, inkludert realrenteobligasjoner. Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering AAA ble redusert med 0,4 prosentpoeng til 41,7 prosent av den totale obligasjonsporteføljen ved årsslutt 2019. Dette skyldes hovedsakelig en reduksjon i beholdningen av statsrelaterte obligasjoner gjennom året. Andelen

av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering BBB ble redusert med 0,3 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2018, til 16,3 prosent av obligasjonsporteføljen ved årsslutt 2019. Dette kom som en følge av redusert beholdning av selskapsobligasjoner utstedt hovedsakelig i amerikanske dollar.

Andelen av obligasjonsbeholdningen i kategorien *Lavere vurdering* ble redusert til 1,8 prosent av obligasjonsbeholdningen ved utgangen av 2019, fra 2,2 prosent ved årsslutt 2018. Dette skyldes i hovedsak en reduksjon i beholdningen av statsobligasjoner i fremvoksende markeder i denne kategorien. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 129 millioner kroner ved årsslutt 2019, sammenlignet med 44 millioner kroner ved årsslutt 2018. Misligholdte obligasjoner er gruppert under *Lavere vurdering*. Obligasjonsporteføljens kredittkvalitet ble totalt sett noe forbedret i løpet av året.

Tabell 8.10 Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, prosent

31.12.2019	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	26,1	2,1	6,8	8,4	0,2	43,5
Euro	9,1	7,3	5,3	4,5	0,1	26,2
Japanske yen	-	-	9,4	-	-	9,4
Britiske pund	0,3	2,8	0,5	0,6	-	4,2
Kanadiske dollar	2,4	0,8	0,1	-	-	3,4
Andre valutaer	3,9	2,9	2,2	2,8	1,5	13,3
Totalt	41,7	15,9	24,3	16,3	1,8	100,0

31.12.2018	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	25,3	2,4	6,5	9,1	0,2	43,5
Euro	9,5	6,3	4,8	4,3	0,2	25,1
Japanske yen	-	-	9,6	-	-	9,6
Britiske pund	0,3	2,7	0,4	0,7	-	4,1
Kanadiske dollar	2,2	1,2	0,2	-	-	3,5
Andre valutaer	4,8	2,5	2,5	2,5	1,8	14,2
Totalt	42,1	15,1	24,0	16,6	2,2	100,0

Ved årsslutt 2019 var det ingen kredittderivater i porteføljen.

I tillegg til kredittvurderinger fra kredittvurderingsbyråer, komplementeres måling av kredittrisiko med to kredittrisikomodeller, hvorav den ene er basert på kredittvurderinger og den andre er basert på observerbare kredittpåslag. Begge disse metodene tar også hensyn til samvariasjon og forventet verdi av obligasjonene i en konkurssituasjon. Modellene benyttes til risikomåling og overvåking av kredittrisiko i renteporteføljen.

Motpartsrisiko

Motparter er nødvendige for å handle i markedene og for å sikre effektiv styring av likviditets-, markeds- og kredittrisiko. Motpartsrisikoeksponering er knyttet til handel i ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter, avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater, gjenkjøps- og gjensalgavtaler, verdipapirutlån, samt beholdning av verdipapirer som anses som usikrede. Motpartsrisiko oppstår også i forbindelse med usikrede bankinnskudd og blant annet i forbindelse med den daglige likviditetsstyringen i fondet og i forbindelse med kjøp og salg av unotert eiendom. Det er videre eksponering for motpartsrisiko knyttet til motparter i de internasjonale oppgjørs- og depotsystemene der transaksjoner gjøres opp. Dette kan forekomme både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. Oppgjørsrisiko og eksponering fra handler med lang oppgjørstid defineres også som motpartsrisiko.

Flere motparter benyttes for å redusere konsentrasjon og det er satt strenge krav til motpartenes kredittkvalitet. Krav til kredittverdighet er generelt høyere for motparter til usikrede bankinnskudd enn der det stilles sikkerhet. Endringer i motparters kredittkvalitet følges opp løpende.

For å redusere motpartsrisiko benyttes motregningsavtaler for handler i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjenkjøps- og gjensalgavtaler. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv

markedsverdi av nettoposisjonen mot motparten. For instrumenter hvor det stilles sikkerhet er det satt minimumskrav, blant annet til sikkerhetens kredittkvalitet, løpetid og konsentrasjon. Avtaler om motregning og sikkerhetsstillelse er inngått for samtlige motparter godkjent for denne type handler.

Det blir også stilt krav til hvordan eiendoms-transaksjoner skal gjennomføres. Motpartsrisikoen som oppstår blir analysert i forkant av at transaksjonen gjennomføres og krever godkjenning av CRO. I 2019 ble 11 transaksjoner godkjent av CRO gjennom denne prosessen, sammenlignet med 18 transaksjoner i 2018.

Motpartsrisiko begrenses også ved at det er satt rammer for eksponering mot enkeltmotparter. Eksponering per motpart blir målt på daglig basis mot fastsatte rammer satt av hovedstyret og leder av Norges Bank Investment Management.

Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko er i henhold til internasjonalt anerkjente standarder. I all hovedsak er det Baselregelverket for banker som er benyttet for måling av motpartsrisiko, med noen tilpasninger basert på interne analyser. Risikomodellen beregner forventet motpartseksponering ved konkurs for en motpart. For derivater og valutakontrakter benyttes standardmetoden i Baselregelverket (SA-CCR). Standardmetoden hensyntar mottatte sikkerheter og motregning ved beregning av motpartsrisiko.

For gjenkjøpsavtaler, verdipapirutlån gjennom ekstern agent og verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel, benyttes en metode der det legges til et påslag på markedsverdi for å ta hensyn til volatiliteten i posisjonene. For disse posisjonene er det også justert for motregning og faktisk mottatt og stilt sikkerhet i beregning av motpartsrisikoeksponering.

Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. For de aller fleste valutahandler er

oppgjøringsrisikoen lav. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjøringsbanken reduseres oppgjøringsrisikoen. I enkelte valutaer er Norges Bank utsatt for oppgjøringsrisiko da solgt valuta blir levert til motparten før kjøpt valuta er bekreftet mottatt. I tabell 8.11 inngår denne eksponeringen på linjen *Oppgjøringsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid*.

Norges Bank Investment Management har investert i saudiarabiske aksjer. Beholdninger av disse verdipapirene gir motpartsrisiko i form av at de vurderes som usikrede.

I tabell 8.11 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet/instrumenttype forbundet med motpartsrisiko.

Total motpartsrisikoeksponering ble redusert til 116,4 milliarder kroner ved utgangen av 2019 fra 122,5 milliarder kroner ved utgangen av 2018. Reduksjonen i risikoeksponering skyldes hovedsakelig lavere risikoeksponering fra verdipapirutlån, usikrede verdipapirer samt oppgjøringsrisiko på motpart i forbindelse med valutakontrakter. Det har vært en økning i risikoeksponeringen fra derivater inklusive valutakontrakter. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner. Risikoeksponeringen for programmet ble redusert til 58,5 milliarder kroner ved årsslutt 2019, fra 67,1 milliarder kroner ved årsslutt 2018. Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 50 prosent av den totale motpartsrisikoeksponeringen til fondet ved utgangen av 2019 sammenlignet med 55 prosent ved utgangen av 2018.



Tabell 8.11 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	31.12.2019	31.12.2018
Verdipapirutlån	58 488	67 110
Derivater inklusive valutakontrakter	32 611	22 529
Usikrede bankinnskudd ¹ og verdipapirer	18 501	23 619
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler ²	6 535	4 780
Oppgjøringsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	266	4 437
Totalt	116 401	122 475

¹ Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper.

² Sammenligningstall er omarbeidet for å reflektere en korreksjon i datagrunnlaget benyttet i beregningen.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer eller en dokumentert intern kredittvurdering.

Kredittvurderingen for motparter overvåkes og komplementeres av alternative kredittrisikoinndikatorer.

Tabell 8.12 viser godkjente motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori. Tabellen inkluderer også meglerhus som brukes ved kjøp og salg av verdipapirer.

Tabell 8.12 Motparter fordelt på kredittvurdering¹

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018
AAA	1	1	1	-
AA	34	33	35	33
A	61	61	79	76
BBB	10	8	32	28
BB	2	2	19	17
B	-	-	7	7
Totalt	108	105	173	161

¹ Tabellen viser antall juridiske enheter. Samme juridiske enhet kan inngå både i gruppen meglerhus og motparter.

Antall motparter og meglerhus har økt i løpet av året. Det var 108 motparter ved årsslutt 2019 mot 105 ved årsslutt 2018. Antall meglerhus økte til 173 ved årsslutt 2019 fra 161 ved årsslutt 2018, noe som i hovedsak skyldes en økning i nye godkjente meglerhus for handel av obligasjoner. Kredittkvaliteten på motparter og meglerhus ved utgangen av 2019 er totalt sett som ved årsslutt 2018.

Belåning

Belåning kan benyttes for å sikre effektiv forvaltning av investeringene innenfor aksje- og obligasjonsporteføljene, men ikke med sikte på å øke den økonomiske eksponeringen mot risikable aktiva. Bruken er her regulert både i forvaltningsmandatet og i investeringsmandatet. Belåning er forskjellen mellom total netto eksponering og markedsverdi for porteføljen. Netto eksponering fastsettes ved at verdipapirer inngår med markedsverdi, kontanter til pålydende og posisjoner i finansielle derivater ved at de konverteres til eksponering mot underliggende risikable aktiva.

Når eksponeringen er større enn porteføljens markedsverdi er porteføljen belånt.

SPUs belåning var 1,1 prosent for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2019, sammenlignet med 1,5 prosent ved utgangen av 2018. For investeringer i unotert eiendom er det satt begrensning i investeringsmandatet om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 35 prosent. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde ved utgangen av 2019 en gjeldsgrad på 6,1 prosent, sammenlignet med 6,7 prosent ved utgangen av 2018.

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i liten grad og ved utgangen av 2019 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.

Note 9 Skatt

Regnskapsprinsipp

Norges Bank er unntatt skatteplikt for sin virksomhet i Norge, men er skattepliktig i flere utenlandske markeder. *Skattekostnad* i resultatregnskapet omfatter inntektsskatt som ikke blir refundert gjennom lokale skattelover eller skatteavtaler, og består av skatt på utbytte, renteinntekter og gevinster relatert til investeringer i aksjer og obligasjoner, skatt på honorar mottatt for utlån med sikkerhetsstillelse, samt skatt i konsoliderte datterselskaper. Denne skatten blir i hovedsak krevd inn ved kilden.

Kildeskatt, etter fratrukk for refunderbart beløp, innregnes samtidig som det relaterte utbyttet eller renteinntekten. Se regnskapsprinsipp i note 4 *Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater*. Refunderbar kildeskatt innregnes i balansen som en fordring under *Andre eiendeler*.

Annen inntektsskatt, som ikke kreves inn ved kilden, innregnes i resultatregnskapet samtidig som den relaterte inntekten eller gevinsten. Betalbar skatt innregnes som en forpliktelse i balansen under *Annen gjeld*, frem til den blir oppgjort. Utsatt skatt knyttet til gevinstbeskatning innregnes som en forpliktelse i balansen under *Annen gjeld* med utgangspunkt i forventet fremtidig betaling når SPU er i gevinstposisjon i det aktuelle markedet. Det balanseføres ikke utsatt skattefordel når SPU er i tapsposisjon da innregningskriteriene ikke anses som oppfylt.

Skatt som påløper i datterselskaper inkludert i balanselinjen *Unotert eiendom*, innregnes i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. Det er kun skattekostnad i konsoliderte datterselskaper som inngår i resultatlinjen *Skattekostnad*, dette er spesifisert i tabell 9.1 i linjen *Annet*.

Alle usikre skatteposisjoner, som for eksempel omstridte refusjonsbeløp av kildeskatt, blir vurdert hver rapporteringsperiode. Beste estimat for sannsynlig refusjon eller betaling blir innregnet i balansen.

Tabell 9.1 viser skattekostnaden fordelt på type investering og type skatt.

Tabell 9.1 Spesifikasjon skattekostnad

Beløp i millioner kroner, 2019	Brutto inntekt før skatt	Inntekts- skatt på utbytte, renter og honorar	Gevinst- beskatning	Annet	Skatte- kostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	1 486 909	-6 214	-472	-	-6 685	1 480 224
Obligasjoner	192 820	-22	-38	-	-60	192 760
Utlån med sikkerhetsstillelse	4 529	-73	-	-	-73	4 456
Annet	-	-	-	-9	-9	-
Skattekostnad		-6 308	-510	-9	-6 827	

Beløp i millioner kroner, 2018	Brutto inntekt før skatt	Inntekts- skatt på utbytte, renter og honorar	Gevinst- beskatning	Annet	Skatte- kostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	-517 214	-4 861	-15	-	-4 876	-522 090
Obligasjoner	14 568	-32	-52	-	-84	14 484
Utlån med sikkerhetsstillelse	4 733	-77	-	-	-77	4 656
Annet	-	-	-	-13	-13	-
Skattekostnad		-4 969	-67	-13	-5 050	

Tabell 9.2 viser fordringer og forpliktelser knyttet til inntektsskatt som er innregnet i balansen.

Tabell 9.2 Spesifikasjon balanseposter knyttet til inntektsskatt

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Inkludert i <i>Andre eiendeler</i> :		
Fordring kildeskatt	2 163	1 895
Inkludert i <i>Annen gjeld</i> :		
Betalbar skatt	9	12
Utsatt skatt	450	-

Tabell 9.3 spesifiserer linjen *Netto utbetaling av skatt* i kontantstrømpstillingen.

Tabell 9.3 Spesifikasjon netto utbetaling av skatt

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Innbetaling av refundert kildeskatt	5 201	4 469
Utbetaling av skatt	-11 848	-8 812
Netto utbetaling av skatt	-6 648	-4 343



Note 10 Gevinst/tap valuta

I tråd med forvaltningsmandatet er fondet ikke investert i verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner eller fast eiendom eller infrastruktur lokalisert i Norge. Fondets avkastning måles primært i fondets valutakurv som er en vektet sammensetning av

valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner. Fondets markedsverdi i norske kroner påvirkes av endringer i valutakurser, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Skjønnsmessig vurdering

Ledelsen i Norges Bank har konkludert med at norske kroner er bankens funksjonelle valuta siden denne valutaen er dominerende i forhold til bankens underliggende aktiviteter. Eiers kapital, i form av SPUs kronekonto, er denominert i norske kroner og en andel av kostnadene relatert til forvaltningen av SPU er i norske kroner. Regnskapsrapporteringen for SPU er en del av Norges Banks regnskap, og ut fra dette vurderes det at SPU også har norske kroner som funksjonell valuta. Investeringsporteføljens beløpsmessige avkastning rapporteres internt og til eier i norske kroner, mens prosentvis avkastning for investeringsporteføljen rapporteres både i norske kroner og i valutakurven som følger av forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet. Videre er det innen kapitalforvaltningen ikke én investeringsvaluta som utpeker seg som dominerende.

Regnskapsprinsipp

Valutakursen på transaksjonstidspunktet benyttes ved regnskapsføring av transaksjoner i utenlandsk valuta. Eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta omregnes til norske kroner med valutakurser på balanse-dagen. I resultatregnskapet er valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte gevinster og tap på eiendeler og gjeld skilt ut og presentert på en egen linje, *Gevinst/tap valuta*.

Skjønnsmessig vurdering

Gevinst og tap på finansielle instrumenter skyldes endringer i instrumentets kurs (før gevinst/tap valuta) og endringer i valutakurser (gevinst/tap valuta). Disse presenteres separat i resultatregnskapet. Metoden for å fordele total gevinst/tap i norske kroner til et verdipapirelement og et valutaelement, er beskrevet nedenfor. Forskjellige metoder vil kunne gi ulike utslag for fordelingen.

Valutaelement

Urealisert gevinst/tap som skyldes endringer i valutakurs beregnes basert på beholdningens opprinnelige kostpris i utenlandsk valuta og endringen i valutakurs fra kjøpstidspunktet til balansedagen. Dersom beholdningen er anskaffet i en tidligere periode, vil gevinst/tap resultatført i tidligere perioder trekkes fra for å komme frem til periodens gevinst/tap. Ved realisasjon benyttes valutakurs på salgstidspunktet for beregning av realisert gevinst/tap, og tidligere resultatført urealisert gevinst/tap for beholdningen reverseres i gjeldende periode.

Verdipapirelement

Urealisert gevinst/tap som skyldes endringer i instrumentets kurs beregnes basert på endring i instrumentets kurs fra kjøpstidspunktet til balansedagen og balansedagens valutakurs. Dersom beholdningen er anskaffet i en tidligere periode, vil gevinst/tap resultatført i tidligere perioder trekkes fra for å komme frem til periodens gevinst/tap fra endringer i verdipapirkurser. Ved realisasjon benyttes prisen beholdningen ble solgt til for beregning av realisert gevinst/tap fra endringer i verdipapirkurser, og tidligere resultatført urealiserte gevinst/tap reverseres i gjeldende periode.

Endringen i fondets markedsverdi som skyldes endringer i valutakurser er presentert i tabell 10.1.

Tabell 10.1 Spesifikasjon Gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	44 005	163 983
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	33 334	-1 329
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	15 693	50 721
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	-5 461	14 654
Gevinst/tap valuta - andre	39 108	-4 418
Gevinst/tap valuta	126 679	223 611

Tabell 10.2 gir en oversikt over verdien av investeringsporteføljen fordelt på de viktigste valutaene SPU er eksponert mot. Dette supplerer oversikten over fordeling per aktivaklasse, land og valuta i tabell 8.2 i note 8 *Investeringsrisiko*.

Tabell 10.2 Spesifikasjon av investeringsporteføljen per valuta

Beløp i millioner kroner	31.12.2019	31.12.2018
Amerikanske dollar	4 325 398	3 418 802
Euro	1 999 881	1 678 501
Japanske yen	807 056	682 120
Britiske pund	758 899	631 180
Andre valutaer	2 196 849	1 845 342
Markedsverdi investeringsporteføljen	10 088 083	8 255 945

Tabell 10.3 gir en oversikt over balansedagens valutakurser for de viktigste valutaene SPU er eksponert mot.

Tabell 10.3 Valutakurser

	31.12.2019	31.12.2018	Prosent endring
Amerikanske dollar	8,79	8,66	1,5
Euro	9,86	9,90	-0,4
Japanske yen	0,08	0,08	2,5
Britiske pund	11,64	11,03	5,6

Note 11 Forvaltningskostnader

Regnskapsprinsipp

Forvaltningsgodtgjøringen belastes resultatregnskapet til SPU som en kostnad etter hvert som den påløper, men blir først gjort opp i påfølgende år. Skyldig forvaltningsgodtgjøring er en finansiell forpliktelse målt til amortisert kost.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er basert på oppnådd meravkastning i forhold til en referanseindeks over tid. Avsetning for avkastningsavhengige honorarer er basert på beste estimat på påløpte honorarer som skal utbetales. Virkningen av estimatendringer resultatføres i inneværende regnskapsperiode.



144

Forvaltningskostnader omfatter alle kostnader ved forvaltning av investeringsporteføljen. Disse påløper i hovedsak i Norges Bank, men det påløper også forvaltningskostnader i datterselskaper av Norges Bank som utelukkende er etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom.

Forvaltningskostnader i Norges Bank

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvarer faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultat for SPU på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 11.1.

Tabell 11.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2019		2018	
		Basis- punkter		Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	1 448		1 262	
Kostnader til depot	431		385	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	671		651	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	258		282	
Øvrige kostnader	428		400	
Fordelte kostnader Norges Bank	174		167	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	611		724	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	4 021	4,4	3 872	4,6
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	291		673	
Forvaltningsgodtgjøring	4 312	4,7	4 544	5,4

Forvaltningskostnader i datterselskaper

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper består av kostnader knyttet til forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen. Disse kostnadene blir belastet porteføljeresultatet direkte og er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen.

Forvaltningskostnader påløpt i ikke-konsoliderte og konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som henholdsvis *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* og *Annen inntekt/kostnad*. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 11.2.

145

Tabell 11.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2019		2018	
		Basis- punkter		Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	34		25	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	19		41	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	36		30	
Øvrige kostnader	22		13	
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	111	0,1	108	0,1
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	<i>70</i>		<i>88</i>	
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	<i>41</i>		<i>20</i>	

Øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader

Finansdepartementet har fastsatt en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor denne rammen. Norges Bank godtgjøres i tillegg for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Disse kostnadene er holdt utenfor den øvre rammen.

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2019 begrenset oppad til 7,0 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. Dette er tilsvarende som for 2018. I henhold til retningslinjer fra Finansdepartementet, er gjennomsnittlig kapital under forvaltning beregnet basert på markedsverdien til fondets portefølje i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjorde 4 132 millioner kroner i 2019. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 4 021 millioner kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 111 millioner kroner. Dette tilsvarer 4,5 basispunkter av forvaltet kapital.

Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde 4 423 millioner kroner i 2019. Dette tilsvarer 4,8 basispunkter av forvaltet kapital.

Andre driftskostnader i datterselskaper

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 11.2, påløper det også andre driftskostnader i datterselskaper knyttet til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke kostnader ved å investere i eiendom, men kostnader ved å drifte bygningene etter at de er kjøpt. Derfor er de ikke definert som forvaltningskostnader. Andre driftskostnader blir belastet porteføljerisikoen direkte og er ikke en del av forvaltningsgodtgjøring. De inngår heller ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsrammen.

Andre driftskostnader som påløper i ikke-konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. Se tabell 6.5 i note 6 *Unotert eiendom* for ytterligere informasjon. Andre driftskostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Annen inntekt/kostnad*.

Note 12 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse er transaksjoner hvor SPU overfører eller mottar verdipapirer eller kontanter fra en motpart, med sikkerhetsstillelse i andre verdipapirer eller kontanter.

Transaksjoner er gjennomført under forskjellige avtaler som verdipapirutlånsavtaler, gjensalgs- og gjenkjøpsavtaler og aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

Formålet med utlån og innlån med sikkerhetsstillelse er å skape merinntekter fra SPUs beholdninger av verdipapirer og kontanter. Disse transaksjonene benyttes også i forbindelse med likviditetsstyring.

Regnskapsprinsipp

Inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Inntekter og kostnader består hovedsakelig av renter og netto honorar som innregnes lineært over avtaleperioden. Dette presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse* og *Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse*.

Tabell 12.1 Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	2019	2018
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	4 529	4 733
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	-1 926	-1 466
Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	2 603	3 267

Regnskapsprinsipp

Overførte finansielle eiendeler

Ved utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, fraregnes ikke det overførte verdipapiret ved inngåelsen av avtalen, da kriteriene for fraregning ikke er oppfylt. Siden motparten har rett til å selge eller pantsette verdipapiret, anses verdipapiret som overført. Overførte verdipapirer presenteres derfor på egne linjer i balansen, *Utlånte aksjer* og *Utlånte obligasjoner*. I avtaleperioden regnskapsføres de underliggende verdipapirene i samsvar med regnskapsprinsipper for det aktuelle verdipapiret.

Ved salg av en aksje i kombinasjon med kjøp av en tilsvarende aksjebytteavtale, presenteres den solgte aksjen i balansen som *Utlånte aksjer*, da SPU's eksponering til aksjen er uendret. Aksjebytteavtalen (derivatet) innregnes ikke i balansen da dette vil føre til innregning av de samme rettighetene to ganger. Ved kjøp av en aksje i kombinasjon med salg av en tilsvarende aksjebytteavtale, har SPU tilnærmet ingen eksponering til aksjen eller derivatet og hverken aksjen eller aksjebytteavtalen innregnes i balansen.

Utlån med sikkerhetsstillelse

Kontantsikkerhet overført til motparter er fraregnet. En tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres innregnes i balansen som en eiendel, *Utlån med sikkerhetsstillelse*. Denne eiendelen er målt til virkelig verdi.

Innlån med sikkerhetsstillelse

Mottatt kontantsikkerhet innregnes i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Innlån med sikkerhetsstillelse*. Denne forpliktelsen er målt til virkelig verdi.

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer gjennom utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, hvor SPU har rett til å selge eller pantsette verdipapiret, innregnes ikke i balansen, med mindre det er reinvestert.

Tabell 12.2 viser beløpet presentert som *Utlån med sikkerhetsstillelse* samt tilhørende sikkerheter mottatt i form av verdipapirer.

Tabell 12.2 Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2019	31.12.2018
Utlån med sikkerhetsstillelse	222 946	216 768
Sum utlån med sikkerhetsstillelse	222 946	216 768
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balansført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	68 147	38 018
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	155 990	182 703
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån	224 137	220 721

Tabell 12.3 viser overførte verdipapirer med tilknyttede forpliktelser i form av *Innlån med sikkerhetsstillelse*, samt sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier.

Tabell 12.3 Overførte finansielle eiendeler og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2019	31.12.2018
Overførte finansielle eiendeler		
Utlånte aksjer	426 623	437 651
Utlånte obligasjoner	479 852	662 920
Sum overførte finansielle eiendeler	906 475	1 100 571
Tilhørende kontantsikkerhet, innregnet som forpliktelse		
Innlån med sikkerhetsstillelse	338 266	360 105
Sum innlån med sikkerhetsstillelse	338 266	360 105
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer eller garantier (ikke-balanseført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	436 482	486 470
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	178 250	309 951
Garantier	8 548	10 696
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier knyttet til overførte finansielle eiendeler	623 280	807 117

Note 13 Sikkerhetsstillelse og motregning

Regnskapsprinsipp

Kontantsikkerhet ikke-børsnoterte derivattransaksjoner

Kontantsikkerhet avgitt i forbindelse med ikke-børsnoterte derivattransaksjoner er fraregnet og en tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres er innregnet i balansen som *Avgitt kontantsikkerhet*. Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med ikke-børsnoterte derivattransaksjoner er innregnet i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Mottatt kontantsikkerhet*. Både *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er målt til virkelig verdi.

Motregning

Finansielle eiendeler og forpliktelser blir ikke motregnet og presentert netto i balansen, da kriteriene i IAS 32 *Finansielle instrumenter: Presentasjon* ikke er oppfylt. Tabell 13.1 inneholder derfor ikke en kolonne for beløp motregnet/nettoført i balansen.



Sikkerhetsstillelse

For flere motparter og transaksjonstyper vil det både avgis og mottas kontantsikkerhet til og fra samme motpart. Derfor vil mottatt kontantsikkerhet kunne nettes mot avgitt kontantsikkerhet, og omvendt, som vist i tabell 13.1. Balanselinjene *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er utelukkende knyttet til ikke-børsnoterte derivattransaksjoner. I forbindelse med utlån og innlån med sikkerhetsstillelse vil det avgis og mottas sikkerhet i form av verdipapirer eller kontanter, se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for mer informasjon.

Motregning

Tabell 13.1 viser en oversikt over finansielle eiendeler og forpliktelser, effekten av juridisk bindende nettingavtaler og relaterte sikkerheter for å redusere kredittrisiko. Kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting* viser balanseført beløp for finansielle eiendeler og forpliktelser som er underlagt juridisk bindende nettingavtaler. Disse beløpene er justert for

effekten av potensiell netting av balanseførte finansielle eiendeler og gjeld, samt avgitte eller mottatte sikkerheter, mot samme motpart. Den resulterende nettoeksponeringen er presentert i kolonnen *Eiendeler/forpliktelser etter netting og sikkerheter*.

Enkelte nettingavtaler kan potensielt ikke være juridisk bindende. Transaksjoner under de relevante avtalene vises i kolonnen *Eiendeler/forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale*.

Ved motparts konkurs vil samlet oppgjør mellom Norges Bank og konkursboet kunne avtales for enkelte grupper av instrumenter, uavhengig av om instrumentene tilhører SPU eller Norges Banks valutaeserver. Et slikt oppgjør vil allokere proporsjonalt mellom disse porteføljene og er derfor ikke justert for i tabellen.

Tabell 13.1 Eiendeler og forpliktelser som er gjenstand for nettingavtaler

Beløp i millioner kroner, 31.12.2019	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						
	Brutto balanse- førte finansielle eiendeler	Eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale ¹	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som for- pliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter
Eiendeler							
Utlån med sikkerhetsstillelse	222 946	80 807	142 140	-	90 773	51 367	-
Avgitt kontantsikkerhet	1 090	-	1 090	984	-	-	107
Finansielle derivater	3 335	159	3 176	2 441	598	-	136
Totalt	227 372	80 966	146 406	3 425	91 371	51 367	243

Beløp i millioner kroner, 31.12.2019	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						
	Brutto balanse- førte finansielle forpliktelser	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale ²	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant- sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter
Gjeld							
Innlån med sikkerhetsstillelse	338 266	71 979	266 287	-	100 734	164 663	890
Mottatt kontantsikkerhet	6 754	-	6 754	920	-	-	5 834
Finansielle derivater	3 294	-	3 294	2 441	570	-	283
Totalt	348 314	71 979	276 335	3 362	101 304	164 663	7 006

Beløp i millioner kroner, 31.12.2018	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						
	Brutto balanse- førte finansielle eiendeler	Eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale ¹	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som for- pliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter
Beskrivelse							
Eiendeler							
Utlån med sikkerhetsstillelse	216 768	58 238	158 530	-	106 432	52 098	-
Avgitt kontantsikkerhet	1 806	-	1 806	1 685	-	-	121
Finansielle derivater	3 576	50	3 526	2 593	908	-	25
Totalt	222 150	58 288	163 862	4 278	107 340	52 098	146

Beløp i millioner kroner, 31.12.2018	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						
	Brutto balanse- førte finansielle forpliktelser	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale ²	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant- sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikker- het i verdi- papirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikker- heter
Beskrivelse							
Gjeld							
Innlån med sikkerhetsstillelse	360 105	51 746	308 358	-	106 432	200 752	1 174
Mottatt kontantsikkerhet	5 017	-	5 017	1 488	-	-	3 529
Finansielle derivater	4 222	-	4 222	2 593	1 176	-	452
Totalt	369 344	51 746	317 597	4 081	107 608	200 752	5 155

¹ Under *Utlån med sikkerhetsstillelse* inngår beløp for kjøp av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2019 var dette 67 milliarder kroner (37 milliarder kroner i 2018). Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for ytterligere informasjon.

³ Under *Innlån med sikkerhetsstillelse* inngår beløp for salg av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2019 var dette 47 milliarder kroner (37 milliarder kroner i 2018). Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for ytterligere informasjon.

Note 14 Nærstående parter

Regnskapsprinsipp

Norges Bank er eid av den norske stat og er i tråd med IAS 24.25 unntatt opplysningskrav vedrørende transaksjoner og mellomværende, inkludert forpliktelser, med staten som nærstående part. Dette inkluderer transaksjoner med andre enheter som er nærstående parter, fordi den norske stat har kontroll over, felles kontroll over, eller betydelig innflytelse over både Norges Bank og de andre enhetene.

Norges Bank, inkludert SPU, er et eget rettssubjekt som er heleid av staten ved Finansdepartementet. Se note 1 *Generell informasjon* for informasjon om forholdet mellom Finansdepartementet, Norges Bank og SPU. SPU gjennomfører alle transaksjoner til markedsvilkår.

Transaksjoner med staten

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning i SPU som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank (*kronekontoen*).

Kroneinnskuddet er videre plassert til forvaltning hos Norges Bank Investment Management. I henhold til mandat for forvaltningen foretas overføringer til og fra kronekontoen. Se ytterligere informasjon om tilførsel/uttak i perioden i *Oppstilling av endringer i eiers kapital*.

Transaksjoner med Norges Bank

Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til forvaltningen av SPU. Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU gjennom en forvaltningsgodtgjøring, se note 11 *Forvaltningskostnader*. I 2019 ble 4,5 milliarder kroner trukket fra kronekontoen for å betale

skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2018 til Norges Bank, sammenlignet med 4,7 milliarder kroner i 2018.

Interne handler i form av pengemarkedsutlån eller -innlån mellom SPU og de langsiktige reservene i Norges Bank presenteres som et netto mellomværende mellom porteføljene på balanselinjene *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*. Ved utgangen av 2019 representerte netto mellomværende mellom porteføljene en fordring på 195 millioner kroner for SPU, sammenlignet med en fordring på 154 millioner kroner ved utgangen av 2018. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet, som *Renteinntekt/kostnad*.

Transaksjoner med datterselskaper

Datterselskaper av Norges Bank er utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom. For en oversikt over selskapene som drifter og eier eiendommene, samt konsoliderte datterselskaper, se note 15 *Interesser i andre foretak*. For ytterligere informasjon om transaksjoner med datterselskaper, se note 6 *Unotert eiendom*.

Note 15 Interesser i andre foretak

Investeringer i unotert eiendom utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskapene investerer, gjennom holding-selskaper, i enheter som investerer i fast eiendom. Disse selskapene kan være datterselskaper eller tilknyttede selskaper.

Det overordnede målet med eierskapsstrukturene benyttet for de unoterte eiendomsinvesteringene er å ivareta de finansielle verdiene under

forvaltning og å sikre høyest mulig avkastning etter kostnader i henhold til forvaltningsmandatet fastsatt av Finansdepartementet. Viktige kriterier i beslutningen av eierskapsstruktur har vært juridisk beskyttelse, eierskapsstyring og operasjonell effektivitet. Skattekostnader kan representere en vesentlig kostnad for de unoterte eiendomsinvesteringene. Forventet skattekostnad har derfor vært en av faktorene som har inngått i vurderingen av eierskapsstruktur.

Tabell 15.1 viser selskapene som drifter og eier eiendommene, i tillegg til de konsoliderte datterselskapene.

Tabell 15.1 Eiendomsselskaper

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
Ikke-konsoliderte selskaper					
Storbritannia					
NBIM George Partners LP ¹	London	London	100,00	25,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited	London	Sheffield	50,00	50,00	2012
NBIM Charlotte Partners LP	London	London	100,00	57,75	2014
NBIM Edward Partners LP	London	London	100,00	100,00	2014
NBIM Caroline Partners LP	London	London	100,00	100,00	2015
NBIM Henry Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Elizabeth Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Eleanor Partners LP	London	London	100,00	100,00	2018
WOSC Partners LP	London	London	75,00	75,00	2019
Luxembourg					
NBIM S.à r.l.	Luxembourg	I/A	100,00	I/A	2011
Frankrike					
NBIM Louis SAS	Paris	Paris	100,00	50,00	2011
SCI 16 Matignon	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
Champs Elysées Rond-Point SCI	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI PB 12	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI Malesherbes	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 15 Scribe	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SAS 100 CE	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Daumesnil	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 9 Messine	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Pasquier	Paris	Paris	50,00	50,00	2013
NBIM Marcel SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2014
NBIM Victor SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2016
NBIM Eugene SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2017
NBIM Beatrice SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2018
NBIM Jeanne SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2019

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
Tyskland					
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Berlin	50,00	50,00	2012
STEG LBG 2 S.C.S	Luxembourg	München	100,00	100,00	2014
STEG LBG 3 S.C.S	Luxembourg	München	100,00	100,00	2014
Sveits					
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Luxembourg	Zürich	100,00	100,00	2012
Europa					
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Luxembourg	Flere europeiske byer	50,00	50,00	2013
USA					
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	49,90	2013
T-C 475 Fifth Avenue Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2013
No. 1 Times Square Development LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2013
OFC Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2013
425 MKT LLC	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	47,50	2013
555 12th LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	44,96	2014
OBS Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
BP/CGCenter MM LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
SJP TS JV LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2015

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
T-C 888 Brannan Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2015
Hudson Square Properties, LLC	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2015
ConSquare LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2016
100 First Street Member LLC	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
303 Second Street Member LLC	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
900 16th Street Economic Joint Venture (DE) LP	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
1101 NYA Economic Joint Venture (DE) LP	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
375 HSP LLC	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2017
T-C 501 Boylston Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	49,90	2018
SVF Seaport JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2018
Japan					
TMK Tokyo TN1	Tokyo	Tokyo	70,00	70,00	2017
Konsoliderte datterselskaper					
Japan					
NBRE Management Japan Advisors K.K.	Tokyo	I/A	100,00	I/A	2015
Storbritannia					
NBRE Management Europe Limited	London	I/A	100,00	I/A	2016

¹ En eiendom i dette selskapet, 20 Air Street, har fra 1. september 2017 en eierandel på 50 prosent.

Aktiviteten i de konsoliderte datterselskapene består av å yte investeringsrelaterte tjenester til SPU. Aktiviteten presenteres i resultatregnskapet som *Andre kostnader* og inngår i balanselinjene *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*.

I tillegg til selskapene vist i tabell 15.1 har Norges Bank heleide holdingselskaper etablert som en del

av investeringene i unotert eiendom. Disse holdingselskapene har ingen drift og eier ingen eiendommer direkte. Holdingselskapene har forretningsadresse enten i samme land som eiendommen, i tilknytning til NBIM S.à.r.l. i Luxembourg, eller i Norge for holdingselskapene etablert for investeringer i eiendom i Japan, Frankrike og Tyskland.

Uavhengig revisors beretning

Uttalelse om revisjonen av regnskapsrapporteringen

Konklusjon

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2019, resultatregnskap, oppstilling over endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og noteopplysninger til regnskapsoppstillingen, herunder et sammendrag av viktige regnskapsprinsipper.

Etter vår mening er den medfølgende regnskapsrapporteringen avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av den finansielle stilling for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2019, og av dets resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret avsluttet per denne datoen i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU.



Grunnlag for konklusjonen

Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder de internasjonale revisjonsstandardene International Standards on Auditing (ISA-ene). Våre oppgaver og plikter i henhold til disse standardene er beskrevet i Revisors oppgaver og plikter ved revisjon av regnskapsrapporteringen. Vi er uavhengige av Norges Bank slik det kreves i lov og forskrift, og har overholdt våre øvrige etiske forpliktelser i samsvar med disse kravene. Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

Sentrale forhold ved revisjonen

Sentrale forhold ved revisjonen er de forhold vi mener var av størst betydning ved revisjonen av regnskapsrapporteringen for 2019. Disse forholdene ble håndtert ved revisjonens utførelse og da vi dannet oss vår mening om regnskapsrapporteringen som helhet. Vi konkluderer ikke særskilt på disse forholdene.

Forvaltning av aksje og renteporteføljen

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Prosesser og kontrollaktiviteter i aksje og renteforvaltningen knyttet til blant annet gjennomføring av handler, utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, inntektsføring av renter og utbytte, verdsettelse, gevinst- og tapsberegning, valutaomregning og avkastnings- og risikomåling er i utstrakt grad automatisert.</p> <p>Avvik i de automatiserte forvaltningsprosessene analyseres og følges opp.</p> <p>Norges Banks IT-systemer er i hovedsak standardssystemer tilpasset bankens behov. IT-løsningene driftes i samarbeid med ulike tredjeparter, og i løpet av året ble sentrale IT-systemer for kapitalforvaltningen overført til en skybasert plattform. Det er ofte økt operasjonell risiko i denne type endringsprosess.</p> <p>Det vises til nærmere beskrivelse om utvikling, forvaltning og drift av IT-systemene i Norges Bank, se kapittel 5.1 Forvaltningsorganisasjonen i årsrapporten for 2019.</p> <p>IT-systemene som benyttes i forvaltningen er helt sentrale for regnskapsføring og rapportering. God styring og kontroll i de automatiserte forvaltningsprosessene, i avvikshåndtering og i overgangen til skybaserte løsninger er av vesentlig betydning for å sikre nøyaktig, fullstendig og pålitelig finansiell rapportering og er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert overordnede styringsmodeller og kontrollaktiviteter for oppfølgingen av aksje- og renteforvaltningen.</p> <p>Vi vurderte de deler av de overordnede styringsmodellene som er relevante for finansiell rapportering.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til IT-drift, endringshåndtering og informasjonssikkerhet. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden. Dette inkluderte også kontroller knyttet til overgangen til en skybasert plattform.</p> <p>Vi vurderte om utvalgte verdsettelses- og beregningsmetoder, herunder metode for valutaomregning, var i overensstemmelse med IFRS.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte automatiserte kontrollaktiviteter i IT-systemene knyttet til gjennomføring av handler, utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, inntektsføring av renter og utbytte, verdsettelse, gevinst- og tapsberegning, valutaomregning og avkastnings- og risikomåling. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte manuelle kontrollaktiviteter for de ovennevnte områder knyttet til analyse og oppfølging av avvik som ble identifisert gjennom de automatiserte prosessene. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte tredjepartsbekreftelser (ISAE 3402-rapporter) fra enkelte av Norges Banks tjenesteleverandører som benyttes i forvaltningen med hensyn til om disse hadde tilfredsstillende internkontroll på områder som har betydning for Norges Banks finansielle rapportering.</p> <p>Vi har benyttet egne IT-spesialister i arbeidet med å forstå den overordnede styringsmodellen for IT og i vurderingen og testingen av kontrollaktivitetene knyttet til IT.</p>

Verdsettelse av investeringer ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata (nivå 3 eiendeler)

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Virkelig verdi av majoriteten av eiendeler og forpliktelser i Statens pensjonsfond utland er basert på offisielle sluttkurs og observerbare markedspriser.</p> <p>Investeringer i unotert eiendom og enkelte verdipapirer verdsettes derimot ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata, og denne type eiendeler er klassifisert som nivå 3 i hierarkiet for virkelig verdi. Å fastsette forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte ved prising av eiendelen eller forpliktelsen når observerbar markedsinformasjon ikke er tilgjengelig, innebærer betydelig utøvelse av skjønn. Verdsettelsen av nivå 3 investeringer er derfor beheftet med betydelig usikkerhet.</p> <p>Balanseført verdi av eiendeler klassifisert som nivå 3 er 265,4 milliarder kroner per 31. desember 2019. Av dette utgjør investeringer i unotert eiendom 264,5 milliarder kroner.</p> <p>Verdsettelse av unoterte eiendomsinvesteringer er komplekst og krever skjønnsmessige vurderinger. Den bygger på informasjon om den enkelte eiendomstype og beliggenhet, samt en rekke forutsetninger og estimater.</p> <p>Forutsetningene og estimatene er avgjørende for verdsettelsen og verdsettelse av unotert eiendom er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter for oppfølging av verdsettelsene foretatt av de eksterne verdsetterne. Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til viktige forutsetninger og estimater, herunder fremtidige kontantstrømmer og relevante diskonteringsrenter. For et utvalg eiendommer testet vi om disse kontrollaktivitetene hadde fungert i perioden.</p> <p>For et utvalg eiendommer mottok vi gjennom året de eksterne verdsettelsesrapportene fra Norges Bank og vurderte om benyttede verdsettelsesmetoder var i overensstemmelse med anerkjente verdsettelsesstandarder og praksis. Vi rimelighetsvurderte utvalgte ikke-observerbare inndata benyttet i fastsettelsen av fremtidige markedsleier og avkastningskrav mot eksterne kilder. Vi vurderte verdsetterens uavhengighet, kvalifikasjoner og erfaringer.</p> <p>Vi benyttet egne eksperter i arbeidet med kontroll av verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi avstemte at virkelig verdi i den finansielle rapportering var i overensstemmelse med verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene i note 6 og 7 om verdsettelse av unotert eiendom var dekkende.</p>

Noteinformasjon om avkastning

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Avkastning måles i norske kroner og i valuta basert på en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner.</p> <p>Alle fondets investeringer, inkludert unoterte eiendomsinvesteringer, måles mot fondets referanseindeks som består av globale aksje- og obligasjonsindekser.</p> <p>Absolutt og relativ avkastningsinformasjon for Statens pensjonsfond utlands investeringer i aksjer og obligasjoner fremgår av note 3 Avkastning.</p> <p>Måling av absolutt og relativ avkastning er et komplekst område i regnskapet og er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter knyttet til beregning av avkastning.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til beregningsmetodene, sammenheng mellom regnskap og avkastningsmåling, og nøyaktig anvendelse av informasjon fra eksterne kilder i beregningene. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>I tillegg etterregnet vi om absolutt avkastning for hele året, og relativ avkastning for utvalgte dager, var beregnet i tråd med metodene som er beskrevet i note 3.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene om avkastning i note 3 var dekkende.</p>

Øvrig informasjon

Ledelsen er ansvarlig for øvrig informasjon. Øvrig informasjon omfatter informasjon i årsrapporten bortsett fra regnskapsrapporteringen og den tilhørende revisjonsberetningen.

Vår uttalelse om revisjonen av regnskapsrapporteringen dekker ikke øvrig informasjon, og vi attesterer ikke den øvrige informasjonen.

I forbindelse med revisjonen av regnskapsrapporteringen er det vår oppgave å lese øvrig informasjon med det formål å vurdere hvorvidt det foreligger vesentlig inkonsistens mellom øvrig informasjon og regnskapsrapporteringen, kunnskap vi har opparbeidet oss under revisjonen, eller hvorvidt den tilsynelatende inneholder vesentlig feilinformasjon.

Dersom vi konkluderer med at den øvrige informasjonen inneholder vesentlig feilinformasjon er vi pålagt å rapportere det. Vi har ingenting å rapportere i så henseende.

Hovedstyret og ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

Hovedstyret og ledelsen er ansvarlig for å utarbeide regnskapsrapporteringen i samsvar med lov og forskrifter, herunder for at det gir et rettvisende bilde i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU. Hovedstyret og ledelsen er også ansvarlig for slik internkontroll som de finner nødvendig for å kunne utarbeide et regnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller utilsiktede feil.

Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen

Vårt mål med revisjonen er å oppnå betryggende sikkerhet for at regnskapsrapporteringen som helhet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller utilsiktede feil, og å avgi en revisjonsberetning som inneholder vår konklusjon. Betryggende sikkerhet er en høy grad av sikkerhet, men ingen garanti for at en revisjon utført i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder ISA-ene, alltid vil avdekke vesentlig feilinformasjon som eksisterer. Feilinformasjon kan oppstå som følge av misligheter eller utilsiktede feil. Feilinformasjon blir vurdert som vesentlig dersom den enkeltvis eller samlet med rimelighet kan forventes å påvirke økonomiske beslutninger som brukerne foretar basert på regnskapsrapporteringen.

Som del av en revisjon i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder ISA-ene, utøver vi profesjonelt skjønn og utviser profesjonell skepsis gjennom hele revisjonen. I tillegg:

- identifiserer og anslår vi risikoen for vesentlig feilinformasjon i regnskapet, enten det skyldes misligheter eller utilsiktede feil. Vi utformer og gjennomfører revisjonshandlinger for å håndtere slike risikoen, og innhenter revisjonsbevis som er tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon. Risikoen for at vesentlig feilinformasjon som følge av misligheter ikke blir avdekket, er høyere enn for feilinformasjon som skyldes utilsiktede feil, siden misligheter kan innebære samarbeid, forfalskning, bevisste utelatelser, uriktige fremstillinger eller overstyring av internkontroll.

- opparbeider vi oss en forståelse av den interne kontroll som er relevant for revisjonen, for å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av Norges Banks interne kontroll.
- evaluerer vi om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimatene og tilhørende noteopplysninger utarbeidet av hovedstyret og ledelsen er rimelige.
- evaluerer vi den samlede presentasjonen, strukturen og innholdet, inkludert tilleggsopplysningene, og hvorvidt regnskapsrapporteringen representerer de underliggende transaksjonene og hendelsene på en måte som gir et rettviseende bilde.

Vi kommuniserer med hovedstyret blant annet om det planlagte omfanget av revisjonen og til hvilken tid revisjonsarbeidet skal utføres. Vi utveksler også informasjon om forhold av betydning som vi har avdekket i løpet av revisjonen, herunder om eventuelle svakheter av betydning i den interne kontrollen.

Vi gir hovedstyret en uttalelse om at vi har etterlevd relevante etiske krav til uavhengighet, og om at vi har kommunisert og vil kommunisere med dem alle relasjoner og andre forhold som med rimelighet kan tenkes å kunne påvirke vår uavhengighet, og, der det er relevant, om tilhørende forholdsregler.

Av de sakene vi har kommunisert med hovedstyret, tar vi standpunkt til hvilke som var av størst betydning for revisjonen av regnskapsrapporteringen for den aktuelle perioden, og som derfor er sentrale forhold ved revisjonen. Vi beskriver disse sakene i revisjonsberetningen med mindre lov eller forskrift hindrer offentliggjøring av saken, eller dersom vi, i ekstremt sjeldne tilfeller, beslutter at en sak ikke skal omtales i beretningen siden de negative konsekvensene av en slik offentliggjøring med rimelighet må forventes å oppveie allmennhetens interesse av at saken blir omtalt.

Oslo 5. februar 2020
Deloitte AS



Henrik Woxholt
statsautorisert revisor



NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, NO-0107 Oslo
T: +47 24 07 30 00, www.nbim.no