

# STATENS PENSJONSFOND UTLAND

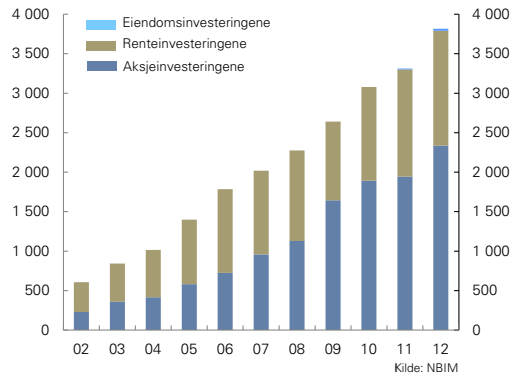
## ÅRSRAPPORT 2012



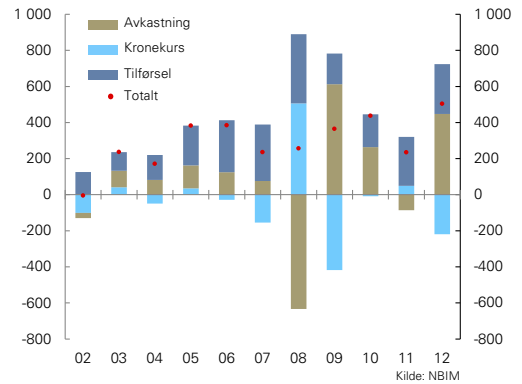
# HOVEDPUNKTER I 2012

- Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på 13 prosent, eller 447 milliarder kroner, i 2012.
- Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 18 prosent, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på 7 prosent. Investeringer i fast eiendom fikk en avkastning på 6 prosent. Samlet var resultatet det nest høyeste i fondets historie.
- Avkastningen på aksje- og renteinvesteringene var 0,2 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksene som fondet måles mot.
- Markedsverdien av fondet var 3 816 milliarder kroner ved utgangen av året.
- Investeringene var fordelt med 61,2 prosent i aksjer, 38,1 prosent i rentepapirer og 0,7 prosent i eiendom.
- Ved utgangen av året var 48 prosent av fondet investert i Europa, ned fra 53 prosent ett år tidligere, etter at fondet økte investeringene i fremvoksende markeder.

Markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



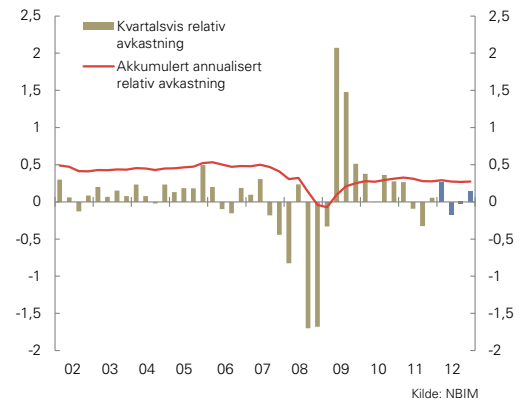
Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



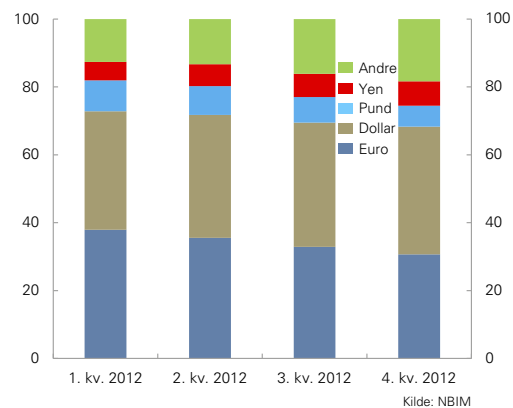
Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosentvis



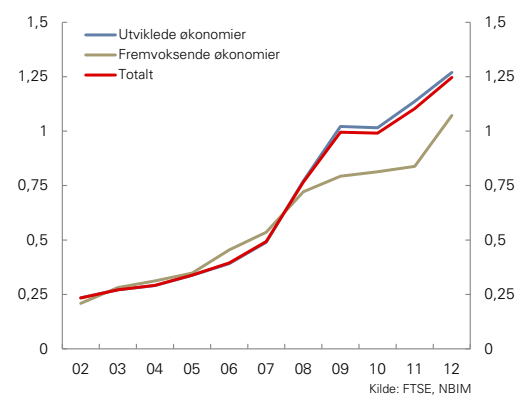
Kvartalsvis relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning for fondet, eksklusive eiendom. Prosentpoeng



Valutafordelingen av fondets renteinvesteringer. Prosent



Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien av aksjeindeksen FTSE Global All Cap



*Vårt oppdrag er å  
sikre finansielle verdier for  
fremtidige generasjoner*



# INNHold

<b>LEDELSEN</b>	Leder for hovedstyret	Lavere langsiktig risiko for fondet	4
	Leder for NBIM	Et godt resultat i et urolig år	6
<b>HOVEDTALL</b>	Resultater for 2012	Nest beste år i fondets historie	8
<b>INVESTERINGENE</b>	Investeringsstrategien	Større endringer i strategien	14
	Aksjeforvaltningen	Sterkeste aksjeoppgang på tre år	16
	Renteforvaltningen	Prisoppgang på obligasjoner	20
	Eiendomsforvaltningen	Økt aktivitet innen eiendom	24
	Globale investeringer	Inn i nye markeder	26
	Eierskapsutøvelsen	En aktiv eier	32
	Investeringsrisiko	Mindre svingninger i fondets verdier	36
	Operasjonell risikostyring	Færre uønskede hendelser	40
<b>NBIM</b>	Organisasjonen	En organisasjon i utvikling	42
<b>TEMAARTIKLER</b>	Fremvoksende markeder	En global investor	48
	Operasjonelle referanseporteføljer	Langsiktige tilpasninger i fondet	50
	Rebalansering	En offentlig regel for rebalansering	52
<b>REGNSKAP</b>	Regnskapsrapportering		54
	Noter til regnskapsrapportering		57
	Revisjonsuttalelse		97

PUBLISERT PÅ [WWW.NBIM.NO](http://WWW.NBIM.NO)

[Beholdningslister](#)

[Stemmelister](#)

[Sammensetningen av referanseindeksene](#)

[GIPS-rapport](#)

[Vesentlige eksterne tjenesteleverandører](#)

[Månedlige avkastningstall](#)

[Eksterne forvaltere](#)



ØYSTEIN OLSEN

# LAVERE LANGSIKTIG RISIKO FOR FONDET

Statens pensjonsfond utland skal sikre langsiktige hensyn i forvaltningen av petroleumsinntektene. En sterk vekst i fondet de seneste årene betyr at det nå utgjør 140 prosent av bruttonasjonalproduktet i Fastlands-Norge.

Formålet med forvaltningen av fondet er å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft. Dette sikrer vi best ved å ha et bredt eierskap til produksjonen av varer og tjenester globalt. I tråd med dette formålet ble strategien for forvaltningen endret vesentlig i 2012. For å redusere den langsiktige risikoen i fondet er investeringene nå jevnere fordelt på regioner og land enn tidligere.

Fremvoksende markeder er gjennomgående preget av forhold som isolert sett bidrar til høyere risiko – på kort sikt. Over tid mener vi likevel at endringene som er gjennomført, støtter godt opp under hovedmålet med Norges Banks forvaltning av fondet: å sikre finansielle verdier for fremtidige generasjoner.

Resultatet i året som gikk, reflekterer utviklingen i verdens finansmarkeder. En avkastning på 13 prosent i 2012 er den nest beste i fondets historie.

*Oslo, 27. februar 2013*



*Øystein Olsen*  
*leder for hovedstyret*



YNGVE SLYNGSTAD

## ET GODT RESULTAT I ET UROLIG ÅR

I et år med fortsatt uro i markedene og lav vekst i verdensøkonomien fikk fondet en avkastning på 13,4 prosent i 2012. Dette er den nest beste avkastningen i ett enkelt år siden fondets oppstart. I november oversteget fondets samlede avkastning siden oppstart for første gang 1 000 milliarder kroner.

Avkastningen var særlig drevet av aksjeinvesteringene, som fikk en avkastning på 18,1 prosent i 2012, etter en bred oppgang i verdens aksjemarkeder. Særlig de europeiske aksjeinvesteringene gjorde det godt med en avkastning på 20,8 prosent. Renteinvesteringene fikk en avkastning på 6,7 prosent, mens avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer var 5,8 prosent.

Siden den første kapitaltilførselen i 1996, er fondet blitt tilført 3 060 milliarder kroner i oljeinntekter. I fjor var tilførselen av nye midler på 276 milliarder kroner, som var på linje med året før. Mens vi i 2011 brukte 150 milliarder i tilførsler på kjøp av europeiske aksjer, investerte vi i 2012 nesten det samme beløpet i obligasjoner i fremvoksende markeder. Investeringene i statsobliga-



# Strategiendringene er de største siden fondets aksjeandel ble økt til 60 prosent

sjoner som er utstedt i fremvoksende lands valutaer, økte i løpet av året fra 0,4 prosent til 10 prosent av fondets renteinvesteringer.

Andelen av fondet som investeres i Europa, ble i 2012 redusert fra 53 prosent til 48 prosent. Over tid vil andelen tas ned til om lag 40 prosent, mens investeringer i andre regioner og særlig i fremvoksende markeder vil økes. I 2012 justerte vi fondets renteinvesteringer, slik at beholdningen av statsobligasjoner ble fordelt etter størrelsen på økonomien i et land i stedet for størrelsen på landets gjeld.

Disse strategiendringene er de største siden fondets aksjeandel ble økt til 60 prosent i 2009 fra 40 prosent i 2007. Målet er å gi fondet en bredere eksponering mot veksten i verdensøkonomien, slik at vi sikrer den internasjonale kjøpekraften for fremtidige generasjoner. Vi bygger organisasjonen og legger investeringsstrategien med dette formålet i sikte.

Norges Bank forvalter store midler for kommende generasjoner, og vi søker å gjøre dette på en så effektiv,

betryggende og åpen måte som det lar seg gjøre uten at det reduserer fondets forventede avkastning. Kostnadene ved forvaltningen falt i 2012 til 0,06 prosent av kapitalen i fondet. Risikostyringen og eierskapsarbeidet ble ytterligere styrket, og vi økte åpenheten om våre investeringsstrategier. Vi vil fortsette i denne retningen også i årene som kommer.

Oslo, 27. februar 2013



Yngve Slyngstad  
leder for NBIM

## RESULTATER FOR 2012

# NEST BESTE ÅR I FONDETS HISTORIE

En oppgang i de internasjonale aksje- og rentemarkedene ga Statens pensjonsfond utland en avkastning på 13 prosent i 2012. Det var det nest beste året i fondets historie.



Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 18 prosent i 2012, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på 7 prosent. Avkastningen på eiendomsinvesteringene var 6 prosent. Samlet var resultatet det beste siden 2009, da fondet fikk en rekordhøy avkastning på 26 prosent.

Avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for aksjer og obligasjoner, som er utarbeidet av henholdsvis FTSE Group og Barclays Capital. I 2012 var avkastningen på aksje- og renteinvesteringene 0,2 prosentpoeng høyere enn referanseindeksenenes avkastning.

### **1 000 milliarder i avkastning**

Fondet mottok sin første kapitaltilførsel fra den norske stat i mai 1996. Ved utgangen av 2012 var den samlede tilførselen siden oppstart på 3 060 milliarder kroner, mens fondets samlede avkastning var 1 107 milliarder kroner. Avkastningen oversteg for første gang 1 000 milliarder kroner i november 2012.

Norges Bank Investment Management (NBIM) ble etablert 1. januar 1998 for å forvalte fondets midler. Fra

denne oppstarten og frem til utgangen av 2012 hadde fondet en årlig avkastning på 5 prosent. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning var avkastningen 3 prosent.

### **Økning i markedsverdien**

Fondets markedsverdi steg i løpet av 2012 med 504 milliarder kroner til 3 816 milliarder kroner. Markedsverdien påvirkes av størrelsen på fondets avkastning, kapitaltilførsler og endringer i valutakurser. I 2012 fikk fondet en avkastning på 447 milliarder kroner og ble tilført 276 milliarder kroner fra den norske stat. Kronekursen styrket seg mot flere av valutaene fondet investeres i, og det reduserte isolert sett markedsverdien med 220 milliarder kroner.

Ved utgangen av året var fondets investeringer fordelt med 61,2 prosent i aksjer, 38,1 prosent i rentepapirer og 0,7 prosent i eiendom.

Tabell 1-1 Avkastningstall per 31. desember 2012

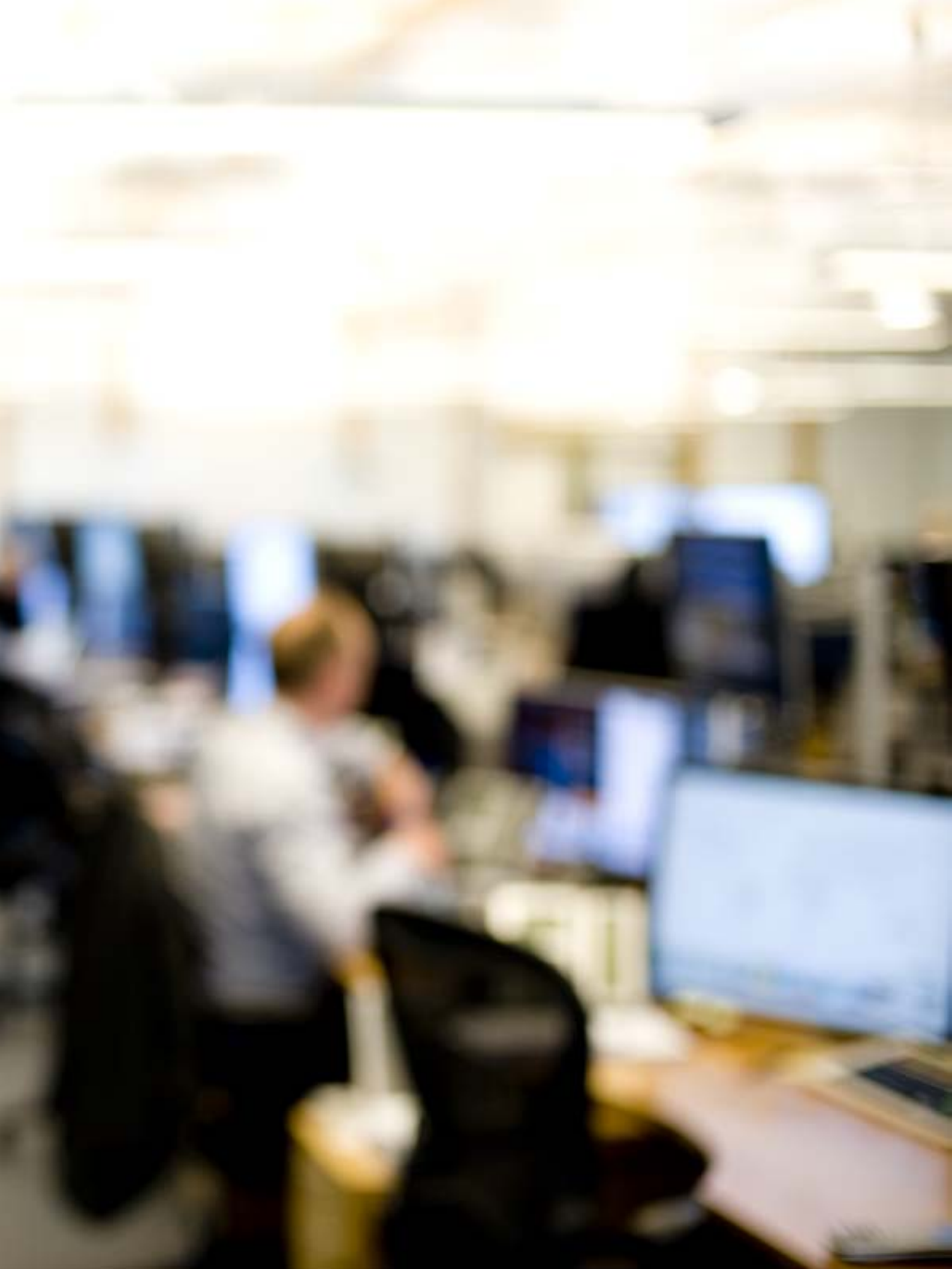
	2012	2011	4. kv. 2012	3. kv. 2012	2. kv. 2012	1. kv. 2012
<b>Avkastning målt i internasjonal valuta</b>						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	18,06	-8,84	4,69	6,48	-4,57	10,99
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	6,68	7,03	1,26	2,16	1,52	1,58
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	5,77	-4,37	0,49	2,68	0,31	2,18
Fondets avkastning (prosent)	13,42	-2,54	3,34	4,74	-2,18	7,11
<b>Avkastning målt i norske kroner (prosent)</b>						
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	13,45	-2,55	3,35	4,75	-2,18	7,13
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	13,24	-2,42	3,22	4,78	-2,02	6,87
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)*	0,21	-0,13	0,14	-0,02	-0,17	0,27
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,52	-0,48	0,21	0,12	-0,17	0,33
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,29	0,52	-0,05	-0,27	-0,07	0,11
Forvaltningsgodtgjøring (prosentpoeng)	0,06	0,08	0,02	0,01	0,02	0,02
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	13,35	-2,63	3,32	4,73	-2,19	7,10
<b>Avkastning målt i norske kroner (prosent)</b>						
Aksjeinvesteringenes avkastning	11,07	-7,77	2,08	3,98	-2,66	7,49
Renteinvesteringenes avkastning	0,36	8,30	-1,26	-0,23	3,56	-1,63
Eiendomsinvesteringenes avkastning	-0,50	-0,79	-2,01	0,28	2,33	-1,04
Fondets avkastning	6,70	-1,39	0,76	2,29	-0,21	3,74
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning	6,73	-1,39	0,78	2,30	-0,22	3,76

\*Fondets relative avkastning for andre og tredje kvartal 2012 er endret i denne tabellen i forhold til tall som er blitt rapportert tidligere. Den relative avkastningen er 0,01 prosentpoeng lavere enn tidligere angitt for andre kvartal og 0,01 prosentpoeng høyere enn tidligere angitt for tredje kvartal. Endringen er gjort som følge av en omregning av avkastningen på fondets referanseindekser i disse kvartalene.

Tabell 1-2 Historiske nøkkeltall per 31. desember 2012. Annualiserte tall målt i internasjonal valuta

	Siste 12 måneder	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden 1.1.1998
Fondets avkastning (prosent)	13,42	6,61	3,14	5,99	5,05
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	13,45	6,62	3,15	6,00	5,05
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner	13,24	6,26	3,14	5,79	4,78
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,21	0,36	0,01	0,20	0,27
Standardavvik (prosent)	6,44	8,25	11,31	8,44	7,74
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)	0,22	0,37	1,20	0,89	0,77
Informasjonsrate (IR)* på aksje- og renteinvesteringene	0,95	0,99	0,01	0,23	0,36
Fondets avkastning (prosent)	13,42	6,61	3,14	5,99	5,05
Årlig prisvekst (prosent)	1,95	2,26	2,00	2,15	1,92
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,06	0,08	0,10	0,10	0,09
Årlig netto realavkastning (prosent)	11,18	4,17	1,02	3,66	2,97

\*\* IR er et mål på risikostjert avkastning. IR beregnes som forholdstallet mellom fondets relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per risikoenhet.



**Tabell 1-3** Bidraget fra forvaltningsområdene til aksje- og renteforvaltningens relative avkastning i 2012. Prosentpoeng

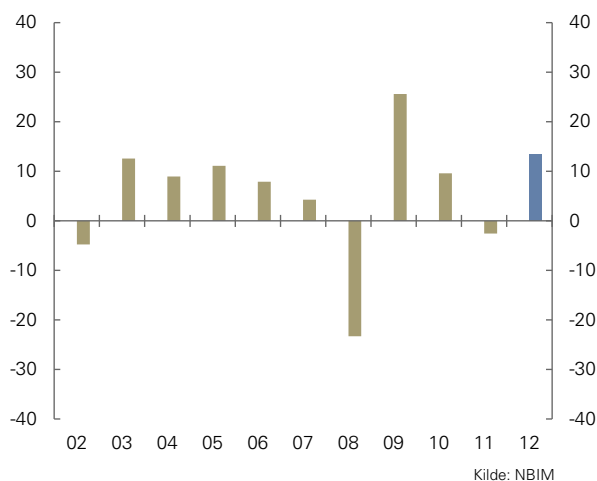
	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt*
Aksjeforvaltningen	0,03	0,32	0,35
Renteforvaltningen	0,03	-0,17	-0,14
Totalt	0,06	0,15	0,21

\* De enkelte tallene i tabellen summerer seg ikke alltid til delsummene og totalsummen på grunn av avrundinger.

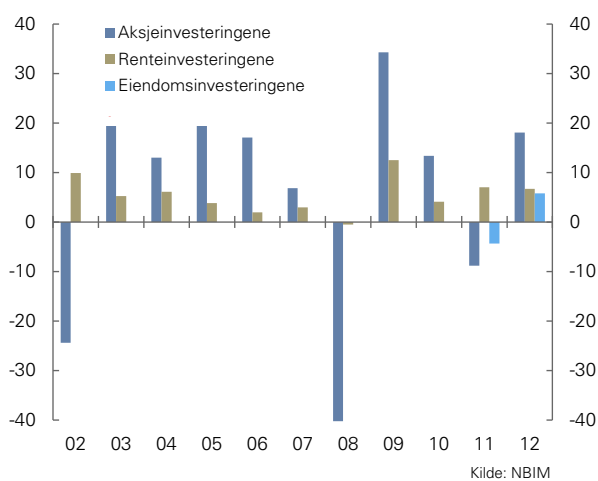
**Tabell 1-4** Fondets avkastning i 2012, målt i ulike valutaer. Prosent

	USD	EUR	GBP
Fondets avkastning	14,42	12,66	9,39

**Figur 1-1** Fondets årlige avkastning. Prosent



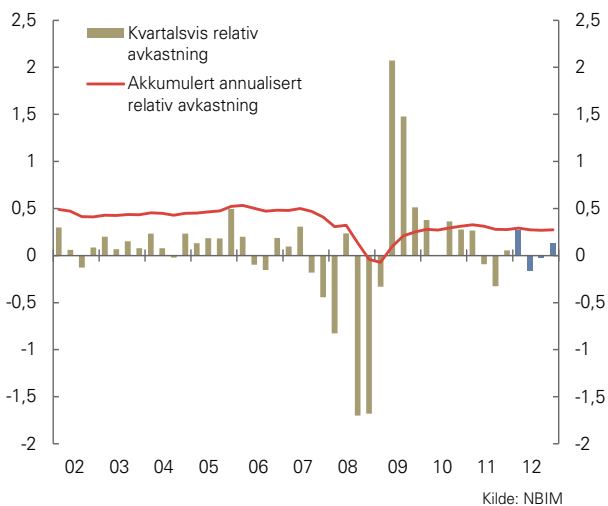
**Figur 1-2** Den årlige avkastningen på de ulike aktivklassene. Prosent



**Figur 1-3** Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



**Figur 1-4** Kvartalsvis relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning på fondet, eksklusive eiendom. Prosentpoeng



Tabell 1-5 Nøkkeltall per 31. desember 2012

	2012	2011	4. kv. 2012	3. kv. 2012	2. kv. 2012	1. kv. 2012
<b>Markedsverdi (mrd. kroner)*</b>						
Aksjeinvesteringenes markedsverdi	2 336	1 945	2 336	2 247	2 122	2 122
Renteinvesteringenes markedsverdi	1 455	1 356	1 455	1 465	1 428	1 364
Eiendomsinvesteringenes markedsverdi	25	11	25	11	11	11
Fondets markedsverdi	3 816	3 312	3 816	3 723	3 561	3 496
<b>Tilførsel*</b>						
Tilførsel*	276	271	64	80	72	60
Fondets avkastning	447	-86	123	167	-77	234
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-220	49	-94	-85	70	-110
Endring i markedsverdien	504	234	92	162	65	185
<b>Kostnader i forvaltningen (prosent)</b>						
Beregnete innfasingskostnader**	0,03	0,05	0,00	0,01	0,01	0,01
Annualiserte forvaltningskostnader	0,06	0,08	0,06	0,06	0,07	0,07
<b>Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996 (mrd. kroner)</b>						
Samlet brutto tilførsel	3 060	2 782	3 060	2 996	2 915	2 842
Samlet forvaltningsgodtgjøring***	21	19	21	20	20	19
Samlet tilførsel etter forvaltningsgodtgjøring	3 039	2 763	3 039	2 975	2 895	2 823
Samlet avkastning	1 107	660	1 107	985	817	894
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-331	-111	-331	-237	-151	-221
Fondets markedsverdi	3 816	3 312	3 816	3 723	3 561	3 496
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	1 087	641	1 087	965	798	875

\* Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet. Markedsverdien vil derfor avvike noe fra *Balanse* og *Endring i eiers kapital* i regnskapsrapporteringen. Tilførslene i denne tabellen avviker noe fra regnskapet på grunn av ulik behandling av oppgjør av forvaltningsgodtgjøring (jf. *Kontantstrømoppstilling* og *Endring i eiers kapital*) og uoppgjort tilførsel (jf. *Kontantstrømoppstilling*).

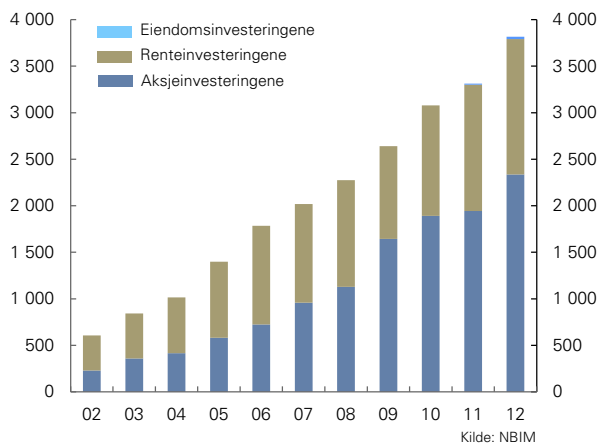
\*\* Beregnede kostnader ved tilførsel av nye midler til fondet. Kostnader ved strategiske endringer i fondet er ikke inkludert. Kostnader som følge av vanlig indeksvedlikehold, f.eks som følge av at selskaper, utstedere og obligasjoner går inn og ut av referanseindeksen og tilbakevektning av indeksene, er heller ikke tatt med.

\*\*\* Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. Tabell 5.2 i regnskapsrapporteringen, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrukket i samlet avkastning, dvs. i avkastningen før forvaltningsgodtgjøring.

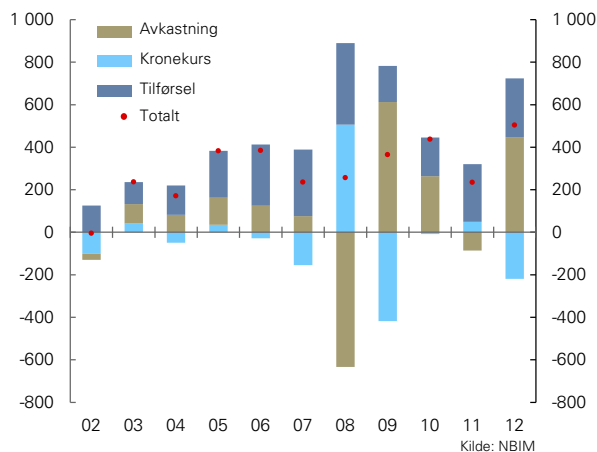
Tabell 1-6 Akkumulert avkastning siden første tilførsel i 1996. Milliarder kroner

	2012	2011	4. kv. 2012	3. kv. 2012	2. kv. 2012	1. kv. 2012
Aksjeinvesteringenes avkastning	579	226	579	474	338	437
Renteinvesteringenes avkastning	528	434	528	510	480	457
Eiendomsinvesteringenes avkastning	0	0	0	0	0	0
Fondets avkastning	1 107	660	1 107	985	817	894

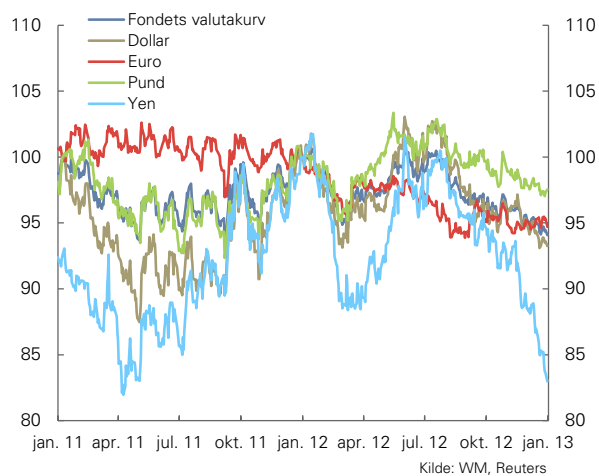
Figur 1-5 Markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



Figur 1-6 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



Figur 1-7 Utvikling i valutakurser i forhold til kronen. Indeksert 31.12.2011 = 100



## AVKASTNING I INTERNASJONAL VALUTA

Fondet investeres i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Investeringene veksles ikke om til norske kroner i forbindelse med fondets fortløpende rapportering, og investeringene valutasikres ikke mot norske kroner. Endringer i kronekursen har ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Fondets avkastning måles derfor primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv og besto av 35 valutaer ved utgangen av 2012. Kronen styrket seg 5,9 prosent mot valutakurven gjennom året.

## INVESTERINGSSTRATEGIEN

# STØRRE ENDRINGER I STRATEGIEN

Forvaltningsstrategien ble videreutviklet i 2012 for å spre fondets investeringer over flere markeder og dra nytte av en bredere eksponering mot den globale verdiskapingen.



Fondet investeres bredt utenfor Norge med 60 prosent i aksjer, 35–40 prosent i rentepapirer og inntil 5 prosent i eiendom. Den overordnede investeringsstrategien fastsettes av Finansdepartementet, som mottar råd fra blant annet Norges Bank.

Strategien ble endret i 2012, slik at andelen av fondet som investeres i Europa, gradvis skal reduseres til omtrent 40 prosent fra mer enn 50 prosent. Investeringene i andre regioner og særlig i fremvoksende markeder vil samtidig økes.

Endringen, som ble lagt frem i en stortingsmelding i mars 2012, tar sikte på å spre fondets risiko og dra nytte av en bredere eksponering mot veksten i verdensøkonomien. Målet med forvaltningen er å oppnå en høyest mulig avkastning over tid ved å ta moderat risiko.

### Flere land og valutaer

NBIM gjennomførte i 2012 flere endringer i fondets renteinvesteringer som følge av den justerte strategien. Blant annet ble obligasjoner utstedt av stater fordelt etter størrelsen på et lands økonomi i stedet for størrelsen på et lands gjeld. Dette skiftet til BNP-vekter fra markedsvekter førte til en reduksjon i beholdningen av stats-

obligasjoner fra noen av de mest gjeldtyngede landene. Fondet økte samtidig investeringene i statsobligasjoner utstedt i fremvoksende lands valutaer til 10 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året fra 0,4 prosent ved inngangen til året, etter at det for første gang investerte i statsgjeld fra blant annet Taiwan, Russland og Tyrkia.

Investeringsuniverset for aksjer ble også utvidet til å omfatte flere fremvoksende markeder, og fondet eide ved utgangen av året for første gang aksjer i blant annet Qatar, Kenya og Romania. Over tid vil fondet bevege seg bort fra en fast aksjeandel på 50 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika, Afrika og Midtøsten og 15 prosent i Asia og Oseania i retning av markedsvekter, slik at investeringene i stor grad fordeles etter størrelsen på de ulike aksjemarkedene i verden. Den største eksponeringen vil være mot Europa og Nord-Amerika, fulgt av utviklede markeder i Asia og Oseania og fremvoksende markeder. Denne justeringen søker å gi en bedre spredning av risiko.

Eiendomsinvesteringene ble også spredt over nye markeder i 2012. Fondet investerte blant annet for første gang i eiendom i Sveits, og inngikk en avtale om å kjøpe



*Andelen av fondet som investeres i Europa skal gradvis reduseres til omtrent 40 prosent fra mer enn 50 prosent.*

sine første bygg i Tyskland. Det investerte for første gang i et kjøpesenter og tok steget inn i markedet for logistikk-eiendom. I desember fikk fondet mandat til å investere i eiendom utenfor Europa, med virkning fra 1. januar 2013.

### **Langsiktig forvaltning**

Fondet investeres med tanke på fremtidige generasjoner. Det har ingen kortsiktige betalingsforpliktelser og er ikke underlagt særskilte reguleringer som kan tvinge frem uønskede tilpasninger på uheldige tidspunkter. Fondet kan derfor stå gjennom perioder med store bevegelser i kapitalmarkedene, og det kan utnytte mulighetene som oppstår når andre investorer tvinges til å ha et kort investeringsperspektiv. Dette skjedde senest høsten 2011, da fondet gjennomførte store aksjekjøp etter en nedgang i aksjemarkedene.

I oktober 2012 ble det fastsatt en offentlig regel for hvor mye den strategiske aksjeandelen for fondet kan avvike fra 60 prosent før den må tas tilbake til utgangspunktet, såkalt rebalansering. Denne grensen ble satt til 4 prosentenheter, og innebærer at fondet vil kjøpe aksjer i betydelig omfang når aksjemarkedene faller og fondets aksjeandel går ned.

NBIM bruker operative referanseporteføljer for aksjer og obligasjoner som er utformet for å dra nytte av fondets langsiktighet og størrelse. Referanseporteføljen for obligasjoner ble videreutviklet i 2012 blant annet for å ta hensyn til et lands finansielle styrke ved investeringer i statsgjeld.

### **Ansvarlig eierskap**

Fondets forvaltere analyserer aksjer, obligasjoner og eiendom innenfor sine spesialområder for å finne investeringer som skal gi god avkastning over tid. Hver forvalter tar investeringsvalg innenfor rammene av et klart definert mandat, og resultatene måles løpende.

Investeringsvalgene er basert på grundige analyser, og NBIM styrket i 2012 analysekapasiteten på flere områder. NBIM publiserte også 16 diskusjonsnotater om tema som er relevante for fondets investeringsstrategi. Disse inkluderte halerisiko for valutaposisjoner, systematiske risikopremier og avkastning i fremvoksende aksjemarkeder.

En god langsiktig avkastning på fondet avhenger av en bærekraftig økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig utvikling. Risiko knyttet til forhold som angår miljø, samfunn og styring av selskaper, vurderes i forvaltningen av fondet og i fondets eierskapsutøvelse. NBIM tok i 2012 grep for å integrere målene for eierskapsutøvelsen med fondets investeringsbeslutninger på en bedre måte. Analytikere fra avdelingen for eierskapsutøvelsen ble flyttet til aksjeforvaltningsgruppen for å bidra mer direkte til investeringsbeslutningene og sikre en tettere oppfølging av viktige hensyn i eierskapsutøvelsen.

*Les mer om de operative referanseporteføljene i kapitlene om aksje- og renteforvaltningen, og i temaartikkelen på sidene 50–51.*

*Les mer om rebalansering i temaartikkelen på sidene 52–53.*

*Les mer om NBIMs diskusjonsnotater og brev til Finansdepartementet på [www.nbim.no](http://www.nbim.no).*

# STERKESTE AKSJEOPPGANG PÅ TRE ÅR

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 18 prosent i 2012, etter den største globale børsoppgangen på tre år.



Samtlige aksjesektorer steg i 2012 ettersom en rekke sentralbanker, inkludert den europeiske, amerikanske og kinesiske, varslet om tiltak for å motvirke den svakeste veksten i verdensøkonomien siden 2009. Oppgangen var størst i Europa, der den europeiske sentralbanksjefen Mario Draghi i juli lovet å bruke alle tilgjengelige midler på å forsvare euroen og bekjempe regionens tre år lange statsgjeldskrise.

Finansaksjer fikk en avkastning på 30 prosent i året, og var sektoren med sterkest utvikling blant fondets aksjeinvesteringer. Draghis uttalelser bidro til å dempe frykten for en kollaps av euroen og store banktap. I tillegg ble EU-landene i desember enige om å gi Den europeiske sentralbanken (ESB) fullmakt til å føre tilsyn med banker i regionen. Et slikt tilsyn vil åpne for at Den europeiske stabilitetsmekanismen (ESM) etter hvert kan gi finansiell støtte direkte til europeiske banker som har finansieringsproblemer.

Beholdningen av europeiske finansaksjer fikk en avkastning på 34 prosent, mens nordamerikanske og asiatiske finansaksjer fikk en avkastning på henholdsvis 25 prosent og 29 prosent. Finans var fondets største aksjesektor og

sto for 23 prosent av aksjeinvesteringene ved utgangen av året.

Investeringene i sektorene konsumentvarer og konsumenttjenester fikk en avkastning på henholdsvis 24 prosent og 22 prosent. Oppgangen var delvis drevet av økende optimisme om at tiltak for å stimulere økonomien ville øke husholdningenes forbruk. Blant annet senket ESB i juli styringsrenten til rekordlave 0,75 prosent, mens den kinesiske sentralbanken kuttet renten for andre gang på én måned. I USA, verdens største økonomi, viste arbeidsmarkedet og boligmarkedet tegn til bedring i andre halvår ettersom sentralbanken holdt styringsrenten nær null.

Beholdningen av industri- og materialaksjer, som er særlig sensitive for endringer i den globale økonomiske veksten, fikk en avkastning på henholdsvis 20 prosent og 13 prosent. Olje- og gassaksjer hadde svakest utvikling, og fikk en avkastning på 0,4 prosent.

### Resultat per region

Aksjeindeksen MSCI All-Country World Index, som måler prisutviklingen for børsnoterte selskaper i 45 utviklede og fremvoksende økonomier, steg 13 prosent i 2012. Det var

det meste siden 2009, da indeksen gikk opp 32 prosent. Europas Stoxx Europe 600-indeks økte 14 prosent i 2012, mens den amerikanske Standard & Poor's 500-indeksen gikk opp 13 prosent. Aksjeindeksen MSCI Asia steg 14 prosent.

Europa sto for 49 prosent av fondets aksjeinvesteringer ved utgangen av året, fulgt av Nord-Amerika med 31 prosent og Asia med 14 prosent. Den regionale avkastningen på investeringene var på henholdsvis 21 prosent, 16 prosent og 14 prosent. Fondet eide i tillegg aksjer i Oseania, Latin-Amerika, Afrika og Midtøsten.

Den største beholdningen av aksjer i et enkeltland var i USA og utgjorde 28 prosent av fondets aksjeinvesteringer ved utgangen av 2012. Målt i lokal valuta fikk aksjene en avkastning på 17 prosent i året, hjulpet av tiltak for å stimulere økonomien. Blant annet varslet den amerikanske sentralbanken i desember at den ville holde styringsrenten

nær null så lenge arbeidsledigheten var over 6,5 prosent og inflasjonsforventningene ikke oversteg 2,5 prosent. Arbeidsledigheten falt i november til 7,7 prosent, som var det laveste nivået på fire år, ifølge tall som ble publisert i desember. Boligmarkedet viste også tegn til bedring etter at kjøpet av nye og eksisterende boliger i november steg til det høyeste nivået siden april 2010.

Fondets aksjeinvesteringer i Kina, verdens nest største økonomi, fikk en avkastning på 13 prosent, målt i lokal valuta. Kinesiske myndigheter annonserte i 2012 flere tiltak for å stimulere landets økonomiske vekst, som avtok for syvende kvartal på rad til 7,4 prosent i tredje kvartal. I juni senket landets sentralbank styringsrenten for første gang siden 2008. Den hevet samtidig taket på rentenivået kinesiske banker kan gi sine sparekunder, og gjorde det mulig for bankene å tilby lån med lavere rente. I løpet av året økte også myndighetene den samlede rammen for utenlandske investorers adgang til å kjøpe kinesiske

**Tabell 3-1** Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer

	Avkastning (prosent)	Relativ avkastning (prosentpoeng)
1999	34,81	3,49
2000	-5,82	0,49
2001	-14,60	0,06
2002	-24,39	0,07
2003	22,84	0,51
2004	13,00	0,79
2005	22,49	2,16
2006	17,04	-0,09
2007	6,82	1,15
2008	-40,71	-1,15
2009	34,27	1,86
2010	13,34	0,73
2011	-8,84	-0,48
2012	18,06	0,52

**Tabell 3-2** Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer i 2012. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksjebeholdningen
Finans	29,7	22,9
Konsumvarer	24,5	13,5
Industri	20,5	13,0
Olje og gass	0,4	9,8
Konsumtjenester	22,4	9,3
Helse	18,1	8,6
Teknologi	14,5	7,3
Materialer	13,2	7,5
Telekommunikasjon	2,9	3,9
Kraft- og vannforsyning	4,0	3,7

A-aksjer – til 80 milliarder dollar fra 30 milliarder dollar. Fondet ble i andre kvartal den første utenlandske investoren som ble tildelt maksimalkvoten på 1 milliard dollar, en økning på 300 millioner dollar fra fondets tidligere kvote. Investeringene i Kina sto for 1,6 prosent av fondets aksjebeholdning ved utgangen av året.

### Enkeltinvesteringer

Den britiske banken HSBC bidro mest til årets aksjeavkastning, fulgt av det amerikanske IT-selskapet Apple og den sveitsiske matvareprodusenten Nestlé. Fondets største verdifall i et enkeltstående selskap var i BG Group, et britisk olje- og gasselskap. Deretter fulgte Telefonica, Spanias største telekommunikasjonsselskap, og Repsol, et spansk olje- og gasselskap.

Globalt falt aksjesalg ved børsnoteringer av nye selskaper 27 prosent i 2012 til 124 milliarder dollar, ifølge analyse-selskapet Dealogic. Den største børsnoteringen som fondet kjøpte aksjer i, var i medieselskapet Facebook, der fondet i mai kjøpte aksjer for 152 millioner dollar, tilsvarende om lag 911 millioner kroner. Deretter fulgte børsnoteringene av den russiske mobiltelefonoperatøren MegaFon og telekommunikasjonsselskapet Telefonica

Deutschland. Fondet kjøpte aksjer for henholdsvis 60 millioner dollar og 38 millioner euro i disse selskapene.

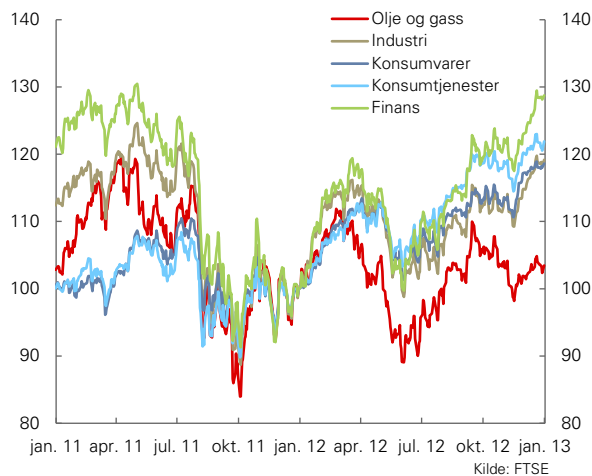
Fondet investerte i juni for første gang i et unotert selskap som planlegger en børsnotering gjennom kjøpet av aksjer i selskapet som eier de kommersielle rettighetene til Formel 1-løpene.

### Relativ avkastning

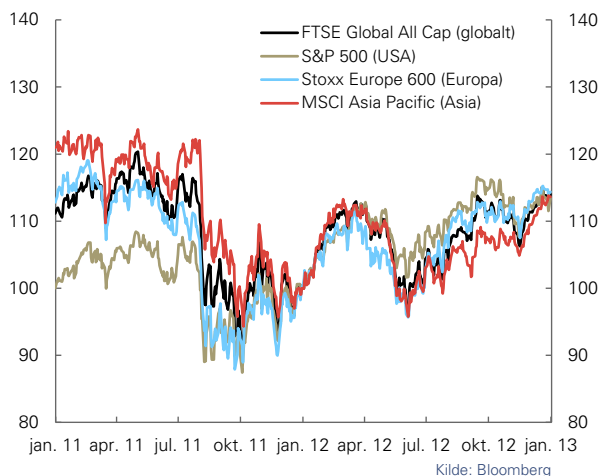
Fondet eide aksjer i 7 427 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2012. Investeringene måles mot en referanseindeks fra FTSE Group, som besto av 7 103 børsnoterte selskaper.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 0,5 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning i 2012. Blant de ulike sektorene fondet investeres i, bidro investeringene i sektorene konsumvarer og konsumtjenester mest positivt til den relative avkastningen, mens investeringene i helsesektoren og olje- og gassbransjen bidro mest negativt. Blant de ulike landene fondet investeres i, bidro aksjer i USA og Sverige mest positivt til den relative avkastningen, mens investeringene i Australia og Kina trakk mest ned.

Figur 3-1 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2011 = 100



Figur 3-2 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert 31.12.2011 = 100



### Operativ referanseportefølje

NBIM har utformet en operativ referanseportefølje for aksjer, som skal ta hensyn til fondets størrelse og langsiktighet for å gi et best mulig bytteforhold over tid mellom avkastning og risiko.

I 2012 ble de fem fremvoksende økonomiene Qatar, Kenya, Romania, Kroatia og Jordan inkludert i referanseporteføljen for å øke eksponeringen mot den globale verdiskapingen. Enkelte palmeoljeprodusenter ble tatt ut av referanseporteføljen fordi deres langsiktige forretningsmodell ble ansett som lite bærekraftig. I tillegg fikk referanseporteføljen en større eksponering mot såkalte verdiselskaper og små selskaper.

Den operative referanseporteføljen besto av aksjer i 7 195 selskaper ved utgangen av 2012. Den fikk en avkastning på 17,5 prosent for året, som var på linje med avkastningen til referanseindeksen som er utarbeidet av FTSE Group.

*Les mer om den operative referanseporteføljen i tema-artikkelen på sidene 50–51.*

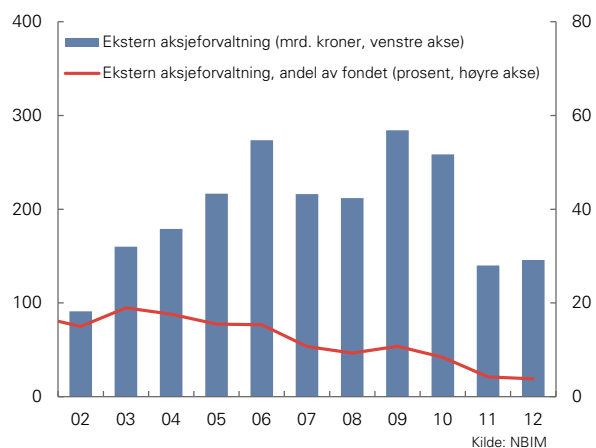
## EKSTERN AKSJEFORVALTNING

NBIM tildeler investeringsmandater til eksterne aksjeforvaltere som har spesialkompetanse i spesifikke markeder. Mandatene er i markeder og segmenter der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse, og der det er gode muligheter for å oppnå en høyere avkastning enn markedet. Slike mandater omfatter typisk investeringer i fremvoksende markeder og små selskaper i utviklede markeder.

Ved utgangen av 2012 var 146 milliarder kroner, eller 3,8 prosent av fondets midler, satt ut til eksterne aksjeforvaltere, mot 140 milliarder kroner ved inngangen til året. Totalt var 55 mandater forvaltet eksternt av 51 organisasjoner. Av disse mandatene var 31 for investeringer i fremvoksende aksjemarkeder som Mexico, Chile og Sør-Afrika, 16 for investeringer i mindre selskaper i utviklede markeder som Sør-Korea og Japan og 8 for miljørelaterte investeringer.

*Les listen over fondets eksterne aksjeforvaltere på [www.nbim.no](http://www.nbim.no)*

Figur 3-3 Midler under ekstern aksjeforvaltning ved utgangen av året. Milliarder kroner og prosent



# PRISOPPGANG PÅ OBLIGASJONER

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 7 prosent i 2012. Oppgangen var drevet av stigende priser på selskapsobligasjoner, særlig i finanssektoren.

Annonseringen av tiltak for å stimulere økonomien og bekjempe den europeiske statsgjeldskrisen bidro til økt risikovilje blant investorene i andre halvdel av 2012. Obligasjoner utstedt av selskaper gikk opp i pris, hjulpet av stigende etterspørsel etter investeringer med høyere avkastningsmuligheter enn de antatt tryggeste statsobligasjonene fra land som USA, Tyskland og Japan.

Prisoppgangen var størst for obligasjoner utstedt av banker og andre finansforetak. Det bidro til at fondets investeringer i pantesikrede obligasjoner, som ofte utstedes av banker med pant i blant annet boliglån, utviklet seg sterkest i 2012 med en avkastning på 13 prosent. Investeringene i andre typer selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 11 prosent.

## Avtagende uro rundt statsgjeld

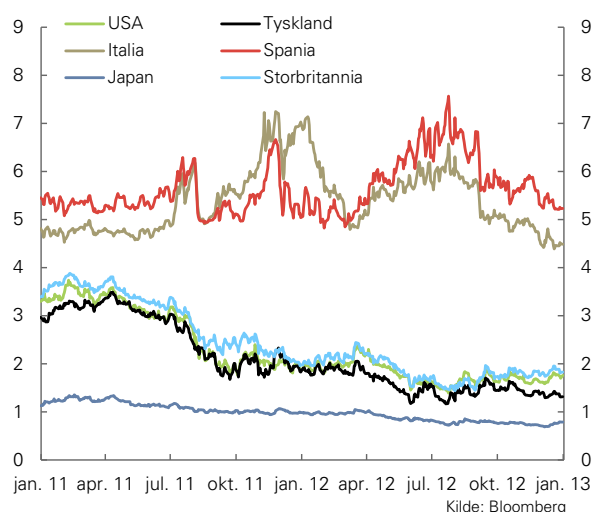
Den europeiske sentralbanksjefens løfte i juli om å forsvare euroen med alle tilgjengelige midler bidro til avtagende frykt for mislighold av statsgjeld i blant annet Italia og Spania. Renten på tiårige spanske statsobligasjoner

gikk ned til 5,3 prosent ved utgangen av 2012 fra 7,6 prosent 24. juli, som var det høyeste nivået siden euroen ble innført. Renten på tiårig italiensk statsgjeld falt gjennom året til 4,5 prosent fra 7,1 prosent. Renten en investor krever for å låne ut penger gjennom en obligasjon, vil normalt gå ned når forventningene om mislighold avtar. Prisen på obligasjonen vil samtidig stige.

Fondets beholdning av statsobligasjoner fikk en avkastning på 4 prosent i 2012 og utgjorde nesten 60 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året. Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 2 prosent, målt i lokal valuta, og sto for omtrent en femtedel av renteinvesteringene. Dette var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Eurodenominerte statsobligasjoner fikk en avkastning på 11 prosent, målt i euro, og utgjorde 12 prosent av renteinvesteringene.

Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som European Investment Bank, Kreditanstalt für Wiederaufbau og Verdensbanken. Slike verdi-

Figur 4-1 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Tabell 4-1 Avkastningen på fondets renteinvesteringer

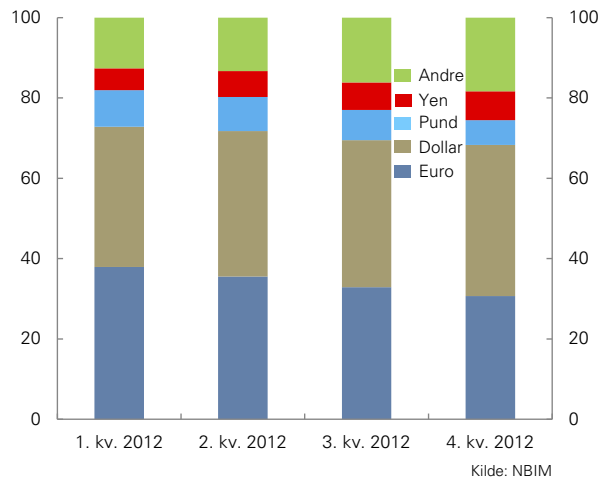
	Avkastning (prosent)	Relativ avkastning (prosentpoeng)
1999	-0,99	0,01
2000	8,41	0,07
2001	5,04	0,08
2002	9,90	0,49
2003	5,26	0,48
2004	6,10	0,37
2005	3,82	0,36
2006	1,93	0,25
2007	2,96	-1,29
2008	-0,54	-6,60
2009	12,49	7,36
2010	4,11	1,53
2011	7,03	0,52
2012	6,68	-0,29

papirer fikk en avkastning på 10 prosent og sto for 11 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

### Større endringer i beholdningen

Fondets investeringsstrategi ble justert i 2012, slik at beholdningen av obligasjoner utstedt av stater og statsrelaterte institusjoner økte til 73 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året fra 66 prosent ett år

Figur 4-2 Valutafordelingen av fondets renteinvesteringer. Prosent



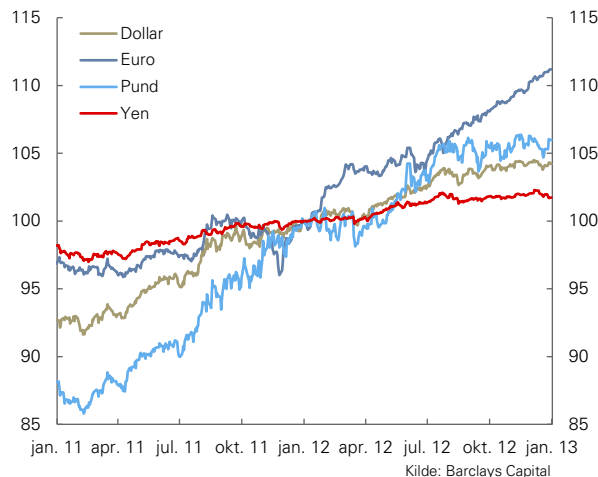
tidligere. Dette ble gjort ved at fondet i samme periode økte investeringene i statsobligasjoner utstedt i fremvoksende lands valutaer til 10 prosent av renteinvesteringene fra 0,4 prosent.

Ved utgangen av året var fondet investert i statsgjeld i valutaene til 19 fremvoksende økonomier, inkludert Mexico, Polen, Indonesia, Tyrkia og Taiwan. Obligasjoner i dollar, euro, pund og yen utgjorde 82 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året, mot 94 prosent ett år tidligere.

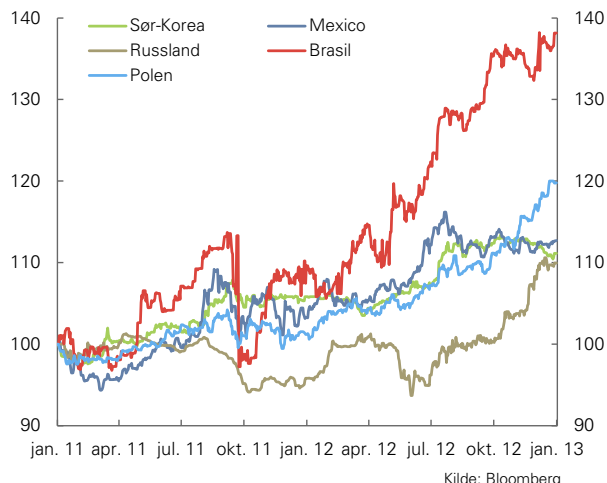
Fondet økte i 2012 også investeringene i statsobligasjoner fra USA, Japan og Tyskland. Det reduserte samtidig beholdningen av fransk, britisk, spansk og italiensk statsgjeld. Fondets tre største deltagelser i enkeltutstedelser av nye obligasjoner utenom statspapirer var i obligasjoner utstedt av Agence Française de Développement, UBS og Caisse centrale Desjardins du Quebec.

Obligasjonsinvesteringene hadde i gjennomsnitt en durasjon på 5,4 år og et rentenivå på 1,9 prosent ved utgangen av året. Durasjonen er den gjennomsnittlige tiden det tar før en investor mottar hele kontantstrømmen på en obligasjon. Jo lengre durasjon, jo mer sensitiv vil prisen på en obligasjon være for endringer i rentenivået.

Figur 4-3 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer, og som inngår i Barclays Global Aggregate-indeksen. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2011 = 100



Figur 4-4 Kursutviklingen for tiårige statsobligasjoner utstedt i fremvoksende økonomiers valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2011 = 100



*Ved utgangen av året var fondet investert i statsgjeld i valutaene til 19 fremvoksende økonomier, inkludert Mexico, Polen, Indonesia, Tyrkia og Taiwan.*

### Relativ avkastning

Fondet var investert i 4 047 obligasjoner fra 1 196 utstedere ved utgangen av 2012. Investeringene måles mot en referanseindeks fra Barclays Capital, som besto av 9 487 obligasjoner fra 1 926 utstedere.

Avkastningen på fondets renteinvesteringer var 0,3 prosentpoeng lavere enn referanseindeksens avkastning i 2012. En høyere eksponering enn referanseindeksen mot statsgjeld i fremvoksende lands valutaer bidro til det negative resultatet. Resultatet ble også trukket ned av en lavere eksponering mot amerikanske selskapsobligasjoner og en kortere gjennomsnittlig durasjon på fondets obligasjonsinvesteringer. Det førte til at fondet generelt var mindre følsomt for fallende renter enn indeksen. En høyere eksponering enn indeksen mot eurodenominerte obligasjoner med fortrinnsrett, som er en type pantesikret gjeld, dro i motsatt retning. Det gjorde også en høyere eksponering mot statsrelaterte obligasjoner.

### Operativ referanseportefølje

NBIM har utformet en operativ referanseportefølje for obligasjoner, som skal ta hensyn til fondets størrelse og

langsiktighet for å gi et best mulig bytteforhold over tid mellom avkastning og risiko.

I 2012 ble statsobligasjoner utstedt i valutaene til fremvoksende økonomier som India, Brasil, Russland, Tyrkia og Indonesia inkludert i referanseporteføljen for å spre fondets investeringer og risiko over flere markeder. Referanseporteføljen ble også videreutviklet for å ta hensyn til et lands finansielle styrke ved investeringer i statsgjeld. Det førte til en reduksjon i beholdningen av statsobligasjoner fra noen av de mest gjeldtyngede landene.

Den operative referanseporteføljen besto av 4 226 obligasjoner ved utgangen av 2012. Den fikk en avkastning på 7 prosent for året, som var 0,1 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen som er utarbeidet av Barclays Capital.

*Les mer om den operative referanseporteføljen i temaartikkelen på sidene 50–51.*

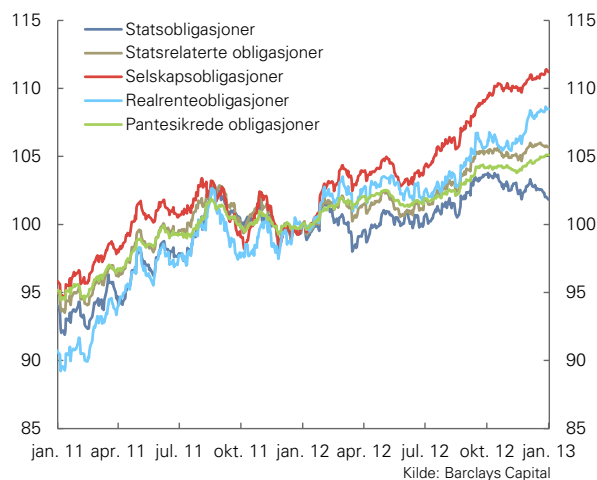
**Tabell 4-2** Avkastningen på fondets renteinvesteringer i 2012. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av renteinvesteringene*
Statsobligasjoner**	4,1	58,7
Statsrelaterte obligasjoner**	10,1	11,4
Realrenteobligasjoner**	5,4	2,9
Selskapsobligasjoner	11,3	13,3
Pantesikrede obligasjoner	12,8	13,3

\* Andelen summerer seg ikke til 100 prosent fordi tabellen ikke tar med kortsiktige rentepapirer, bankinnskudd og derivater.

\*\*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 4-5** Kursutviklingen for ulike obligasjoner i Barclays Global Aggregate-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2011 = 100



Kilde: Barclays Capital





# ØKT AKTIVITET INNEN EIENDOM

Andelen av fondet som var investert i fast eiendom, steg til 0,7 prosent ved utgangen av 2012, drevet av nye kjøp i Europa.



Fondet gikk i løpet av året inn i nye eiendomsmarkeder i Europa. Blant annet kjøpte det sitt første bygg i Sveits og inngikk en avtale om sin første eiendomsinvestering i Tyskland. I tillegg investerte fondet for første gang i et kjøpesenter, og det tok steget inn i markedet for logistikeiendom gjennom en avtale om å investere i bygninger i 11 europeiske land. Ved utgangen av året var 0,7 prosent av fondet investert i fast eiendom, mot 0,3 prosent ett år tidligere.

### **Avkastning på eiendom**

Fondet fikk mandat til å investere i eiendom i 2010, og gjennomførte sine første eiendomsinvesteringer året etter. Disse utgjorde 25 prosent av en portefølje av bygninger i Regent Street i London og 50 prosent av ti eiendommer i og omkring Paris. Eiendommene besto av kontor- og butikklokaler av høy kvalitet og med ettertraktet beliggenhet.

Løpende leieinntekter fra disse bygningene bidro til en avkastning på 6 prosent på fondets eiendomsinvesteringer i 2012. Resultatet ble også styrket av en oppjustering i markedsverdien av Regent Street-porteføljen, etter en økning i eiendommenes forventede leieinntekter.

Generelt steg prisene på butikklokaler av høy kvalitet i London West End, der Regent Street befinner seg. Det

skjedde etter at leieinntektene økte 16 prosent i løpet av året, ifølge eiendomsrådgiveren CBRE. Prisene på butikklokaler av tilsvarende kvalitet i Paris gikk også opp som følge av stigende leieinntekter. Samtidig steg prisene på kontorbygg i London og Paris på grunn av økt etterspørsel etter bygningene. Leieinntektene på slike bygg var omtrent uendret.

### **Gradvis oppbygging**

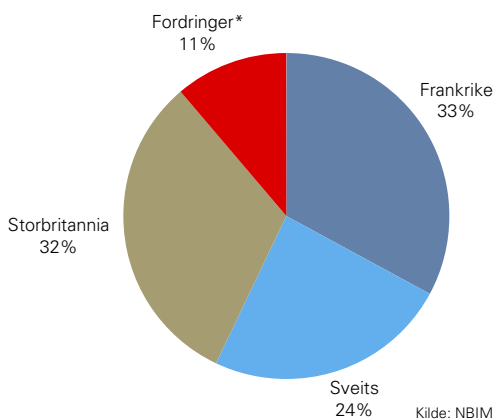
Mandatet til å investere i eiendom ble i desember utvidet til å omfatte land utenfor Europa, med virkning fra 1. januar 2013. Dette er i tråd med strategien om å spre fondets investeringer og risiko over flere markeder. Eiendomsinvesteringene skal over tid økes til inntil 5 prosent av fondet. Investeringene vil hovedsakelig gjennomføres i velutviklede markeder og innenfor segmentene kontorbygg og butikklokaler.

*Les mer om eiendomsinvesteringene i note 11 i regnskapsrapporteringen.*

Tabell 5-1 Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer, målt i internasjonal valuta. Prosent

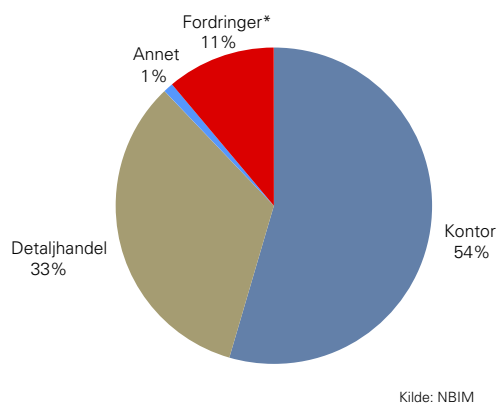
	Avkastningskomponentene
Netto resultater fra løpende leieinntekter	4,2
Netto verdiendringer på eiendom og gjeld	0,4
Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom	-0,6
Resultat av valutajusteringer	1,8
<b>Total avkastning</b>	<b>5,8</b>

Figur 5-1 Fondets eiendomsinvesteringer fordelt på land per 31. desember 2012. Prosent



\* Fordringene gjelder investeringene i Tyskland, som ble gjennomført 1. januar 2013.

Figur 5-2 Fondets eiendomsinvesteringer fordelt på sektor per 31. desember 2012. Prosent



\* Fordringene gjelder investeringene i Tyskland, som ble gjennomført 1. januar 2013.

## VESENTLIGE NYE EIENDOMSINVESTERINGER I 2012

- 50 prosent av fem eiendommer i Paris for 275 millioner euro (2,1 milliarder kroner). Kjøpet ble gjennomført i fjerde kvartal.
- 50 prosent av Meadowhall kjøpesenter i Storbritannia for 348 millioner pund (3,2 milliarder kroner). Kjøpet ble gjennomført i oktober.
- 100 prosent av kontorbygget Uetlihof i Zurich for 1 milliard sveitsiske franc (6,1 milliarder kroner). Kjøpet ble gjennomført i november.
- 50 prosent av to bygninger i Tyskland for 388 millioner euro (2,8 milliarder kroner). Kjøpet ble gjennomført 1. januar 2013.
- 50 prosent av en portefølje av 195 logistikkeiendommer i 11 europeiske land for 1,2 milliarder euro (8,9 milliarder kroner). Kjøpet skal gjennomføres i første kvartal 2013.

Samtlige av fondets eiendomsinvesteringer ble gjort i samarbeid med partnere, med unntak av investeringen i Sveits.



## GLOBALE INVESTERINGER

# INN I NYE MARKEDER

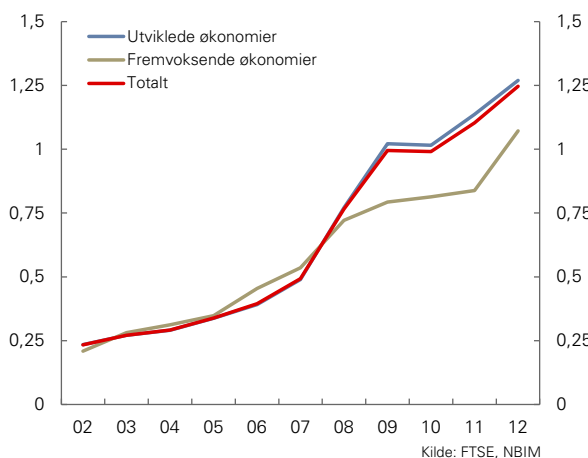
Mer enn en tredjedel av fondets kapitaltilførsler ble investert i fremvoksende markeder i 2012.



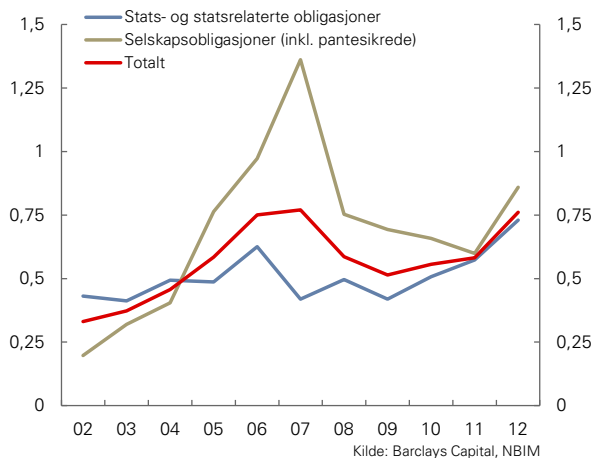
Fondets investeringer var fordelt på 72 land ved utgangen av 2012, opp fra 68 land ett år tidligere, etter at det gikk inn i nye markeder inkludert Qatar, Kenya og Romania. Antallet valutaer som fondet var investert i, økte i samme periode til 43 fra 36, hjulpet av nye investeringer i fremvoksende lands statsobligasjoner.

Økningene var en følge av strategien om å fordele fondets investeringer over flere land og valutaer for å få en bredere eksponering mot veksten i verdensøkonomien. I 2012 ble fondets kapitaltilførsler på 276 milliarder kroner investert med 56 prosent i aksjer, 39 prosent i rentepapirer og 5 prosent i eiendom. Omtrent 40 prosent av investeringene var i fremvoksende markeder.

**Figur 6-1** Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien av aksjeindeksen FTSE Global All Cap



**Figur 6-2** Fondets eierandeler i obligasjonsmarkedene. Prosent av markedsverdien av obligasjonsindekser utarbeidet av Barclays Capital



### 1,2 prosent av verdens aksjer

Nye aksjeinvesteringer bidro til at fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper økte til 1,2 prosent ved utgangen av 2012 fra 1,1 prosent ett år tidligere, målt som en andel av aksjeindeksen FTSE Global All Cap. Den største eierandelen var i europeiske selskaper og utgjorde 2,5 prosent i gjennomsnitt, opp fra 2,3 prosent året før.

I fremvoksende økonomier eide fondet i gjennomsnitt 1,1 prosent av de børsnoterte selskapene, en økning fra 0,8 prosent året før. Eierandelen i aksjeselskaper i utviklede økonomier steg i løpet av året til 1,3 prosent fra 1,1 prosent.

USA var fondets største enkeltmarked for aksjer og sto for 28 prosent av aksjebeholdningen ved utgangen av 2012. Deretter fulgte Storbritannia med 16 prosent og Frankrike med 7 prosent. Fondets største aksjebeholdning i en fremvoksende økonomi var i Kina med 1,6 prosent av aksjeinvesteringene. Dette var fulgt av Brasil med 1,5 prosent og Taiwan med 1,3 prosent.

### Investeringer i enkeltelskaper

Den største investeringen i et enkeltelskap var i den sveitsiske matvareprodusenten Nestlé. Fondets eierandel på 2,6 prosent hadde en markedsverdi på omtrent 30 milliarder kroner ved utgangen av 2012. Tre olje- og

gassprodusenter sto også på listen over fondets ti største aksjebeholdninger, i tillegg til tre legemiddelprodusenter, to finansselskaper og ett IT-selskap.

Fondets største prosentvise eierandel i et selskap var i Smurfit Kappa Group, et irsk emballasjeselskap. Eierandelen på 9,5 prosent hadde en verdi på om lag 1,4 milliarder kroner.

Fondet var investert i 7 427 selskaper ved utgangen av 2012, mot 8 005 selskaper ett år tidligere. Eierandelen var større enn 2 prosent i 891 selskaper og over 5 prosent i 34 selskaper.

Ved utgangen av året var 52 land godkjent av NBIM som markedsplasser der fondet kan handle aksjer, mot 47 land året før, etter at Qatar, Jordan, Kenya, Kroatia og Romania ble lagt til listen.

### Beholdningen av obligasjoner

Fondets renteinvesteringer var fordelt med 73 prosent i obligasjoner utstedt av stater og statsrelaterte institusjoner og 27 prosent i selskapsgjeld ved utgangen av 2012.

Amerikansk statsgjeld sto for den største beholdningen av obligasjoner fra en enkeltutsteder, fulgt av statsgjeld fra Japan og Tyskland. Meksikanske statsobligasjoner kom i løpet av året for første gang med på listen over

## NESTLÉ

- Nestlé er en sveitsisk matvareprodusent med merkevarer som Nespresso, Mövenpick og Kit Kat.
- Selskapet har omtrent 330 000 ansatte og 461 fabrikker i 83 land. Det hadde driftsinntekter på 92 milliarder sveitsiske franc i 2012.



## SMURFIT KAPPA GROUP

- Smurfit Kappa er en irsk emballasjeprodusent med om lag 41 000 ansatte i 32 land.
- Selskapet lager blant annet papirkartonger til bruk i bransjer som matvare-, elektronikk- og helseindustrien. Det hadde 7,3 milliarder euro i driftsinntekter i 2012.



de ti største obligasjonsbeholdningene, ettersom fondet økte investeringene i statsgjeld utstedt i fremvoksende lands valutaer.

Ved utgangen av året utgjorde obligasjoner utstedt i fremvoksende lands valutaer 10 prosent av fondets renteinvesteringer, mot 0,4 prosent ved inngangen til året. Obligasjoner utstedt i euro, dollar, pund og yen sto for 82 prosent av renteinvesteringene, ned fra 94 prosent.

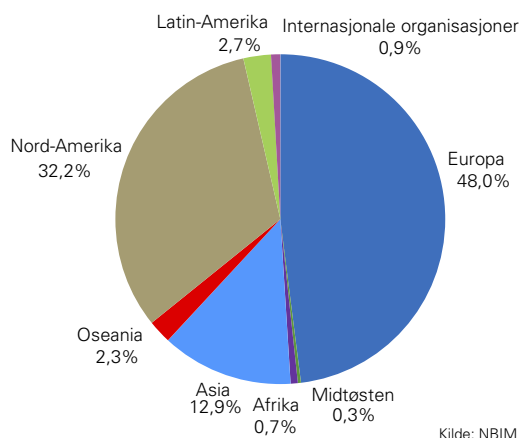
Flere valutaer ble godkjent for fondet i 2012, inkludert den ungarske forint, den russiske rubelen og den thailandske bhaten. Totalt var renteinvesteringene fordelt på 30 valutaer ved utgangen av året, mot 26 valutaer året

før. Investeringene besto av 4 047 verdipapirer fra 1 196 utstedere ved utgangen av 2012, mot 5 215 verdipapirer fra 1 404 utstedere ett år tidligere.

### Nye markeder for eiendom

Eiendomsinvesteringene ble også spredt over nye markeder i 2012. Fondet investerte blant annet for første gang i eiendom i Sveits, og inngikk en avtale om å kjøpe sine første bygg i Tyskland. Det investerte for første gang i et kjøpesenter og tok steget inn i markedet for logistikk-eiendom. I desember fikk fondet mandat til å investere i eiendom utenfor Europa.

Figur 6-3 Fondets investeringer fordelt på regioner per 31. desember 2012. Prosent



### PÅ TOPP TI-LISTEN OVER AKSJONÆRER

Det er vanskelig å finne presise tall for hvor på aksjonærlisten fondet rangerer i alle selskap. Det skyldes blant annet at ikke alle eierskapsregistre er offisielle og at registrene oppdateres på ulike tidspunkt. I tillegg varierer praksis for konsolidering av aksjeklasser og aksjonærer. NBIM har sett på fondets 1 000 største aksjebeholdninger ved utgangen av 2012. Med de nevnte forbeholdene viser anslag at fondet var blant de 10 største aksjonærene i om lag 550 selskaper og på topp 20-listen i rundt 840 selskaper. De høyeste plasseringene var i Europa, der fondet hadde halvparten av sine aksjeinvesteringer ved utgangen av året.

Tabell 6-1 Ti største beholdninger fordelt på land per 31. desember 2012. Andel av fondet

Land	Totalt (prosent)	Aksjer (prosent)	Rentepapirer (prosent)
USA	28,6	17,4	11,2
Storbritannia	13,0	9,6	3,4
Tyskland	7,4	3,9	3,5
Frankrike	6,6	4,2	2,4
Japan	6,1	3,3	2,8
Sveits	4,6	3,8	0,8
Canada	3,0	1,5	1,5
Spania	2,9	1,2	1,7
Nederland	2,5	1,2	1,3
Sverige	2,3	1,6	0,7

Tabell 6-2 Ti største beholdninger fordelt etter valuta per 31. desember 2012. Andel av fondet

Valuta	Totalt (prosent)	Aksjer (prosent)	Rentepapirer (prosent)
USD	32,6	18,7	13,9
EUR	25,5	13,6	11,9
GBP	11,6	9,1	2,5
JPY	6,0	3,3	2,7
CHF	4,3	3,7	0,6
CAD	2,5	1,4	1,1
SEK	2,1	1,6	0,5
AUD	2,0	1,4	0,6
HKD	1,9	1,8	0,1
KRW	1,5	1,0	0,5



Tabell 6-3 Fondets største aksjebeholdninger per 31. desember 2012

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
Nestlé SA	Sveits	30 061
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	28 829
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	27 272
Novartis AG	Sveits	21 218
Apple Inc	USA	20 698
Roche Holding AG	Sveits	18 192
BlackRock Inc	USA	17 766
BP Plc	Storbritannia	16 546
Sanofi	Frankrike	16 403
Exxon Mobil Corp	USA	16 154

Tabell 6-4 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2012

Utsteder	Land	Beholdning i millioner kroner
Amerikanske stat	USA	323 983
Japanske stat	Japan	103 001
Tyske stat	Tyskland	63 926
Britiske stat	Storbritannia	59 784
Franske stat	Frankrike	44 016
Italienske stat	Italia	26 535
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	25 884
Nederlandske stat	Nederland	24 624
Meksikanske stat	Mexico	22 569
Kanadiske stat	Canada	22 141

**Tabell 6-5** Fondets største eierandeler per 31. desember 2012.  
Prosent

Selskap	Land	Eierandel
Smurfit Kappa Group Plc	Irland	9,5
Great Portland Estates Plc	Storbritannia	8,9
BlackRock Inc	USA	8,8
CSR Plc	Storbritannia	8,7
Telecity Group Plc	Storbritannia	8,5
Stora Enso OYJ	Finland	8,1
UPM-Kymmene OYJ	Finland	7,9
CNinsure Inc	Cayman- øyene	7,8
Capital & Counties Properties Plc	Storbritannia	7,6
China Water Affairs Group Ltd	Hong Kong	7,6

## SØR-KOREA

- Landet sto for 1,6 prosent av fondets investeringer ved utgangen av 2012.
- Investeringene var i 229 aksjeselskaper og obligasjoner fra 16 utstedere.



## MILJØRELATERTE INVESTERINGER

NBIM hadde i 2012 ti aksjemandater som er særlig rettet mot miljørelaterte investeringer. Åtte av mandatene var eksternt forvaltet og utgjorde 13 milliarder kroner ved utgangen av året. De resterende to mandatene var forvaltet internt og utgjorde 13 milliarder kroner. Samlet fikk mandatene en avkastning på 9 prosent i 2012.

Syv av mandatene var for investeringer i fornybar energi og miljørelatert teknologi. Dette kan omfatte selskaper som produserer og distribuerer fornybar energi, i tillegg til selskaper som utvikler utstyr til slik produksjon. Det kan også omfatte selskaper som utvikler teknologi som bidrar til et mer effektivt forbruk eller distribusjon av energi.

Ved utgangen av 2012 var den største investeringen i denne typen mandat i Johnson Controls, fulgt av Cree, Pall, Enel Green Power og Regal Beloit.

Tre av de miljørelaterte mandatene var for investeringer innen vannforvaltning og avfallshåndtering. Dette kan være investeringer i selskaper som utvikler eller opererer infrastruktur for å rense og distribuere vann, blant annet i fremvoksende markeder. Det kan også omfatte selskaper som utvikler teknologi for å bedre vannkvalitet, og selskaper som håndterer og utnytter avfall, for eksempel i energiproduksjon.

De fem største investeringene innenfor kategoriene vannforvaltning og avfallshåndtering var i United Utilities Group, Pentair, Progressive Waste Solutions, Clean Harbors og Veolia Environment.





## MEXICO

- Landet sto for 0,9 prosent av fondets investeringer ved utgangen av 2012.
- Investeringene var i 50 aksjeselskaper og obligasjoner fra 5 utstedere.



## KINA

- Landet sto for 1,2 prosent av fondets investeringer ved utgangen av 2012.
- Investeringene var i 303 aksjeselskaper og obligasjoner fra 4 utstedere.



## EIERSKAPSUTØVELSEN

# EN AKTIV EIER

NBIM vil sikre fondets langsiktige verdier ved å fremme god selskapsstyring og bærekraftige sosiale og miljømessige forhold.



En god langsiktig avkastning på fondet avhenger av en bærekraftig økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig utvikling. NBIM bruker sine rettigheter som aksjonær til å fremme en slik utvikling og bedre standarder for selskapsstyring. Vi har dialog med selskaper, investorer, myndigheter og andre aktører som setter standard i finansmarkedene. Vi stemmer på generalforsamlinger og fremmer aksjonærforslag. I tillegg utgir vi dokumenter som beskriver våre forventninger til hvordan selskaper skal håndtere samfunnsmessig og miljømessig risiko i sin virksomhet og hos sine leverandører. Vi har valgt å konsentrere oss om seks strategiske områder:

- likebehandling av aksjonærer
- styrets rolle og ansvar
- velfungerende finansmarkeder
- barns rettigheter
- klimaendringer
- vannforvaltning

Fondets eierskapsarbeid tar utgangspunkt i FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

### **Mer koordinert satsing**

NBIM tok i 2012 grep for å bedre integrere målene for eierskapsutøvelsen med fondets investeringsbeslutninger.

Analytikere fra avdelingen for eierskapsutøvelsen ble flyttet til aksjeforvaltningsgruppen for å bidra mer direkte til investeringsbeslutningene og sikre en tettere oppfølging av viktige hensyn i eierskapsutøvelsen. Omleggingen tilrettela for at analytikerne og forvalterne i større grad enn før delte informasjon og vurderinger rundt NBIMs stemmegivning og kontakt med selskaper. Den økte koordineringen bidro blant annet til en mer entydig kommunikasjon med selskapene.

Vi tok i 2012 kontakt med om lag 300 selskaper for å ta opp tema knyttet til fondets eierskapsutøvelse. Kontakten tok form av møter, brev og telefonsamtaler. Noe av kontakten var en del av det langsiktige arbeidet innen eierskapsutøvelsens satsingsområder, mens noe var drevet av mer selskaps-spesifikke hendelser. Blant annet møtte vi styrelederne i flere europeiske banker for å diskutere styrets rolle og velfungerende markeder. Vi møtte også styremedlemmer i Xstrata for å fremme bedre betingelser for gruveselskapets aksjonærer i forbindelse med en planlagt sammenslåing med Glencore.

I løpet av året videreutviklet vi en database med informasjon om forhold som angår miljø, samfunn og selskapsstyring i omtrent 4 000 av de største selskapene fondet investeres i. Databasen inneholder også finansiell informasjon om disse selskapene, som sto for 90 prosent av markedsverdien av fondets aksjeinvesteringer ved utgan-

gen av året. Den ble videreutviklet for å inneholde mer selskapsspesifikk informasjon om blant annet klimagassutslipp og risikoindikatorer knyttet til menneskerettigheter, helse, miljø og sikkerhet, også i leverandørkjedene til enkelte selskaper. Denne informasjonen ga fondets analytikere og aksjeforvalterne et bredere grunnlag for å ta beslutninger om fondets investeringer.

### Aksjonærer, selskapsstyrer og markeder

Vi la i 2012 frem et dokument som ser nærmere på hvorfor vi vektlegger likebehandling av aksjonærer og styrets ansvar. Dokumentet beskriver blant annet våre forventninger til selskaper og styrer innenfor disse områdene, og det bygger på akademisk litteratur og innspill fra utvalgte styreformenn, investorer og andre markedsaktører. Som et utgangspunkt forventer vi at styret i et selskap skal behandle alle aksjonærer likt og begrunne eventuelle avvik fra en slik praksis. Aksjonærene skal samtidig kunne holde styret ansvarlig for sine beslutninger og resultatene av disse.

Vi publiserte i tillegg en analyse av fundamentet for velfungerende finansmarkeder og årsaken til at slike markeder er viktige for å nå langsiktige mål i forvaltningen av fondet. Analysen ser blant annet på hvordan markeder fungerer, hvilke sårbarheter markeder har, og hvor åpen selskaper er i sin rapportering. Den beskriver også hvordan NBIM kan arbeide for å fremme velfungerende finansmarkeder.

### Stemmegivning og aksjonærforslag

NBIM bruker aktivt sin stemmerett som aksjonær i mer enn 7 000 selskaper for å ivareta fondets langsiktige

interesser. Vi stemte i 2012 på 10 231 ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger. Stemmegivningen var basert på prinsippene for vår eierskapsutøvelse. Vi stemte for forslag som vil fremme selskapenes langsiktige interesser, og stemte mot forslag som vil undergrave våre rettigheter som aksjonær. Blant annet stemte vi mot foreslåtte selskapssammenslåinger der styret ikke ville vært tilstrekkelig uavhengig fra ledelsen, og på denne måten svekket aksjonærenes rettigheter. Vi stemte også mot transaksjoner i selskaper der større aksjonærer tidligere hadde forskjellsbehandlet andre aksjonærer.

Vi har de seneste årene fremmet aksjonærforslag som tar sikte på å gjøre styret mer ansvarlig overfor aksjonærene. Blant annet har vi fremmet forslag der vi ber om et vedtektsfestet skille mellom rollene som administrerende direktør og styreleder. Dette vil styrke styrets evne til å føre tilfredsstillende tilsyn med ledelsen i et selskap. Vi har i tillegg fremmet forslag om å gi aksjonærene i flere amerikanske selskaper rett til å foreslå styremedlemmer i innkallingen til generalforsamlinger, såkalt *proxy access*. Denne retten er grunnleggende for god eierskapsutøvelse, men tungvint og kostbart å gjennomføre i USA. Vårt forslag vil forenkle prosessen og bidra til å styrke aksjonærenes rettigheter. Vi fremmet i 2012 slike forslag i fire amerikanske selskaper.

I 2012 samarbeidet vi med andre investorer, som Fidelity International, Capital Group International og APG Asset Management, for å gjøre stemmegivningsprosesser mer effektive.

Tabell 7-1 Stemmegivning på aksjonærmøter

Regioner	2012			2011		
	Antall møter	Møter der NBIM stemte	Andel	Antall møter	Møter der NBIM stemte	Andel
Afrika	145	82	56,6%	192	126	65,6%
Asia	5 094	5 058	99,3%	6 108	6 050	99,1%
Europa	1 939	1 837	94,7%	2 069	1 854	89,6%
Latin-Amerika	404	403	99,8%	408	399	97,8%
Midtøsten	130	130	100,0%	153	139	90,8%
Nord-Amerika	2 398	2 395	99,9%	2 389	2 385	99,8%
Oseania	327	326	99,7%	347	347	100,0%
<b>Total</b>	<b>10 437</b>	<b>10 231</b>	<b>98,0%</b>	<b>11 666</b>	<b>11 300</b>	<b>96,9%</b>

# SATSING PÅ BARNES RETTIGHETER, KLIMA OG VANN

NBIM forventer at selskaper skal håndtere samfunnsmessige og miljømessige risikoer som kan ha negativ innvirkning på fondets investeringer.



Vi er særlig opptatt av risiko knyttet til barns rettigheter, klimaendringer og knappe vannressurser, og har utgitt dokumenter som beskriver hvordan vi forventer at selskaper skal håndtere slike risikoer. Hvert år kartlegger vi i hvilken grad selskaper i særlig utsatte sektorer oppfyller disse forventningene. Sektorundersøkelsene tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon selskapene selv har lagt frem, og omfatter rundt 500 selskaper innen hvert risikoområde.

Vi la i første kvartal 2012 frem tre statusrapporter om selskapenes rapportering om slik risiko i 2011. Kun 39 av 1 078 bedrifter som ble vurdert, fikk toppkarakter for sin rapportering, mens mer enn en tredjedel av selskapene fikk null poeng. De store selskapene var generelt best til å rapportere om slik risiko. I tillegg var selskaper i USA og Europa stort sett bedre til å rapportere enn asiatiske selskaper.

I 2012 tok vi kontakt med 60 av selskapene i undersøkelsen for å oppfordre dem til å forbedre deres rapportering på disse områdene. Selskapene vi tok kontakt med, var enten ledende i sin industri eller av en viss størrelse i fondets aksjebeholdning. Målet var å få selskapene til å endre sin adferd og på denne måten påvirke andre selskaper i deres industri til å følge etter.

## **Barns rettigheter**

NBIM forventer at selskaper skal sikre barns rettigheter i sin virksomhet og hos leverandører. Selskapene må vise at de har tilfredsstillende systemer på plass for å håndtere risikoen for brudd på barns rettigheter.

Vi avsluttet i desember 2012 dialoger om barnearbeid med tre av fire selskaper med virksomhet i Indias bomullsfrøindustri. Dette skjedde etter at selskapene hadde rapportert om en nedgang i forekomsten av barnearbeid siden dialogene startet i 2007. Selskapene hadde i samme periode også utviklet systemer for å håndtere risikoen for barnearbeid, og utvidet systemene til å omfatte flere typer frø og flere geografiske områder. Vi fortsatte dialogen med ett av selskapene fordi bedriftens rapportering rundt barnearbeid ikke var tilfredsstillende.

NBIM ble i 2012 medlem av en arbeidsgruppe som gir UNICEF råd om hvordan selskaper kan ta i bruk prinsipper for barn og næringslivet. Prinsippene ble lansert i mars 2012 av UNICEF, FNs Global Compact og Redd Barna.

## **Klimaendringer**

NBIM forventer at selskaper skal utvikle strategier for å håndtere risiko knyttet til klimaendringer og at de skal

## *Vi forventer at selskaper skal sikre barns rettigheter i sin virksomhet og hos leverandører.*

rapportere om hva de gjør for å redusere risikoen for at slike endringer kan påvirke deres lønnsomhet negativt. Vi utvidet i 2012 vårt søkelys på dette området til å inkludere klimaendringer som følge av tropisk avskoging. Dette kom i tillegg til vårt søkelys på klimagassutslipp ved forbrenning av fossile brennstoffer. Tropisk avskoging bidrar til klimaendringer ved at store mengder karbon som er lagret i regnskog, slippes ut i atmosfæren. Vi forventer at selskaper som gjennom sin produksjon bidrar til en slik avskoging, skal innføre tiltak for å redusere avskoging eller plante ny tilvekst.

I første kvartal 2012 solgte vi oss ut av 23 selskaper som etter vår vurdering ikke produserte palmeolje på en bærekraftig måte. Før vi tok denne avgjørelsen gjennomgikk vi en rekke selskaper som bidro til tropisk avskoging gjennom sin virksomhet i palmeoljeindustrien i Malaysia og Indonesia. Vi tok kontakt med flere av bedriftene for å få informasjon om hvordan de håndterte avskoging, og vi vektla om selskapene hadde sluttet seg til *Roundtable on Sustainable Palm Oil*, som er en internasjonal standard for sertifisering av bærekraftig palmeoljeproduksjon.

NBIM ble i 2012 også medlem av *Carbon Disclosure Project* (CDP). Prosjektet, som var støttet av mer enn 600 institusjonelle investorer i 2012, søker blant annet å bedre selskapenes rapportering om risiko knyttet til klimaendringer og begrensede vannressurser. NBIM har i økende grad støttet CDP siden 2009.

### **Vannforvaltning**

Begrenset tilgang til ferskvann er en økende risiko for mange selskaper. NBIM arrangerte i juli et seminar på

den internasjonale vannuken i Singapore om behovet for å håndtere og rapportere om vannrelatert risiko hos selskaper i Asia og Australia. Veksten i økonomiene og befolkningene i denne regionen fører til økt etterspørsel etter vann, samtidig som endringer i værforhold, forurensning og regelverk begrenser forsyningene. NBIM har siden 2011 hatt dialog med bedrifter i Asia og Australia som er særlig utsatt for slik risiko. Dialogen viser at selskapene i for liten grad håndterer vannrelatert risiko i sine leverandørkjeder. Vi forventer at selskapene forbedrer sin måling og rapportering om vannforbruk og vannrelaterte risikoer, og at de standardiserer rapporteringen på dette området.

I samarbeid med det nederlandske pensjonsfondet PGGM var vi i 2012 også i samtaler med gruve- og kraftselskaper i Kina og India. Disse dialogene tok sikte på å bedre selskapenes rapportering rundt vannrelatert risiko.

## INVESTERINGSRISIKO

# MINDRE SVINGNINGER I FONDETS VERDIER

Annonseringen av tiltak for å stimulere økonomien og forsvare euroen dempet usikkerheten i kapitalmarkedene i andre halvdel av 2012.



Uroen i aksje- og rentemarkedene avtok i 2012 etter at myndighetene i en rekke land varslet om tiltak for å få fart på økonomien, og den europeiske sentralbanken lovet å forsvare euroen. Indeksen Markit iTraxx Europe, som måler kredittforsikringspremien for 125 europeiske selskaper med høy kredittvurdering, falt gjennom året med 0,5 prosentpoeng til 1,2 prosent. Indeksen går typisk ned når investorenes tillit øker og etterspørselen etter forsikring avtar.

VIX-indeksen, som måler forventede svingninger i det amerikanske aksjemarkedet, gikk ned til 18 prosent ved utgangen av 2012 fra 28 prosent 4. juni, som var det høyeste nivået for året. Europas tilsvarende VStoxx-indeks falt i samme periode til 21 prosent fra 38 prosent.

### Fondets svingninger

Fondets markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer og kredittrisikopåslag. Det finnes ingen enkeltmål eller analyse som fullt ut kan beskrive fondets markedsrisiko. Derfor bruker NBIM ulike måltall og risikoanalyser, som forventet volatilitet, faktoreksponering, konsentrasjonsanalyse og likviditetsrisiko.

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 aksje- og renteinvesteringer kan svinge. Ved utgangen av 2012 var fondets forventede absolutte volatilitet på 8,6 prosent, eller om lag 300 milliarder kroner, mot 9,6 prosent ved inngangen til året.

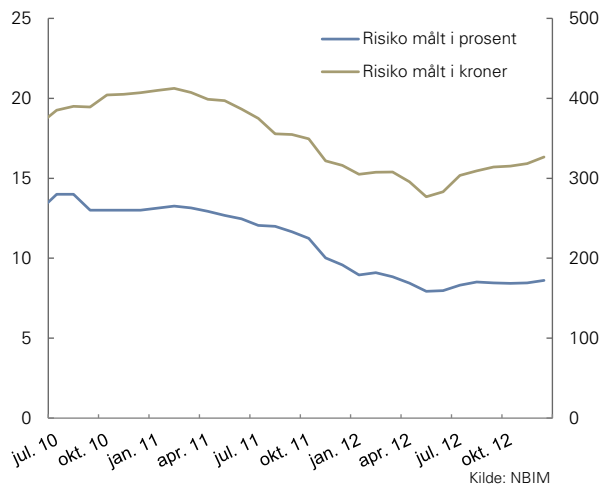
Finansdepartementet har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksene NBIM kan ha i forvaltningen av fondets aksje- og renteinvesteringer. En av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den på 0,5 prosentpoeng, mot 0,4 prosentpoeng ett år tidligere. På det høyeste var den på 0,6 prosentpoeng i mai.

### Faktoreksponeringer

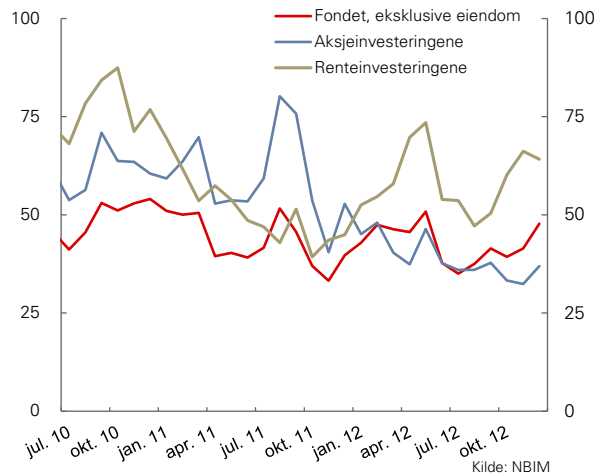
NBIM måler fondets eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer, som små selskaper, verdiselskaper og kreditt. Risikofaktorer er fellestrekk som verdipapirer i varierende grad har over tid, og som bidrar til både risiko og

*Fondets markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer og kredittrisikopåslag.*

**Figur 8-1** Forventet absolutt volatilitet for fondet, eksklusive eiendom. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse)



**Figur 8-2** Forventet relativ volatilitet for fondet, eksklusive eiendom. Basispunkter



**Tabell 8-1** Risiko og eksponering for fondet

		31.12.2012	30.09.2012	30.06.2012	31.03.2012
<b>Grenser fastsatt av Finansdepartementet</b>					
Eksponering	Aksjer 50–70% av fondet	61,1	60,3	59,0	60,7
	Eiendom 0–5% av fondet	0,7	0,3	0,3	0,3
Markedsrisiko*	1 prosentpoeng forventet relativ volatilitet	0,5	0,4	0,4	0,5
Kredittrisiko*	Inntil 5% av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	0,7	1,1	0,9	1,1
Høyeste eierandel	Maksimalt 10% av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap	9,5	9,6	9,7	9,6

\*Gjelder aksje- og renteinvesteringene





avkastning på ulike investeringer. Fondets relative eksponering mot slike faktorer kan anslås ved å sammenligne variasjonen i den relative avkastningen på fondet med variasjonen i avkastningen på faktorene.

Analysen av faktoreksponeringen for 2012 viser blant annet at fondets aksjeinvesteringer var mer eksponert mot små selskaper enn referanseindeksen gjennom året, og noe mer eksponert mot den generelle utviklingen i aksjemarkedet enn referanseindeksen i første halvår. Analysene viser også at den relative avkastningen på fondets aksjeinvesteringer i avtagende grad ble forklart av eksponeringen mot verdiselskaper, små selskaper og fremvoksende økonomier. Omtrent 10 prosent av svingningene i aksjeinvesteringenes relative avkastning kunne forklares av disse risikofaktorene ved utgangen av året, mot om lag 70 prosent ved inngangen til året.

Analysen av fondets faktoreksponeringer viser at den relative avkastningen på fondets renteinvesteringer i liten grad kunne forklares av endringer i kredittpremier og terminpremier. Analysene forklarer omtrent 12 prosent av svingningene i renteinvesteringenes relative avkastning ved utgangen av 2012, mot om lag 8 prosent ved inngangen til året.

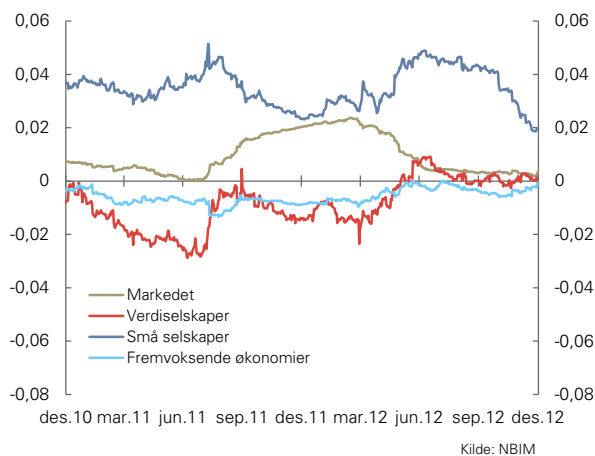
Resultatene fra slike statistiske analyser er usikre, og NBIM bruker flere supplerende innfallsvinkler for å analysere fondets faktoreksponeringer.

Se note 15 i regnskapsrapporteringen for mer informasjon om fondets investeringsrisiko.

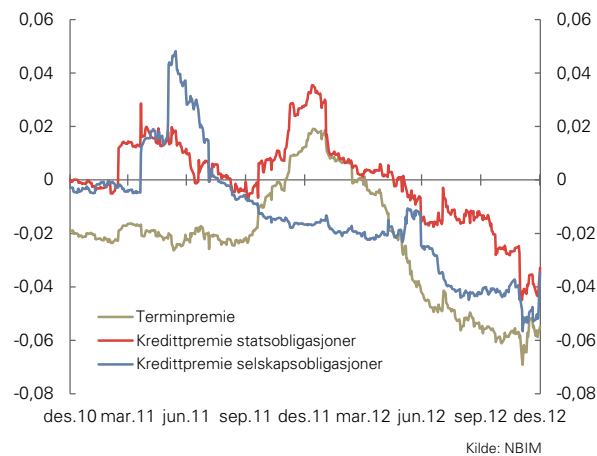
Tabell 8-2 Fondets obligasjonsinvesteringer per 31. desember 2012 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av obligasjonsbeholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	36,7	12,9	2,4	6,7	0,0	58,8
Statsrelaterte obligasjoner	6,1	3,2	0,7	1,2	0,2	11,5
Realrenteobligasjoner	2,0	0,3	0,0	0,5	-	2,9
Selskapsobligasjoner	0,0	1,1	6,5	5,7	0,2	13,5
Pantesikrede obligasjoner	7,7	1,1	2,9	1,3	0,3	13,4
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>52,6</b>	<b>18,6</b>	<b>12,6</b>	<b>15,4</b>	<b>0,7</b>	<b>100,0</b>

Figur 8-3 Aksjeinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter



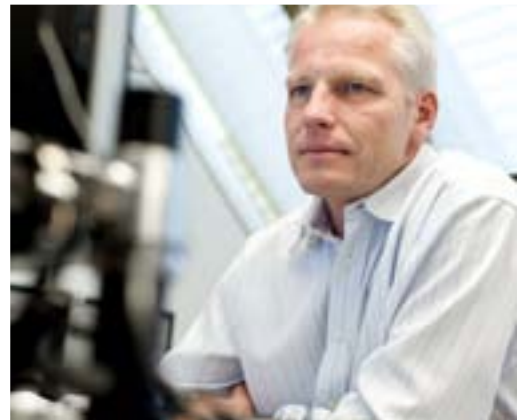
Figur 8-4 Obligasjonsinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter



## OPERASJONELL RISIKOSTYRING

# FÆRRE UØNSKEDE HENDELSER

Antallet uønskede hendelser i NBIM gikk ned 8 prosent i 2012.



Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i NBIM. 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 500 millioner kroner eller mer i tap pluss gevinster. Denne grensen betegnes som styrets risikotoleranse. I 2012 var NBIMs risikoksponeering innenfor styrets risikotoleranse.

NBIM arbeider systematisk for å identifisere uønskede hendelser, og vi forbedrer prosessene våre kontinuerlig for å hindre at hendelsene inntreffer. Rapportering og oppfølging av disse hendelsene utgjør en viktig del av tiltakene for å forbedre driften og internkontrollen.

### Uønskede hendelser i 2012

NBIM registrerte 199 uønskede hendelser i 2012, ned fra 217 hendelser i 2011. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser, enten fordi de ble oppdaget i tide, eller fordi de kun ville hatt potensielle konsekvenser for omdømmet. Det er beregnet at hendelsene medførte et finansielt tap på 15 millioner kroner.

Overgangen til en ny leverandør av IT-infrastruktur forårsaket en av de alvorligste hendelsene i 2012. Tilgangen til

NBIMs datanettverk var i en periode ustabil på grunn av tekniske problemer i forbindelse med skiftet. Hendelsen medførte indirekte finansielle tap på omtrent 4 millioner kroner.

NBIMs stemmegivning foregår på en elektronisk plattform eller gjennom depotbanker og andre representanter for NBIM på generalforsamlinger. Representantene stemmer på vegne av oss i samsvar med våre instruksjoner. I 2012 stemte én av våre representanter på feil kandidat til styret i et selskap i Brasil.

En annen uønsket hendelse skjedde når en intern pengeoverføring på mer enn 8 millioner pund manglet korrekte elektroniske godkjenninger. Hendelsen førte ikke til noe finansielt tap.

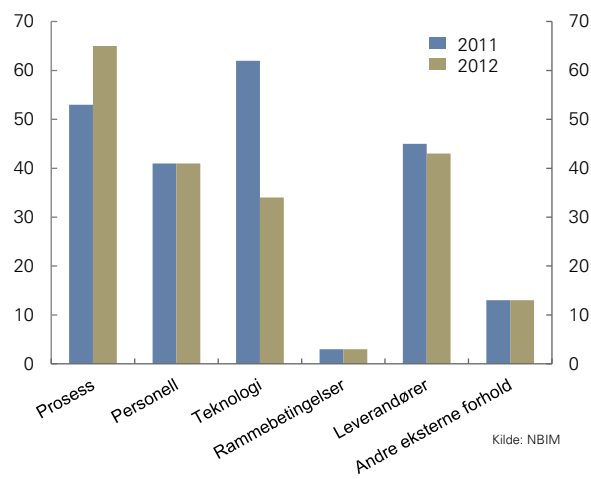
### Etterlevelse av retningslinjer

Finansdepartementet har satt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2012. NBIM mottok i samme periode ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra tilsynsmyndigheter.



*Vi arbejder systematisk for å identifisere uønskede hendelser, og vi forbedrer prosessene våre kontinuerlig for å hindre at hendelsene inntreffer.*

Figur 9-1 Antall uønskede hendelser i NBIM. Årsakskategorier



# NBIM

# 336



**336 ANSATTE  
FRA  
27 NASJONER**





27



NBIM

## EN ORGANISASJON I UTVIKLING

NBIM arbeider kontinuerlig med å bygge kompetanse for å sikre verdiene i et fond i sterk vekst.



Vi rekrutterte i 2012 flere forvaltere og analytikere for å styrke forvaltningen og støtte strategien om å spre investeringene over flere markeder.

Antallet fast ansatte økte i løpet av året med 21 personer til 336 personer. Flertallet av de nyansatte var forvaltere eller analytikere innenfor aksje-, rente- eller eiendomsforvaltningen. Omtrent en tredjedel ble ansatt ved våre kontorer i London, New York, Singapore og Shanghai, mens resten var på hovedkontoret i Oslo. Nærhet til markedene vi investerer i, gir oss bedre tilgang til investeringsmuligheter og sørger for at vi kan følge opp fondets investeringer til alle døgnets tider.

Arbeidsmiljøet i NBIM er resultatorientert og preget av et høyt tempo. Våre medarbeidere må ha et globalt perspektiv for å kunne forvalte et fond som er investert over hele verden. Ved utgangen av 2012 hadde vi ansatte fra 27 nasjoner. Arbeidsspråket vårt er engelsk.

### Kompetanse i alle ledd

Kompetansebyggingen i NBIM skjer på alle nivå i organisasjonen. I 2012 styrket vi analysekapasiteten innen renteforvaltningen. Gjennom NBIM Academy introduserte vi en rekke kurs for å øke kunnskapen om fondets ulike forvaltningsområder blant alle ansatte. Vårt fireårige

traineeprogram, *Investment Talent Programme (ITP)*, er også med på å utvikle kompetansen i organisasjonen.

Vi tildelte i løpet av året det første doktorgradstipendet og den første prisen for en masteroppgave fra Det norske finansinitiativet (NFI). Initiativet skal støtte finansiell forskning og utdanning på områder av betydning for fondets langsiktige forvaltning.

### Nedgang i kostnader

NBIM har som mål å maksimere fondets langsiktige avkastning etter kostnader. Vi søker å ha en høy kostnadsbevissthet i forvaltningen, og ta ut stordriftsfordeler der det er mulig. Vi legger også vekt på å holde et høyt nivå på kvaliteten i forvaltningen, og sikre god risikostyring og kontroll av virksomheten.

NBIM mottar årlig en godtgjøring fra Finansdepartementet som skal dekke kostnader ved å forvalte fondet. Disse kostnadene falt til 2,2 milliarder kroner i 2012 fra 2,5 milliarder kroner i 2011. Nedgangen skyldtes i hovedsak lavere honorarer til eksterne forvaltere. Kostnader knyttet til oppgjør og depot, samt IT, gikk også ned som følge av forenklinger og reforhandlede avtaler. Til gjengjeld bidro veksten i antall ansatte til høyere lønns- og personalkostnader. Som en andel av fondet falt

*Arbeidsmiljøet er resultatorientert og preget av et høyt tempo. Våre medarbeidere må ha et globalt perspektiv for å kunne forvalte et fond som er investert over hele verden.*

Kari har vært ansatt i NBIM siden 2006. Som trader i Singapore handler hun aksjer og obligasjoner på de asiatiske børsene.

*«Jeg setter stor pris på det internasjonale miljøet NBIM kan tilby, og de store utfordringene jeg får som trader. En trader bør være god på å ta beslutninger, være organisert og kunne gjøre flere ting samtidig. Flere kvinner bør søke seg til yrket!»*



Kjetil er analytiker i avdelingen for prosjektstyring. Han har vært ansatt i NBIM siden 2001.

*«Rekkevidden av muligheter er stor i NBIM. Jeg begynte som IT-konsulent i 2001, men har gjennom erfaring og utdanning utviklet bred kunnskap innen kapitalforvaltning. Det er særlig givende å være med på å forbedre hvordan vi forvalter midler for fremtidige generasjoner.»*



Maren er analytiker i allokeringsgruppen i Oslo.  
Hun har vært ansatt i NBIM siden 2012.



«NBIM gir meg muligheten til å jobbe i et internasjonalt investeringsmiljø, og spesielt med fremvoksende markeder som er spennende og lærerikt. Jeg får jobbe med kunnskapsrike kollegaer med ulik bakgrunn og erfaring, som jeg lærer mye av.»

forvaltningskostnadene til 6,1 basispunkter i 2012, fra 8,1 basispunkter året før. Fratrasket avkastningsavhengige honorarer gikk kostnadene ned til 5,3 basispunkter fra 6,4 basispunkter.

### NBIMs lønssystem

Hovedstyret setter rammene for NBIMs lønssystem. I tillegg til fastlønn har ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, prestasjonslønn.

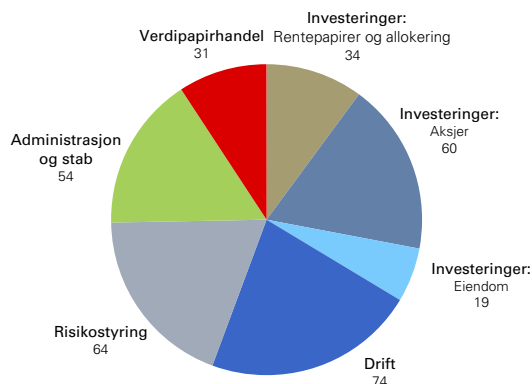
Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle resultatet. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. Dette gjøres ved at 50 prosent utbetales i året etter at prestasjonslønnen er opptjent, og 50 prosent tilbakeholdes og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake, skal justeres for fondets avkastning.

Investeringsavdelingene hadde 139 ansatte med prestasjonsbasert lønn i 2012. Deres samlede fastlønn utgjorde

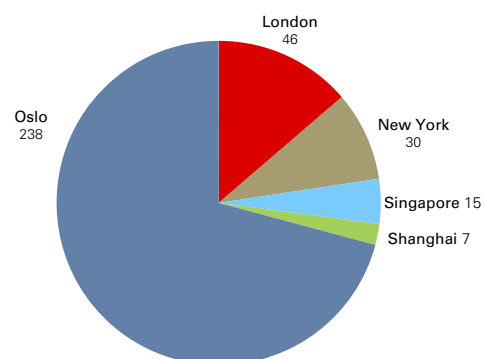
128 millioner kroner for året, mens den samlede øvre rammen for prestasjonsbasert lønn var 163 millioner kroner. Ansatte med prestasjonsbasert lønn opptjente i gjennomsnitt 53 prosent av totalrammen for 2012, som var basert på resultater over flere år. For 2012 alene var den gjennomsnittlige opptjeningen 64 prosent av rammen. Halvparten av den flerårige, opptjente prestasjonsbaserte lønnen utbetales i 2013, mens resten tilbakeholdes og utbetales i de tre påfølgende årene.

NBIMs ledergruppe mottar kun fastlønn. Lønn til NBIMs leder og lønnsintervaller for ledergruppen fastsettes årlig av Norges Banks hovedstyre. Lønn til NBIMs leder var på 5,93 millioner kroner i 2012. Foruten ledergruppen og ansatte med prestasjonsbasert lønn hadde NBIM 190 fast ansatte innenfor risikostyrings-, kontroll-, drifts- og stabsfunksjoner ved utgangen av 2012. Disse hadde en samlet fastlønn på 155 millioner kroner.

Figur 10-1 Antall ansatte fordelt etter område. Antall

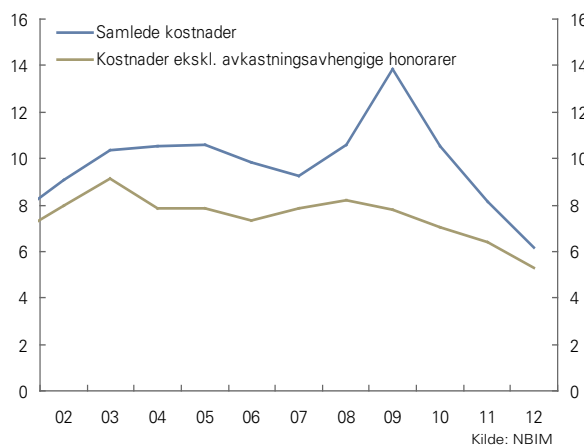


Figur 10-2 Ansatte lokalisert per kontor. Antall

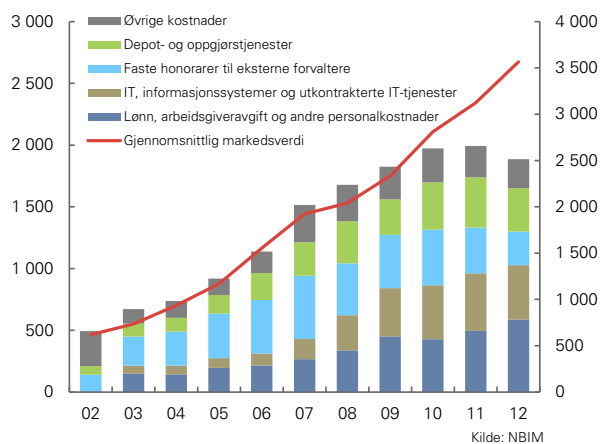




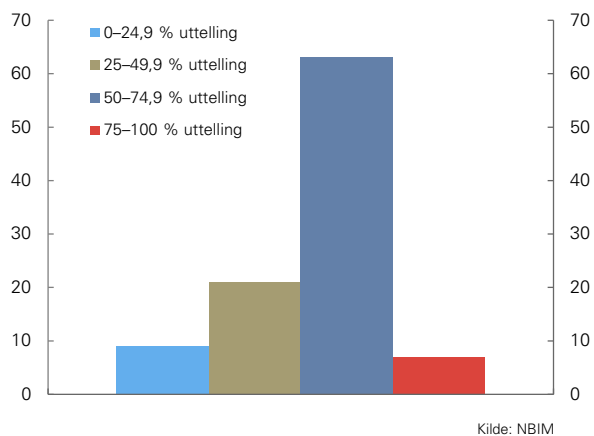
**Figur 10-3** Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning i perioden 1998–2012. Basispunkter



**Figur 10-4** Utviklingen i de enkelte kostnadsbestanddelene i perioden 1998–2012. Kostnader (millioner kroner, venstre akse) og fondets markedsverdi (milliarder kroner, høyre akse)



**Figur 10-5** Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonsbasert lønn som andel av den øvre rammen for 2012. Prosent



**Tabell 10-1** Ytelser til ledende ansatte i NBIM i 2012

Stilling	Navn	Utbetalt lønn	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	Personallån
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	5 930 377	46 933	542 241	704 662
Deputy CEO og Chief of Staff	Trond Grande	3 791 524	19 549	426 830	-
Chief Investment Officer, Equities	Petter Johnsen	4 903 500	60 400	490 350	-
Chief Investment Officer, Real Estate	Karsten Kallevig	3 800 367	31 235	424 906	-
Chief Treasurer	Jessica Irschick	4 903 500	208 987	490 350	-
Chief Risk Officer	Jan Thomsen	3 433 215	12 532	407 460	-
Chief Operating Officer	Age Bakker	3 059 321	16 097	457 104	-

# EN GLOBAL INVESTOR

I 2012 ble det innført en ny geografisk fordeling for fondet, som tar utgangspunkt i markedsvekter for aksjer og selskapsobligasjoner og i BNP-nivå for statsgjeld. Samtidig ble ni nye valutaer introdusert i obligasjonsporteføljen.

Den nye fordelingen gir en bredere, bedre diversifisert portefølje. Sammenlignet med tidligere faste regionvekter er en større andel investert i Amerika, Asia og i fremvoksende markeder og en mindre andel i Europa. Endringen innebærer at fondet i større grad gjenspeiler global verdiskaping. Det vil bidra til å sikre fondets langsiktige internasjonale kjøpekraft, som er et hovedmål med forvaltningen.

## Ny geografisk fordeling av aksjeinvesteringene

Målet om høyest mulig langsiktig, internasjonal kjøpekraft sikres best gjennom et bredt eierskap til produksjonen av varer og tjenester over hele verden. Investeringer i aksjer gir eierskap til en del av selskapenes fremtidige verdiskaping.

Finansdepartementet fastsatte i 2012 en ny geografisk fordeling for investeringene i fondet. Investeringene i aksjer ble endret, fra faste regionvekter, til å være basert på markedsvekter og faktorer for de store regionene. Markedsvekting innebærer at regionfordelingen ikke lenger er fast, men varierer med størrelsen på de forskjellige aksjemarkedene. Endringen medfører en reduksjon av investeringene i europeiske aksjemarkeder på om lag 10 prosentpoeng – fra 50 til 40 prosent. Fondets investeringer i aksjemarkedene i utviklede markeder i Amerika og Asia – og i fremvoksende markeder – vil øke.

Investeringer i fremvoksende aksjemarkeder har de siste to tiårene gitt betydelig høyere avkastning enn tilsvarende investeringer i utviklede markeder. Det er fremfor alt i perioden etter 1999 at aksjeavkastningen i fremvoksende markeder har vært vesentlig høyere enn i utviklede markeder. Bildet er betydelig mer nyansert i tiårene før 1990<sup>1</sup>. Data tilbake fra 70-tallet og frem til i dag viser at investeringer i fremvoksende aksjemarkeder har gitt lavere avkastning enn i de utviklede aksjemarkedene. Dette skyldes svak avkastning i fremvoksende aksjemarkeder på 1980-tallet.

En mulig forklaring på den høye avkastningen de to siste tiårene er at den økonomiske veksten har vært spesielt høy. NBIM har i egen analyse sett nærmere på sammenhengen mellom et lands økonomiske vekst og avkastning på børsnoterte aksjer<sup>2</sup>. I enkelte land ser det ut til å være en viss positiv sammenheng mellom vekst og avkastning, mens i andre land er det snarere motsatt. Vår analyse viser blant annet at avkastningen på aksjer i flere latinamerikanske land, som Brasil og Peru, har vært høyere enn den økonomiske veksten. Bildet er motsatt for børsnoterte selskap i en del asiatiske land, som Kina og Malaysia, hvor avkastningen har vært langt lavere enn den økonomiske veksten.

Vår analyse gir ikke grunnlag for å si at det finnes en entydig sammenheng mellom den økonomiske veksten og avkastningen på børsnoterte aksjer i enkeltland. Dette kan skyldes at globaliseringen gjør selskapene mer avhengige av utviklingen i verdensøkonomien og mindre avhengige av utviklingen i landet der de er børsnotert. En annen mulig grunn kan være at mye av den økonomiske veksten i et land skjer i virksomheter som ikke er børsnotert.

## BNP-vekter for statsobligasjoner

Sammensetningen av obligasjonsinvesteringene ble også endret i 2012. Finansdepartementets referanseindeks er nå fordelt mellom 70 prosent statsgjeld og 30 prosent gjeld utstedt av private bedrifter.

Tidligere var hele obligasjonsporteføljen fordelt først etter faste regionvekter og deretter markedsvekter internt i hver enkelt region. Dette innebar at en stats obligasjoner fikk større vekt jo mer gjeld den tok opp.

Rollen til obligasjonsinvesteringene er i første rekke å dempe kortsiktige svingninger i fondets verdi. Det er særlig statsobligasjoner utstedt av land med høy evne til å betjene gjelden som har denne egenskapen.

Den samlede verdiskapingen i ett land – bruttonasjonalproduktet eller BNP – er grunnlaget for en stats evne til å betjene gjelden på lengre sikt. Investeringene i statsgjeld fordelt mellom land er nå BNP-vektet. Investeringene i selskapsgjeld er markedsvektet.

Tidligere var 60 prosent av obligasjonsporteføljen plassert i Europa. Den nye vektingen innebærer en reduksjon i fondets investeringer i obligasjoner utstedt av europeiske land, til om lag 40 prosent. Fondet vil redusere investeringene i obligasjoner fra stater med høy gjeld i forhold til landets BNP.

### **Nye valutaer i renteporteføljen**

Målet med forvaltningen er å sikre høyest mulig internasjonal kjøpekraft med moderat risiko. Et viktig verktøy for å redusere risikoen er å spre investeringene. Tidligere har obligasjonsinvesteringene vært konsentrert om få valutaer. Ved inngangen til 2012 utgjorde obligasjoner utstedt i amerikanske dollar, euro, pund og yen til sammen 94 prosent av obligasjonsporteføljen.

I 2012 godkjente NBIM ytterligere ni valutaer fra fremvoksende markeder for investeringer i rentepapirer. Fremvoksende markeder har en samlet vekt på om lag 10 prosent av fondets statsobligasjoner. Dette gjelder blant annet taiwanske dollar, russiske rubler og ungarske forinter. Inkludering av flere valutaer i obligasjonsporteføljen har styrket obligasjonenes strategiske rolle i fondet.

Samlet sett innebærer endringene et betydelig skifte i den geografiske sammensetningen av obligasjonsporteføljen.

### **Lavere risiko på lang sikt**

Nå er om lag 10 prosent av fondet plassert i fremvoksende markeder. Noen risikofaktorer fremtrer som større her enn i utviklede markeder. Viktige forhold som vi må ta hensyn til, er blant annet stabilitet i styringsstruktur, regulering av finansmarkedene, rettssystemet og lovverkets kvalitet, omfanget av korrupsjon og i ytterste instans fare for ekspropriasjon. I noen tilfeller vil utenlandske investorer og minoritetsaksjonærenes interesser være svakere beskyttet.

Utenlandske investorer er i enkelte markeder underlagt særskilte regler og begrensninger, og enkelte land tillater ikke fullt ut frie kapitalbevegelser i egen valuta. Mot dette bakteppet kan investeringer i fremvoksende markeder fremstå som mer risikable i et kortere perspektiv. Studier har vist at fremvoksende og utviklede markeder har en tendens til å falle samtidig. Det reduserer muligheten til å dempe risikoen ved å spre investeringene. Disse forholdene gjelder særlig på kort sikt.

Fondets lange investeringshorisont tilsier at vi bør legge mindre vekt på risiko for kortsiktige svingninger i porteføljen. Ved å holde en global portefølje så bredt diversifisert som mulig reduseres risikoen for at negative hendelser i enkeltland får stor betydning for fondets avkastning. Bred spredning av investeringene gjør det også mer sannsynlig at fondet får ta del i overraskende sterk vekst og god avkastning – hvor den enn måtte komme.

Den geografiske fordelingen av fondets investeringer skal bidra til en best mulig spredning av risikoen. Fondets horisont taler for at hovedvekten bør legges på langsiktig risiko. Den nye geografiske fordelingen reduserer innslaget av europeiske verdipapirer og øker innslaget av fremvoksende markeder. Det bidrar til en bredere og bedre diversifisert portefølje på lang sikt.

<sup>1</sup> NBIM Diskusjonsnotat 6-2012: «Risiko og avkastning i fremvoksende aksjemarkeder».

<sup>2</sup> NBIM Diskusjonsnotat 5-2012: «Økonomisk vekst og avkastning på aksjer».

<sup>3</sup> BNP-vektene fastsettes av indekssleverandøren med utgangspunkt i tall fra IMF og justeres for i hvor stor grad de er investerbare. Justeringen bidrar til å redusere vekten i indeksene som tilordnes fremvoksende markeder.

# LANGSIKTIGE TILPASNINGER I FONDET

NBIM har utviklet operative referanseporteføljer for forvaltningen av fondet. De operative referanseporteføljene gir mulighet til bedre å tilpasse ledende markedsindekser til fondets formål og særtrekk, og brukes for å styre og kommunisere de langsiktige tilpasningene NBIM gjør i forvaltningen av fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer. I 2012 gjennomførte NBIM en rekke tilpasninger i de operative referanseporteføljene.

## Skreddersydde referanseporteføljer

Finansdepartementet fastsetter den strategiske referanseindeksen med utgangspunkt i ledende markedsindekser. Disse markedsindeksene representerer investeringsmulighetene for en typisk investor og er ikke tilpasset de enkelte investorers ulike formål og særtrekk. Fondet er stort, har en langsiktig investeringshorisont og har ikke kortsiktige betalingsforpliktelser. Vi vil i en del tilfeller ha andre investeringsmuligheter enn en typisk investor.

NBIM har derfor laget operative referanseporteføljer som avviker fra referanseindeksene. Dette gjør vi for å ha et bedre utgangspunkt for å foreta investeringer som er skreddersydd for fondets formål og særtrekk.

Noen av tilpasningene ivaretar metodiske svakheter i referanseindeksene. Sammensetningen av verdipapirer i de operative referanseporteføljene kan også søke å ta hensyn til strukturelle endringer i markedene eller de gjenspeiler tilpasninger til fondets investeringsunivers. Tilpasninger i de operative referanseporteføljene kan også gjøres for å høste ulike systematiske risikopremier.

Tilpasningene vi gjør i de operative referanseporteføljene, har en lang investeringshorisont, og avvikene fra referanseindeksen kan i perioder være store. Dette kan gjenspeiles i forskjeller i avkastningen mellom indeksen og fondets portefølje. På lengre sikt søker vi gjennom tilpasningene å oppnå et bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko.

## Valg og vektning av verdipapirer

NBIM godkjenner alle nye instrumenter og markeder før fondet kan investeres i disse. Som en del av denne prosessen vurderer NBIM den operasjonelle risikoen ved instrumentet eller markedet, blant annet om det eksisterer tilfredsstillende oppgjørmekanismer og rettslig beskyttelse for investorer. I tillegg vurderer NBIM markedsrisikoen og egnetheten, sett i lys av fondets særtrekk. Med utgangspunkt i disse vurderingene avgjør vi hvilke markeder, instrumenter og verdipapirer som inkluderes i de operative referanseporteføljene.

I utformingen av indeksene søker indeksleverandørene i størst mulig grad å inkludere det investerbare mulighetsområdet i en aktivaklasse for en typisk investor. Verdipapirene vektet vanligvis i samsvar med deres fritt omsettelige markedsverdi. Justering av et selskaps indeksvekt for aksjer som ikke er fritt omsettelige, såkalt fri-flyt-vektning, kan føre til betydelige endringer i både geografisk sammensetning og sektorfordeling for en indeks. I våre operative referanseporteføljer brukes også alternative vektingsprinsipper for verdipapirene.

NBIM skal ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land når vi investerer i statsobligasjoner. Dette ivaretas ved at vektingen av statsobligasjoner i den operative referanseporteføljen blant annet er basert på indikatorer for statsfinansiell styrke som vi har utviklet. Denne justeringen medfører en lavere forventet risiko og avkastning i denne delen av porteføljen.

I de operative referanseporteføljene for både obligasjoner og aksjer er det inkludert en rekke markeder som er utenfor referanseindeksen. Dette gir en bedre representasjon av den globale verdiskapingen og bedrer referanseporteføljens risikospredning.

Vi har valgt å ta enkelte palmeoljeselskaper ut av den operative referanseporteføljen for aksjer. Dette er gjort ut ifra en vurdering om at forretningsmodellen til disse selskapene ikke er bærekraftig på lang sikt.

Realrenteobligasjoner har andre porteføljeegenskaper enn nominelle obligasjoner, og de er ikke inkludert i den operative referanseporteføljen for obligasjoner<sup>1</sup>. I tillegg er obligasjoner som er utstedt av internasjonale organisasjoner, tatt ut fra den operative referanseporteføljen slik at obligasjonsporteføljen blir ytterligere rendyrket og forenklet.

### **Systematiske risikofaktorer**

NBIM kan også benytte alternative vektingsprinsipper og prinsipper for porteføljekonstruksjon for å oppnå eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer.

Fondets særtrekk innebærer at vi kan gjøre andre vurderinger av investeringer med lang investeringshorisont enn en typisk investor. Vi vurderer også om og i hvilken grad porteføljenes eksponering mot ulike risikofaktorer skal endres over tid. Ønsket eksponering mot systematiske risikofaktorer kan oppnås på forskjellige måter, og forventet avkastning og risikoegenskaper kan variere betydelig avhengig av metodevalg<sup>2</sup>. Tilpasningen av de operative referanseporteføljene for å høste systematiske risikopremier er en integrert del av NBIMs forvaltningsoppdrag.

Så langt har vi introdusert eksponering mot to slike risikofaktorer i den operative referanseporteføljen for aksjer: verdifaktoren og størrelsesfaktoren. Det er ulike måter å definere et verdiselskap på, men en vanlig definisjon er at verdiselskap er selskaper med høy bokført verdi i forhold til markedsverdien av egenkapitalen. Dette står i

motsetning til vekstselskaper, som typisk har lav bokført verdi i forhold til markedsverdien<sup>3</sup>. Den såkalte verdi-effekten er den langsiktige, gjennomsnittlige meravkastningen på en portefølje av verdiaksjer sammenlignet med en portefølje av vekstaksjer. Størrelseseffekten defineres som avkastningen på en portefølje som er overvektet i små selskaper og undervektet i store selskaper<sup>4</sup>.

Store endringer i referanseporteføljene vil gjennomføres over tid for å redusere markedspåvirkning og transaksjonskostnader. Dette kan avvike betydelig fra hvordan standardiserte referanseindekser endres.

### **Prosedyrer for endringer**

Tilpasningene vi foretar i de operative referanseporteføljene, bidrar til at porteføljen avviker fra referanseindeksen som er fastsatt av Finansdepartementet. Dette gjøres innenfor risikorammen i forvaltningsmandatet. Avvikene vil kunne være større og av en annen karakter og ha et annet tidsperspektiv enn hva som normalt faller inn under såkalt aktiv forvaltning. De kan også være opphav til forholdsvis store forskjeller i avkastningen mellom referanseindeksen og de operative referanseporteføljene på kort sikt.

Alle forslag om endringer i de operative referanseporteføljene blir fremmet for en komité i NBIM. Komiteen vurderer foreslåtte endringer ut ifra operasjonell risiko, markedsrisiko og andre hensyn – som hvordan endringen påvirker bytteforholdet mellom forventet langsiktig avkastning og risiko. Den operative referanseporteføljen vedlikeholdes i interne systemer, og vi kan daglig beregne avvik mellom den operative referanseporteføljen og referanseindeksen ned på verdipapirnivå. Den operative referanseporteføljen danner videre utgangspunkt for ulike mandater i forvaltningen av fondet og er et verktøy for å styre og kommunisere de langsiktige tilpasningene NBIM gjør i forvaltningen av fondet.

<sup>1</sup> NBIM Diskusjonsnotat 9-2012: «Strukturen i markedet for realrenteobligasjoner», og NBIM Diskusjonsnotat 10-2012: «Risiko og avkastning i realrenteobligasjoner».r.

<sup>2</sup> NBIM Diskusjonsnotat 8-2012: «Oppfangning av systematiske risikopremier».

<sup>3</sup> NBIM Diskusjonsnotat 16-2012: «Verdieffekten».

<sup>4</sup> NBIM Diskusjonsnotat 12-2012: «Størrelseseffekten av bedrifter».

# EN OFFENTLIG REGEL FOR REBALANSERING

Statens pensjonsfond utland har en langsiktig eier og ingen løpende likviditetsbehov. Fondet er heller ikke underlagt reguleringer som tvinger frem reduksjoner i risikoen i perioder med høy usikkerhet. Fondet er derfor godt egnet til å øke risikoen når andre må redusere den.

Gjennom aksjeinvesteringene skal fondet høste langsiktige aksjepremier. Rebalansering rundt en fast aksjeandel er en god tilnærming til en strategi som søker å utnytte tidsvariasjoner i aksjepremien. Strategien innebærer at risikoen i fondet øker når usikkerheten om utviklingen fremover er høy. En offentlig regel for rebalansering er nå innført. Den sikrer at strategien gjennomføres.

## To rebalanseringer siden 2002

Mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland angir en fast strategisk fordeling mellom aksjer, obligasjoner og eiendom. Det angir også en referanseindeks for fondet. Prisene på aksjer, obligasjoner og eiendom beveger seg i utakt, og referanseindeksen vil derfor bevege seg bort fra den strategiske fordelingen. Rebalansering eller *tilbakevektning* bringer referanseindeksen tilbake til utgangspunktet. Siden 2002 har dette skjedd to ganger, i 2003 og 2009<sup>1</sup>.

I begynnelsen av 2003 ble det besluttet å justere referanseindeksen tilbake de faste vektene etter at fallende aksjekurser og høyere priser på obligasjoner hadde ført indeksfordelingen for langt vekk fra det strategiske utgangspunktet.

Ved inngangen til 2009 hadde andelen aksjer i referanseindeksen beveget seg for langt bort fra utgangspunktet. Det ble derfor besluttet å gjennomføre en tilbakevektning. Tilbakevektningen ble gjennomført i en periode med fallende aksjekurser. Beslutningen innebar at risikoen i fondet økte på et tidspunkt hvor usikkerheten om den økonomiske utviklingen var høy.

## Hvorfor rebalansere?

En stor del av variasjonene i aksjekursene over tid synes å kunne forklares med at risikopremien i aksjemarkedet varierer i takt med konjunktorene<sup>2</sup>. Aksjemarkedspremien er høy, henholdsvis lav, i perioder med høy, henholdsvis lav, usikkerhet om den økonomiske utviklingen. En strategi som øker aksjeandelen etter at kursene har falt mye, og selger aksjer etter en kraftig kursoppgang, tar sikte på å utnytte slike variasjoner i aksjemarkedspremien.

Strategien innebærer imidlertid at risikoen i porteføljen øker når usikkerheten om den økonomiske utviklingen er høy. For å gjennomføre en slik strategi må en investor derfor være spesielt godt egnet til å bære slik risiko. Med lang tidshorisont og uten løpende likviditetsbehov er Statens pensjonsfond utland godt egnet til dette, og rebalansering rundt en fast aksjeandel er en hensiktsmessig tilnærming til en slik strategi.

## En klar regel for rebalansering

Finansdepartementet fastsatte i oktober 2012 en offentlig regel for når og hvordan rebalansering av referanseindeksen skal gjennomføres. Regelen er enkel og en del av det offentlige regelverket. Den regulerer beslutnin-

*For å gjennomføre en slik strategi må en investor være spesielt godt egnet til å bære slik risiko. Med lang tidshorisont og uten løpende likviditetsbehov er Statens pensjonsfond utland godt egnet til dette.*

ger som ofte fattes i perioder hvor usikkerheten er høy. Et enkelt, offentlig regelverk sikrer at strategien med rebalansering gjennomføres uavhengig av markedsforholdene.

Regelen fastsetter en grense for hvor mye aksjeandelen i referanseindeksen kan avvike fra den strategiske fordelingen før rebalansering skal gjennomføres. Grensen er satt til 4 prosentpoeng. Dette innebærer at aksjeandelen i referanseindeksen vil bli justert tilbake til 60 prosent hvis den ved utgangen av måneden er lavere enn 56 prosent eller høyere enn 64 prosent. Rebalanseringen skal gjennomføres ved utgangen av påfølgende måned.

Regelen for rebalansering sier hvordan referanseindeksen skal justeres tilbake til den faste fordelingen i møte med endringer i markedsforholdene. Regelen setter rammer for forholdet mellom aksjer, obligasjoner og eiendom i fondet, men dikterer ikke fordelingen. En endring i aksjeandelen på 4 prosentpoeng vil, med utgangspunkt i dagens størrelse på fondet, innebære et behov for å kjøpe eller selge aksjer på 160 milliarder kroner dersom vi hadde fulgt referanseindeksen tett. Transaksjoner for et slikt beløp vil i seg selv vil kunne påvirke markedene

betydelig. NBIM vil derfor, innenfor rammene i forvaltningsmandatet, sette sammen en portefølje som søker å utnytte tidsvariasjoner i risikopremiene på en kostnads-effektiv måte. Utgangspunktet for porteføljen er den faste fordelingen fastsatt av Finansdepartementet.

<sup>1</sup> Fra 2002 ble på tilførslene til fondet brukt til å beregne nye vekter i referanseindeksen. Store tilførsler bidro til at referanseindeksen gjennom perioden lå nær den strategiske fordelingen. Bestemmelsene om en slik gradvis justering av referanseindeksen ble avviklet med virkning fra 8. oktober 2012.

<sup>2</sup> NBIM Diskusjonsnotat 1-2012: «Tidsvarierende forventet avkastning og investorheterogenitet: grunnlag for rebalansering».

# REGNSKAPSRAPPORTERING

Norges Banks årsregnskap, som omfatter regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, ble godkjent av hovedstyret 27. februar 2013 og fastsatt av representantskapet 7. mars 2013. Denne, og utdrag av regnskapsprinsippene samt vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger til Norges Bank, er gjengitt under.

<b>RESULTATREGNSKAP</b>	<b>55</b>
<b>TOTALRESULTAT</b>	<b>55</b>
<b>BALANSE</b>	<b>56</b>
<b>KONTANTSTRØMOPPSTILLING</b>	<b>57</b>
<b>ENDRING I EIERS KAPITAL</b>	<b>58</b>
<b>NOTER TIL REGNSKAPSRAPPORTERING</b>	
<b>NOTE 1</b> Regnskapsprinsipper	<b>59</b>
<b>NOTE 2</b> Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger	<b>66</b>
<b>NOTE 3</b> Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta	<b>67</b>
<b>NOTE 4</b> Skattekostnad	<b>68</b>
<b>NOTE 5</b> Forvaltningskostnader	<b>69</b>
<b>NOTE 6</b> Andre kostnader	<b>71</b>
<b>NOTE 7</b> Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	<b>71</b>
<b>NOTE 8</b> Aksjer og andeler / obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	<b>73</b>
<b>NOTE 9</b> Utlån av verdipapirer gjennom eksterne agenter	<b>74</b>
<b>NOTE 10</b> Finansielle derivater	<b>75</b>
<b>NOTE 11</b> Eiendom	<b>78</b>
<b>NOTE 12</b> Andre finansielle eiendeler / Annen finansiell gjeld	<b>82</b>
<b>NOTE 13</b> Valutafordeling	<b>82</b>
<b>NOTE 14</b> Måling til virkelig verdi	<b>84</b>
<b>NOTE 15</b> Risiko	<b>89</b>
<b>NOTE 16</b> Datterselskaper og felleskontrollerte virksomheter	<b>97</b>
<b>REVISORS BERETNING</b>	<b>99</b>



## RESULTATREGNSKAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<b>Note</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
<b>Resultat fra porteføljen ekskl. gevinst/tap valuta</b>			
Renteinntekter fra innskudd i banker		102	162
Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgsvtaler		219	1 004
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:			
- Aksjer og andeler		349 779	- 172 507
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer		98 337	92 346
- Finansielle derivater		- 269	- 5 693
- Finansielle eiendeler eiendom	11	514	86
- Investerings eiendommer	11	67	- 130
Resultat fra felleskontrollerte virksomheter eiendom	11	- 250	- 31
Rentekostnad på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		- 130	- 629
Andre renteinntekter og rentekostnader		1	- 286
Skattekostnad	4	- 864	- 516
Andre kostnader	5, 6	- 80	- 52
<b>Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta</b>	<b>3</b>	<b>447 426</b>	<b>- 86 246</b>
Gevinst/tap valuta		- 219 559	49 205
<b>Porteføljeresultat</b>		<b>227 867</b>	<b>- 37 041</b>
Forvaltningsgodtgjøring	5	- 2 193	- 2 539
<b>Periodens resultat</b>		<b>225 674</b>	<b>- 39 580</b>
<b>TOTALRESULTAT</b>			
<i>Beløp i millioner kroner</i>	<b>Note</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
Periodens resultat		225 674	- 39 580
Valutakurseffekt ved omregning av utenlandsk virksomhet		- 5	- 3
<b>Totalresultat</b>		<b>225 669</b>	<b>- 39 583</b>

## BALANSE

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
<b>EIENDELER</b>				
<b>Finansielle eiendeler</b>				
Innskudd i banker		5 864	7 276	6 303
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	7	61 440	79 820	255 501
Uoppgjorte handler		1 677	2 272	4 864
Aksjer og andeler	8	2 212 951	1 806 798	1 733 378
Utlånte aksjer	8, 9	115 041	137 130	162 483
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	8	1 447 182	1 324 255	1 038 793
Utlånte obligasjoner	8, 9	5 325	3 256	215 090
Finansielle derivater	10	1 447	2 227	3 068
Finansielle eiendeler eiendom	11	4 841	4 415	-
Felleskontrollerte virksomheter eiendom	11	7 431	2 546	-
Andre finansielle eiendeler	12	4 411	3 244	1 358
<b>Sum finansielle eiendeler</b>		<b>3 867 610</b>	<b>3 373 239</b>	<b>3 420 838</b>
<b>Ikke-finansielle eiendeler</b>				
Investeringseiendommer	11	9 777	4 062	-
Andre ikke-finansielle eiendeler		5	6	-
<b>Sum ikke-finansielle eiendeler</b>		<b>9 782</b>	<b>4 068</b>	<b>-</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>13, 14, 15</b>	<b>3 877 392</b>	<b>3 377 307</b>	<b>3 420 838</b>
<b>GJELD OG EIERS KAPITAL</b>				
<b>Finansiell gjeld</b>				
Kortsiktig innlån		202	11	2 939
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	7	19 013	19 280	132 992
Mottatt kontantsikkerhet	9, 10	33 001	36 926	172 309
Uoppgjorte handler		4 442	3 310	20 358
Shortsalg obligasjoner	8	-	-	809
Finansielle derivater	10	2 600	5 957	9 372
Annen finansiell gjeld	12	2 365	251	4 639
Skyldig forvaltningsgodtgjøring		2 193	2 539	2 959
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>13, 14, 15</b>	<b>63 816</b>	<b>68 274</b>	<b>346 377</b>
Eiers kapital		3 813 576	3 309 033	3 074 461
<b>SUM GJELD OG EIERS KAPITAL</b>		<b>3 877 392</b>	<b>3 377 307</b>	<b>3 420 838</b>

## KONTANTSTRØMOPPSTILLING

Beløp i millioner kroner	2012	2011
<b>Operasjonelle aktiviteter</b>		
Innbetaling av renter på innskudd i banker	99	179
Netto innbetaling/utbetaling ved gjensalgsvtaler	17 111	170 095
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-229 436	-239 987
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	-166 501	-21 094
Utbetaling ved kjøp av finansielle eiendeler eiendom	-205	-4 270
Utbetaling ved kjøp av investeringseiendommer	-6 102	-4 301
Utbetaling ved kjøp av felleskontrollerte virksomheter eiendom	-5 404	-2 620
Netto innbetaling/utbetaling fra finansielle derivater	-3 090	-9 147
Utbytte fra investeringer i aksjer og andeler	64 403	49 208
Innbetaling av renter på investeringer i obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	49 062	48 036
Inntekt mottatt fra utlån av aksjer og obligasjoner	2 424	2 230
Inntekt mottatt fra investeringer i finansielle eiendeler eiendom	177	130
Utbytte fra investeringer i felleskontrollerte virksomheter eiendom	84	-
Inntekt mottatt fra investeringer i investeringseiendommer	244	60
Utbetaling av renter ved låneopptak hos banker	-4	-21
Netto innbetaling/utbetaling ved gjenkjøpsavtaler	2 878	-114 347
Kontantsikkerhet mottatt eller betalt ved verdipapirutlån, derivater og gjenkjøpsavtaler	-3 926	-135 382
Netto innbetaling/utbetaling knyttet til andre finansielle eiendeler, annen finansiell gjeld og andre ikke-finansielle eiendeler	1 161	-5 587
Utbetaling andre kostnader	-163	-248
Utbetaling forvaltningshonorar til Norges Bank*	-2 539	-2 959
<b>Netto utbetaling fra operasjonelle aktiviteter</b>	<b>-279 727</b>	<b>-270 025</b>
<b>Finansieringsaktiviteter</b>		
Tilførsel fra den norske stat**	277 862	274 155
<b>Netto innbetaling fra finansieringsaktiviteter</b>	<b>277 862</b>	<b>274 155</b>
<b>Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter</b>		
Kontanter og kontantekvivalenter per 1. januar	7 265	3 363
Netto innbetaling/utbetaling av kontanter i perioden	-1 865	4 130
Netto gevinst/tap valuta på kontanter og kontantekvivalenter	262	-228
<b>Kontanter og kontantekvivalenter per 31. desember</b>	<b>5 662</b>	<b>7 265</b>
<b>Kontanter og kontantekvivalenter består av:</b>		
Innskudd i banker	5 864	7 276
Kortsiktig innlån	-202	-11
<b>Totalt kontanter og kontantekvivalenter per 31. desember</b>	<b>5 662</b>	<b>7 265</b>

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

\*\* Tilførsel inkluderer her kun de overføringer som er gjort opp i perioden (kontantprinsippet). Tilførsel i oppstillingen Endring i eiers kapital er basert på opptjent tilførsel.

## ENDRING I EIERS KAPITAL

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<b>Tilført fra eier</b>	<b>Opptjente resultater</b>	<b>Valutaomregningseffekter utenlandske datterselskaper</b>	<b>Sum kronekonto*</b>
1. januar 2011	2 504 711	569 750	.	3 074 461
Totalresultat	.	- 39 580	- 3	- 39 583
Tilførsel i perioden*	274 155	.	.	274 155
<b>31. desember 2011</b>	<b>2 778 866</b>	<b>530 170</b>	<b>- 3</b>	<b>3 309 033</b>
1. januar 2012	2 778 866	530 170	- 3	3 309 033
Totalresultat	.	225 674	- 5	225 669
Tilførsel i perioden*	278 874	.	.	278 874
<b>31. desember 2012</b>	<b>3 057 741</b>	<b>755 844</b>	<b>- 9</b>	<b>3 813 576</b>

\* Av totale tilførsler til kronekontoen til Statens pensjonsfond utland i 2012 ble 2,5 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2011, mens 276,4 milliarder kroner gikk til investeringsporteføljens plasseringer. Tilsvarende beløp for 2011 var henholdsvis 3 milliarder kroner og 271,2 milliarder kroner.

Statens pensjonsfond utland er en del av statsregnskapet. Fondsmidlene er plassert til forvaltning som et innskudd på konto i Norges Bank. I statsregnskapet fremkommer følgende forklaring til forskjeller som oppstår mellom statsregnskapet og regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen som del av Norges Banks regnskap:

På grunn av forskjellige regnskapsrammeverk vil eiers kapital i henhold til Norges Banks regnskap hvert år avvike noe fra Statens pensjonsfond utlands (SPU) egenkapital i statsregnskapet. Dette kommer av at overføringene til SPU gjennom året baserer seg på anslag over inntekter til SPU. Faktisk regnskapsførte inntekter (netto avsetning) i statsregnskapet vil først være kjent etter årsskiftet. I statsregnskapet omtales forskjellen mellom netto avsetning og overførte midler som en mellomregning mellom SPU og statskassen. Dersom det ble overført for mye til SPU, svarer mellomregningen til en fordring som statskassen har på SPU, og tilsvarende lavere egenkapital for SPU i statsregnskapet enn eiers kapital i Norges Banks oppstilling. Hvis det derimot ble overført for lite til SPU i forhold til de regnskapsførte inntektene, svarer mellomregningen til en fordring som SPU har på statskassen, og tilsvarende høyere egenkapital for SPU i statsregnskapet enn eiers kapital i Norges Banks oppstilling. Se statsregnskapets kapittel 3 for ytterligere informasjon.

# NOTER TIL REGNSKAPSRAPPORTERING

## NOTE 1 REGNSKAPSPRINSIPPER

### 1 Innledning

Norges Bank er sentralbanken i Norge. Banken har som mål å fremme økonomisk stabilitet i landet. Banken har utøvende og rådgivende oppgaver i pengepolitikken og skal bidra til robuste og effektive betalingssystemer og finansmarkeder. Norges Bank forvalter landets valutareserver og Statens pensjonsfond utland.

Årsregnskapet til Norges Bank er, i henhold til sentralbankloven § 30, annet ledd, avlagt etter regnskapsloven og forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank, som er fastsatt av Finansdepartementet. Forskriften gjelder fra og med regnskapsåret 2011 og krever at Norges Banks regnskap skal utarbeides i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU (IFRS), men fastsetter særskilte krav til presentasjon av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland og datterselskaper som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen. Forskriften fastsetter at Norges Banks regnskap skal omfatte regnskapsrapportering for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland og at denne skal utarbeides i samsvar med IFRS. Norges Banks årsregnskap, inkludert regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, er ut fra dette avlagt i samsvar med IFRS. For investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland avlegges det konsernregnskap.

Norges Bank utarbeider årsregnskap med regnskapsavslutning 31. desember som inkluderer regnskapsrapportering for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. I tillegg utarbeider Norges Bank kvartalsregnskap som kun omfatter kvartalsvis regnskapsrapportering for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland med regnskapsavslutning 31. mars, 30. juni og 30. september.

Årsregnskapet til Norges Bank for 2012 ble godkjent av hovedstyret 27. februar 2013 og fastsatt av representantskapet 7. mars 2013.

### 2. Norges Bank og Statens pensjonsfond utland

Statens pensjonsfond utland er i sin helhet investert utenfor Norge. Stortinget har fastsatt rammene i lov om Statens pensjonsfond og Finansdepartementet har det formelle ansvaret for forvaltningen. Statens pensjonsfond utland skal støtte statlig sparing for finansiering av fremtidige utgifter og underbygge langsiktige hensyn ved bruk av Norges petroleumsinntekter.

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank. Motverdien av kronekontoen utgjør en investeringsportefølje som forvaltes i Norges Bank i henhold til lov om Statens pensjonsfond og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland fastsatt av Finansdepartementet. Hovedstyret i Norges Bank har delegert gjennomføringen av forvalteroppdraget til bankens kapitalforvaltningsområde, Norges Bank Investment Management (NBIM).

Norges Bank har ikke eksponering for finansiell risiko i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Den oppnådde avkastningen ved forvaltningen blir i sin helhet henført til kronekontoen og påvirker derfor ikke totalresultat eller egenkapital i Norges Bank. Nettoverdi av investeringsporteføljen presenteres på egen linje som en eiendel i Norges Banks balanse. Saldo SPUs kronekonto presenteres tilsvarende som en forpliktelse til Finansdepartementet i den samme balansen.

### 3. Regnskapsprinsipper

#### 3.1 Resultatregnskap, totalresultat og balanseoppstilling

Resultatregnskap, totalresultat og balanseoppstilling er satt opp i henhold til IAS 1 Presentasjon av finansregnskap. Oppstillingsplanene presenteres i henhold til likviditet.

#### 3.2 Kontantstrømoppstilling

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet i samsvar med IAS 7 Oppstilling av kontantstrømmer etter den direkte metoden. Vesentlige kategorier kontantinnbetalinger og –utbetalinger er vist separat. Enkelte kategorier av kontantstrømmer, i hovedsak kjøp og salg av finansielle instrumenter, er vist på netto basis. Alle investeringsaktiviteter presenteres som operasjonelle aktiviteter. Forvaltningsgodtgjøringen for Statens pensjonsfond utland, som belastes investeringsporteføljen og betales av Finansdepartementet til Norges Bank presenteres også som operasjonelle aktiviteter. Kontanter og kontantekvivalenter omfatter *Innskudd i banker* og *Kortsiktig innlån*.

Kontantoverføringer til Statens pensjonsfond utlands kronekonto, i form av tilførsler fra eier, anses som finansieringsaktiviteter i investeringsporteføljens kontantstrømoppstilling, presentert som tilførsel fra den norske stat.

Investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland har ingen investeringsaktiviteter etter IAS 7.

### 3.3 Oppstillinger over egenkapital og eiers kapital

Norges Bank presenterer oppstillinger over endring i egenkapital og endring i eiers kapital (Statens pensjonsfond utland). Oppstillingene er utarbeidet i henhold til IAS 1 *Presentasjon av finansregnskap*.

Eiers kapital for Statens pensjonsfond utland består av innskutt kapital i form av tilførsler fra staten og opptjent kapital i form av totalresultat.

### 3.4 Valuta

Norges Banks funksjonelle valuta er norske kroner. Valutakursen på transaksjonstidspunktet benyttes ved regnskapsføring av transaksjoner i utenlandsk valuta. Eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta omregnes til norske kroner med valutakurser på balansedagen. Regnskapet presenteres i norske kroner.

I resultatregnskapet er valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte gevinster og tap på eiendeler og gjeld skilt ut og presentert på egen linje. Periodens valutakursregulering estimeres basert på opprinnelig kostpris i valuta og endring i valutakurser mellom kjøpstidspunktet, eller forrige balansedag for finansielle instrumenter kjøpt i tidligere perioder, og balansedagen. Ved realisasjon legges valutakursen på transaksjonstidspunktet til grunn.

Utenlandske datterselskaper som inngår i investeringsporteføljens regnskapsrapportering og som har en annen funksjonell valuta enn Norges Bank, er omregnet til norske kroner. Resultatregnskapet er omregnet til gjennomsnittskurs for perioden, og balansen er omregnet til kurs ved rapporteringsperiodens slutt. Eventuelle omregningsdifferanser er inkludert i Totalresultatet presentert som Valutakurseffekt ved omregning av utenlandsk virksomhet.

Se også note 2 om Vesentlige estimater og skjønsmessige vurderinger.

### 3.5 Inntekter og kostnader

Renteinntekter fra bankinnskudd, pengemarkedsplasseringer, gjensalgavtaler, og fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer, inntektsføres etter hvert som rentene opptjenes og resultatføres mot sine respektive linjer i resultatregnskapet.

Utbytte fra aksjeinvesteringer inntektsføres på det tidspunkt utbytte er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan. Utbytte inngår i linjen *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra aksjer og andeler*.

Inntekter fra utlån av verdipapirer beregnes som en netto inntekt bestående av utlånsgebyr, kostnader knyttet til mottatt kontant-sikkerhet, avkastning fra reinvesteringer og fratrukket utlånsagentens honorar knyttet til gjennomføring av transaksjonen. Netto-inntekten beregnes og regnskapsføres mot henholdsvis *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra aksjer og andeler* og *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer*, avhengig av type verdipapir som er utlånt.

Leieinntekter knyttet til investeringseiendom, fratrukket direkte utgifter pådratt ved inngåelse av leieavtalene, innregnes som inntekt på lineært grunnlag over leieperioden. Insentivordninger knyttet til inngåelse av en leieavtale, innregnes på lineært grunnlag over leieperioden, selv om betalingsstrømmene avviker fra dette grunnlaget.

For beskrivelse av resultatføring ved bruk av egenkapitalmetoden, se 3.12 Felleskontrollerte virksomheter og felleskontrollerte eiendeler.

Rentekostnader beregnes og kostnadsføres løpende i resultatregnskapet mot henholdsvis *Rentekostnader på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler* og *Andre renteinntekter og rentekostnader*.

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 stempelavgift. Kurtasje inkluderer kommisjon betalt for å dekke analysetjenester gjennom CSA-avtaler (Commission Sharing Agreements; avtaler hvor deler av kurtasje betalt til megler blir allokert videre til den parten som har bidratt med analyse). For investeringer innenfor aktivaklassen eiendom vil direkte transaksjonskostnader typisk inkludere utgifter til rådgivere, herunder advokater og verdsetterer mv og dokumentavgift. Transaksjonskostnadene resultatføres etter hvert som de påløper mot henholdsvis *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra aksjer og andeler* og *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer*, avhengig av type verdipapir som er investert i, eller mot *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra finansielle eiendeler eiendom*. For investeringseiendom og felleskontrollert virksomhet er direkte henførbare transaksjonskostnader balanseført som en del av anskaffelseskosten ved førstegangsinnregning. For finansielle instrumenter som etter førstegangsinnregning måles til amortisert kost, balanseføres eventuelle direkte henførbare transaksjonskostnader som en del av instrumentets kostpris.

Forvaltningsgodtgjøring består av Finansdepartementets godtgjøring av Norges Banks kostnader knyttet til forvaltning av Statens pensjonsfond utland, som belastes resultatregnskapet for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som en kostnad, og fremkommer som en inntekt i Norges Banks resultatregnskap. Driftskostnadene dekkes av Finansdepartementet innenfor en øvre grense. Forvaltningsgodtgjøring periodiseres løpende gjennom regnskapsåret, men blir først gjort opp i påfølgende år.

### 3.6 Skatt

Norges Bank er ikke skattepliktig for sin virksomhet i Norge. I enkelte markeder i utlandet må Norges Bank betale skatt, i form av kildeskatt på utbytte og renteinntekter, skatt på gevinst fra finansielle instrumenter, samt selskapsskatt betalt av utenlandske datterselskaper for virksomhet i utlandet.

Påløpt kildeskatt, etter fratrukk for refunderbar kildeskatt, skatt på gevinst og selskapsskatt vurderes som inntektsskatt, og er presentert som *Skattekostnad* i resultatregnskapet.

### 3.7 Klassifikasjon og presentasjon av finansielle instrumenter

Ved førstegangsinnregning blir alle finansielle eiendeler klassifisert i en av følgende kategorier avhengig av typen instrument og formålet med investeringen:

- Finansielle eiendeler holdt for handelsformål
- Finansielle eiendeler øremerket til virkelig verdi over resultatet (virkelig verdi opsjon)
- Finansielle eiendeler klassifisert som utlån og fordringer

Ved førstegangsinnregning blir finansielle forpliktelser klassifisert i en av følgende kategorier:

- Finansielle forpliktelser holdt for handelsformål
- Finansielle forpliktelser øremerket til virkelig verdi over resultatet (virkelig verdi opsjon)
- Andre finansielle forpliktelser

Norges Bank benytter ikke sikringsbokføring, og ingen finansielle instrumenter er derfor utpekt som sikringsinstrumenter.

#### Finansielle eiendeler eller forpliktelser holdt for handelsformål

Alle posisjoner i finansielle derivater samt shortsalg obligasjoner klassifiseres i kategorien finansielle eiendeler og forpliktelser holdt for handelsformål. Andre eiendeler og forpliktelser klassifiseres som holdt for handelsformål dersom de i hovedsak er anskaffet eller pådratt med kortsiktig salg eller gjenkjøp som formål, eller dersom de ved førstegangsinnregning er en del av en portefølje som styres samlet og hvor det er godtgjort at det foreligger et faktisk mønster for kortsiktig realisering av overskudd. Ingen av investeringene i aksjer og obligasjoner er på rapporteringstidspunktet klassifisert som holdt for handelsformål.

#### Finansielle eiendeler og forpliktelser øremerket til virkelig verdi over resultatet (virkelig verdi opsjon)

Finansielle instrumenter klassifiseres i denne kategorien dersom følgende kriterium er oppfylt: De finansielle instrumentene styres og følges opp, alene eller som del av en portefølje, på bakgrunn av virkelig verdi i samsvar med en dokumentert risikostyrings- eller investeringsstrategi. Dette innebærer at det benyttes en virkelig verdi forretningsmodell for porteføljen eller eiendelen, ved at det i hovedsak søkes å oppnå gevinster på lengre sikt knyttet til endringer i virkelig verdi.

Alle porteføljer av aksjer og obligasjoner i forvaltningen er på rapporteringstidspunktet klassifisert innen denne kategorien. Positive beholdninger i aksjer og andre egenkapitalinstrumenter, og i obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer, er presentert på egne linjer i balansen. Netto shortposisjoner i tilsvarende verdipapirer er presentert som *Shortsalg obligasjoner*. Obligasjonsgjeld i felleskontrollert virksomhet er presentert som *Felleskontrollerte virksomheter eiendom*.

Investering i aktivklassen eiendom i form av andel i kontantstrøm fra underliggende eiendommer, er klassifisert i denne kategorien og presentert på egen linje i balansen.

#### Utlån og fordringer og andre finansielle forpliktelser, målt til amortisert kost

Finansielle eiendeler og forpliktelser som ikke er holdt for handelsformål og som ikke er bestemt målt til virkelig verdi med verdiendringer over resultatet, og som ikke er notert i aktive markeder, klassifiseres som utlån og fordringer eller andre finansielle forpliktelser.

Kortsiktige finansielle eiendeler og forpliktelser som posisjoner i gjenkjøps- og gjensalgavtaler og innkudd/gjeld i pengemarkedet samt kontantsikkerhet, klassifiseres som utlån og fordringer eller andre finansielle forpliktelser og måles til amortisert kost.

#### Opptjente og påløpte renter

Opptjente og påløpte renter presenteres i balansen på samme linje som den tilhørende finansielle eiendelen eller forpliktelsen.

### 3.8 Innregning og fraregning, finansielle instrumenter

Finansielle eiendeler eller forpliktelser innregnes i balansen når Norges Bank blir part i instrumentets kontraktmessige betingelser, eventuelt når risiko og avkastning overføres dersom dette er et annet tidspunkt. Transaksjoner blir innregnet på handledato i tilfeller hvor kjøp eller salg av instrumentet skjer til vilkår som innebærer oppgjør på normale markedsvilkår. Finansielle eiendeler fraregnes

når de kontraktmessige rettighetene til kontantstrømmene utløper, eller når den finansielle eiendelen og det vesentligste av risiko og avkastning knyttet til eierskap av eiendelen overføres. Ved fraregning tilordnes gjennomsnittlig anskaffelseskost. Finansielle forpliktelser blir fraregnet når forpliktelsen har opphørt.

#### Utlån av verdipapirer

Utlån av finansielle instrumenter skjer ved at verdipapirer overføres fra Norges Bank til en innlåner mot at innlåner stiller sikkerhet i form av kontanter eller andre verdipapirer. Ved opphør av lånet skal identiske verdipapirer leveres tilbake. Innlåner forplikter seg til å kompensere utlåner for ulike selskaphendelser. I tillegg betaler innlåner gebyr. Innlåner har stemmerett på verdipapirer i låneperioden.

Utlånte verdipapirer fraregnes ikke fra Norges Banks balanse. I avtaleperioden regnskapsføres de etter de ordinære regnskapsprinsipper for verdipapirer. Utlånte verdipapirer er presentert på egne linjer i balansen, *Utlånte aksjer* og *Utlånte obligasjoner*.

Mottatt sikkerhetsstillelse i form av kontanter innregnes i balansen med en tilhørende forpliktelse som måles til amortisert kost, *Mottatt kontantsikkerhet*. Sikkerhet i form av verdipapirer innregnes ikke da de ikke er reinvestert.

Reinvesteringer av kontantsikkerhet i form av gjensalgssavtaler og obligasjoner er innregnet i balansen og behandles på linje med andre investeringer i tilsvarende instrumenter.

#### Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler

I forbindelse med posisjoner i gjenkjøpsavtaler fraregnes ikke det overførte verdipapiret ved inngåelsen av gjenkjøpsavtalen. I avtaleperioden regnskapsføres det etter de ordinære regnskapsprinsippene for investeringer i verdipapirer. Mottatt kontantbeløp innregnes som en finansiell eiendel i form av bankinnskudd og med en tilsvarende kortsiktig finansiell forpliktelse som måles til amortisert kost, *Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler*.

I forbindelse med posisjoner i gjensalgssavtaler vil ikke det underliggende mottatte verdipapiret innregnes i balansen fordi det ikke er reinvestert. Det avgitte kontantbeløpet fraregnes fra balansen, og en tilsvarende fordring på å få tilbake kontantbeløpet innregnes i balansen og måles til amortisert kost, *Utlån knyttet til gjensalgssavtaler*.

Inntekter og kostnader knyttet til gjenkjøps- og gjensalgssavtaler er presentert på egne linjer i resultatregnskapet, *Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgssavtaler* og *Rentekostnad på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler*.

### **3.9 Måling av finansielle instrumenter**

#### Førstegangsinnregning

Finansielle eiendeler og forpliktelser klassifisert i kategorier med etterfølgende måling til virkelig verdi med verdiendring over resultat, innregnes til virkelig verdi på handledato. Virkelig verdi vil normalt være transaksjonsprisen med mindre en annen verdi kan begrunnes ut fra observerbare markedstransaksjoner.

Finansielle eiendeler og forpliktelser som måles til amortisert kost etter førstegangsinnregning, innregnes til virkelig verdi med tillegg for direkte henførbare transaksjonskostnader på handledato. Transaksjonskostnader er nærmere beskrevet ovenfor i pkt 3.5.

#### Etterfølgende måling – virkelig verdi

Alle aksjer, obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer, eiendomsinvesteringer og finansielle derivater klassifisert som finansielle eiendeler og forpliktelser holdt for handelsformål eller øremerket til virkelig verdi over resultatet, måles til virkelig verdi på rapporteringstidspunktene etter førstegangsinnregning. Gevinster og tap fra endringer i virkelig verdi resultatføres i perioden de oppstår. Virkelig verdi er det beløpet en eiendel kan omsettes for, eller en forpliktelse gjøres opp med, i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter.

For verdipapirer som omsettes i et aktivt marked, settes virkelig verdi til notert kurs fra børs, prisleverandør eller megler (broker quotes).

For verdipapirer eller eiendeler som ikke omsettes i et aktivt marked, benyttes verdsettelsesmetoder for å estimere virkelig verdi. Verdsettelsesmetoder omfatter bruk av nylig foretatte markedstransaksjoner på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter, dersom slike er tilgjengelige, henvisning til løpende virkelig verdi av et annet instrument som er praktisk talt det samme, diskontert kontantstrømsberegning og opsjonspringsmodeller. Dersom det finnes en verdsettelsesmetode som er i vanlig bruk av deltakerne i markedet for å prissette instrumentet, og denne teknikken har vist seg å gi pålitelige estimater av priser oppnådd i faktiske markedstransaksjoner, benyttes denne teknikken. Det benyttes markedsinformasjon i verdsettelsesmetodene så langt som mulig. For ytterligere informasjon om verdsettelsesmetoder, se note 14 Måling til virkelig verdi.

Endringer i virkelig verdi regnskapsføres i resultatregnskapet på resultatlinjen som representerer den aktuelle investeringen, henholdsvis *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra aksjer*, *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer*, *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra finansielle derivater* og *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra finansielle eiendeler eiendom*.



#### Etterfølgende måling – amortisert kost

Finansielle eiendeler og forpliktelser som er klassifisert som utlån og fordringer eller andre finansielle forpliktelser, måles etter førstegangsinnregning til amortisert kost, og den effektive renten resultatføres. Effektiv rente fastsettes som den renten som neddiskonterer kontraktsfestede kontantstrømmer innenfor forventet løpetid til innregnet beløp. Kontantstrømmene inkluderer direkte transaksjonskostnader.

#### **3.10 Motregning**

Finansielle eiendeler og finansielle forpliktelser motregnes og presenteres netto i balansen bare dersom Norges Bank har en juridisk håndhevbar rett til å motregne, samt hensikt om og praksis for å gjøre opp på netto grunnlag.

Finansielle eiendeler og forpliktelser motregnes ikke fordi kriteriene ikke er oppfylt. Dette innebærer at finansielle derivater med positiv markedsverdi presenteres som eiendeler og finansielle derivater med negativ markedsverdi presenteres som gjeld.

#### **3.11 Investeringseiendom**

Eiendommer som holdes med formål om å opptjene leieinntekter og for verdistigning i aktivklassen eiendom, regnskapsføres som investeringseiendom i investeringsporteføljens, evt den felleskontrollerte virksomhetens, balanse.

Investeringseiendom innregnes i balansen når det er sannsynlig at fremtidige leieinntekter og verdiendringer knyttet til eiendommen vil tilflyte Norges Bank og eiendommens anskaffelseskost kan måles pålitelig. Investeringseiendom fraregnes ved salg, det vil si når det vesentligste av risiko og avkastningspotensialet til eiendommen er overført til kjøper.

Ved førstegangsinnregning måles investeringseiendom til kjøpspris med tillegg av direkte transaksjonskostnader.

På rapporteringstidspunktene etter førstegangsinnregning måles investeringseiendom til virkelig verdi. Virkelig verdi er det beløp en eiendel kan omsettes for i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte, frivillige parter, og fastsettes uten fradrag for transaksjonskostnader som vil pådras ved salg eller annen avhending. Det innhentes jevnlig eksterne takster og verdierurderinger, som hovedgrunnlag for verdifastsettelsen. Se note 14 Måling til virkelig verdi for ytterligere informasjon om verdsettelse. Endringer i virkelig verdi for eiendommer som er presentert som investeringseiendom i investeringsporteføljens balanse presenteres på resultatlinjen *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra investeringseiendommer* i investeringsporteføljens resultatregnskap. For eiendommer eid av felleskontrollerte virksomheter, se omtale av presentasjon nedenfor.

#### **3.12 Felleskontrollerte virksomheter og felleskontrollerte eiendeler**

Felleskontrollerte virksomheter og felleskontrollerte eiendeler er investeringer hvor datterselskaper etablert som en del av forvaltningen av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland gjennom avtale med motpart har felles kontroll over virksomhetens strategiske, finansielle og operasjonelle beslutning, eventuelt tilsvarende beslutninger knyttet til eiendelen.

Felleskontrollert virksomhet er regnskapsført etter egenkapitalmetoden. Investeringer i felleskontrollerte virksomheter innregnes når det er sannsynlig at de fremtidige økonomiske fordelene knyttet til selskapsandelen vil tilflyte Norges Bank og investeringsens anskaffelseskost kan måles pålitelig. Felleskontrollerte virksomheter fraregnes ved salg, når det vesentligste av risiko og avkastning er overført til kjøper.

Anskaffelseskost ved førstegangsinnregning består av vederlaget tillagt direkte henførbare transaksjonskostnader. Investeringer i slike virksomheter er presentert som *Felleskontrollerte virksomheter eiendom*, i investeringsporteføljens balanse. Alle felleskontrollerte virksomheter rapporterer til Norges Bank i henhold til Norges Banks regnskapsprinsipper, herunder regnskapsføres investeringseiendom eid av felleskontrollert virksomhet til virkelig verdi. Det samme gjelder obligasjonsgjeld og finansielle derivater.

I etterfølgende perioder tillegges investeringsens verdi i balansen periodenes resultatandel som består av investeringsporteføljens andel av periodens endring i virksomhetens egenkapital, korrigert for mottatt utbytte og eventuell amortisering av merverdier. Periodens resultatandel, inkludert endringer i virkelig verdi, resultatføres og er presentert som *Resultat fra felleskontrollerte virksomheter eiendom*.

Felleskontrollerte eiendeler er regnskapsført etter bruttometoden. Slike investeringer innregnes og fraregnes på samme grunnlag som felleskontrollerte virksomheter. Anskaffelseskost ved førstegangsinnregning består av vederlaget tillagt direkte henførbare transaksjonskostnader. Bruttometoden innebærer at Norges Bank regnskapsfører investeringsporteføljens andel av eiendeler og forpliktelser, inntekter og kostnader etter sin art. Felleskontrollerte eiendeler består i hovedsak av investeringseiendom, jf ovenfor. Inntekter og kostnader fra driften av investeringseiendom presenteres på linjen *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra investeringseiendom*.

#### **3.13 Konsolidering av datterselskaper**

Norges Bank har etablert datterselskaper som utelukkende utgjør investeringer som ledd i Norges Banks forvaltning av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Det utarbeides konsernregnskap for investeringsporteføljen, med konsolidering

av disse datterselskapene. I henhold til årsregnskapsforskrift for Norges Bank § 3-4, 1. ledd, siste setning, utarbeides det kun konsernregnskap for investeringsporteføljen.

Regnskapsprinsippene anvendes konsistent ved innarbeidelse av eierinteresser i datterselskaper. Ved utarbeidelse av konsernregnskapet elimineres konserninterne transaksjoner og mellomværende. Konserninterne poster består av lån og egenkapitalfinansiering fra investeringsporteføljen til datterselskaper for å finansiere eiendomsinvesteringer i datterselskaper. Utlån gjøres til markedsrenter og er utstedt i datterselskapets funksjonelle valuta. Utover dette inkluderes alle poster i datterselskapet i investeringsporteføljens totalresultat, balanse og kontantstrømoppstilling. Dette inkluderer drifts- og forvaltningskostnader i datterselskapet, som er presentert som *Andre kostnader*.

### 3.14 Interne handler mellom porteføljer

Interne handler i form av pengemarkedsutlån eller –innlån og gjenkjøpsavtaler mellom investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland og de langsiktige reservene i Norges Bank presenteres som et netto mellomværende mellom de to rapporteringsenhetene, på balanselinjene *Andre finansielle eiendeler* (for den part som har netto fordring), og *Annen finansiell gjeld* (for den part som har netto utestående). Tilhørende resultatposter presenteres brutto i det respektive resultatregnskapet, som enten renteinntekter eller rentekostnader. Slike interne handler gjøres etter prinsippet om armlengdes avstand, dvs til markedsvilkår.

### 3.15 Nærstående parter

Norges Bank er eiet av staten og har anledning til å følge unntaksregelen i IAS 24.25 vedrørende opplysninger om transaksjoner med staten som nærstående part.

## 4. Standarder, endringer og fortolkninger som ikke får virkning for 2012

### Vedtatte standarder og IFRS og IFRIC fortolkninger med fremtidig ikrafttredelsestidspunkt

#### IFRS 9 Finansielle instrumenter

IFRS 9 erstatter klassifikasjons- og målereglene i IAS 39 Finansielle instrumenter – innregning og måling for finansielle instrumenter. Etter IFRS 9 skal finansielle eiendeler som inneholder vanlige lånevilkår regnskapsføres til amortisert kost, med mindre forretningsmodellen tilsier at de skal føres til virkelig verdi, mens andre finansielle eiendeler skal regnskapsføres til virkelig verdi.

Klassifikasjons- og målereglene for finansielle forpliktelser i IAS 39 videreføres, med unntak for finansielle forpliktelser utpekt til virkelig verdi med verdiendring over resultat (virkelig verdi opsjon), hvor verdiendringer knyttet til egen kredittrisiko separeres ut og føres over andre inntekter og kostnader (Totalresultat).

Alle porteføljer av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater, samt eiendomsinvesteringer klassifisert som finansiell eiendel har ved slutten av 2012 en forretningsmodell som tilsier klassifisering som målt til virkelig verdi også innenfor IFRS 9.

Ikrafttredelsestidspunktet for IFRS 9 er utsatt til 1. januar 2015, og standarden er ikke godkjent av EU. Norges Bank forventer å anvende standarden fra og med 1. januar 2015, under forutsetning av at den blir godkjent av EU. Implementering av IFRS 9 forventes ikke å medføre vesentlige endringer i klassifikasjon, innregning eller måling for regnskapsrapporteringen på overgangstidspunktet.

#### IFRS 10 Konsernregnskap

IFRS 10 Konsernregnskap (IFRS 10) erstatter IAS 27 Konsernregnskap og separat finansregnskap og SIC-12 Konsolidering – foretak for særskilte formål. IFRS 10 etablerer prinsipper for presentasjon og utarbeidelse av konsernregnskap når et foretak kontrollerer et eller flere andre foretak. Se nedenfor om ytterligere endringer for investeringsenheter.

I EU har IFRS 10 ikrafttredelse for regnskapsperioder som starter på eller etter 1. januar 2014. IFRS 10 (eksklusive endringer relatert til investeringsenheter) ble godkjent av EU i 4. kvartal 2012.

Norges Bank forventer ikke at innføring av IFRS 10, dersom investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland ikke er en investeringsenhet (se nedenfor), vil ha vesentlig påvirkning på konsernregnskapet for investeringsporteføljen eller Norges Bank forøvrig. Norges Bank forventer å implementere IFRS 10 fra 1. januar 2014.

#### Investment Entities (Endringer i IFRS 10, IFRS 12 og IAS 27)

IASB offentliggjorde i oktober 2012 endringer i IFRS 10, IFRS 12 og IAS 27 i forbindelse med innføring av et unntak fra konsolidering for rapporteringsenheter som kvalifiserer som investeringsenheter. Slike rapporteringsenheter skal måle investeringer i datterselskaper til virkelig verdi, og presentere investeringen på en linje i balansen. I tillegg skal slike rapporteringsenheter måle investeringer i felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper til virkelig verdi i motsetning til å benytte egenkapitalmetoden. Til slutt skal finansielle instrumenter måles til virkelig verdi over resultat. Dette innebærer at det kun er enheter med i all hovedsak virkelig verdi baserte forretningsmodeller som kan benytte investeringsenhet modellen.

Norges Bank er i ferd med å avklare om investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland er en investeringsenhet etter de nye reglene. Norges Bank som sådan er ikke en investeringsenhet. Dersom investeringsporteføljen er en investeringsenhet vil dette innebære endringer i regnskapsrapporteringen. Disse består i hovedsak av en endring fra konsolidering til virkelig verdi måling for datterselskaper. I den forbindelse vil også virkelig verdi bli benyttet ved måling av felleskontrollerte virksomheter.

Investment Entity endringene i IFRS 10, IFRS 12 og IAS 27 har ikrafttredelsestidspunkt 1. januar 2014. Endringene er forventet godkjent av EU i 3. kvartal 2013. Norges Bank forventer å implementere IFRS 10 inkludert disse endringene fra 1. januar 2014, forutsatt at endringene blir godkjent av EU. Norges Bank avventer implementering av IFRS 10, IFRS 11 og IFRS 12 til Investment Entity reglene er godkjent, som tillatt av EU.

#### IFRS 11 Joint Arrangements

IFRS 11 Joint Arrangements (IFRS 11) erstatter SIC-13 Felleskontrollerte foretak – ikke-monetære overføringer fra deltakere. Et 'joint arrangement' er en avtale hvor to eller flere parter har felles kontroll, partene er bundet til et kontraktsmessig forhold, og dette kontraktsmessige forholdet gir to eller flere parter felles kontroll. Et 'joint arrangement' er enten felles kontrollert drift (partene som har felles kontroll over forholdet har rettigheter til eiendeler og forpliktelser for gjeld) eller felleskontrollert virksomhet (partene som har felles kontroll over forholdet har rettigheter til netto eiendeler). IFRS 11 har to hovedmetoder, men angir klart når den enkelte metoden skal brukes, i motsetning til dagens valgfrihet mellom egenkapitalmetoden og forholdsmessig konsolidering. IFRS 11 krever at felleskontrollert virksomhet skal, om ikke virkelig verdi unntaket benyttes, regnskapsføres etter egenkapitalmetoden som beskrevet i IAS 28 Investeringer i tilknyttede foretak (som endret i 2011).

I EU har IFRS 11 ikrafttredelse for regnskapsperioder som starter på eller etter 1. januar 2014, og standarden ble godkjent av EU i 2012.

Norges Bank forventer ikke at innføringen av IFRS 11 vil ha vesentlig påvirkning på regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland eller Norges Bank for øvrig, dersom investeringsporteføljen ikke er en investeringsenhet (se over). Dersom investeringsporteføljen er en investeringsenhet vil regnskapsprinsipp for felleskontrollerte virksomheter endres fra egenkapitalmetoden til virkelig verdi måling i forbindelse med innføring av ny standard. Norges Bank forventer å implementere IFRS 11 per 1. januar 2014.

#### IFRS 12 Opplysninger om interesser i andre foretak

IFRS 12 Opplysninger om interesser i andre foretak (IFRS 12) krever opplysninger som gjør en bruker av regnskapet i stand til å vurdere karakteren av og risikoen tilknyttet til interesser i andre foretak så vel som effektene av disse interessene på den finansielle stillingen, resultat og kontantstrøm. IFRS 12 er påkrevd for foretak som har interesse i datterforetak, 'joint arrangements' (felles drift eller felleskontrollert virksomhet), tilknyttede foretak eller ikke-konsoliderte strukturerte foretak.

I EU har IFRS 12 ikrafttredelse for regnskapsperioder som starter på eller etter 1. januar 2014, og standarden ble godkjent av EU i 2012.

Norges Bank forventer ikke at innføring av IFRS 12 vil ha vesentlig påvirkning på regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland eller Norges Bank for øvrig. Norges Bank forventer å implementere IFRS 12 per 1. januar 2014. Dersom investeringsporteføljen er en investeringsenhet forventes den en noe større grad av endringer i noteopplysninger ved innføring av IFRS 10 og IFRS 12.

#### IFRS 13 Virkelig verdi måling

IFRS 13 Virkelig verdi måling (IFRS 13) definerer virkelig verdi og fastsetter et enhetlig IFRS rammeverk for måling og opplysningskrav rundt virkelig verdi. IFRS 13 får anvendelse når andre IFRS standarder krever eller tillater måling etter eller opplysninger rundt måling av virkelig verdi.

IFRS 13 har ikrafttredelse for regnskapsperioder som starter på eller etter 1. januar 2013, med tidlig implementering tillatt. IFRS 13 er godkjent av EU i 2012. Norges Bank forventer ikke at innføring av IFRS 13 vil ha vesentlig påvirkning på regnskapsrapporteringen. Norges Bank vil implementere IFRS 13 per 1. januar 2013.

## NOTE 2 VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNMESSIGE VURDERINGER

Utarbeidelse av Norges Banks regnskap, som omfatter regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland i henhold til regnskapsprinsippene i note 1, innebærer bruk av estimater og skjønnsmessige vurderinger som kan påvirke eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og skjønnsmessige vurderinger er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet.

Estimatene er basert på beste skjønn, men faktisk resultat kan avvike fra estimatene. I de tilfellene hvor det foreligger særskilt usikre estimater, er dette spesielt omtalt i de respektive notene.

### Vesentlige estimater

Under følger en oversikt over vesentlige estimater på rapporteringstidspunktet.

#### *Virkelig verdi av verdipapirer, finansielle eiendeler, finansielle derivater og investeringseiendom som ikke handles og kvoterer i aktive markeder*

En del av investeringene innen investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland handles ikke i aktive markeder, det vil si at de er allokert til nivå 2 eller 3 i verdsettelseshierarkiet, som definert i IFRS 7.27A. Dette gjelder først og fremst beholdninger i obligasjoner, ikke børsnoterte finansielle derivater og eiendomsinvesteringer, mens aksjer i hovedsak er allokert til nivå 1 (handles i aktive markeder).

Nivå 2 og 3 investeringer verdsettes ved hjelp av modeller og den resulterende verdien defineres som et estimat. Resulterende verdier for investeringer som er allokert til nivå 3, med vesentlig bruk av ikke observerbare data i modellene, er ansett å være spesielt usikre estimater. Generelt benyttes anerkjente og standard prisingsmodeller. For ytterligere informasjon om prisingsmodellene og kontrollmiljøet vises det til Note 14 Måling til virkelig verdi.

Investeringseiendom måles til virkelig verdi. Virkelig verdi baserer seg på innhentede eksterne takster og verdivurderinger, eventuelt nylig gjennomførte sammenlignbare transaksjoner i sammenlignbare markeder. Fastsettelse av virkelig verdi i slike takster og verdivurderinger innebærer bruk av estimater som fremtidige kontantstrømmer fra eiendeler (basert på forutsetninger om for eksempel utleiegrad, leietakerprofiler, fremtidige inntektsstrømmer, kapitalverdier av varige driftsmidler og eiendommens stand) og diskonteringsrenter for slike eiendeler. Disse estimatene baserer seg på lokale markedsforhold på rapporteringstidspunktet og allokeres til nivå 3.

#### *Gevinster/tap på verdipapirer før gevinst/tap valuta, og Gevinst/tap valuta*

I resultatregnskapet presenteres gevinster og tap på verdipapirer og finansielle derivater basert på endringer i verdipapiret/instrumentets kurs (før gevinst/tap valuta) og gevinster og tap fra endringer i valutakurser (gevinst/tap valuta) separat. Metoden for å allokere total gevinst/tap i norske kroner for en beholdning for en periode til et verdipapirelement og et valutaelement er et estimat på den måten at forskjellige metoder vil gi forskjellige utslag for allokeringen.

#### Valutaelement:

Norges Bank beregner urealisert gevinst/tap som skyldes endringer i valutakurs basert på beholdningens kostpris i utenlandsk valuta og endringen i valutakurs fra kjøpstidspunktet til balansedagen. Dersom beholdningen er anskaffet i en tidligere periode vil gevinst/tap for tidligere perioder som allerede er resultatført trekkes fra for å komme frem til periodens gevinst/tap. Tilsvarende benyttes valutakurs på salgstidspunktet i stedet for balansedagens valutakurs, for realiserte gevinster og tap, og tidligere resultatført urealisert gevinst/tap for beholdningen reverseres i gjeldende periode.

#### Verdipapirelement:

Urealiserte gevinster og tap som skyldes endringer i verdipapirets kurs beregnes basert på endring i verdipapirets kurs fra kjøpstidspunktet til balansedagen og balansedagens valutakurs, og gevinster og tap resultatført i tidligere perioder for beholdningen trekkes fra for å komme frem til periodens gevinst/tap fra endringer i verdipapirkurser. Realiserte gevinster og tap fra endringer i verdipapirkurser baseres på prisen beholdningen ble solgt til, i motsetningen til balansedagens kurs, og tidligere resultatførte urealiserte gevinster og tap reverseres.

### Vesentlige skjønnsmessige vurderinger ved anvendelse av regnskapsprinsipper

Nedenfor beskrives de vurderingene foretatt av ledelsen knyttet til anvendelsen av regnskapsprinsippene som anses å ha størst innvirkning på beløpene som innregnes i finansregnskapet.

#### *Valg av funksjonell valuta*

Ledelsen i Norges Bank vurderer norske kroner å være 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. En vesentlig andel av kostnadene relatert til forvaltningen av plasseringene er i norske kroner.

Regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland er en del av Norges Banks regnskap, og ut fra dette vurderes det at investeringsporteføljen også har norske kroner som funksjonell valuta, selv om endringer i kronkurs mot andre valutaer ikke påvirker investeringsporteføljens internasjonale kjøpekraft. Bankens og investeringsporteføljens beløpsmessige avkastning måles og rapporteres internt og til eier i norske kroner, mens prosentvis avkastning for investeringsporteføljens rapporteres både i norske kroner og i valutakurven som følger av forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet, se ytterligere informasjon i note 15 Risiko. Videre er det innen kapitalforvaltningen ikke én investeringsvaluta som utpeker seg som dominerende.

Ved etablering eller kjøp av datterselskaper i forbindelse med forvaltningen av aktivaklassen eiendom innenfor investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland vurderes det hvilken funksjonell valuta som skal benyttes for datterselskapets regnskapsrapportering, og for konsolidering i investeringsporteføljens konsernregnskap. Normalt vil det være selskapets lokale valuta som utpeker seg som den funksjonelle valuta, basert på at dette er valutaen for selskapets økonomiske miljø og valutaen alle transaksjoner skjer i.

I tilfeller hvor det foreligger tvil om hvilken valuta som er den dominerende i selskapets økonomiske miljø eller hvor transaksjoner gjøres i forskjellige valutaer, eller hvor det ikke foreligger virksomhet i selskapet, vil finansieringsvaluta og denominering av eventuelle inntekter og kostnader vurderes, samt at det vil vurderes om selskapet kun er en forlenging av Norges Bank inn i det lokale markedet.

#### Vurdering av grad av kontroll

I forbindelse med investeringer i virksomheter eller eiendeler hvor man har en stor eierandel, gjøres det en vurdering av i hvilken grad kontroll over investeringen eksisterer. Denne vurderingen må gjøres for å bestemme om investeringen skal regnskapsføres som en finansiell eiendel, tilknyttet virksomhet, felleskontrollert virksomhet/eiendel eller et konsolidert datterselskap. I forbindelse med vurderingen av grad av kontroll vil eierandel være et vesentlig element, sammen med kontraktmessige vilkår i aksjonær- og samarbeidsavtaler som tilsier større eller mindre grad av kontroll enn det som fremkommer av eierandel alene. Det er en samlet vurdering av alle relevante forhold i hvert enkelt tilfelle som ligger til grunn for en konklusjon om hvorvidt banken har kontroll over investeringen.

## NOTE 3 PORTEFØLJERESULTAT FØR GEVINST/TAP VALUTA

Tabell 3.1 Spesifikasjon porteføljerresultat før gevinst/tap valuta, 2012

Beløp i millioner kroner	Renter	Utbytte	Netto inntekt/kostnad	Realisert gevinst/tap	Urealisert gevinst/tap	Sum
Renteinntekter fra innskudd i banker	102	.	.	.	.	102
Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgavtaler	219	.	.	.	.	219
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:						
- Aksjer og andeler*	.	63 295	2 439	-11 079	295 124	349 779
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer*	46 612	.	11	32 908	18 806	98 337
- Finansielle derivater	-204	.	0	-3 395	3 330	-269
- Finansielle eiendeler eiendom	.	.	170	.	344	514
- Investeringseiendommer	0	0	244	0	-177	67
Resultat fra felleskontrollerte virksomheter eiendom	0	30	.	0	-280	-250
Rentekostnad på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-130	0	0	0	0	-130
Andre renteinntekter og rentekostnader	1	0	0	0	0	1
Skattekostnad	0	0	-864	0	0	-864
Andre kostnader	0	0	-80	0	0	-80
<b>Porteføljerresultat før gevinst/tap valuta</b>	<b>46 600</b>	<b>63 325</b>	<b>1 920</b>	<b>18 434</b>	<b>317 147</b>	<b>447 426</b>

\* Netto inntekt/kostnad aksjer og andeler og obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer er fra utlån av verdipapirer.

Tabell 3.2 Spesifikasjon porteføljeresultat før gevinst/tap valuta, 2011

Beløp i millioner kroner	Renter	Utbytte	Netto inntekt/ kostnad	Realisert gevinst/ tap	Urealisert gevinst/ tap	Sum
Renteinntekter fra innskudd i banker	162	.	.	.	.	162
Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgsvtaler	1 004	.	.	.	.	1 004
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:						
- Aksjer og andeler*	.	50 372	1 869	27 079	-251 827	-172 507
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer*	48 691	.	349	4 600	38 706	92 346
- Finansielle derivater	-1 407	.	.	-6 358	2 072	-5 693
- Finansielle eiendeler eiendom	.	.	-52	-	138	86
- Investerings eiendommer	.	.	60	-	-190	-130
Resultat fra felleskontrollerte virksomheter eiendom	.	-	.	-	-31	-31
Rentekostnad på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-629	.	.	.	.	-629
Andre renteinntekter og rentekostnader	-286	.	.	.	.	-286
Skattekostnad	.	.	-516	.	.	-516
Andre kostnader	.	.	-52	.	.	-52
<b>Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta</b>	<b>47 535</b>	<b>50 372</b>	<b>1 658</b>	<b>25 321</b>	<b>-211 132</b>	<b>-86 246</b>

\* Netto inntekt/kostnad aksjer og andeler og obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer er fra utlån av verdipapirer.

## NOTE 4 SKATTEKOSTNAD

Skattekostnad består av inntektsskatt.

Norges Bank, inkludert Statens pensjonsfond utland, er ikke skattepliktig i Norge. I enkelte markeder i utlandet må Norges Bank betale skatt i forbindelse med investeringene som gjøres i markedet. Skattebelastningen følger i hovedsak av lokale skatteregler, men kan i mange tilfeller bli justert basert på skatteavtaler som den norske stat har med det aktuelle landet.

Skattekostnaden består av skatter som Norges Bank, for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, ikke får refundert gjennom lokale skatteregler eller skatteavtaler. Skattene blir kostnadsført når de oppstår og når det ikke er sannsynlig å få dem refundert. Skatter som Norges Bank anser som refunderbare, men som ennå ikke er mottatt, presenteres i balansen som *Andre finansielle eiendeler*; for ytterligere informasjon se note 12 Andre finansielle eiendeler. Dersom Norges Bank ved en senere vurdering anser det som mindre sannsynlig at et krav om tilbakebetaling av skatt blir akseptert, blir refusjonen reversert.

Skattekostnadene består av skatt som faller inn under IAS 12 Inntektsskatt. De aktuelle skattekostnadene er kildeskatt på utbytte og renteinntekt, gevinstbeskatning ved salg av finansielle eiendeler og inntektsskatt for datterselskaper knyttet til eiendomsinvesteringene. Verdipapirer som er utlånt på utbyttetidspunktet gir ikke skattekostnad.

Andre skatterelaterte kostnader oppstår også i forvaltningen, typisk skatterelaterte transaksjonskostnader som dokumentavgift og transaksjonsgebyr. I hovedsak trekkes disse fra på resultatlinjen for den aktuelle typen investering, mens enkelte slike kostnader presenteres som *Andre kostnader*. Slike avgifter anses ikke som inntektsskatt, men som transaksjonskostnader.

Innenfor aktivaklassen eiendom vil det oppstå flere typer kommunale skatter og avgifter avhengig av eiendomstype og marked. Disse kostnadene er ikke inntektsskatt ihht IAS 12. Kostnadene anses som kostnader knyttet til eiendomsdrift og blir kostnadsført når de oppstår.

Tabell 4.1 viser forskjellige typer inntekt/gevinst som utløser skattekostnad, skatt trukket ved resultatføring av inntekt, skatt refundert og netto skattekostnad. Både inntekt før skatt (brutto) og inntekt etter skatt (netto) er vist.

Tabell 4.1 Skattekostnad per aktivklasse og type inntekt

Beløp i millioner kroner	2012				
	Brutto inntekt før skatt	Inntektsskatt trukket	Inntektsskatt refundert	Skattekostnad	Netto inntekt etter skatt
Utbytte fra aksjer – kildeskatt	63 295	2 112	-1 258	854	62 441
Realisert gevinst/tap fra aksjer – gevinstbeskatning	-11 079	0	-	0	-11 079
Renteinntekt fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer – kildeskatt	46 612	63	-58	5	46 607
Realisert gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer – gevinstbeskatning	32 908	-	-	-	32 908
Inntektsskatt i datterselskaper eiendom	550	5	-	5	545
Skattekostnad ekskl felleskontrollerte virksomheter				864	
Inntektsskatt i felleskontrollerte virksomheter eiendom	-250	2	-	2	
<b>Sum skattekostnad</b>				<b>866</b>	

	2011				
	Brutto inntekt før skatt	Inntektsskatt trukket	Inntektsskatt refundert	Skattekostnad	Netto inntekt etter skatt
Utbytte fra aksjer – kildeskatt	50 372	1 583	-1 079	504	49 869
Realisert gevinst/tap fra aksjer – gevinstbeskatning	27 079	12	-	12	27 067
Renteinntekt fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer – kildeskatt	48 691	60	-60	-	48 691
Realisert gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer – gevinstbeskatning	4 600	-	-	-	4 600
Inntektsskatt i datterselskaper eiendom	-43	0	-	0	-43
Skattekostnad ekskl felleskontrollerte virksomheter				516	
Inntektsskatt i felleskontrollerte virksomheter eiendom	-31	0	-	0	
<b>Sum skattekostnad</b>				<b>516</b>	

Inntektsskatt i datterselskaper eiendom består av skatt i heleide datterselskaper av Statens pensjonsfond utland. Inntektsskatt som oppstår i *Felleskontrollerte virksomheter eiendom* inngår i *Resultat fra felleskontrollerte virksomheter eiendom* og er ikke presentert separat på linjen *Skattekostnad*. Denne skatten er inkludert i tabellen for å gi full oversikt over inntektsskatt innenfor aktivklassen eiendom. Eventuell inntektsskatt knyttet til *Finansielle eiendeler eiendom* er fratrukket nettoinntekten fra investeringen før kontantstrømmen inntektsføres i Statens pensjonsfond utlands resultatregnskap. Holdingselskaper knyttet til denne investeringen er skattepliktig og inntektsskatt som oppstår i disse selskapene er inkludert i konsernregnskapet til Statens pensjonsfond utland som *Skattekostnad*.

## NOTE 5 FORVALTNINGSKOSTNADER

Forvaltningskostnader omfatter driftskostnader knyttet til forvaltningen av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Storparten av disse påløper i Norges Bank sentralt som forvalter, mens det også påløper kostnader til administrasjon av datterselskaper knyttet til eiendomsinvesteringene. Driftskostnadene Norges Bank sentralt har ved forvaltningen, se tabell 5.1, skal dekkes av Finansdepartementet gjennom forvaltningsgodtgjøringen, innenfor en øvre ramme. Disse kostnadene er indirekte belastet investeringsporteføljens resultatregnskap gjennom forvaltningsgodtgjøringen, etter porteføljerisultatet. Administrasjonskostnadene i datterselskaper, se tabell 5.2, er belastet investeringsporteføljens resultat direkte. I tillegg til forvaltningskostnader pådras det rentekostnader, transaksjonskostnader, skattekostnader og kostnader knyttet til eiendomsdrift i forbindelse med

investeringene, som er fratrukket i porteføljerisikoutvalget. Transaksjonskostnader er i hovedsak fratrukket i resultatlinjene for den enkelte type investering, samt at noen transaksjonsrelaterte kostnader vil presenteres som *Andre kostnader*, se note 6. Inntektskatt pådratt i utlandet presenteres på egen linje i resultatregnskapet, se note 4 *Skattekostnad*. Kostnader knyttet til eiendomsdrift er delvis fratrukket på resultatlinjen for den enkelte typen investering, samt at slike kostnader som oppstår i datterselskaper presenteres som *Andre kostnader*, se note 6.

Tabell 5.1 spesifiserer Norges Banks driftskostnader knyttet til forvaltning av Statens pensjonsfond utland, som dekkes av forvaltningsgodtgjøringen fra Finansdepartementet.

**Tabell 5.1 Spesifikasjon forvaltningsgodtgjøring**

Beløp i millioner kroner	2012		2011	
		Prosent		Prosent
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader*	587		495	
IT, informasjons- og beslutningsstøttesystemer	222		214	
Kostnader til depot og oppgjør	351		406	
Utkontrakterte IT- og analysetjenester	218		254	
Konsulenter og juridiske tjenester	56		73	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	272		371	
Øvrige kostnader*	90		95	
Fordelte felleskostnader Norges Bank*	90		85	
<b>Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>1 886</b>	<b>0,05</b>	<b>1 993</b>	<b>0,06</b>
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	307		546	
<b>Forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>2 193</b>	<b>0,06</b>	<b>2 539</b>	<b>0,08</b>

\* Pensjonskostnader som tidligere har vært presentert som en del av Fordelte felleskostnader Norges Bank er fra og med årsregnskapet 2012 presentert på linjen Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader. Videre er kostnader til opplæring og rekruttering flyttet fra Øvrige kostnader til Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader. Sammenligningstall for 2011 er omarbeidet.

Tabell 5.1 viser totale driftskostnader i Norges Bank som godtgjøres av Finansdepartementet som oppdragsgiver for forvaltningen av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Honorarer til eksterne forvaltere og til oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres og betales separat for hver portefølje som forvaltes av NBIM. Alle andre kostnader som inngår i grunnlaget for forvaltningsgodtgjøringen er felles for forvaltningen av investeringsporteføljen og de langsiktige reservene, og fordeles til den enkelte porteføljen ved hjelp av en fordelingsnøkkel som i hovedsak bygger på markedsverdier og aktivaklassesammensetning. Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere dekkes utenfor den fastsatte rammen, som en del av forvaltningsgodtgjøringen. Forvaltningsgodtgjøringen er en funksjon av kostnader som inngår i Norges Banks resultatregnskap på linjen *Sum andre driftskostnader*.

Tabell 5.2 Spesifiserer driftskostnader i datterselskaper knyttet til eiendomsinvesteringene.

**Tabell 5.2 Spesifikasjon driftskostnader, datterselskaper eiendom**

Beløp i millioner kroner	2012	2011
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	11	2
IT, informasjons- og beslutningsstøttesystemer, utkontrakterte administrative tjenester	6	2
Konsulenter og juridiske tjenester	9	11
Honorarer knyttet til eiendomsforvaltning (eksterne)*	10	3
Øvrige kostnader, datterselskaper	9	5
<b>Sum driftskostnader, datterselskaper eiendom</b>	<b>45</b>	<b>23</b>

\* Honorarer knyttet til eiendomsdrift betalt av datterselskaper er fra og med årsregnskapet 2012 ikke inkludert i Honorarer knyttet til eiendomsforvaltning i tabell 5.2. Disse er presentert som Kostnader i datterselskaper knyttet til drift av eiendommer i tabell 6.1, se note 6 Andre kostnader. Sammenlignbare tall er omarbeidet.



Tabell 5.2 viser kostnader i datterselskaper som er opprettet som en del av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, knyttet til administrasjon av selskapene. Disse kostnadene konsolideres inn i resultatregnskapet for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, og er betalt ved bruk av midler som tilhører investeringsporteføljen. Driftskostnader i datterselskaper inngår ikke i Norges Banks driftskostnader, da disse utelates fra konsolidering i Norges Bank, jf årsregnskapsforskrift m.m. for Norges Bank § 2-3, 4. ledd. Disse kostnadene presenteres som *Andre kostnader* i investeringsporteføljens resultatregnskap, og er belastet Porteføljerisikotilførsel direkte. Se note 6 Andre kostnader for ytterligere informasjon.

Innenfor aktivaklassen eiendom vil det pådras ytterligere kostnader knyttet til eiendomsdrift og utleie, som inngår i resultatbegrepene *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra investeringseiendommer* og *Resultat fra felleskontrollerte virksomheter eiendom*. Disse kostnadene pådras i selskapet som eier eiendommen, og er ansett å være direkte relatert til inntekten fra og driften av eiendommen. I noen tilfeller vil slike kostnader, i form av honorarer knyttet til eiendomsdrift, pådras i datterselskaper, og disse presenteres som *Andre kostnader*, se note 6.

## NOTE 6 ANDRE KOSTNADER

Tabell 6.1 Spesifikasjon andre kostnader

Beløp i millioner kroner	2012	2011
Driftskostnader, datterselskaper eiendom	45	23
Kostnader i datterselskaper knyttet til drift av eiendommer	9	3
Øvrige kostnader, investeringsporteføljen ekskl. datterselskaper*	26	26
<b>Sum andre kostnader</b>	<b>80</b>	<b>52</b>

\* Inntektsskatt tidligere presentert som del av Andre kostnader er fra og med årsregnskapet 2012 presentert som Skattekostnad, jf note 4. Sammenlignbare tall er omarbeidet. Dette gjelder beregnet skatt på gevinst knyttet til aksjeinvesteringer i Kina, samt selskapskatt innenfor aktivaklassen eiendom.

*Andre kostnader* består av kostnader knyttet til administrasjon av datterselskaper, kostnader i datterselskaper knyttet til eiendomsdrift og øvrige kostnader knyttet til forvaltningen. Kostnader knyttet til eiendomsdrift består av kostnader direkte knyttet til inntekten fra og driften av eiendommer, som kan pådras i datterselskaper. *Andre kostnader* er betalt av midler som tilhører Statens pensjonsfond utlands investeringsportefølje, og er belastet porteføljerisikotilførsel direkte.

Kostnader til administrasjon av datterselskaper innenfor aktivaklassen eiendom, som beløper seg til 45 millioner kroner for 2012, er ytterligere spesifisert i tabell 5.2 i note 5 Forvaltningskostnader.

Øvrige kostnader, investeringsporteføljen eksklusive datterselskaper i tabell 6.1 inkluderer i hovedsak transaksjonsrelaterte kostnader som oppstår i forvaltningen, og som kan være knyttet til alle aktivaklasser. Negative kostnader består normalt av reversering av tidligere avsetninger.

## NOTE 7 GJENKJØPS- OG GJENSALGSAVtaler

Norges Bank benytter markedene for gjenkjøps- og gjensalgssavtaler i sine finansieringsaktiviteter og under programmer for verdipapirutlån (se note 9 Utlån av verdipapirer gjennom eksterne agenter). Til enhver tid vil banken ha lånt ut deler av sine beholdninger i obligasjoner gjennom gjenkjøpsavtaler, mot å motta kontanter (repos og sell buy backs). Dette kan være en form for finansiering av verdipapirforvaltningen (lån av kontanter), eller utlån av verdipapirer med formål å reinvestere mottatte kontanter til en høyere rente og således skape merinntekter. I tillegg er banken part i gjensalgssavtaler hvor motparten har overført obligasjoner eller aksjer til banken, og hvor banken har overført tilhørende kontanter til motparten (reverse repo, buy sell backs og triparties). Slike kontrakter benyttes i forbindelse med plassering av likviditet og også gjennom utlånsagentene ved reinvestering av mottatt kontantsikkerhet i forbindelse med verdipapirutlån. Det er nedfelt regler om hvilke typer verdipapirer som kan mottas som sikkerhet. Obligasjoner skal ha en kredittvurdering på minst A eller tilsvarende fra minst et av kredittvurderingsbyråene Fitch, Moody's og Standard & Poor's for å kunne benyttes som sikkerhet.

For gjenkjøpsavtaler fraregnes ikke det utlånte verdipapiret fra balansen. Mottatte kontanter er innregnet som *Innskudd i banker*, med en tilhørende forpliktelse til å betale tilbake midlene, *Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler*. For gjensalgssavtaler er verdipapiret mottatt som sikkerhet ikke innregnet i balansen, mens overførte kontanter er fraregnet fra *Innskudd i banker*. En tilhørende fordring på å få tilbake midlene er innregnet som en eiendel, *Utlån knyttet til gjensalgssavtaler*.

I tillegg til sikkerheter med margin knyttet til den enkelte transaksjon har Norges Bank etablert en prosess for overvåkning av endring i netto markedsverdi av utestående kontrakter ved å sammenligne sikkerhetenes markedsverdi med transaksjonenes verdi inkludert margin per motpart. Det stilles eller mottas ytterligere tilleggssikkerhet i form av enten verdipapirer eller kontanter dersom eksponeringen overstiger en terskelverdi. Banken hadde innenfor investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland ikke mottatt eller stilt slik kontantsikkerhet ved årsskiftet. Stilt og mottatt tilleggssikkerhet er behandlet i regnskapet på lik linje med annen verdipapirsikkerhet.

I 2012 var det mindre bruk av gjensalgsvtaler, mens omfanget av gjenkjøpsavtaler holdt seg stabilt.

Tabell 7.1 viser totale utestående gjenkjøps- og gjensalgsvtaler i investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland ved utgangen av 2012, med sammenlignbare tall fra 2011, og tilhørende verdipapirsikkerheter eller utlån av verdipapirer. De overførte og mottatte verdipapirene er vist målt til virkelig verdi. For å vise den totale eksponeringen for kontraktene er uoppgjorte handler vist separat og inkludert under mottatt og stilt sikkerhet/utlånte verdipapirer. Denne verdipapirsikkerheten er ennå ikke overført og inngår således ikke i linjene Obligasjoner stilt som sikkerhet eller lånt ut (eiendel) og Obligasjoner/Aksjer mottatt som sikkerhet i tabell 7.1, mens det tilhørende kontantbeløpet som skal overføres, er inkludert i *Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler* og *Utlån knyttet til gjensalgsvtaler*.

**Tabell 7.1 Spesifikasjon gjenkjøps- og gjensalgsvtaler**

Beløp i millioner kroner	31.12.2012		31.12.2011	
	Balanseført verdi	Virkelig verdi	Balanseført verdi	Virkelig verdi
<b>Gjenkjøpsavtaler</b>				
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler (kontanter lånt inn eller mottatt som sikkerhet)	19 013	19 013	19 280	19 280
Obligasjoner stilt som sikkerhet eller lånt ut (eiendel)	18 495	18 495	17 551	17 551
Uoppgjorte handler (eiendel)*	328	328	1 410	1 410
<b>Netto overdekning (underdekning) gjenkjøpsavtaler</b>	<b>190</b>	<b>190</b>	<b>319</b>	<b>319</b>
<b>Gjensalgsvtaler</b>				
Gjensalgsvtaler utenom program for verdipapirutlån	26 479	26 479	44 393	44 393
Gjensalgsvtaler gjennom program for verdipapirutlån (reinvestering av kontantsikkerhet)	34 961	34 961	35 427	35 427
<b>Utlån knyttet til gjensalgsvtaler (Kontanter lånt ut eller plassert)</b>	<b>61 440</b>	<b>61 440</b>	<b>79 820</b>	<b>79 820</b>
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	-	55 392	-	67 399
Aksjer mottatt som sikkerhet	-	3 562	-	13 161
<b>Sum mottatte sikkerheter gjensalgsvtaler</b>	<b>-</b>	<b>58 954</b>	<b>-</b>	<b>80 560</b>
Uoppgjorte handler (gjeld)**	2 385	2 385	1 537	1 537
<b>Netto overdekning (underdekning) gjensalgsvtaler</b>		<b>-101</b>		<b>2 277</b>
<b>Tilleggssikkerheter gjenkjøp/gjensalg</b>				
Avgitt kontantsikkerhet (tilleggssikkerhet)	-	-	-	-
Stilt sikkerhet i form av obligasjoner	-	1	-	-
Mottatt sikkerhet i form av obligasjoner	-	-	-	72
<b>Sum tilleggssikkerhet</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>72</b>
<b>Netto overdekning (underdekning) gjenkjøps- /gjensalgsvtaler</b>		<b>90</b>		<b>2 668</b>

\* Kontanter ikke mottatt, verdipapir ikke overført til motpart. Transaksjon er innregnet i balansen som *Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler*.

\*\* Kontanter ikke overført, verdipapirer ikke mottatt fra motpart. Transaksjon er innregnet i balansen som *Utlån knyttet til gjensalgsvtaler*.

Tabellen viser at total overdekning på tvers av disse avtaletypene, inkludert tilleggssikkerhet, er 90 millioner kroner per 31. desember 2012, mot 2 668 millioner kroner året før.

## NOTE 8 AKSJER OG ANDELER / OBLIGASJONER OG ANDRE RENTEBÆRENDE VERDIPAPIRER

Tabell 8.1 Spesifikasjon aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2012			31.12.2011		
	Virkelig verdi ekskl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Virkelig verdi ekskl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte
<b>Aksjer og andeler</b>						
Børsnoterte aksjer og andeler	2 325 469	2 523	2 327 992	1 940 789	3 139	1 943 928
Sum aksjer og andeler	2 325 469	2 523	2 327 992	1 940 789	3 139	1 943 928
Herav utlånte aksjer			115 041			137 130

Tabell 8.2 Spesifikasjon obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer

Beløp i millioner kroner, 31.12.2012	Nominell verdi*	Virkelig verdi ekskl. opptjente renter		Opptjente renter	Virkelig verdi inkl. opptjente renter
<b>Statsobligasjoner</b>					
Statsobligasjoner utstedt i egen valuta	771 983	846 538	7 338		853 876
Sum statsobligasjoner	771 983	846 538	7 338		853 876
<b>Statsrelaterte obligasjoner</b>					
Obligasjoner utstedt av stater i fremmedvaluta	8 161	9 131	187		9 318
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	32 557	33 856	433		34 289
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	30 316	33 316	439		33 755
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	81 857	87 927	1 128		89 056
Sum statsrelaterte obligasjoner	152 891	164 230	2 187		166 418
<b>Realrente obligasjoner</b>					
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	30 642	41 520	235		41 755
Sum realrente obligasjoner	30 642	41 520	235		41 755
<b>Selskapsobligasjoner</b>					
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	18 005	20 637	333		20 970
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	60 720	61 212	1 100		62 312
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	102 216	111 762	1 396		113 158
Sum selskapsobligasjoner	180 941	193 611	2 829		196 440
<b>Verdipapiriserte obligasjoner</b>					
Obligasjoner med fortrinnsrett	175 318	183 155	3 515		186 670
Mortgage-backed securities	5 518	3 304	13		3 317
Asset-backed securities	2 794	1 156	2		1 158
Commercial mortgage-backed securities	9 424	2 860	13		2 873
Sum verdipapiriserte obligasjoner	193 054	190 475	3 543		194 018
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	1 329 511	1 436 374	16 132		1 452 507
Herav utlånte obligasjoner					5 325
Herav shortsalg obligasjoner					-

<i>Beløp i millioner kroner, 31.12.2011</i>	<b>Nominell verdi*</b>	<b>Virkelig verdi ekskl. opptjente renter</b>	<b>Opptjente renter</b>	<b>Virkelig verdi inkl. opptjente renter</b>
<b>Statsobligasjoner</b>				
Statsobligasjoner utstedt i egen valuta	554 293	605 600	6 965	612 565
<b>Sum statsobligasjoner</b>	<b>554 293</b>	<b>605 600</b>	<b>6 965</b>	<b>612 565</b>
<b>Statsrelaterte obligasjoner</b>				
Obligasjoner utstedt av stater i fremmedvaluta	12 592	13 184	279	13 463
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	26 016	27 855	527	28 382
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	33 629	35 819	505	36 324
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	94 454	97 488	1 507	98 995
<b>Sum statsrelaterte obligasjoner</b>	<b>166 691</b>	<b>174 346</b>	<b>2 818</b>	<b>177 164</b>
<b>Realrente obligasjoner</b>				
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	83 105	105 175	541	105 716
<b>Sum realrente obligasjoner</b>	<b>83 105</b>	<b>105 175</b>	<b>541</b>	<b>105 716</b>
<b>Selskapsobligasjoner</b>				
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	19 709	21 781	376	22 157
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	85 842	78 589	1 643	80 232
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	77 733	84 583	1 369	85 952
<b>Sum selskapsobligasjoner</b>	<b>183 284</b>	<b>184 953</b>	<b>3 388</b>	<b>188 341</b>
<b>Verdipapiriserte obligasjoner</b>				
Obligasjoner med fortrinnsrett	223 642	219 041	4 761	223 802
Mortgage-backed securities	48 581	11 046	80	11 126
Asset-backed securities	7 061	4 244	8	4 252
Commercial mortgage-backed securities	13 539	4 524	21	4 545
<b>Sum verdipapiriserte obligasjoner</b>	<b>292 823</b>	<b>238 855</b>	<b>4 870</b>	<b>243 725</b>
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>1 280 196</b>	<b>1 308 929</b>	<b>18 582</b>	<b>1 327 511</b>
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>				3 256
<i>Herav shortsalg obligasjoner</i>				-

\* Nominell verdi er omregnet til norske kroner ved bruk av balansedagens valutakurs.

Ved utgangen av 2012 utgjorde beholdningen i obligasjoner utstedt av statene Italia og Spania 32 milliarder kroner (virkelig verdi). Obligasjoner utstedt av den greske stat utgjorde 0,19 milliarder kroner. Investeringsporteføljen hadde ingen beholdning av portugisisk og irsk statsgjeld. Total beholdning per 31. desember 2011 utstedt av disse statene var 57 milliarder kroner.

## NOTE 9 UTLÅN AV VERDIPAPIRER GJENNOM EKSTERNE AGENTER

Norges Bank har inngått avtaler med eksterne agenter som gir disse agentene rett til å låne ut verdipapirer som eies av Norges Bank til andre markedsaktører med lånebehov. Både aksjer og obligasjoner lånes ut. Formålet med utlånene er å skape inntekter for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland basert på dets verdipapirbeholdninger. Når et verdipapir lånes ut, overfører låntager sikkerhet i form av kontanter eller verdipapirer til agenten. Sikkerheten inneholder en ekstra margin og holdes på vegne av Norges Bank. Avtalene med utlånsagentene har bestemmelser som reduserer bankens motpartsrisiko i tilfeller der sikkerhet er mottatt i form av kontanter eller statsobligasjoner. Disse bestemmelsene sikrer banken erstatning dersom låntageren av verdipapirene ikke kan levere dem tilbake, og dersom den sikkerheten som er stilt for utlånet, ikke er tilstrekkelig til å dekke eventuelle tap som måtte oppstå ved mislighold hos låntager. Norges Bank bærer selv denne risikoen i tilfeller der sikkerhet er mottatt i form av aksjer. Reinvestering av mottatt kontantsikkerhet gjøres av agenten i form av gjensalgavtaler (reverse repurchase agreements, buy sell backs og triparties, se note 7 gjenkjøps- og gjensalgavtaler).

Utlånte verdipapirer er vist på egne linjer i balansen. Mottatt kontantsikkerhet er innregnet i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse *Mottatt kontantsikkerhet* på bakgrunn av at Norges Bank har disponeringsrett over disse midlene. Mottatt sikkerhet i form av verdipapirer blir ikke innregnet i balansen, fordi disse ikke gjenbrukes, men blir liggende i depot. Reinvesteringer i form av gjensalgsvtaler er innregnet i balansen på lik linje med ordinære investeringer.

Norges Bank får en nettoinntekt fra utlånsprogrammene. Denne nettoinntekten består av selve utlånsgebyret, fratrukket kostnader knyttet til mottatt kontantsikkerhet, samt renter og realisert avkastning fra reinvesteringer. Agentens andel, som er vederlag for gjennomføring av transaksjonene, er fratrukket i denne nettoinntekten. Netto inntekt knyttet til verdipapirutlån fremkommer på resultatlinjene *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra aksjer* og andeler og *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer*. Inntekten forbundet med utlån av aksjer i investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland beløp seg til 2 439 millioner kroner i 2012, mens tilsvarende inntekt for obligasjoner beløp seg til 11 millioner kroner i 2012. Tilsvarende beløp for 2011 var henholdsvis 1 869 millioner kroner og 349 millioner kroner.

Tabellene 9.1 og 9.2 viser en oversikt over beholdninger innenfor programmene for verdipapirutlån ved utgangen av 2012 og 2011.

**Tabell 9.1 Utlån av verdipapirer**

Beløp i millioner kroner	31.12.2012		31.12.2011	
	Balansført verdi	Virkelig verdi	Balansført verdi	Virkelig verdi
<b>Utlånte verdipapirer</b>				
Utlånte aksjer	115 041	115 041	137 130	137 130
Utlånte obligasjoner	5 325	5 325	3 256	3 256
<b>Sum utlånte verdipapirer</b>	<b>120 366</b>	<b>120 366</b>	<b>140 386</b>	<b>140 386</b>
<b>Mottatte sikkerheter</b>				
Mottatt kontantsikkerhet	32 688	32 688	36 405	36 405
Aksjer mottatt som sikkerhet	-	76 679	-	102 170
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	-	17 254	-	11 337
<b>Sum sikkerheter knyttet til utlån av verdipapirer</b>	<b>32 688</b>	<b>126 621</b>	<b>36 405</b>	<b>149 912</b>
<b>Netto overdekning etter sikkerheter</b>	<b>-</b>	<b>6 255</b>	<b>-</b>	<b>9 526</b>

**Tabell 9.2 Reinvesteringer av kontantsikkerhet knyttet til utlån av verdipapirer**

Beløp i millioner kroner	31.12.2012	31.12.2011
	Balansført verdi	Balansført verdi
<b>Reinvesteringer knyttet til utlån av verdipapirer</b>		
Gjensalgsvtaler	34 961	35 427
<b>Sum reinvesteringer av kontantsikkerhet</b>	<b>34 961*</b>	<b>35 427</b>

\* Beløpet inkluderer uoppgjorte handler til en verdi av 2 386 millioner kroner.

## NOTE 10 FINANSIELLE DERIVATER

Finansielle derivater benyttes i forvaltningen for å justere eksponeringen innenfor forskjellige porteføljer, som et kostnadseffektivt alternativ til handel i de underliggende verdipapirer. Dette kan være for å justere eksponeringen mot aksjer eller obligasjoner og rentemarkedet generelt, eller mot spesifikke markeder eller selskaper.

Tabell 10.1 spesifiserer finansielle derivater til markedsverdi per 31. desember 2012 og 31. desember 2011 i kategoriene eiendel eller gjeld. Tabell 10.2 viser de finansielle derivatenes nominelle verdier for kjøpte og solgte (short) posisjoner, som et uttrykk for eksponering. Nominelle verdier er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinster/tap for kontraktene. En summering av absoluttverdiene for kjøpte og solgte posisjoner gir brutto eksponering, som gir informasjon om omfanget av bruken av de forskjellige typene derivater. Nettoposisjonen fremkommer ved å trekke solgte posisjoner fra kjøpte posisjoner. Dette gir et uttrykk for den samlede risikoeksponeringen knyttet til den enkelte typen derivat.

Tabell 10.1 Spesifikasjon finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	Virkelig verdi					
	31.12.2012			31.12.2011		
	Eiendel	Gjeld	Netto	Eiendel	Gjeld	Netto
Valutahandler	88	145	-57	1 603	964	639
Børsnoterte futureskontrakter	221	91	130	5	224	-219
Rentebytteavtaler	703	2 120	-1 417	463	4 639	-4 176
Kredittbytteavtaler	-	-	-	2	-	2
Aksjebytteavtaler	435	244	191	154	130	24
<b>Sum bytteavtaler</b>	<b>1 138</b>	<b>2 364</b>	<b>-1 226</b>	<b>619</b>	<b>4 769</b>	<b>-4 150</b>
Opsjoner	-	-	-	-	-	-
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>1 447</b>	<b>2 600</b>	<b>-1 153</b>	<b>2 227</b>	<b>5 957</b>	<b>-3 730</b>

Tabell 10.2 Finansielle derivater – eksponering

Beløp i millioner kroner	Eksponering							
	31.12.2012		Gjennomsnitt 2012		31.12.2011		Gjennomsnitt 2011	
	Kjøp	Salg	Kjøp	Salg	Kjøp	Salg	Kjøp	Salg
Valutahandler	49 729	-	81 006	-	132 848	-	64 778	-
Børsnoterte futureskontrakter	1	9 323	302	10 708	1	14 682	5 228	9 851
Rentebytteavtaler	4 293	13 271	5 333	15 849	8 163	18 956	20 106	52 806
Kredittbytteavtaler	-	-	728	5	1 645	12	19 373	280
Aksjebytteavtaler	838	132	458	217	30	335	25	550
<b>Sum bytteavtaler</b>	<b>5 131</b>	<b>13 403</b>	<b>6 519</b>	<b>16 071</b>	<b>9 838</b>	<b>19 303</b>	<b>39 504</b>	<b>53 636</b>
Opsjoner	-	-	-	-	-	-	14 464	11 987
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>54 861</b>	<b>22 726</b>	<b>87 827</b>	<b>26 779</b>	<b>142 687</b>	<b>33 985</b>	<b>123 974</b>	<b>75 474</b>

### Børsnoterte futures kontrakter

Futures kontrakter er børsnoterte avtaler om å kjøpe eller selge en spesifikk eiendel (verdipapir, indeks, rentesats eller liknende) til en avtalt pris en gang i fremtiden. Normalt foretas oppgjør i kontanter på kjøpstidspunktet og deretter med daglig marginoppgjør av gevinst og tap. Eksponering er nominell verdi av kontraktene, og uttrykker hvorvidt Norges Bank mottar (kjøpte posisjoner) eller betaler (solgte posisjoner) betaling ved økning i verdi av underliggende.

### Ikke børsnoterte finansielle derivater (OTC)

#### Valutahandler

Dette omfatter valutahandler (terminkontrakter) med vanlig oppgjør og med fremtidig levering. Eksponering er sum nominell verdi av inngåtte kontrakter til enhver tid. Ved en terminkontrakt har man både en kjøpt og en solgt posisjon, ved at man har kjøpt en valuta og solgt en annen. Alle posisjoner er vist som kjøpte posisjoner.

#### Rentebytteavtaler

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

Eksponering er nominell verdi av inngåtte kontrakter og uttrykker hvorvidt Norges Bank mottar (har kjøpt) eller betaler (har solgt) fast rente.

#### Kredittbytteavtaler

Ved en kredittbytteavtale mottar selgeren av beskyttelse en periodisk premie eller et engangsbetrag fra kjøperen av beskyttelse som en kompensasjon for å overta kredittrisikoen. Kjøperen av beskyttelse mottar betaling fra selgeren kun hvis kredittbeskyttelsen av underliggende kreditt utløses (utløsende hendelse). En utløsende hendelse kan for eksempel være et mislighold av underliggende kreditt/obligasjonslån. Beskyttelsen opphører normalt etter første utløsende hendelse.

Underliggende kreditt for kredittbytteavtalene er selskapsobligasjoner, verdipapirer utstedt av nasjonalstater og indekser bestående av selskapsobligasjoner.

Eksponering uttrykker hvorvidt Norges Bank har kjøpt eller solgt beskyttelse mot hele eller deler av kredittrisikoen knyttet til de ulike typene av underliggende.

#### Aksjebytteavtaler

Aksjebytteavtaler er avtaler mellom to motparter om å bytte betalingsstrømmer basert på endringer i underliggende verdipapir (aksjebenet) og normalt flytende rente. I tillegg til den periodiske kontantstrømmen mottar kjøper av bytteavtalen innbetalinger i forbindelse med dividende og selskaps hendelser. En variant av aksjebytteavtaler er Contracts for Difference (CFD), hvor kjøper og selger på løpende basis vil gjøre opp mellom seg forskjellen mellom nåverdi av underliggende aksje eller indeks og verdien på transaksjonstidspunktet. Dersom forskjellen er positiv vil selger betale til kjøper, mens dersom forskjellen er negativ vil kjøper betale til selger.

Eksponering tilsvarer nominell verdi av kontraktene og uttrykker hvorvidt Norges Bank skal motta (kjøpt posisjon) eller betale (solgt posisjon) avkastning fra underliggende aksje, eller for CFD om Norges Bank mottar innbetaling (kjøpt posisjon) eller betaler (solgt posisjon) ved økning i verdi av aksje eller indeks i forhold til verdi på transaksjonstidspunktet.

#### Opsjoner

Kjøperen av en opsjon betaler for retten til å kjøpe eller selge en eiendel til en avtalt pris på eller innen et avtalt tidspunkt i fremtiden, mens selgere har en plikt til å kjøpe eller selge eiendelen til avtalt pris og tidspunkt. Opsjoner inkluderer swaptions som er en avtale hvor kjøperen har rett til å inngå en bytteavtale.

Eksponering uttrykker nominell verdi av kontraktene. Opsjonskontrakter som Norges Bank har skrevet eller solgt, er presentert under solgte kontrakter. Opsjoner hvor Norges Bank har betalt en premie, er kjøpte kontrakter.

**Tabell 10.3 Sikkerheter knyttet til finansielle derivater**

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2011</b>
<b>Ikke børsnoterte finansielle derivater (OTC)*</b>		
Netto virkelig verdi OTC (balanseført verdi)	-1 474	-3 535
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til OTC-posisjoner	313	521
<b>Futures kontrakter og aksjebytteavtaler</b>		
Virkelig verdi futures kontrakter	130	-219
Virkelig verdi aksjebytteavtaler	191	24
Innskudd hos clearing brokers (avgitt sikkerhet)	166	433
Obligasjoner stilt som sikkerhet hos clearing brokers	1 301	762

\* Valutahandler, rentebytteavtaler og kredittbytteavtaler.

Norges Bank gir eller mottar kontantsikkerhet i samsvar med posisjoner i valutakontrakter og ikke-børsnoterte (OTC) finansielle derivater (rentebytteavtaler, kredittbytteavtaler og swaptions). Oppfølging av sikkerhetsstillelsens terskelnivåer gjøres per motpart. Dersom netto markedsverdi av motpartens posisjon overstiger et gitt terskelnivå, kreves det at motparten med negativ posisjon stiller ytterligere sikkerhetsstillelse til den andre part. Terskelnivåene per motpart varierer med kredittvurdering. Norges Bank har ved slutten av 2012 mottatt kontantsikkerhet relatert til OTC posisjoner med totalt 313 millioner kroner. Norges Bank har ikke avgitt noen kontantsikkerhet relatert til negative markedsposisjoner ved utgangen av 2012 eller 2011 på vegne av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, da Norges Banks egne terskelnivåer er høye grunnet god kredittverdighet.

## NOTE 11 EIENDOM

Aktivaklassen eiendom i investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland består av unoterte investeringer klassifisert som finansielle eiendeler, felleskontrollerte virksomheter og investeringseiendom.

Finansielle eiendeler eiendom består av retten til 25 prosent av nettoinntektene generert av eiendommer på eller i nærheten av Regent Street i London, Storbritannia. Investeringsseiendommer består av direkte eide eiendommer. Felleskontrollerte virksomheter eiendom består av andel av investeringseiendom og andre eiendeler (netto) i felleskontrollerte virksomheter.

Tabell 11.1 og 11.2 viser porteføljeresultat og eiendels- og gjeldsposter for aktivaklassen.

Tabell 11.1 Resultatregnskap – aktivaklassen eiendom

Beløp i millioner kroner	2012	2011
<b>Resultat fra porteføljen ekskl. gevinst/tap valuta, aktivaklassen eiendom</b>		
Renteinntekter fra innskudd i banker	0	1
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:		
- Finansielle eiendeler eiendom	514	86
- Investeringsseiendommer	67	-130
Resultat fra felleskontrollerte virksomheter eiendom	-250	-31
Andre renteinntekter og rentekostnader	25	-1
Skattekostnad	-5	0
Andre kostnader	-56	-4
<b>Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta, aktivaklassen eiendom</b>	<b>296</b>	<b>-79</b>

Tabell 11.2 Eiendeler og gjeld – aktivaklassen eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2012	31.12.2011
<b>EIENDELER</b>		
<b>Finansielle eiendeler</b>		
Innskudd i banker	253	138
Finansielle eiendeler eiendom	4 841	4 415
Felleskontrollerte virksomheter eiendom	7 431	2 546
Andre finansielle eiendeler	2 911	14
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>15 437</b>	<b>7 113</b>
<b>Ikke-finansielle eiendeler</b>		
Investeringsseiendommer	9 777	4 062
Andre ikke-finansielle eiendeler	5	6
<b>Sum ikke-finansielle eiendeler</b>	<b>9 782</b>	<b>4 068</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>25 219</b>	<b>11 181</b>
<b>Finansiell gjeld, eksklusive skyldig forvaltningsgodtgjøring</b>		
Annen finansiell gjeld	96	52
<b>Sum finansiell gjeld, eksklusive skyldig forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>96</b>	<b>52</b>
<b>Netto eiendeler før skyldig forvaltningsgodtgjøring, aktivaklassen eiendom</b>	<b>25 123</b>	<b>11 129</b>

Verdi av netto eiendeler for aktivaklassen var 25 123 millioner kroner per 31. desember 2012, en økning fra 11 129 millioner kroner ved utgangen av 2011. Dette inkluderer *Andre finansielle eiendeler* på 2 911 millioner kroner, hvorav 2 845 millioner kroner gjelder en fordring i forbindelse med en investering i en felleskontrollert virksomhet i Tyskland, som ble fullført 1. januar 2013, og hvor vederlaget var betalt ved utgangen av året.

Tabell 11.3 gir en spesifikasjon av hovedlinjene i resultatregnskapet for aktivaklassen, fordelt på netto leieinntekter, endringer i virkelig verdi og andre inntekter og kostnader.



Tabell 11.3 Spesifikasjon Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Finansielle eiendeler eiendom, Investerings eiendommer og Resultat fra felleskontrollerte virksomheter eiendom

Beløp i millioner kroner	2012			Sum
	Finansielle eiendeler eiendom	Investerings-eiendommer*	Felleskontrollerte virksomheter eiendom**	
Brutto leieinntekter	177	270	255	702
Direkte kostnader ved utleie	-	-27	-19	-46
<b>Netto leieinntekter</b>	<b>177</b>	<b>244</b>	<b>236</b>	<b>657</b>
Kostnadsførte transaksjonskostnader Finansielle eiendeler eiendom***	-7	.	.	-7
<b>Netto inntekt/kostnad</b>	<b>170</b>	<b>244</b>	<b>236</b>	<b>650</b>
Virkelig verdi endringer – eiendom**** / finansiell eiendel eiendom	344	-177	-90	77
Virkelig verdi endringer – finansiell gjeld	-	.	-327	-327
<b>Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Finansielle eiendeler eiendom og Investerings eiendommer</b>	<b>514</b>	<b>67</b>		
Andre inntekter/kostnader i felleskontrollerte virksomheter eiendom			-69	
<b>Resultat fra felleskontrollerte virksomheter eiendom</b>			<b>-250</b>	

Beløp i millioner kroner	2011			Sum
	Finansielle eiendeler eiendom	Investerings-eiendommer*	Felleskontrollerte virksomheter eiendom**	
Brutto leieinntekter	130	74	53	257
Direkte kostnader ved utleie	.	-14	-	-14
<b>Netto leieinntekter</b>	<b>130</b>	<b>60</b>	<b>53</b>	<b>243</b>
Kostnadsførte transaksjonskostnader Finansielle eiendeler eiendom***	-182	.	.	-182
<b>Netto inntekt/kostnad</b>	<b>-52</b>	<b>60</b>	<b>53</b>	<b>61</b>
Virkelig verdi endringer – eiendom**** / finansiell eiendel eiendom	138	-190	-71	-123
<b>Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Finansielle eiendeler eiendom og Investerings eiendommer</b>	<b>86</b>	<b>-130</b>		
Andre inntekter/kostnader i felleskontrollerte virksomheter eiendom			-13	
<b>Resultat fra felleskontrollerte virksomheter eiendom</b>			<b>-31</b>	

\* Inntekter, kostnader, gevinster og tap fra direkte eide investeringseiendommer.

\*\* Andel av inntekter, kostnader, gevinster og tap i felleskontrollerte virksomheter eiendom.

\*\*\* Disse transaksjonskostnadene er kostnadsført ved innregning og klassifisert som en kostnad, fordi eiendelen er klassifisert som virkelig verdi opsjon.

\*\*\*\* For investeringseiendommer og felleskontrollerte virksomheter eiendom er transaksjonskostnader presentert som virkelig verdi endringer.

Resultatførte endringer i virkelig verdi for nyinnkjøpte eiendommer tilsvarer transaksjonskostnader henført til den enkelte eiendom. Verdiene benyttet for eiendommer og den finansielle eiendelen ved utgangen av 2012 medførte inntektsføring av en verdiøkning på 77 millioner kroner for 2012. Dette inkluderer kostnadsførte transaksjonskostnader på 119 millioner kroner. I tillegg er det resultatført et tap i forbindelse med virkelig verdi måling av en gjeldspost i en felleskontrollert virksomhet.

For ytterligere informasjon om verdsettelse, se også note 2 Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger og note 14 Måling til virkelig verdi.

Tabell 11.4 gir en spesifikasjon av endringen i balanseførte verdier for hovedlinjene i balansen for aktivklassen; *Finansielle eiendeler eiendom, Investeringseiendommer og Felleskontrollerte virksomheter eiendom.*

**Tabell 11.4 Endring i balanseførte verdier hovedlinjer aktivklassen eiendom**

Beløp i millioner kroner	2012			Sum
	Finansielle eiendeler eiendom	Felleskontrollerte virksomheter eiendom	Investerings-eiendommer	
<b>Balanseført verdi hovedlinjer aktivklassen eiendom per 01.01.2012</b>	4 415	2 546	4 062	11 023
Tilgang og påkostning	199	5 404	6 102	11 705
Virkelig verdi endringer – eiendom/finansiell eiendel eiendom	344	-90	-177	77
Virkelig verdi endringer – finansiell gjeld	.	-327	.	-327
Driftsresultat fra investeringer bokført etter egenkapitalmetoden	.	167	.	167
Utbetalt utbytte og endringer i selskapskapital	.	-103	.	-103
Andre eiendeler (netto) i felleskontrollerte virksomheter	.	-18	.	-18
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	-117	-149	-210	-476
<b>Balanseført verdi hovedlinjer aktivklassen eiendom per 31.12.2012</b>	<b>4 841</b>	<b>7 431</b>	<b>9 777</b>	<b>22 049</b>

Beløp i millioner kroner	2011			Sum
	Finansielle eiendeler eiendom	Felleskontrollerte virksomheter eiendom	Investerings-eiendommer	
<b>Balanseført verdi hovedlinjer aktivklassen eiendom per 01.01.2011</b>	-	-	-	-
Tilgang og påkostning	4 088	2 620	4 301	11 009
Virkelig verdi endringer – eiendom/finansiell eiendel eiendom	138	-71	-190	-123
Driftsresultat fra investeringer bokført etter egenkapitalmetoden	.	40	.	40
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	189	-43	-49	97
<b>Balanseført verdi hovedlinjer aktivklassen eiendom per 31.12.2011</b>	<b>4 415</b>	<b>2 546</b>	<b>4 062</b>	<b>11 023</b>

Tabellen viser at det er foretatt 11 705 millioner kroner i nye investeringer (tilganger) og påkostninger i 2012, mot 11 009 året før. Av dette utgjorde 11 618 millioner kroner nye investeringer. Hele 11 499 av disse nye investeringene og påkostningene ble fullført og innregnet i balansen i 4. kvartal 2012. Dette besto av investeringer i Storbritannia, Sveits og Frankrike, og fordelte seg på både felleskontrollerte virksomheter og Investeringseiendommer. Utover dette utgjorde verdiøkning en vesentlig del av økning i balanseført verdi for Finansielle eiendeler eiendom, mens både for Investeringseiendommer og Felleskontrollerte virksomheter eiendom bidro verdifall knyttet til eiendommer og verdiøkning på gjeld til en reduksjon av balanseførte verdier.

Utover nye investeringer som er innregnet ved årsskiftet er det i løpet av 4. kvartal 2012 signert avtaler om kjøp av eiendom i Tyskland og om kjøp av en rekke logistikk eiendommer i Europa. Disse vil klassifiseres som felleskontrollerte virksomheter eiendom og transaksjonene vil fullføres i 1. kvartal 2013.

I 1.kvartal 2013 er det inngått avtale om eiendomskjøp i USA. Transaksjonen er forventet fullført i 1.kvartal 2013, og investeringen vil bli klassifisert som tilknyttede selskaper og regnskapsføres etter egenkapitalmetoden.

Tabell 11.5 viser totale eiendeler og gjeld i felleskontrollerte virksomheter per 31. desember 2012.

Tabell 11.5 Felleskontrollerte virksomheter, totale eiendeler og gjeld\*

Beløp i millioner kroner	31.12.2012	31.12.2011
Andre eiendeler	563	170
Investerings eiendommer	22 863	5 006
Kortsiktig gjeld	373	84
Langsiktig gjeld	11 809	-
Egenkapital	11 245	5 092

\* Hundre prosent balansestørrelser i felleskontrollerte virksomheter, utarbeidet etter IFRS.

For oversikt over datterselskaper og felleskontrollerte selskaper innenfor investeringsporteføljen, se note 16 Datterselskaper og felleskontrollerte selskaper.

Tabell 11.6 viser hvordan eiendomsinvesteringene er fordelt på land og sektor samt eiendom under utvikling. Tabellen gir også en oversikt over andel ikke utleid både med og uten eiendom under utvikling.

Tabell 11.6 Fordeling eiendomsinvesteringer

Land	31.12.2012						Eiendom under utvikling	Fordring*	Totalt
	Kontor-bygg	Detalj-handel	Bolig	Industri	Annet				
Frankrike	24,7 %	8,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	32,9 %	
Storbritannia	5,3 %	25,2 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,9 %	0,0 %	31,7 %	
Sveits	24,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	24,2 %	
Annet	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	11,2 %	11,2 %	
<b>Totalt</b>	<b>54,2 %</b>	<b>33,3 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>100,0 %</b>	

\* Fordringen i tabellen gjelder investeringen i Tyskland (Berlin og Frankfurt), som ble fullført 1. januar 2013.

Eiendom som ikke er utleid	5,1 %
Eiendom som ikke er utleid (ekskludert eiendom under utvikling)	2,0 %

Land	31.12.2011						Eiendom under utvikling	Totalt
	Kontor-bygg	Detalj-handel	Bolig	Industri	Annet			
Frankrike	37,8 %	21,2 %	0,2 %	0,0 %	0,6 %	0,1 %	60,0 %	
Storbritannia	24,5 %	14,2 %	0,2 %	0,0 %	0,4 %	0,8 %	40,0 %	
<b>Totalt</b>	<b>62,3 %</b>	<b>35,4 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>100,0 %</b>	

Eiendom som ikke er utleid	8,1 %
Eiendom som ikke er utleid (ekskludert eiendom under utvikling)	7,2 %

## NOTE 12 ANDRE FINANSIELLE EIENDELER / ANNEN FINANSIELL GJELD

Spesifikasjon av andre finansielle eiendeler og annen finansiell gjeld gis henholdsvis i tabell 12.1 og 12.2.

**Tabell 12.1 Andre finansielle eiendeler**

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2011</b>
Kildeskatt	355	744
Opptjent inntekt utlån verdipapir gjennom agenter	132	106
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning*	-	2 371
Andre fordringer, datterselskaper eiendom	2 911	23
Andre fordringer	1 013	0
<b>Sum andre finansielle eiendeler</b>	<b>4 411</b>	<b>3 244</b>

\* Mellomværende separate porteføljer til forvaltning er netto verdi av innskudd og utlån i pengemarkedet og gjenkjøps- og gjensalgsvtaler mot andre porteføljer som forvaltes av Norges Bank. Transaksjonene er gjort etter prinsippet om armlengdes avstand ved handler mellom nærstående parter.

**Tabell 12.2 Annen finansiell gjeld**

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2011</b>
Skyldig skatt på gevinst aksjer i utlandet	100	-
Annen gjeld i utlandet	131	199
Annen gjeld, datterselskaper eiendom	95	52
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning*	2 039	-
<b>Sum annen finansiell gjeld</b>	<b>2 365</b>	<b>251</b>

\* Mellomværende separate porteføljer til forvaltning er netto verdi av innskudd og utlån i pengemarkedet og gjenkjøps- og gjensalgsvtaler mot andre porteføljer som forvaltes av Norges Bank. Transaksjonene er gjort etter prinsippet om armlengdes avstand ved handler mellom nærstående parter.

## NOTE 13 VALUTAFORDELING

**Tabell 13.1 Valutafordeling Balanse per 31. desember 2012 og 31. desember 2011**

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<b>31.12.2012</b>							<b>Sum</b>
	<b>USD</b>	<b>CAD</b>	<b>EUR</b>	<b>GBP</b>	<b>CHF</b>	<b>JPY</b>	<b>Andre</b>	
Innskudd i banker	245	-103	529	80	3 213	78	1 822	5 864
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	41 530	3 092	13 367	262	-	2 032	1 157	61 440
Uoppgjorte handler	86	-	345	14	-	68	1 164	1 677
Aksjer og andeler	697 508	54 036	487 884	344 881	138 301	105 699	384 643	2 212 951
Utlånte aksjer	16 339	1 143	30 495	3 049	3 822	18 858	41 334	115 041
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	526 363	43 368	452 740	96 793	21 048	103 284	203 586	1 447 182
Utlånte obligasjoner	5 325	-	-	-	-	-	-	5 325
Finansielle derivater	1 167	82	214	442	-	-6 341	5 883	1 447
Finansielle eiendeler eiendom	-	-	-	4 841	-	-	-	4 841
Felleskontrollerte virksomheter eiendom	-	-	4 583	2 848	-	-	-	7 431
Andre finansielle eiendeler	1 176	-	3 107	31	29	-	68	4 411
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>1 289 740</b>	<b>101 618</b>	<b>993 262</b>	<b>453 243</b>	<b>166 413</b>	<b>223 677</b>	<b>639 656</b>	<b>3 867 610</b>
Investerings eiendommer	-	-	3 697	-	6 080	-	-	9 777
Andre ikke finansielle eiendeler	-	-	5	-	-	-	-	5
<b>Sum eiendeler</b>	<b>1 289 740</b>	<b>101 618</b>	<b>996 964</b>	<b>453 243</b>	<b>172 493</b>	<b>223 677</b>	<b>639 656</b>	<b>3 877 392</b>

<i>Beløp i millioner kroner</i>	31.12.2012							Sum
	USD	CAD	EUR	GBP	CHF	JPY	Andre	
Kortsiktig innlån	-31	1	1	219	-	2	10	202
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	4 228	2 107	8 101	-	-	-	4 578	19 013
Mottatt kontantsikkerhet	32 688	-	313	-	-	-	-	33 001
Uoppgjorte handler	239	-	2 426	17	-	74	1 686	4 442
Finansielle derivater	-5 261	-	589	1 548	17	-2 787	8 494	2 600
Annen finansiell gjeld	-36	20	1 332	990	-12	-	73	2 365
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	.	.	.	.	.	.	2 193	2 193
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>31 826</b>	<b>2 128</b>	<b>12 761</b>	<b>2 773</b>	<b>5</b>	<b>-2 712</b>	<b>17 033</b>	<b>63 815</b>

<i>Beløp i millioner kroner</i>	31.12.2011							Sum
	USD	CAD	EUR	GBP	CHF	JPY	Andre	
Innskudd i banker	1 866	85	270	94	755	78	4 128	7 276
Utlån knyttet til gjensalgavtaler	51 096	5 353	5 938	7 820	-	3 497	6 116	79 820
Uoppgjorte handler	539	-	24	3	-	880	826	2 272
Aksjer og andeler	592 945	49 222	432 975	279 278	117 154	83 784	251 440	1 806 798
Utlånte aksjer	38 030	834	1 175	20 292	2 532	25 949	48 318	137 130
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	463 286	27 845	560 223	151 410	4 249	67 444	49 798	1 324 255
Utlånte obligasjoner	3 256	-	-	-	-	-	-	3 256
Finansielle derivater	2 372	-39	694	242	-13	20	-1 049	2 227
Finansielle eiendeler eiendom	-	-	-	4 415	-	-	-	4 415
Felleskontrollerte virksomheter eiendom	-	-	2 546	-	-	-	-	2 546
Andre finansielle eiendeler	161	272	2 949	-334	68	87	41	3 244
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>1 153 551</b>	<b>83 572</b>	<b>1 006 794</b>	<b>463 220</b>	<b>124 745</b>	<b>181 739</b>	<b>359 618</b>	<b>3 373 239</b>
Investeringseiendommer	-	-	4 062	-	-	-	-	4 062
Andre ikke finansielle eiendeler	-	-	6	-	-	-	-	6
<b>Sum eiendeler</b>	<b>1 153 551</b>	<b>83 572</b>	<b>1 010 862</b>	<b>463 220</b>	<b>124 745</b>	<b>181 739</b>	<b>359 618</b>	<b>3 377 307</b>
Kortsiktig innlån	-14	0	0	25	0	0	0	11
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	10 888	-	105	-	-	2 452	5 835	19 280
Mottatt kontantsikkerhet	36 405	-	521	-	-	-	-	36 926
Uoppgjorte handler	223	4	17	10	7	876	2 173	3 310
Finansielle derivater	595	60	1 365	3 461	5	186	285	5 957
Annen finansiell gjeld	198	-	41	12	-	-	-	251
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	.	.	.	.	.	.	2 539	2 539
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>48 295</b>	<b>64</b>	<b>2 049</b>	<b>3 508</b>	<b>12</b>	<b>3 514</b>	<b>10 832</b>	<b>68 274</b>

## NOTE 14 MÅLING TIL VIRKELIG VERDI

### Kontrollmiljø

Kontrollmiljøet for måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter og investeringseiendom er organisert rundt en formalisert og dokumentert regnskaps- og verdsettelsespolicy og retningslinjer som er støttet opp av arbeids- og kontrollprosedyrer. Policy-dokumentet fastsetter prinsipper for verdsettelse, samt angir behandling i NBIMs verdsettelseskomité.

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 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 verdsettesspesialister. Verdsettelsesleverandørene er valgt på grunnlag av analyser foretatt av enhetene i Norges Bank som er ansvarlig for verdifastsettelsen. Verdsettelsesleverandørene følges opp løpende gjennom regelmessig dialog, kontroller og forespørsler knyttet til priser på enkelt-papirer. 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 Norges Banks verdsettelsesenheter og hos eksterne regnskapsførere. Kontrollene er basert på definerte terskler og sensitiviteter, som overvåkes og justeres i overensstemmelse med rådende markedsforhold. Ved månedsslutt for finansielle instrumenter og ved kvartalslutt for eiendomsinvesteringer, blir det utført mer omfattende kontroller for å sikre at verdsettelsen er i tråd med virkelig verdi. I denne forbindelse gis det spesiell oppmerksomhet til illikvide finansielle instrumenter samt eiendomsinvesteringer, dvs investeringer hvor det vurderes at det eksisterer verdsettelsesutfordringer. Illikvide instrumenter identifiseres ved hjelp av sektor og valuta, prisforskjeller mellom prisleverandører, grad av dekning av instrumentet av prisleverandører, kredittvurderingsindikatorer, spread mellom kjøps- og salgskurser og aktivitet i markedet.

Det utarbeides et verdsettelsesnotat og en rapport ved hver kvartalslutt som dokumenterer de utførte kontrollene og som beskriver de største kildene til usikkerhet i verdsettelsene.

Verdsettelseskomitéen, som består av ledergruppen i NBIM, møtes hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapsrapporteringen. Komitéen behandler dokumentasjonen og større prisingssspørsmål, og godkjenner verdifastsettelsen.

### Verdsettelsesmetoder

#### Aksjer og andeler, obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer og finansielle derivater

Norges Bank har definert hierarkier for priskilder som 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 andre anerkjente eksterne leverandørers priser. I Norges Bank utføres det som del av den utvidede kontrollen ved månedsslutt analyser hvor prisen gitt av hierarkiet sammenlignes med alternative priskilder. Det gjøres justeringer der alternative priser anses å være mer i tråd med virkelig verdi.

Aksjer verdsettes gjennom prishierarkiet nesten utelukkende basert på offisielle sluttkurser fra børs eller sist omsatte børskurser. Dette er således observerbare markedskurser. Over halvparten (72 prosent) av obligasjonsbeholdningene er også verdsatt ved bruk av observerbare markedskurser, og bare 0,34 prosent av obligasjonsporteføljen består nå av instrumenter klassifisert som nivå 3 beholdninger. 89 prosent av investeringene for Statens pensjonsfond utland består ved utgangen av 2012 av beholdninger som handles i aktive markeder og som dermed er forbundet med lav verdsettelsesrisiko (nivå 1).

Del av obligasjonsporteføljen og de fleste rentederivatene verdsettes av prisingsleverandørene ved hjelp av modeller fordi instrumentene ikke handles i aktive markeder. I modellene benyttes i så stor grad som mulig observerbare markedsdata. Modellene er normalt en kombinasjon av markedsstandardiserte og interne egenutviklede modeller, basert på standardiserte verdsettelsesprinsipper. Modelltype varierer med aktivklasse og undergruppe. For obligasjoner inkluderer dette kredittspreader basert på observerbare priser på liknende instrumenter, ikke-justerte og opsjonsjusterte diskonterte kontantstrømsmodeller for obligasjoner med opsjonselementer og modeller med diskonteringsmargin for obligasjoner med flytende rente. I det ikke-børsnoterte derivatmarkedet benyttes det hovedsakelig opsjonspringsmodeller samt implisitte rentekurver og kredittspreader.

Dataene, både observerbare og ikke observerbare, som benyttes innenfor de forskjellige verdsettelsesmodellene inkluderer følgende elementer:

- Obligasjonspriser – data basert på kursstillelse samt relevant markedsaktivitet
- Kredittspreader – hentet fra kredittderivatmarkedet samt fra handel i mer likvide obligasjoner.
- Rentekurver – ofte fundamentet i verdsettelsesmodellen, hentet inn fra ulike rentemarkeder.

- Valutakurser – hentet fra forskjellige børser og handelsplasser for bruk i verdsettelse av spot, forward og futures kontrakter.
- Aksjepriser – hentet fra børser eller standard datakilder
- Prepayment rater – forskuddsvis tilbakebetaling av hovedstol. Estimerer som er basert på både historiske og forventede nivåer kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av enkelte obligasjonstyper, og er hentet fra diverse markedskilder
- Mislighold og gjenvinningsestimater – antagelser rundt forventet mislighold og tap ved mislighold er viktige datapunkter ved verdsettelse av strukturerte instrumenter. Datakilde er som for prepayment rater.
- Strukturerings- og kontantstrømdetaljer per transje – analyse av strukturerte obligasjoner produserer estimerte kontantstrømmer som er en vesentlig faktor for slike instrumenter. Datakilde er som for prepayment rater
- Volatilitet – graden av hvor mye prisen på et verdipapir svinger er en nøkkelparameter i verdsettelse av opsjoner. Datakilde er som for prepayment rater
- Samvariasjon – graden av hvor mye endringer i en variabel har samhengighet med endringer i en annen. Datakilde er som for prepayment rater
- Motpartsrisiko – prisene er basert på antagelsen om risikofrie motparter. Dette er en rimelig forutsetning på grunn av at det eksisterer nettingavtaler og at det benyttes sikkerhetsstillelser

### Eiendomsinvesteringer

Investeringer innenfor aktivklassen eiendom består av finansielle eiendeler eiendom, investeringseiendom og felleskontrollerte virksomheter, se Note 11 Eiendom for ytterligere informasjon. For alle disse investeringene måles hele eller vesentlige deler av eiendeler og gjeld til virkelig verdi. Både finansielle eiendeler eiendom og investeringseiendom måles til virkelig verdi både der investeringsporteføljen har en direkte eierinteresse i eiendommen, og der eiendommen eies gjennom en felleskontrollert virksomhet. På rapporteringstidspunktene regnskapsføres verdiendringer for å reflektere virkelig verdi for investeringene, basert på verdier utarbeidet av eksterne uavhengige verdsettere ved bruk av diskontert kontantstrøm modeller eller inntektsmodeller, bortsett fra der det vurderes at prisen fra en nylig transaksjon er et bedre estimat på virkelig verdi. For verdsettelse av eventuelle gjeldsposter eller finansielle derivater innen aktivklassen eiendom vises det til avsnittet ovenfor.

Verdsettelsene innenfor segmentet eiendom er i sin natur karakterisert ved vesentlige fremtidsrettede skjønnsmessige vurderinger. Dette inkluderer nøkkelforutsetninger og estimater for den enkelte eiendomstype, beliggenhet, forventede fremtidige kontantstrømmer (som leiekontrakter, fremtidige inntektsstrømmer og eiendommens stand), samt diskonteringsrenter. Slike estimater reflekterer generelt nylige sammenlignbare markedstransaksjoner for eiendommer med tilsvarende beliggenhet, karakteristika og kvalitet. I tillegg, og hvor relevant, tas det hensyn til utviklingsrisiko (som fremtidige byggekostnader og utleierisiko) i forbindelse med verdsettelse av eiendommer under utvikling. Det benyttes standard forutsetninger i tråd med internasjonale standarder for verdsettelse. Verdsettelsene reflekterer således beste estimat av virkelig verdi innenfor det lokale markedet på verdsettelsestidspunktet, og er sensitive til endringer i vesentlige forutsetninger. Tilfeller av at valgte forutsetninger ikke slår til vil kunne ha vesentlig effekt på verdien av eiendomsporteføljen.

En diskontert kontantstrøm modell innebærer å henføre en serie kontantstrømmer til enten en eiendom i drift eller en eiendom under utvikling. En hensiktsmessig markedsbasert risikojustert diskonteringsrente benyttes deretter for å estimere nåverdien av inntektsstrømmen som knytter seg til eiendommen. Den beregnede periodiske kontantstrømmen estimeres typisk i form av brutto leieinntekt, fratrukket bortfall av leie på grunn av ledig areal, tap knyttet til ikke innbetalt leie, direkte og indirekte kostnader knyttet til drift av eiendommen og andre forpliktelser, og resulterer i netto driftsinntekter. En serie med netto driftsinntekter per periode, sammen med et estimat av sluttverdi, diskonteres til nåverdi. Sluttverdien er det kapitaliserte estimatet av netto kontantstrøm ved avhending, som forventes ved slutten av kontantstrømperioden. Summen av disse netto nåverdiene er lik eiendommens eller den finansielle eiendelens markedsverdi.

Inntektsmetoden omdanner forventede fremtidige kontantstrømmer i form av leieinntekt til nåverdi. Denne metoden krever nøye estimering av fremtidige fordeler og bruk av et markedsbasert avkastningskrav. For eiendommer som verdsettes ved bruk av denne metoden kapitaliseres leieinntekter ved bruk av et avkastningskrav ved kjøp, og metoden kan innebære markedsmessige justeringer av leieinntekter for bortfall av leie på grunn av ledig areal, leieinsentiver og oppgradering.

### **Verdsettelsesusikkerhet**

Alle aksjer, obligasjoner, finansielle derivater og eiendomsinvesteringer har blitt inndelt i kategorier for vurdert verdsettelsesusikkerhet. Nivå 1 består av investeringer som er verdsatt basert på observerbare priser i aktive markeder og anses å ha svært begrenset verdsettelsesrisiko. Investeringer allokert til nivå 2 verdsettes ved bruk av modeller og observerbare markedsdata. Disse beholdningene innehar noe verdsettelsesusikkerhet. Beholdninger i nivå 3 er verdsatt ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke observerbare data. Dette innebærer en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi. Også disse investeringene er verdsatt av eksterne profesjonelle verdsettere som er ansett for å fastsette beste tilgjengelige anslag på virkelig verdi og hvor den totale verddivurderingen fra ulike prisleverandrer avviker forholdsvis lite.

Tabell 14.1 inndeler investeringene i kategorier for vurdert verdsettelsesusikkerhet per 31. desember 2012:

**Tabell 14.1 Spesifisering investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet**

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011
<b>Aksjer og andeler</b>	<b>2 325 185</b>	<b>1 942 777</b>	<b>1 184</b>	<b>995</b>	<b>1 623</b>	<b>156</b>	<b>2 327 992</b>	<b>1 943 928</b>
Statsobligasjoner	759 914	600 790	93 962	11 775	-	-	853 876	612 565
Statsrelaterte obligasjoner	122 187	98 370	43 652	78 148	579	646	166 418	177 164
Realrenteobligasjoner	40 050	98 431	1 705	7 285	-	-	41 755	105 716
Selskapsobligasjoner	5 239	3 513	190 764	184 543	437	285	196 440	188 341
Verdipapiriserte obligasjoner	113 739	75 277	76 293	157 087	3 986	11 361	194 018	243 725
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>1 041 129</b>	<b>876 381</b>	<b>406 376</b>	<b>438 838</b>	<b>5 002</b>	<b>12 292</b>	<b>1 452 507</b>	<b>1 327 511</b>
Finansielle derivater (eiendeler)	221	5	1 226	2 222	-	-	1 447	2 227
Finansielle derivater (gjeld)	-91	-224	-2 509	-5 733	-	-	-2 600	-5 957
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>130</b>	<b>-219</b>	<b>-1 283</b>	<b>-3 511</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-1 153</b>	<b>-3 730</b>
Finansielle eiendeler eiendom	.	.	.	.	4 841	4 415	4 841	4 415
Felleskontrollerte virksomheter eiendom	.	.	.	.	7 431	2 546	7 431	2 546
Investeringseiendommer	.	.	.	.	9 777	4 062	9 777	4 062
<b>Sum eiendom</b>	<b>.</b>	<b>.</b>	<b>.</b>	<b>.</b>	<b>22 049</b>	<b>11 023</b>	<b>22 049</b>	<b>11 023</b>
<b>Totalt</b>	<b>3 366 444</b>	<b>2 818 939</b>	<b>406 277</b>	<b>436 322</b>	<b>28 674</b>	<b>23 471</b>	<b>3 801 395</b>	<b>3 278 732</b>

Tabellen over omfatter balansenlinjene Aksjer og andeler, Utlånte aksjer, Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer, Utlånte obligasjoner, Shortsalg obligasjoner, Finansielle derivater (eiendel og gjeld), Finansielle eiendeler eiendom, Felleskontrollerte virksomheter eiendom og Investeringseiendommer. Øvrige balanseposter er således ikke omfattet.

Nesten alle aksjer er klassifisert som nivå 1. Aksjer klassifisert som nivå 2 består hovedsakelig av forholdsvis illikvide aksjeposter hvor prisfastsettelsen er basert på liknende mer likvide aksjeposter utstedt av samme selskap. Aksjer klassifisert i nivå 3 består av et fåtall beholdninger hvor prisfastsettelsen er spesielt usikker grunnet manglende aktivitet i markedet, poster med suspensjon av omsetning, samt unoterte aksjer hvor styret har uttrykt intensjon om å søke børsnotering. Økningen i nivå 3 for aksjer i løpet av 2012 skyldtes en unotert investering dette året, motvirket av noe salg, valutaeffekter og tilbakebetaling av kapital.

Prisingen av obligasjoner er mer usikker og kompleks enn prising av aksjer. Norges Bank gjør analyser for å avdekke i hvilken grad det har vært transaksjoner og pristransparens med tilhørende likviditet i markedet for forskjellige typer obligasjoner og for en rekke enkeltpapirer på rapporteringstidspunktene. De fleste statsobligasjoner og realrenteobligasjoner er allokert til nivå 1, og er således i hovedsak verdsatt med observerbare markedskurser. Noen statsobligasjoner utstedt i fremvoksende markeder og obligasjoner utstedt av europeiske stater med mest uavklart gjeldssituasjon er kategorisert til nivå 2. Det er gjennomført utvidede analyser av prissettingen og likviditeten for dette segmentet. Statsrelaterte obligasjoner er fordelt på nivå 1, 2 og noen få i nivå 3 basert på variasjon i grad av handel og pristransparens i markedene. De fleste selskapsobligasjoner tilhører nivå 2, med noen unntak både i nivå 1 og 3. Obligasjoner med fortrinnsrett er i hovedsak kategorisert i nivå 1 ved dette årsskiftet basert på stor grad av likviditet og pristransparens. Andre verdipapiriserte obligasjoner er fordelt på nivå 2 og 3 basert på varierende og til dels begrenset pristransparens. En vesentlig andel av verdipapiriserte obligasjoner er således fremdeles allokert til nivå 3 ut fra begrenset aktivitet i markedet for instrumentene, og bruk av ikke observerbare data i verdsettelsene, samt komplekse modeller.

Alle eiendomsinvesteringer er allokert til nivå 3, basert på at forutsetninger, estimater og skjønnsmessige vurderinger har en vesentlig rolle i modellene for verdsettelse av eiendommer. Det er innhentet eksterne verdsettelsener for alle eiendommene og den finansielle eiendelen per 31. desember 2012. Alle eiendomsinvesteringer er målt til verdien estimert av eksterne verdsettere, med unntak av nyinnkjøpte eiendommer hvor kostpris eksklusive transaksjonskostnader er ansett som det beste anslaget på virkelig verdi. Mottatt verdsettelse av nye investeringer ved årsskiftet avviker noe fra kjøpspris, men det er ikke observert forhold som tilsier at verdiene av eiendommene har endret seg vesentlig siden transaksjonstidspunktet. Det er derfor ledelsens vurdering at vederlaget i de nylig gjennomførte transaksjonene er beste estimat på virkelig verdi per 31. desember 2012.



### Endring i nivå 3 beholdninger

Tabell 14.2 viser en avstemming av endringer i balansestørrelser for alle nivå 3 beholdninger i 2012 og 2011.

Tabell 14.2 Spesifisering endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2012	Netto gevinst/ tap	Kjøp	Salg	Forfalte og inn- betalte	Overført fra nivå 1 eller 2	Overført til nivå 1 eller 2	Gevinst/ tap valuta	31.12.2012
Aksjer og obligasjoner	12 448	1 530	3 498	-7 200	-1 996	378	-940	-1 093	6 625
Sum eiendom	11 023	-205	11 705	-	.	.	.	-475	22 049
Finansielle eiendeler eiendom*	4 415	344	199	-	.	.	.	-117	4 841
Felleskontrollerte virksomheter eiendom**	2 546	-371	5 404	-	.	.	.	-149	7 431
Investerings eiendommer*	4 062	-177	6 102	-	.	.	.	-210	9 777
<b>Totalt</b>	<b>23 471</b>	<b>1 325</b>	<b>15 203</b>	<b>-7 200</b>	<b>-1 996</b>	<b>378</b>	<b>-940</b>	<b>-1 568</b>	<b>28 674</b>

Beløp i millioner kroner	01.01.2011	Netto gevinst/ tap	Kjøp	Salg	Forfalte og inn- betalte	Overført fra nivå 1 eller 2	Overført til nivå 1 eller 2	Gevinst/ tap valuta	31.12.2011
Aksjer og obligasjoner	25 350	-746	733	-11 283	-2 857	2 283	-805	-227	12 448
Sum eiendom	-	-83	11 009	-	.	.	.	97	11 023
Finansielle eiendeler eiendom*	-	138	4 088	-	.	.	.	189	4 415
Felleskontrollerte virksomheter eiendom**	-	-31	2 620	-	.	.	.	-43	2 546
Investerings eiendommer*	-	-190	4 301	-	.	.	.	-49	4 062
<b>Totalt</b>	<b>25 350</b>	<b>-829</b>	<b>11 742</b>	<b>-11 283</b>	<b>-2 857</b>	<b>2 283</b>	<b>-805</b>	<b>-130</b>	<b>23 471</b>

\* Netto gevinst/tap fra finansielle eiendeler eiendom og investeringseiendommer er endringer i virkelig verdi bokført i rapporteringsperioden. For Finansielle eiendeler eiendom inkluderer Kjøp ikke transaksjonskostnader fordi denne investeringen er klassifisert som virkelig verdi opsjon, og Netto gevinst / tap i tabellen inkluderer ikke kostnadsførte transaksjonskostnader.

\*\* Netto gevinst/tap fra Felleskontrollerte virksomheter, eiendom inkluderer Resultat fra felleskontrollerte virksomheter, eiendom. Endringer i virkelig verdi fra investeringseiendommer eid av felleskontrollerte virksomheter er derfor inkludert i sum netto gevinst/tap.

Beholdninger allokert til nivå 3 i verdsettelseshierarkiet økte med 5 203 millioner kroner til 28 674 millioner kroner i løpet av 2012. Nedgangen i aksjer og obligasjoner innen nivå 3 på 5 823 millioner kroner stammer fra reduksjon av nivå 3 obligasjonsbeholdninger. Dette ble mer enn oppveid av tilgangen av eiendomsinvesteringer på 11 026 millioner kroner. Salg er hovedgrunnen til reduksjonen for obligasjoner, og amerikanske verdipapiriserte obligasjoner ikke garantert av føderale utlånsinstitusjoner sto for storparten av disse salgene.

## Sensitivitet for nivå 3 beholdninger

Tabell 14.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Sensiviteter 31.12.2012			Sensiviteter 31.12.2011		
	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2012	Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2011	Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
<b>Aksjer og andeler</b>	<b>1 623</b>	<b>-486</b>	<b>178</b>	<b>156</b>	<b>-42</b>	<b>30</b>
Statsrelaterte obligasjoner	579	-61	36	646	-65	39
Selskapsobligasjoner	437	-57	39	285	-27	25
Verdipapiriserte obligasjoner	3 986	-619	391	11 361	-1 390	1 270
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>5 002</b>	<b>-737</b>	<b>466</b>	<b>12 292</b>	<b>-1 482</b>	<b>1 334</b>
Finansielle eiendeler eiendom	4 841	-257	261	4 415	-278	288
Felleskontrollerte virksomheter	7 431	-459	582	2 546	-132	143
Investerings eiendommer	9 777	-363	888	4 062	-210	228
<b>Sum eiendom</b>	<b>22 049</b>	<b>-1 079</b>	<b>1 731</b>	<b>11 023</b>	<b>-620</b>	<b>659</b>
<b>Totalt</b>	<b>28 674</b>	<b>-2 302</b>	<b>2 375</b>	<b>23 471</b>	<b>-2 144</b>	<b>2 023</b>

Norges Banks analyser tyder på at nivå 3 verdsettelsesrisikoen i porteføljen totalt er økt i løpet av 2012. Samlet eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til verdsettelse (nivå 3) økte med 5 203 millioner kroner i 2012, til en eksponering ved slutten av året på 28 674 millioner kroner. Dette skyldes i hovedsak økning av eiendomsporteføljen i 2012. På den annen side ble sammensetningen av nivå 3 beholdningene endret gjennom året mot større grad av beholdninger med lavere prisrisiko. Mens verdipapiriserte obligasjoner anses å ha en verdsettelsesusikkerhet på rundt 15 prosent, er den tilsvarende usikkerheten for eiendomsinvesteringene ansett å være på rundt 5 prosent. Totalt sett er allikevel nedside verdsettelsesrisiko økt med 158 millioner kroner til 2 302 millioner kroner ved årsslutt 2012, på grunn av vesentlige nye eiendomsinvesteringer. Den samlede beregnede sensitiviteten mot fordelaktige endringer var noe høyere med 2 375 millioner kroner. Den totale verdsettelsesrisikoen for nivå 3 beholdninger er forventet å være lavere enn dette fordi verdsettelsen av alle beholdninger ikke vil bevege seg i samme retning basert på en underliggende endring i en parameter. Eksempelvis vil tidlig tilbakebetaling av underliggende utlån ha en positiv effekt på verdsettelsen av noen obligasjoner, mens det vil ha en negativ effekt på verdien av andre obligasjoner, slik at det vil forekomme motgående effekter i den totale verdsettelsen av porteføljen.

Verdsettelsesrisikoen for aksjer har økt i løpet av 2012, og tabellen over viser 486 millioner kroner lavere verdi ved ufordelaktige endringer, og 178 millioner kroner høyere verdi ved fordelaktige endringer. De viktigste underliggende parametrene som er årsak til denne sensitiviteten er kontantstrømestimer og diskonteringsrente.

Metoden som er benyttet for å beregne sensitiviteten av obligasjonsverdier baserer seg på tilgjengeligheten av uavhengige pris-kilder, og tar utgangspunkt i den høyeste og laveste tilgjengelige prisen for en spesifikk obligasjon. Der en høyere eller lavere pris ikke var tilgjengelig ble en standard sensitivitetsparameter benyttet. Nivået på verdsettelsesutslaget er basert på obligasjonstypen, og tilgjengelighet, pålitelighet og variasjon av priser.

Verdipapiriserte obligasjoner viser en sensitivitet til endringer i ikke observerbare datapunkter som utgjør 27% av den totale beregnede verdsettelsesusikkerheten, med 619 millioner kroner lavere verdi ved ufordelaktige endringer, og en økning på 391 millioner kroner ved fordelaktige endringer. De vesentlige parametrene som er endret for verdipapiriserte obligasjoner er forskjellige data som knytter seg til hvordan sikkerheten utvikler seg, inkludert tap, mislighold og forutsetninger om tidlig tilbakebetaling, i tillegg til estimert yield spread som er benyttet i tilknytning til kontantstrømmene for den aktuelle obligasjonen.

Eiendomsverdier er spesielt sensitive til endringer i avkastning (diskonteringsrente) og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under et ufordelaktig scenario er det beregnet at å endre diskonteringsrenten med + 0,2 prosentpoeng, og fremtidige leieinntekter med -2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 4,9 prosent eller 1 079 millioner kroner. Under et fordelaktig scenario vil en tilsvarende endring i diskonteringsrenten på -0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige inntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 7,9 prosent eller 1 731 millioner kroner. Årsaken til større beregnet oppside enn nedside er at alternative verdsettelser for nye investeringer ved årsskiftet indikerer en sannsynlig verdiøkning.

## NOTE 15 RISIKO

### Forvaltningsmandat for Statens pensjonsfond utland

Se note 1 for beskrivelse av rammeverket for forvaltning av Statens pensjonsfond utland. Innenfor bestemmelsene i forvaltningsmandatet gitt av Finansdepartementet skal Norges Bank i eget navn forvalte kroneinnskuddet ved å investere midlene i en portefølje av aksjer, obligasjoner og eiendom, definert som investeringsporteføljen.

Banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i valutakurven til faktisk referanseindeks. Departementets strategiske referanseindeks er fordelt på aktivklasser. Referanseindeksen for obligasjoner angir en fast fordeling mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner og en referanseindeks for hver av disse. Obligasjoner i referanseindeksen for statsobligasjoner vektes i henhold til respektive lands bruttonasjonalprodukt, mens obligasjoner i referanseindeksen for selskapsobligasjoner vektes i henhold til markedsverdi. Valutafordelingen følger av disse vektingsprinsippene. Referansindeksen for aksjer er satt sammen etter markeds kapitalisering for aksjene i de land som inngår i indeksen, der utvalgte selskaper er ekskludert fra investeringsuniverset. Investeringsporteføljen kan ikke investere i verdipapirer utstedt av norske foretak eller som er utstedt i norske kroner. Slike verdipapirer er heller ikke med i referanseindeksen. Posisjoner i finansielle derivater inngår i den relevante aktivaklassen, men vises separat i resultatregnskapet og balansen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland.

### Norges Banks styringsstruktur

Hovedstyret i Norges Bank har delegert ansvaret for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland til leder for bankens område for kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Management (NBIM).

Leder i NBIM er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse og et investeringsmandat. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for risikostyring i NBIM, prinsipper for eierskapsutøvelse, prinsipper for organisasjon og ledelse av NBIM, og prinsipper for godtgjøring til ansatte i NBIM. NBIM må etterleve internasjonalt anerkjente standarder innen verdivurdering, avkastningsmåling og 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.

### Styringsstruktur i NBIM

I NBIM 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 i NBIM og delegeringen av myndighet skal sikre ansvarsdeling mellom investering, verdipapirhandel, drift, risikostyring og etterlevelse (compliance).

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

Krav til intern risikorapportering er gitt av NBIM's leder 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.

### NBIMs rammeverk for investeringsrisiko

I forvaltningsmandatet for Statens pensjonsfond utland som er gitt til Norges Bank, er det gitt flere rammer og begrensninger for den kombinerte aksje- og obligasjonsaktivaklassen, samt innen hver aktivaklasse. Eiendomsinvesteringer er omhandlet i investeringsmandatet med egne rammer for forvaltningen. Rammene understøtter hvordan Norges Bank skal etablere en aktivaklasse med en diversifisert eksponering mot globale eiendomsmarkeder.

Deling av roller og ansvar er et grunnprinsipp i utforming av prosesser i NBIM. Prosesser som styring av investeringsmandater, porteføljehierarki og motparter er delegert til Chief Risk Officer (CRO). Ved endringer av investeringsmandater, porteføljehierarkiet eller nye motparter kreves godkjenning av CRO, eller den CRO har bemyndiget.

Hovedstyrets prinsipper for risikostyring er videre detaljert i NBIM gjennom reglement og retningslinjer. Ansvaret for en effektiv organisasjon og prosess knyttet til risikostyring er delegert til CRO for å sikre en robust risikostyring i NBIM.

Risikostyring i NBIM er definert som styring av markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko og risiko relatert til miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer. De tre førstnevnte er i NBIM definert som investeringsrisiko. I NBIM har investeringsområdet ansvar for å styre risiko i porteføljen og i det enkelte mandat, mens risikostyringsområdet på uavhengig basis måler, styrer og rapporterer investeringsrisiko på tvers av portefølje, på aktivklassenivå og andre nivåer som reflekterer investeringsprosessen.

#### Investeringsrisiko – markedsrisiko

NBIM definerer markedsrisiko som risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene. Markedsrisiko for aksje- og obligasjonsporteføljen i NBIM måles etter dimensjonene absolutt eksponering og relativ eksponering mot referanseindeks, volatilitet og samvariasjonsrisiko, systematisk faktorrisiko og likviditetsrisiko. Markedsrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

#### Investeringsrisiko – kredittrisiko

NBIM definerer kredittrisiko som risiko for tap som følge av at en utsteder ikke kan oppfylle sine betalingsforpliktelser. NBIM måler både kredittrisiko 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

NBIM definerer motpartsrisiko som risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Motpartsrisiko kan deles inn i kredittrisiko knyttet til konkurs hos motparter, oppgjøringsrisiko og depotrisiko. Motpartsrisiko kontrolleres og motvirkes i så stor grad som mulig, gitt investeringsstrategien.

#### Risikostyringsprosessen

NBIM benytter flere målemetoder, prosesser og systemer for å kontrollere investeringsrisiko. Robuste anerkjente risikostyrings-systemer og -prosesser komplementeres av internt utviklede målemetoder og prosesser.

### **Markedsrisiko**

Norges Bank måler markedsrisiko både for den faktiske porteføljen og den relative markedsrisikoen for plasseringer for Statens pensjonsfond utland.

Kontinuerlig overvåkning og 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 Statens pensjonsfond utland.

#### Aktivaklasse per land og valuta

Porteføljen er investert på tvers av flere aktivaklasser, land og valutaer som vist i tabell 15.1.

**Tabell 15.1 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta**

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta		Markedsverdi i prosent pr aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		31.12.2012	Marked	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011
Aksjer	Utviklet	90,1	Utviklet	91,5				
	USA	28,5	USA	30,3				
	Storbritannia	16,0	Storbritannia	16,4				
	Frankrike	6,9	Frankrike	7,0				
	Sveits	6,5	Sveits	6,2				
	Tyskland	6,3	Tyskland	5,8				
	Sum andre	25,9	Sum andre	25,8				
	<b>Fremvoksende</b>	<b>9,9</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>8,5</b>				
	Kina	1,7	Brasil	1,7				
	Brasil	1,5	Kina	1,4				
	Taiwan	1,3	Russland	1,3				
	Russland	1,1	Taiwan	1,0				
	Sør Afrika	0,7	India	0,5				
	Sum andre	3,6	Sum andre	2,6				
	<b>Aksjer totalt</b>					<b>61,2</b>	<b>58,7</b>	<b>2 335 830</b>

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta		Markedsverdi i prosent pr aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		31.12.2012	Marked	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011
Obligasjoner	Utviklet	89,8	Utviklet	98,5				
	USD	37,6	EUR	39,9				
	EUR	30,7	USD	35,0				
	JPY	7,2	GBP	12,1				
	GBP	6,2	JPY	5,0				
	CAD	3,0	CAD	2,1				
	Sum andre	5,2	Sum andre	4,5				
	<b>Fremvoksende</b>	<b>10,2</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>1,5</b>				
	MXN	1,5	MXN	0,5				
	KRW	1,4	CNY	0,2				
	RUB	1,1	KRW	0,2				
	BRL	1,0	INR	0,2				
	PLN	0,7	BRL	0,1				
	Sum andre	4,4	Sum andre	0,2				
<b>Obligasjoner totalt</b>					<b>38,1</b>	<b>41,0</b>	<b>1 454 816</b>	<b>1 355 722</b>
Eiendom	Frankrike	32,9	Frankrike	60,0				
	Storbritannia	31,7	Storbritannia	40,0				
	Sveits	24,2						
	Annet*	11,2						
<b>Eiendom totalt</b>					<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>25 123</b>	<b>11 129</b>

\* Annet gjelder investering i Tyskland (Berlin og Frankfurt), som ble fullført 1. januar 2013.

#### Konsentrasjonsrisiko

Investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland har vesentlige investeringer i obligasjoner utstedt av stater. Porteføljen er også investert i private selskaper som utsteder både aksjer og obligasjoner.

Tabell 15.2 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater, disse inkluderer nominelle statsobligasjoner utstedt i egen valuta, fremmed valuta og realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 15.2 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2012	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2011
USA	323 983	USA	249 072
Japan	103 001	Storbritannia	109 813
Tyskland	63 926	Frankrike	79 790
Storbritannia	59 784	Japan	67 036
Frankrike	44 016	Tyskland	51 294
Italia	26 535	Italia	32 914
Nederland	24 624	Nederland	20 218
Mexico	22 569	Spania	17 975
Canada	22 141	Østerrike	15 561
Sør Korea	20 732	Belgia	14 813

Tabell 15.3 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger. Obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner er inkludert i obligasjonskolonnen.

**Tabell 15.3 Største beholdninger utenom stat, både obligasjoner og aksjer**

<i>Beløp i millioner kroner, 31.12.2012</i>	<b>Sektor</b>	<b>Obligasjoner</b>	<b>Aksjer</b>	<b>Totalt</b>
Nestle SA	Konsumvarer	0	30 061	30 061
Royal Dutch Shell PLC	Olje og gass	0	28 829	28 829
HSBC Holdings PLC	Finans	1 057	27 272	28 329
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Statsrelatert	25 884	0	25 884
Novartis AG	Helse	0	21 218	21 218
UBS AG	Finans	7 398	13 456	20 854
Apple Inc	Teknologi	0	20 698	20 698
Roche Holding AG	Helse	0	18 192	18 192
European Investment Bank	Statsrelatert	17 932	0	17 932
BlackRock Inc	Finans	0	17 766	17 766

<i>Beløp i millioner kroner, 31.12.2011</i>	<b>Sektor</b>	<b>Obligasjoner</b>	<b>Aksjer</b>	<b>Totalt</b>
Royal Dutch Shell PLC	Olje og gass	0	30 983	30 983
Nestle SA	Konsumvarer	0	25 346	25 346
European Investment Bank	Statsrelatert	24 099	0	24 099
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Statsrelatert	22 703	0	22 703
HSBC Holdings PLC	Finans	948	19 583	20 530
Vodafone Group PLC	Telekommunikasjon	1 338	18 858	20 196
Novartis AG	Helse	0	19 281	19 281
Nationwide Building Society	Finans	17 618	0	17 618
BP PLC	Olje og gass	0	17 277	17 277
Exxon Mobil Corp	Olje og gass	0	16 901	16 901

#### Volatilitet og samvariasjonsrisiko

Norges Bank benytter modeller for å kvantifisere risiko for svingninger i verdi knyttet til hele eller deler av porteføljen. Dette 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 basert på markedsforhold over de siste tre årene. Forventet volatilitet kan uttrykkes i form av porteføljens absolutte eller relative risiko. Modellen vektet ukentlige avkastningsdata likt over de siste tre år, benytter en parametrisk beregningsmetode, og er tilpasset den lang-siktige investeringshorisonten for Statens pensjonsfond utlands investeringer. Samme modeller benyttes både for porteføljerisiko og relativ volatilitet. I tillegg til bruk av nevnte modell bruker Norges Bank andre risikomodeller som i større grad hensyntar den siste tids markedsdynamikk. Eiendomsinvesteringer er ikke inkludert i volatilitetsberegningene. Dette er konsistent med investeringsmandatene gitt av Finansdepartementet og hovedstyret i Norges Bank i tillegg til interne retningslinjer for investering og risikostyring.

Tabell 15.4 og 15.5 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

**Tabell 15.4 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent**

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2012	Min 2012	Maks 2012	Snitt 2012	31.12.2011	Min 2011	Maks 2011	Snitt 2011
Portefølje	8,6	7,9	9,9	8,6	9,6	9,5	13,4	12,1
Aksjer	14,3	13,9	16,6	14,6	16,4	16,4	21,2	19,9
Obligasjoner	8,6	8,6	10,4	8,9	10,5	10,5	12,7	12,0

**Tabell 15.5 Relativ risiko, forventet relativ volatilitet, basispunkter**

	Forventet relativ volatilitet, basispunkter							
	31.12.2012	Min 2012	Maks 2012	Snitt 2012	31.12.2011	Min 2011	Maks 2011	Snitt 2011
Portefølje	48	31	57	43	40	33	65	46
Aksjer	37	32	61	41	53	40	111	64
Obligasjoner	64	40	77	58	45	38	76	51

Risiko målt ved risikomodellen viste en nedgang for porteføljen som helhet og innenfor begge aktivaklassene i 2012. For porteføljen totalt var målt risiko ved utgangen av året 8,6 prosent. Dette betyr at man for porteføljen kan forvente å se årlige verdisvingninger på omlag 330 milliarder kroner. Tilsvarende var målt risiko ved utgangen av 2011 9,6 prosent, noe som innebar at man ved inngangen til 2012 kunne forvente årlige svingninger på om lag 320 milliarder kroner. Faktisk porteføljerisikoutslag for 2012 på 228 milliarder kroner, var innenfor dette, med svingninger gjennom året. Nedgangen i forventet risiko er i hovedsak drevet av at modellen bruker tre års historikk slik at historikk fra den volatile perioden i starten av 2009 ikke lenger var med i grunnlaget ved utgangen av året. Til tross for at 2012 også har vært preget av uro i markedene er den sammenlignet med starten 2009 betydelig dempet.

Mandatet for Statens pensjonsfond utland angir at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 100 basispunkter. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Forventet relativ volatilitet har vært innenfor rammen i 2012 og var ved utgangen av året på 0,5 prosentpoeng noe som er en oppgang fra slutten av 2011.

Svingningene i de globale aksje- og rentemarkedene var i 2012 noe dempet i forhold til 2011, selv om det var stor uro knyttet til europeisk statsgjeld og eurosamarbeidet, samt usikkerhet rundt global vekst. Uroen knyttet til eurosamarbeidet var sterkest i andre kvartal, men ble dempet utover høsten av at ESB's sentralbanksjef Mario Draghi lovet å beskytte eurosamarbeidet med alle tilgjengelige midler, noe som ble fulgt opp med konkrete planer for støttekjøp av statsobligasjoner for utsatte land.

#### 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.

De modellbaserte risikoestimatene bruker historiske sammenhenger i markedene og vil ha gode prognoseevner i markeder uten nevneverdige endringer i volatilitet. Estimatene er mindre pålitelige i perioder med vesentlige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Beregnet volatilitet gir et punktestimat 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 benytter Norges Bank komplementære modeller og metoder, som stresstester, og analyse av konsentrasjonsrisiko og realisert avkastning.

#### Etterprøving av modeller

Det gjennomføres jevnlig etterprøving av risikomodellene for å validere modellens evne til å estimere risiko. Risikomodellens beregningsmetode og etterprøving av dens resultater hensyntar Statens pensjonsfond utlands lange investeringshorisont.

## 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 15.6 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.12.2012	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	533 495	187 356	35 158	97 841	25	853 876
Statsrelaterte obligasjoner	88 803	46 689	9 740	18 082	3 103	166 418
Realrenteobligasjoner	29 743	4 508	229	7 275	-	41 755
Selskapsobligasjoner	404	16 258	94 819	82 143	2 816	196 440
Verdipapiriserte obligasjoner	111 639	15 922	42 763	19 030	4 665	194 018
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>764 084</b>	<b>270 733</b>	<b>182 709</b>	<b>224 372</b>	<b>10 609</b>	<b>1 452 507</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2011	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	495 162	79 563	28 235	6 248	3 357	612 565
Statsrelaterte obligasjoner	110 336	39 658	12 868	11 352	2 950	177 164
Realrenteobligasjoner	77 634	21 011	6 857	-	214	105 716
Selskapsobligasjoner	283	25 219	94 555	65 667	2 617	188 341
Verdipapiriserte obligasjoner	183 963	35 719	12 476	6 672	4 895	243 725
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>867 378</b>	<b>201 170</b>	<b>154 991</b>	<b>89 939</b>	<b>14 033</b>	<b>1 327 511</b>

I løpet av året ble det tatt flere grep for å redusere markedsuren i flere land i Sør-Europa, samt redusere usikkerheten knyttet til europeiske banker. Dette førte til reduserte kredittrisikopåslag på obligasjoner utstedt av myndigheter i europeiske land og selskaper. Kredittrisikoen i obligasjonsmarkedet ble således redusert i løpet av året, til tross for et år preget av lavere økonomisk vekst enn forventet og store utfordringer, spesielt i Eurosonen. Situasjonen i Europa var fortsatt usikker i 2012, med svake utsikter for økonomisk vekst og flere stater med store gjeldsutfordringer. Dette førte til at kredittvurderingsbyråene nedgraderte flere land og selskaper. Obligasjonsporteføljens kredittkvalitet målt ved kredittvurdering ble derfor redusert og ble kun i en viss grad motvirket av at en andel av nye obligasjonsinvesteringer i 2012 var i obligasjoner med høy kredittkvalitet. Nye midler ble også i betydelig grad investert i statspapirer i fremvoksende markeder. Slike beholdninger utgjorde ved utgangen av året 9,9 prosent av obligasjonsporteføljen. Sammensetningen av obligasjonsporteføljen etter kredittvurdering er derfor endret, ved at andelen AAA obligasjoner ble redusert og BBB og AA obligasjoner økte, der beholdningen av BBB obligasjoner økte til 15,4 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2012 fra 6,8 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2011. Ved utgangen av 2012 hadde beholdningen av misligholdte obligasjoner en markedsverdi på 1,8 milliarder kroner eller 0,1 prosent av obligasjonsporteføljen. Den nominelle størrelsen av misligholdte obligasjoner var 7,4 milliarder kroner, ned fra 9,3 milliarder kroner ved utgangen av 2011. Misligholdte obligasjoner er gruppert under «Lavere vurdering» i tabellen over.

Tabell 15.7: Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

31.12.2012	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
USD	26,5	1,7	4,0	4,1	0,3	36,6
EUR	13,9	6,4	5,4	5,1	0,4	31,2
JPY	-	7,1	-	-	0,0	7,1
GBP	5,1	0,2	0,7	0,7	0,0	6,7
CAD	2,2	0,5	0,1	0,1	0,0	3,0
Andre valutaer	4,9	2,8	2,3	5,5	0,0	15,5
<b>Totalt</b>	<b>52,6</b>	<b>18,6</b>	<b>12,6</b>	<b>15,4</b>	<b>0,7</b>	<b>100,0</b>



31.12.2011	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
EUR	26,1	7,2	6,3	2,3	0,5	42,4
USD	24,7	2,0	4,1	3,6	0,5	34,9
GBP	9,5	0,4	1,0	0,6	0,0	11,4
JPY	0,0	5,1	0,0	-	0,0	5,1
CAD	1,4	0,5	0,1	0,1	0,0	2,1
Andre valutaer	3,6	0,0	0,2	0,2	0,1	4,1
<b>Totalt</b>	<b>65,3</b>	<b>15,2</b>	<b>11,7</b>	<b>6,8</b>	<b>1,1</b>	<b>100,0</b>

Ved årslutt 2012 var det ingen kredittderivater i porteføljen, se Note 10 Finansielle derivater.

I tillegg til kredittvurderingsmetoden komplementerer Norges Bank måling av kreditt risiko med to andre metoder. Disse modellbaserte metodene benyttes for å overvåke kreditt risiko uavhengig av kredittvurdering. Metodene er sammenlignbare med volatilitet og forventet relativ volatilitet på den måten at de kvantifiserer kreditt risiko i form av ett tall og er en funksjon av observerbare kreditt påslag og aksjepriser samt volatiliteten og samvariasjonen i disse.

### Motpartsrisiko

Norges Bank er eksponert for motpartsrisiko knyttet til motparter i de internasjonale oppgjørs- og depotsystemene der transaksjoner gjøres opp. Videre er motparter nødvendig for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kreditt risiko. Gjengkjøps- og gjensalgssavtaler og verdipapirutlån gjennom eksterne agenter medfører også motpartsrisiko.

Norges Bank benytter flere motparter for å redusere konsentrasjon og det er satt strenge krav til motpartens kredittkvalitet. Krav til kredittverdighet er høyere for motparter til usikrede bankinnskudd enn der det stilles sikkerhet. For instrumenter hvor det stilles sikkerhet er det satt minimumskrav, bl.a. til sikkerhetens kredittkvalitet, løpetid og konsentrasjon. Konsentrasjon 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 styret og leder av NBIM. Det benyttes motregningsavtaler både for handler i ikke-børsnoterte derivater og valuta-kontrakter for å redusere motpartseksponering. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv markedsverdi av nettoposisjonen mot motparten.

Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko, er i tråd med anbefalinger fra UK Financial Services Authority. To metoder benyttes: for ikke-børsnoterte derivater, tidsinnskudd, bankinnskudd og valutakontrakter benyttes en motpartsrisikomodelle der eksponeringene reprints under forskjellige forutsetninger for å ta hensyn til mulige fremtidige markedsbevegelser; på denne måten estimeres potensiell fremtidig eksponering, som således inkluderes i brutto eksponering. Motregningsavtaler og sikkerhet blir hensyntatt ved beregning av nettoeksponering. For gjengkjøpsavtaler, verdipapirutlån gjennom eksterne agenter og verdipapirer stilt som sikkerhet ved futureshandel, benyttes en metode der det legges til et påslag på markedsverdi for å ta hensyn til volatiliteten i posisjonene. Dette resulterer i brutto eksponering. For disse posisjonene er det også justert for motregning og faktisk mottatt og stilt sikkerhet i beregning av netto eksponering. I tabell 15.8 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet / instrumenttype som anses å være forbundet med motpartsrisiko. I tillegg til tall i henhold til den interne risikomodelle, i form av brutto og netto eksponering, fremkommer motpartsrisiko i henhold til balansen, justert for både balanseførte og ikke balanseførte sikkerheter. Reduksjon i målt motpartsrisiko skyldes en videre reduksjon i verdipapirutlån gjennom eksterne agenter i 2012, se Note 9 Utlån av verdipapirer gjennom eksterne agenter, samt mindre utestående tidsinnskudd ved utgangen av 2012 enn ved årslutt 2011. Videre skyldes reduksjon også en videre nedgang i bruk av finansielle derivater i løpet av 2012, se note 10 Finansielle derivater.

Tabell 15.8 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 31.12.2012	Balanseført verdi justert for sikkerheter	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd	5 864	5 754	-	-	5 754
Ikke børsnoterte derivater inkl valutakontrakter	-1 283	3 407	626	1 517	1 264
Gjengkjøps- og gjensalgssavtaler*	-89	927	5	-	923
Verdipapirutlånstransaksjoner**	-6 255	16 285	-	8 834	7 450
Obligasjoner stilt som sikkerhet ved futureshandel	1 301	1 386	-	-	1 386
<b>Totalt</b>		<b>27 759</b>	<b>631</b>	<b>10 351</b>	<b>16 777</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2011	Balansført verdi justert for sikkerheter	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd	7 276	7 691	-	-	7 691
Ikke børsnoterte derivater inkl valutakontrakter	-3 511	5 355	1 601	2 009	1 745
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler*	-2 668	1 040	181	-	858
Verdipapirutlånstransaksjoner**	-9 526	18 097	-	7 624	10 472
Obligasjoner stilt som sikkerhet ved futureshandel	762	772	-	-	772
<b>Totalt</b>		<b>32 955</b>	<b>1 783</b>	<b>9 633</b>	<b>21 538</b>

\* Kolonnen Balansført verdi justert for sikkerheter hensyntar alle posisjoner i repomarkedet, inkludert reinvesteringer av kontantsikkerhet. Den interne målingen og oppfølgingen av motpartsrisiko for denne typen instrumenter inkluderer ikke disse reinvesteringene.

\*\* Kolonnen Balansført verdi justert for sikkerheter inkluderer utlånte verdipapirer og mottatte sikkerheter.

Linjen Ikke børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter i tabellen består av netto markedsverdi av valutakontrakter (-57 millioner kroner) og bytteavtaler (-1 266 millioner kroner), jf. note 10 Finansielle derivater. Motpartsrisiko for derivatposisjoner følges opp på netto basis i Norges Bank.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer. Kun i tilfeller hvor motpartsrisikoen regnes som lav, kan en intern kredittvurdering benyttes som grunnlag for godkjenning av en motpart. Kredittvurderingen for bankens motparter overvåkes og komplementeres av alternative kredittrisikoinndikatorer. Tabell 15.9 nedenfor viser Norges Banks motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori.

Tabell 15.9: Motparter\* fordelt på kredittvurdering

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011
AAA	-	3	-	3
AA	30	50	29	43
A	46	39	56	43
BBB	-	4	21	14
BB	-	-	3	2
B	-	-	9	12
<b>Totalt</b>	<b>76</b>	<b>96</b>	<b>118</b>	<b>117</b>

\* Tabellen inkluderer motparter per juridiske enhet, slik at et konsern kan ha flere motparter inkludert.

### Belåning

Belåning kan benyttes for å sikre effektiv forvaltning av investeringene, men ikke med sikte på å øke den økonomiske eksponeringen mot risikable aktiva. Bruken er regulert både i forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank og i investeringsmandatet fra hovedstyret i Norges Bank til NBIM. Belåning er forskjellen mellom total netto eksponering og markedsverdi for porteføljen. Netto eksponering fastsettes ved at verdipapirer inngår med markedsverdi, og posisjoner i finansielle derivater inngår ved at de konverteres til eksponering. Når eksponeringen er større enn markedsverdien er porteføljen belånt.

Statens pensjonsfond utland har ikke hatt noen belåning i 2012. Belåningen ved utgangen av 2011 var også null.

### Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom banken har etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i svært liten grad og ved utgangen av 2011 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.

## NOTE 16 DATTERSLSKAPER OG FELLESKONTROLLERTE VIRKSOMHETER

Norges Banks eierinteresser innenfor investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland i vesentlige datterselskaper og felleskontrollerte virksomheter er vist i tabell 16.1.

Tabell 16.1 Datterselskaper og felleskontrollerte virksomheter

Selskap	Forretningskontor	31.12.2012
		Eierandel og stemmeandel i prosent
NBIM S.à r.l	Luxembourg	100
NBIM Louis SPPICAV	Paris	100
NBIM Louis SAS	Paris	100
Matignon 16 SCI*	Paris	50
Champs Elysées Rond-Point SCI*	Paris	50
PB 12 SCI*	Paris	50
NBIM Clemente S.à r.l	Luxembourg	100
NBIM Clemente OPC I SPPICAV	Paris	100
SCI Malesherbes*	Paris	50
SCI 15 Scribe*	Paris	50
SAS 100 CE*	Paris	50
SCI Daumesnil*	Paris	50
SCI 9 Messine*	Paris	50
NBIM Otto S.à r.l	Luxembourg	100
NBIM Otto W1 S.à r.l	Luxembourg	100
NBIM Otto W3 S.à r.l	Luxembourg	100
NBIM Otto NKE S.à r.l	Luxembourg	100
M. Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH*	Hamburg	50
K. Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH*	Hamburg	50
NBIM Antoine S.à r.l	Luxembourg	100
NBIM Antoine CHF S.à r.l	Luxembourg	100
NBIM Nerva S.à r.l	Luxembourg	100
NBIM Victoria GP Limited	London	100
NBIM Victoria Partners LP	London	100
MSC Property intermediate Holdings Limited*	London	50
NBIM George GP Limited**	London	100
NBIM George Partners LP**	London	100

\* Felleskontrollerte virksomheter

\*\* Disse selskapene har endret navn fra "Burlington Number 1 (General Partner) Limited" og "Burlington Number 1 Partners LP" i 2012.

Selskap	Forretningskontor	31.12.2011
		Eierandel og stemmeandel i prosent
NBIM S.à r.l	Luxembourg	100
NBIM Louis SPPICAV	Paris	100
NBIM Louis SAS	Paris	100
Matignon 16 SCI*	Paris	50
Champs Elysées Rond-Point SCI*	Paris	50
PB 12 SCI*	Paris	50
Burlington Number 1 (General Partner) Limited	London	100
Burlington Number 1 Partners LP	London	100

\* Felleskontrollerte virksomheter

Årsrapport 2012 er avgitt av Norges Banks hovedstyre 27. februar 2013.

## Til Norges Banks representantskap

# REVISORS BERETNING

Vi har revidert den konsoliderte 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 2012, resultatregnskap, totalresultat, endring i eiers kapital, kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

### *Ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen*

Ledelsen er ansvarlig for å utarbeide regnskapsrapporteringen og for at den gir et rettviseende bilde i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU, og for slik intern kontroll som ledelsen finner nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av en regnskapsrapportering som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

### *Revisors oppgaver og plikter*

Vår oppgave er å gi uttrykk for en mening om regnskapsrapporteringen på bakgrunn av vår revisjon. Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder de internasjonale revisjonsstandardene. Disse standardene krever at vi etterlever etiske krav og planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at regnskapsrapporteringen ikke inneholder vesentlig feilinformasjon.

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i regnskapsrapporteringen. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at regnskapsrapporteringen inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for utarbeidelse av regnskapsrapporteringen som gir et rettviseende bilde, med det formål å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av den interne kontroll.

En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om eventuelle regnskapsestimater utarbeidet av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av regnskapsrapporteringen.

Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.


### *Konklusjon*

Vi mener at regnskapsrapporteringen i det alt vesentlige gir en dekkende fremstilling av den finansielle stillingen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2012 og av resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU.

Oslo, 27. februar 2013

**Deloitte AS**

Aase Aa. Lundgaard  
statsautorisert revisor



ISSN 1891-1331

Design: Erik Sand

Foto: NBIM v/Rolf Estensen, istockphoto.com,  
Scanpix, Royal Bank of Scotland, British Land

Papir Galerie Art Matt 250/150

Produksjon: 07 Media

Opplag: 2 300



**Norges Bank Investment Management (NBIM)**

Bankplassen 2  
Postboks 1179 Sentrum  
N-0107 Oslo

Tel.: +47 24 07 30 00  
[www.nbim.no](http://www.nbim.no)