



NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

Statens pensjonsfond utland

Årsrapport

2018





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

Tall og fakta 2018

-6,1%

-485 milliarder kroner

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på **-6,1** prosent, eller **-485** milliarder kroner i 2018.



Aksjeinvesteringer

-9,5 %



**Unoterte
eiendomsinvesteringer**

7,5 %



Renteinvesteringer

0,6 %

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var **-9,5** prosent.
Investeringer i unotert eiendom fikk en avkastning på **7,5** prosent.
Renteinvesteringene fikk en avkastning på **0,6** prosent.

8 256

milliarder kroner

Markedsverdien av fondet var **8 256** milliarder kroner ved utgangen av året, ned fra **8 488** milliarder kroner året før.

Markedsverdien på aksjeinvesteringene var på **5 477** milliarder kroner. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en markedsverdi på **246** milliarder kroner. Rentepapirenes markedsverdi var på **2 533** milliarder kroner.



Aksjeinvesteringer

66,3 %



Unoterte
eiendomsinvesteringer

3,0 %



Renteinvesteringer

30,7 %

Fondets investeringer var fordelt med **66,3** prosent i aksjer, **3,0** prosent i unotert eiendom og **30,7** prosent i rentepapirer.

Innhold

1

RESULTATENE

1.1	Hovedstyrets vurdering	9
1.2	Leder	13
1.3	Hovedtall	14

2

FONDET

2.1	Oppdraget	25
2.2	Markedene	27
2.3	Investeringene	28

3

INVESTERINGENE

3.1	Aksjer	36
3.2	Eiendom	44
3.3	Renter	54

4

FORVALTNINGEN

- 4.1
Investeringsstrategiene ____ 62
- 4.2
Investeringsrisiko _____ 68
- 4.3
Investere ansvarlig _____ 73

5

ORGANISERINGEN

- 5.1
Forvaltningsorganisasjonen_ 82
- 5.2
Forvaltningens
gjennomføring _____ 85
- 5.3
Forvaltningskostnader ____ 86

6

REGNSKAPET

- 6.1
Regnskapsrapportering ____ 92
- 6.2
Noter til
regnskapsrapportering ____ 98
- 6.3
Uavhengig revisors
beretning _____ 155

1

Resultatene

A professional portrait of Øystein Olsen, a middle-aged man with grey hair, wearing a dark grey suit, white shirt, and a dark red tie. He is standing outdoors with a blurred background of a building facade. The text is overlaid on the left side of the image.

Øystein Olsen

leder for hovedstyret

Hovedstyrets vurdering av resultatene

Investeringene i Statens pensjonsfond utland hadde en avkastning på -6,1 prosent i 2018. Avkastningen var 0,3 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksen som forvaltningen måles mot. Resultatene i 2018 var svake. Avkastningen over tid har likevel vært god, og høyere enn avkastningen på referanseindeksen.

Ved utgangen av 2018 var markedsverdien til Statens pensjonsfond utland 8 256 milliarder kroner. Fondets avkastning før forvaltningskostnader var -6,1 prosent målt i fondets valutakurv. Aksjeavkastningen var -9,5 prosent og obligasjonsavkastningen 0,6 prosent. Avkastningen på investeringer i unotert eiendom var 7,5 prosent. Forvaltningskostnadene utgjorde til sammen 0,05 prosent av fondets kapital.

Fondets samlede avkastning i 2018 var den nest laveste siden 1998. Aksjeandelen i fondet har økt over tid, og aksjeavkastningen er derfor viktigere for fondets samlede resultat nå enn i tidligere år. Fondets aksjeavkastning i 2018 var den fjerde laveste siden 1998. Aksjeavkastningen var -40,7 prosent i 2008, -24,4 prosent i 2002 og -14,6 prosent i 2001. Investeringene i Statens pensjonsfond utland er langsiktige. Hovedstyret er forberedt på betydelige svingninger i fondets avkastning fra år til år, og legger vekt på at resultatene må vurderes over tid.

Målt over hele perioden 1998-2018 har den årlige avkastningen for fondet vært 5,5 prosent. Årlig netto realavkastning, etter fradrag for inflasjon og forvaltningskostnader, var 3,6 prosent i denne perioden.

Norges Bank forvalter fondet med sikte på høyest mulig avkastning over tid, innenfor de rammene som Finansdepartementet har gitt i mandatet for forvaltningen. Banken følger ulike investeringsstrategier. For perioden 2013-2018 kan strategiene deles inn i hovedgruppene allokering, verdipapirseleksjon og markedseksponering. De ulike strategiene som banken benytter i forvaltningen utfyller hverandre. Målet er at de samlet gir en høyere avkastning enn referanseindeksen over tid.

I 2018 var fondets avkastning før forvaltningskostnader 0,3 prosentpoeng lavere enn i referanseindeksen. Resultatbidragene fra de ulike strategiene viser at både allokering, verdipapirseleksjon og markedseksposering bidro til at avkastningen ble lavere enn i referanseindeksen. Resultatbidragene fra aksje-, rente- og eiendomsforvaltningen viser at det var aksjeforvaltningen som bidro til fondets mindreavkastning i 2018.

Eiendomsinvesteringer finansieres ved å selge aksjer og obligasjoner, og resultatene rapporteres som en delstrategi innenfor allokering. I 2018 var avkastningen i unotert eiendom høyere enn avkastningen på de aksjene og obligasjonene som ble solgt for å finansiere dem.

Hovedstyret legger vekt på at resultatene må vurderes over tid. Målt over seksårsperioden fra og med 2013 har de ulike strategiene gitt en årlig meravkastning før forvaltningskostnader på 0,18 prosentpoeng. I denne perioden har bidraget til meravkastning vært negativt fra allokering, men positivt fra både verdipapirseleksjon og markedseksposering. Erfaringene med de ulike investeringsstrategiene vil være en viktig del av grunnlaget for hovedstyrets arbeid med neste strategiplan, som skal gjelde fra 2020.

Over hele perioden 1998-2018 har fondets avkastning vært 0,25 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen fra Finansdepartementet, før forvaltningskostnader. Størrelsen på fondet kan gjøre det mer krevende å opprettholde nivået på meravkastningen målt i prosent fremover.



10

Målet om høyest mulig avkastning skal nås innenfor en akseptabel risiko. Risikoen måles, analyseres og følges opp ved bruk av et bredt sett av måltall og ulike typer analyser. En sentral bestemmelse i mandatet fra Finansdepartementet er at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at såkalt forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. I 2018 var forventet relativ volatilitet under 0,4 prosentpoeng.

Norges Bank rapporterer en rekke analyser av forholdet mellom avkastning og risiko i forvaltningen. Mandatet for Norges Banks forvaltning angir et mål om høyest mulig avkastning og rammer for risiko der relativ volatilitet er et sentralt mål. Forholdet mellom disse to størrelsene er derfor et naturlig utgangspunkt for sammenstilling av meravkastning og risiko i forvaltningen. Hovedstyret er tilfreds med at forholdet mellom relativ avkastning og relativ risiko målt på denne måten er 0,39 for hele perioden 1998-2018.

Hovedstyret legger vekt på at en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen bidrar til målet om høyest mulig avkastning. I perioden 2013-2018 var den årlige forvaltningskostnaden 0,06 prosent av fondets verdi. I 2018 var samlede forvaltningskostnader målt i kroner 4,5 milliarder, mot 4,7 milliarder i 2017. Forvaltningskostnadene er lave som andel av forvaltet kapital og sammenlignet med andre forvaltere.

Hovedstyret har fastsatt prinsipper for ansvarlig forvaltning av fondet. Dette arbeidet støtter opp under målet om høyest mulig avkastning. Hovedstyret fatter beslutninger

om utelukkelse og observasjon av selskaper basert på etisk motiverte retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet. Norges Bank offentliggjorde i løpet av 2018 utelukkelse av 13 selskaper. Fire selskaper ble satt til observasjon og i ett tilfelle valgte hovedstyret å bruke eierskapsutøvelse basert på en tilrådning om observasjon fra Etikkrådet. I tillegg opphevet hovedstyret utelukkelsen av to selskaper.

En viktig del av Norges Banks forvaltningsoppdrag er å gi råd om videreutvikling av forvaltningen. I løpet av 2018 ga hovedstyret blant annet råd og innspill om regelen for tilbakevektning av aksjeandelen, retningslinjene for utelukkelse og observasjon, miljømandatene og investeringer i notert infrastruktur for fornybar energi.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 27. februar 2019



Øystein Olsen
leder av hovedstyret



Jon Nicolaisen
første nestleder for hovedstyret



Egil Matsen
andre nestleder for hovedstyret



Kristine Ryssdal
styremedlem




Kjetil Storesletten
styremedlem



Karen Helene Ullveit-Moe
styremedlem



Kathryn Moore Baker
styremedlem



Steinar Juel
styremedlem



Urolige markeder

I 2018 fikk fondet en avkastning på -6,1 prosent etter et år preget av urolige markeder og et svakt aksjemarked. Avkastningen varierte mye på tvers av aktivaklasser og hovedmarkeder.

Oslo, 27. februar 2019



Yngve Slyngstad
leder for Norges Bank
Investment Management

Året var preget av ulike forventninger til fremtidig økonomisk vekst, og usikkerhet knyttet til effektene av økte handelsbarrierer. I fjerde kvartal tiltok bekymringene om den økonomiske veksten. Dette bidro til fall i aksjeprisene, inkludert i USA. Vi så at lange renter falt og at kredittpremiene steg.

Fondets aksjeinvesteringer hadde en avkastning på -9,5 prosent for året. Avkastningen på unoterte eiendomsinvesteringer ble 7,5 prosent, mens avkastningen på våre renteinvesteringer var 0,6 prosent. I 2018 hadde fondet en mindreavkastning på 0,30 prosentpoeng. Den relative avkastningen var påvirket av svak avkastning i Kina og utfordringer i enkelte fremvoksende markeder.

Ved utgangen av 2018 var fondets verdi på 8 256 milliarder kroner, en reduksjon på 233 milliarder fra inngangen til året. 2018 var et år preget av store svingninger i fondets verdi. Laveste markedsverdi var 7 952 milliarder kroner 23. mars, mens høyeste var 8 740 milliarder kroner 29. august. Fondet hadde en negativ avkastning for året på -485 milliarder kroner. For første gang siden 2015, ble fondet i juni måned tilført penger, og for året som helhet ble fondet tilført 33,8 milliarder kroner.

Den strategiske aksjeandelen i referanseindeksen ble i 2017 satt til 70 prosent. I fjerde kvartal 2018 kjøpte vi aksjer for 185 milliarder kroner. Dette var første gang vi nettokjøpte aksjer siden opptrappingen til økt aksjeandel ble bestemt. Ved utgangen av året var den faktiske aksjeandelen 66,3 prosent.

En langsiktig og forsvarlig forvaltning av fondet skal sikre at fremtidige generasjoner kan ta del i Norges formue fra petroleumsvirksomheten. Vår mulighet til å investere langsiktig avhenger av at det er tillit til måten vi forvalter fondet på. En stor grad av åpenhet om forvaltningen bidrar til å sikre dette.

Vi håper denne rapporten gir et bredt og tydelig bilde av fondets utvikling i 2018.

Store svingninger i fondets verdi

Statens pensjonsfond utland hadde negativ avkastning i årets første og siste kvartal, mens avkastningen i andre og tredje kvartal var positiv. Etter et volatilt år fikk fondet en negativ avkastning på -6,1 prosent i 2018.

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på -9,5 prosent i 2018, mens de unoterte eiendomsinvesteringene fikk en avkastning på 7,5 prosent. Avkastningen på renteinvesteringene var 0,6 prosent.

Ny tilførsel i 2018

Fondet mottok sin første kapitaltilførsel fra den norske stat i mai 1996. For første gang siden 2015 ble fondet i juni 2018 igjen tilført kapital. Ved utgangen av 2018 var den samlede tilførselen siden oppstarten på 3 371 milliarder kroner. Norges Bank Investment Management ble etablert 1. januar 1998 for å forvalte fondet på oppdrag fra Finansdepartementet. Fra etableringen av forvaltningsenheten og frem til utgangen av 2018 har fondet hatt en samlet avkastning på 3 666 milliarder kroner, og en årlig avkastning på 5,5 prosent. Etter fradrag for prisvekst og forvaltningskostnader har avkastningen vært på 3,6 prosent årlig.

Avkastning målt i fondets valutakurv

Fondet er investert i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Avkastning måles primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv, og den besto av 35 valutaer ved utgangen av 2018. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

Fondets markedsverdi redusert med 233 milliarder

Fondets markedsverdi ble i løpet av 2018 redusert med 233 milliarder kroner til 8 256 milliarder kroner. Markedsverdien påvirkes av fondets avkastning, kapitaltilførsler eller -uttak og endringer i valutakurser. I 2018 fikk fondet en avkastning på -485 milliarder kroner. Tilførselen fra den norske stat var 33,8 milliarder kroner. 2018 var første år med nettotilførsel siden 2015. Kronekursen svekket seg mot flere av valutaene fondet er investert i. Det økte isolert sett markedsverdien med 224 milliarder kroner, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Ved utgangen av året var fondets investeringer fordelt med 66,3 prosent i aksjer, 3,0 prosent i unotert eiendom og 30,7 prosent i rentepapirer.

Tabell 1 Avkastningstill. Prosent

	2018	2017	2016	2015	2014
Avkastning målt i fondets valutakurv					
Aksjeinvesteringer	-9,49	19,44	8,72	3,83	7,90
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	7,53	7,52	0,78	9,99	10,42
Renteinvesteringer	0,56	3,31	4,32	0,33	6,88
Fondets avkastning	-6,12	13,66	6,92	2,74	7,58
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ²	-0,30	0,70	0,15	0,45	-0,77
Forvaltningskostnader	0,05	0,06	0,05	0,06	0,06
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	-6,17	13,60	6,87	2,68	7,52
Avkastning målt i norske kroner					
Aksjeinvesteringer	-6,56	19,74	3,67	16,77	24,61
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	11,02	7,80	-3,91	23,71	27,51
Renteinvesteringer	3,82	3,57	-0,53	12,83	23,43
Fondets avkastning	-3,07	13,95	1,95	15,54	24,23

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

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

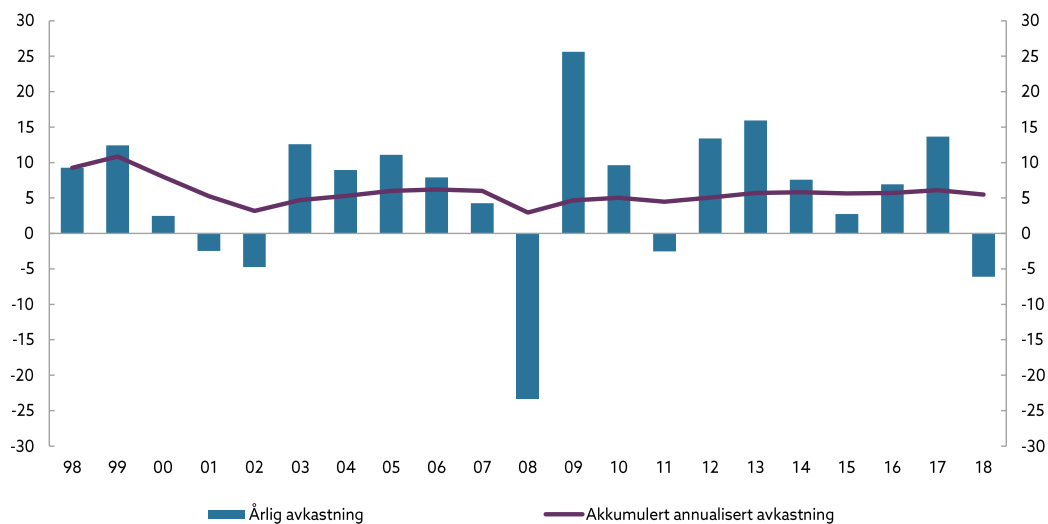
Tabell 2 Historiske nøkkeltall per 31. desember 2018. Annualiserte tall, målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)	5,47	5,78	8,33	4,75	-6,12
Årlig prisvekst (prosent)	1,77	1,88	1,69	1,37	1,70
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,08	0,07	0,06	0,05
Fondets netto realavkastning (prosent)	3,56	3,74	6,46	3,27	-7,74
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,37	7,87	7,84	6,39	7,87
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ¹	0,25	0,17	0,58	0,03	-0,30
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,68	0,76	0,56	0,36	0,30
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,39	0,26	1,00	0,11	-1,06

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

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

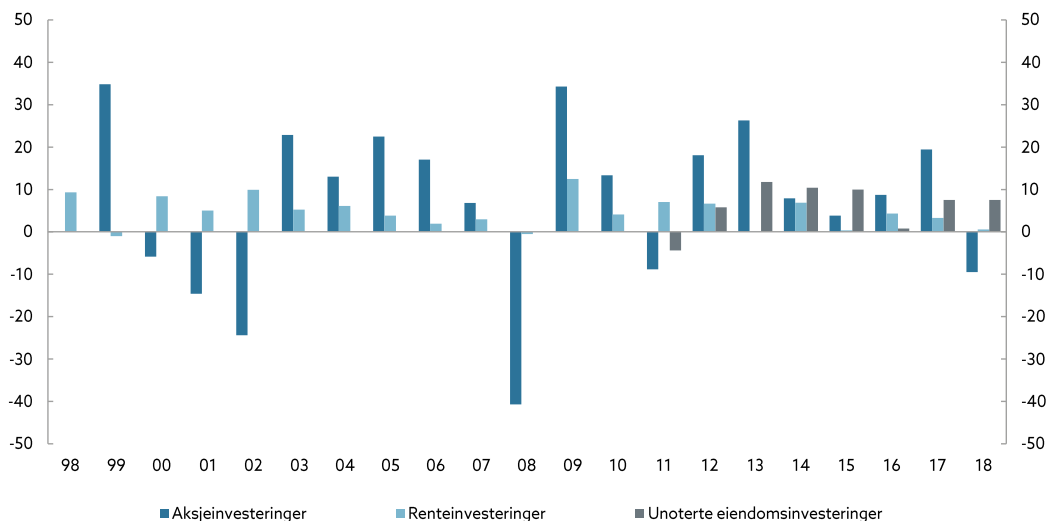
Figur 1 Årlig avkastning og akkumulert annualisert avkastning på fondet. Prosent



Tabell 3 Fondets avkastning per 31. desember 2018, målt i ulike valutaer. Prosent

	Siden 01.01.1998 Annualiserte tall	2018	2017	2016	2015	2014
Amerikanske dollar	5,69	-8,44	19,92	4,83	-2,13	0,52
Euro ¹	5,49	-3,83	5,33	7,97	9,02	14,47
Britiske pund	7,02	-2,75	9,54	25,05	3,54	6,78
Norske kroner	6,54	-3,07	13,95	1,95	15,54	24,23
Valutakurven	5,47	-6,12	13,66	6,92	2,74	7,58

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

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

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

¹ Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer i perioden 01.11.2014 til utgangen av 2016.² Unoterte eiendomsinvesteringer fra 01.04.2011.



Tabell 5 Nøkkeltall. Milliarder kroner

	2018	2017	2016	2015	2014
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringer	5 477	5 653	4 692	4 572	3 940
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	246	219	242	235	141
Renteinvesteringer	2 533	2 616	2 577	2 668	2 350
Fondets markedsverdi ²	8 256	8 488	7 510	7 475	6 431
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ²	-5	-5	-4	-4	-3
Eiers kapital ²	8 251	8 484	7 507	7 471	6 428
Tilførsel/uttak av kapital ³	34	-61	-101	46	150
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ³	-5	-4	-4	-3	-3
Fondets avkastning	-485	1 028	447	334	544
Endring som følge av svingninger i kronekursen	224	15	-306	668	702
Endring i markedsverdien	-233	978	35	1 044	1 393
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital ⁴	3 371	3 337	3 397	3 499	3 452
Avkastning av aksjeinvesteringer	2 545	3 062	2 129	1 786	1 567
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer ¹	69	53	38	31	14
Avkastning av renteinvesteringer	1 052	1 037	955	859	761
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁵	-44	-39	-35	-31	-27
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 263	1 040	1 025	1 331	663
Fondets markedsverdi	8 256	8 488	7 510	7 475	6 431
Samlet avkastning	3 666	4 151	3 123	2 676	2 343
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	3 622	4 111	3 088	2 645	2 316

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

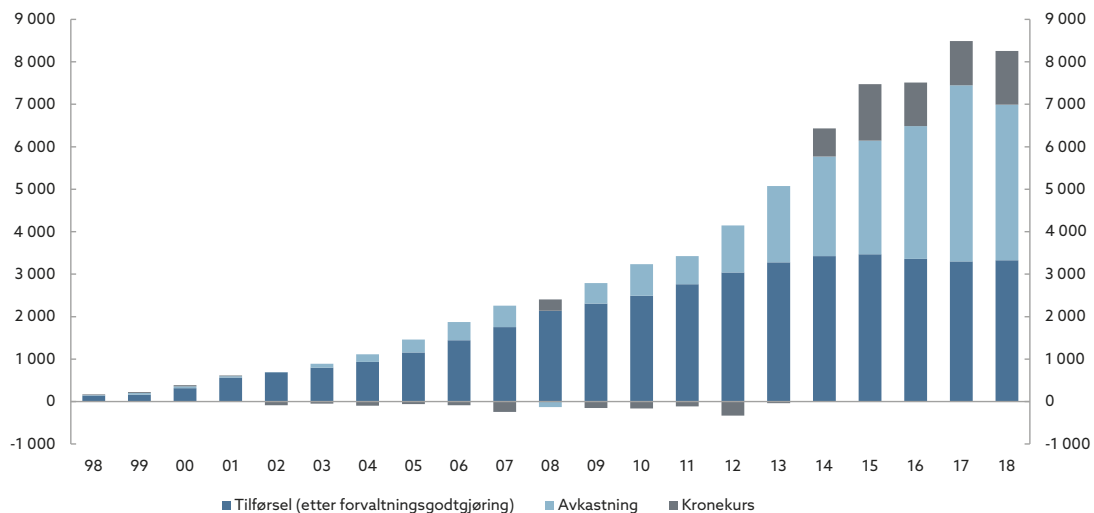
² Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Eiers kapital i regnskapet er lik fondets markedsverdi fratrukket påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

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

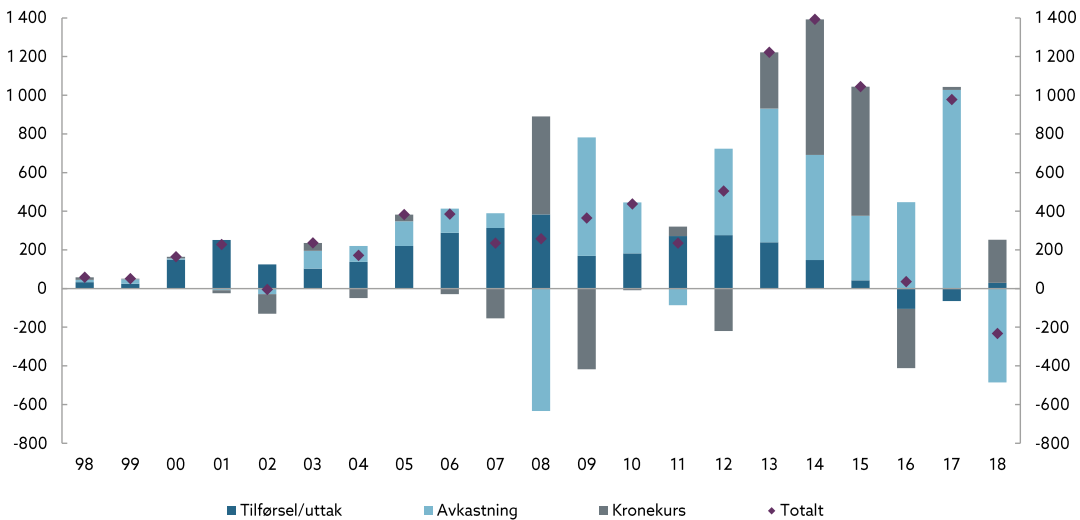
⁴ Samlet tilførsel av kapital presenteres i tabellen justert for påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

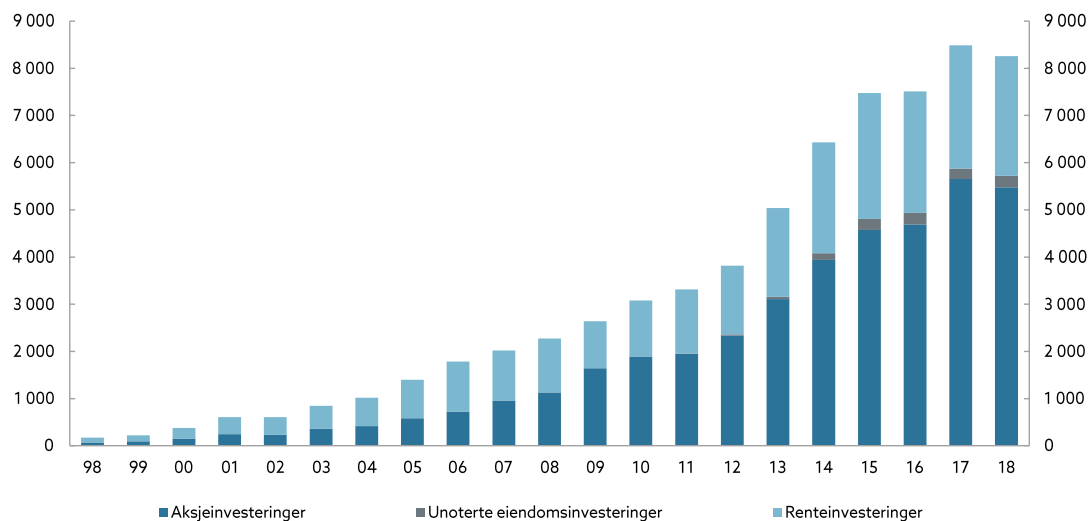
⁵ Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. Tabell 11.2 i regnskapet, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrukket i samlet avkastning, dvs. i avkastningen før forvaltningsgodtgjøring.

Figur 3 Fondets markedsverdi. Milliarder kroner



Figur 4 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



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

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

¹ Etter utbetalt forvaltningsgodtgjøring.


Tabell 7 Fondets markedsverdi fordelt på aktivaklasser. Milliarder kroner

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

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

2

Fondet



Stortinget

Lov om Statens pensjonsfond



Finansdepartementet

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



Norges Bank

Hovedstyrets prinsippdokumenter
Investeringsmandat
Stillingsinstruks for leder i Norges Bank Investment Management



Norges Bank Investment Management

Retningslinjer
Leder delegerer investeringsmandater og stillingsinstrukser

2.1 OPPDRAGET

Vårt oppdrag

Fondet har et stort antall ulike investeringer som sikrer god risikospredning og høyest mulig avkastning. For å skjerme norsk fastlandsøkonomi investeres fondet utelukkende i utlandet.

Stortinget har fastsatt de formelle rammebetingelsene i lov om Statens pensjonsfond. Finansdepartementet har det overordnede ansvaret for fondet og har fastsatt rammer for forvaltningen i «Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland». Norges Bank utfører forvaltningen av fondet, og bankens hovedstyre har delegert gjennomføringen av forvaltningsoppdraget til leder for Norges Bank Investment Management.

Vår oppgave er å ta vare på verdiene i fondet for fremtidige generasjoner på en sikker, effektiv, ansvarlig og åpen måte. Målet er at investeringene skal gi høyest mulig langsiktig avkastning innenfor mandatets ramme. Vi sikrer den internasjonale kjøpekraften til fondet dersom vi oppnår en realavkastning over tid som er høyere enn veksten i verdensøkonomien. Fondet er investert i de fleste markeder, land og valutaer for å få en bred eksponering mot veksten i verdensøkonomien. Vi sprer investeringene over flere markeder, samt investerer i flere aktivaklasser og en rekke selskaper for å begrense risikoen i forvaltningen.

Investeringsmandatet, fastsatt av Finansdepartementet, sier at Norges Bank kan investere i børsnoterte aksjer, obligasjoner og unotert eiendom. Finansdepartementet har fastsatt en plan for opptrapping til 70 prosent aksjeandel i fondets strategiske referanseindeks. Fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer følger i stor grad av Finansdepartementets beslutninger om referanseindekser. Det er opp til Norges Bank å bestemme hvor mye som skal

investeres i eiendom, og hvilke typer eiendom fondet skal investeres i. Kjøp av eiendom blir finansiert med salg av aksjer og obligasjoner. Dette betyr at andelen av fondet som er investert i aksjer og obligasjoner, vil avvike fra tilsvarende andeler i referanseindeksen. I forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom.

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



2.2 MARKEDENE

Økt usikkerhet i globale finansmarkeder

2018 var preget av ulik vekst og økt usikkerhet. Den amerikanske dollaren styrket seg gjennom året, spesielt mot valutaene til fremvoksende markeder. Samtidig bidro opptrapping av handelskonflikten mellom USA og Kina til økt usikkerhet om fremtidig økonomisk vekst.

Etter bred og tiltagende vekst i verdensøkonomien i 2017 var 2018 preget av svakere vekst og større variasjoner mellom de ulike markedene. Veksten var særlig god i USA, mens den var mer dempet i de fleste andre markeder. Aksjeprisene falt i store deler av verden, og mot slutten av året var det også et betydelig fall i amerikanske aksjepriser.

I USA var økonomiske nøkkeltall sterke og vekstforventningene økte. Finanspolitiske stimuli i form av skatteutt og økte offentlige utgifter bidro positivt på aktivitetsveksten og selskapenes inntjening. Gunstige finansieringsforhold bidro også positivt til veksten, til tross for rentehevinger fra den amerikanske sentralbanken. Den amerikanske sentralbanken hevet renten fire ganger i 2018, samtidig som den fortsatte å redusere beholdningen av verdipapirer. Forventningene til fremtidige rentehevinger sank.

I Kina bidro innstramninger i den økonomiske politikken til gradvis vekstreduksjon. I tillegg førte en tiltakende handelskonflikt med USA til økt usikkerhet om vekstutsiktene og kraftige fall i kinesiske aksjepriser. Den kinesiske renminbien svekket seg i 2018, spesielt mot den amerikanske dollaren.

Økonomiske nøkkeltall var svakere også i Europa. Det var trolig drevet av en kombinasjon av enkelthendelser og svakere ekstern etterspørsel sammenlignet med 2017. Politisk usikkerhet og planer om økte offentlige underskudd i Italia virket negativt på finansmarkedene i 2018. Den europeiske sentralbanken holdt styringsrenten uendret i 2018, og signaliserte at rentenivået vil bli liggende på dagens nivå i alle fall til over sommeren 2019. Bankens kjøp av verdipapirer ble trappet ytterligere ned gjennom året, og de kvantitative lettelsene ble avsluttet i desember 2018.

Styringsrenten i Storbritannia ble hevet med et kvart prosentpoeng i 2018, til tross for vedvarende stor økonomisk og politisk usikkerhet rundt Storbritannias utmeldelse av EU. Et forslag til avtale mellom EU og Storbritannia ble lagt frem på tampen av året, men ikke godkjent i parlamentet. Det førte til vedvarende stor politisk uro og betydelig usikkerhet rundt de fremtidige handelsforholdene for Storbritannia.

Rentedifferansen mellom USA og resten av verden økte som følge av den pengepolitiske innstramningen i USA. Dette bidro til at dollaren styrket seg, spesielt mot en rekke fremvoksende økonomier. Kombinasjonen av sterkere dollar og høyere amerikanske renter ga seg blant annet utslag i bekymring om gjeldsbelastningen til en rekke fremvoksende økonomier. Økt proteksjonisme, svakere etterspørsel fra Kina samt høyere oljepris gjennom mesteparten av året virket også negativt for fremvoksende økonomier. I enkelte land, blant annet Tyrkia og Brasil, ble den økonomiske utviklingen ytterligere svekket grunnet landspesifikke forhold.

Bredt investert utenfor Norge

Ved utgangen av 2018 var fondet investert i 9 158 selskaper. Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper var på 1,4 prosent.



28

Fondets investeringer kunne knyttes til 73 land og fondet var investert i 50 valutaer ved utgangen av 2018.

Ved utgangen av 2018 var 34,1 prosent av fondet investert i Europa, ned fra 36,0 året før. 43,0 prosent var investert i Nord-Amerika, opp fra 41,0 prosent året før. 19,3 prosent var investert i Asia og Oseania, ned fra 19,6 prosent året før. Ved årets slutt var 10,3 prosent av fondets investeringer i fremvoksende markeder, opp fra 10,1 prosent året før.

Eierandeler i over 9 000 selskaper

Fondet var investert i aksjer i 9 158 selskaper ved utgangen av 2018, mot 9 146 selskaper ett år tidligere. Eierandelen var større enn 2 prosent i 1 406 selskaper og over 5 prosent i 34 selskaper.

Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper, målt som andel av aksjeindeksen FTSE Global All Cap, var ved utgangen av året på 1,4 prosent. Den høyeste gjennomsnittlige eierandelen hadde fondet i europeiske selskaper. Den utgjorde 2,5 prosent av de børsnoterte selskapene, opp fra 2,4 prosent året før. Eierandelen i aksjeselskaper i utviklede markeder var på 1,4 prosent ved utgangen av 2018. I fremvoksende markeder, inkludert nye

fremvoksende (frontier) markeder, eide fondet i gjennomsnitt 1,5 prosent av de børsnoterte selskapene.

Fondets renteinvesteringer besto av 4 811 verdipapirer fra 1 254 utstedere ved utgangen av 2018, mot 4 736 verdipapirer fra 1 262 utstedere året før. Totalt var renteinvesteringene fordelt på 26 valutaer ved utgangen av året, ned fra 32 valutaer året før.

Ved utgangen av året var 8,2 prosent av renteinvesteringene plassert i fremvoksende markeder, ned fra 9,5 prosent året før. Renteinvesteringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 82,6 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året, mot 82,0 prosent ett år tidligere.

Bred geografisk eksponering

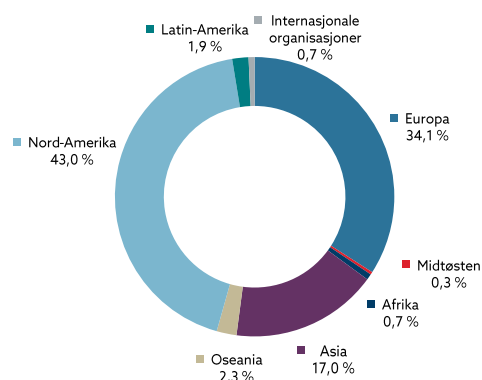
Investeringsmulighetene endrer seg over tid. Nye markeder blir tilgjengelige for investeringer, nye muligheter vokser frem og risikobildet endres. Fondets samlede eksponering mot ulike markeder, kilder til risiko og avkastning må tilpasses løpende. Fondet er investert i de fleste markeder, land og valutaer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

Fondets aksjeinvesteringer tar FTSE Global All Cap-indeksen som et utgangspunkt. I tillegg har vi valgt å legge til flere land i vår interne referanseportefølje. I referanseporteføljen velger vi verdipapirer, instrumenter og markeder fra et bredere univers enn det som benyttes i den strategiske referanseindeksen. Dette gjør vi for å dekke en større andel av det globale markedet og slik ta større del i den globale veksten. Ved utgangen av året var 68 land godkjent som markedsplasser der fondet kan handle aksjer, mot 69 året før.

Tabell 8 Fondets beholdninger fordelt på land per 31. desember 2018. Prosent

Land	Totalt	Aksjer	Rente-papirer	Unotert eiendom
USA	38,8	25,4	12,0	1,4
Japan	9,1	5,8	3,3	0,0
Storbritannia	8,5	6,1	1,7	0,7
Tyskland	6,0	3,2	2,7	0,1
Frankrike	5,1	3,3	1,3	0,5
Sveits	3,6	2,9	0,6	0,1
Canada	2,9	1,4	1,5	-
Kina	2,5	2,4	0,1	-
Australia	2,2	1,4	0,8	-
Spania	1,8	1,1	0,7	0,0

Figur 6 Fondets investeringer per 31. desember 2018. Aksjer fordelt etter land og obligasjoner fordelt etter valuta. Prosent





USA

Fondet hadde totalt **3 249** milliarder kroner investert i USA ved utgangen av 2018.

Investeringene var i **1 930** aksjeselskaper, **530** obligasjonsutstedere og **341** eiendommer.



Storbritannia

Fondet hadde totalt **709** milliarder kroner investert i Storbritannia ved utgangen av 2018.

Investeringene var i **394** aksjeselskaper, **100** obligasjonsutstedere og **196** eiendommer.



Frankrike

Fondet hadde totalt **429** milliarder kroner investert i Frankrike ved utgangen av 2018.

Investeringene var i **220** aksjeselskaper, **85** obligasjonsutstedere og **56** eiendommer.

Investeringer i fremvoksende markeder

Ved utgangen av året var 813 milliarder kroner investert i aksjer og rentepapirer i fremvoksende markeder, mot 876 milliarder kroner året før. Investeringene i aksjer i nye fremvoksende (frontier) markeder utgjorde ved utgangen av året 21,8 milliarder kroner, mot 20,7 milliarder kroner ved utgangen av 2017.

Hvilke nye markeder vi vil gå inn i, avhenger av hvilke markeder som er tilgjengelige for investeringer, hvilke markedsmuligheter som finnes og kvaliteten på markedsstandardene. Vi vil generelt legge til markeder i fondet så snart de tilfredsstiller våre krav til markedsstandarder. Vi erkjenner at investeringer i nye fremvoksende markeder innebærer en risiko for fondet, og legger derfor stor vekt på å ha på plass gode systemer for risikohåndtering. Vi gjør vurderinger av hvilke land vi mener bør defineres som fremvoksende og nye fremvoksende (frontier) markeder. I denne vurderingen inngår klassifiseringene fra indeksene, men vi følger ikke nødvendigvis deres definisjoner.

Fondets investeringer kan knyttes til 21 land som typisk klassifiseres som nye fremvoksende (frontier) markeder. Slike markeder er ikke med i referanseindeksen fra Finansdepartementet. Landene var Bahrain, Bangladesh, Estland, Ghana, Jordan, Kenya, Kroatia, Kypros, Latvia, Litauen, Malta, Marokko, Mauritius, Nigeria, Oman, Romania, Slovakia, Slovenia, Sri Lanka, Tunisia og Vietnam. I tillegg har fondet investeringer i fem land som er klassifisert som nye fremvoksende markeder, men som ikke inngår i FTSE-indeksen. Det er Island, Moldova, Saudi-Arabia, Tanzania og Ukraina. Enkelte av disse investeringene er gjort i aksjer notert på børs i andre land.

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

Land	2018
Slovenia ^{1,2}	5 377
Vietnam	3 992
Slovakia	3 915
Litauen ^{1,2}	2 580
Bangladesh	1 757
Latvia	1 510
Romania ^{1,2}	1 160
Kenya	919
Marokko	859
Sri Lanka	851
Nigeria	755
Kroatia	502
Kypros	486
Bahrain ²	484
Oman	376
Malta	158
Tunisia ²	128
Estland	91
Mauritius	70
Ghana	9
Jordan	6
Totalt	25 984
Land utenfor FTSE-indeksene	
Saudi-Arabia	9 001
Island ^{1,2}	989
Ukraina ²	547
Moldova ²	7
Tanzania ²	5
Totalt	10 549

¹ Inkludert obligasjoner utstedt i annen valuta enn lokal valuta.

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

Globale investeringer

Nord-Amerika

2 141 selskaper
2 085 obligasjoner fra
582 utstedere
341 eiendommer

Latin-Amerika

258 selskaper
107 obligasjoner fra
30 utstedere

Internasjonale organisasjoner

141 obligasjoner fra
15 utstedere

Europa

1 903 selskaper
1 725 obligasjoner fra
500 utstedere
391 eiendommer

Asia

4 117 selskaper
567 obligasjoner fra
82 utstedere
5 eiendommer

Midtøsten

164 selskaper
8 obligasjoner fra
4 utstedere

Afrika

213 selskaper
12 obligasjoner fra
2 utstedere

Oseania

362 selskaper
166 obligasjoner fra
39 utstedere



3

Investeringene

Svakt år for aksjer

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på -9,5 prosent i 2018. Året var preget av urolige markeder og ulik utvikling i markedene.

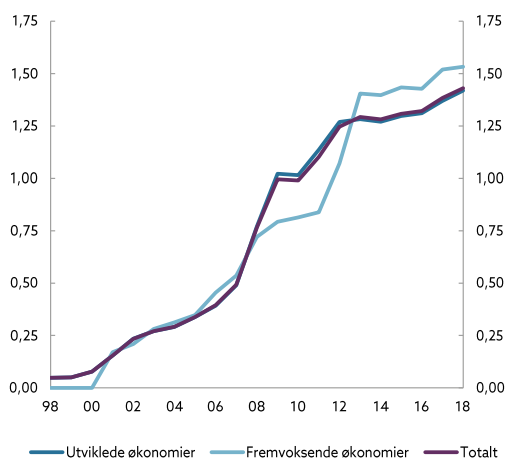
2018 var preget av høyere volatilitet i markedene og vi så en svak avslutning på året. Investeringene i utviklede markeder hadde en avkastning på -9,1 prosent. Fondets investeringer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på -12,8 prosent.

Investeringene i Nord-Amerika fikk en avkastning på -3,7 prosent og sto for 41,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer. USA var fondets største enkeltmarked. Amerikanske aksjer fikk en avkastning på -5,4 prosent i dollar og sto for 38,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Målt i fondets valutakurv var avkastningen -3,0 prosent grunnet at dollaren styrket seg mot valutakurven.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på -13,5 prosent i 2018. Totalt var 34,0 prosent av fondets aksjer plassert i Europa. Storbritannia var det nest største enkeltmarkedet for fondet. Britiske aksjer hadde en avkastning på -8,9 prosent i britiske pund og utgjorde 9,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Målt i fondets valutakurv var avkastningen -12,0 prosent fordi pundet svekket seg mot valutakurven.

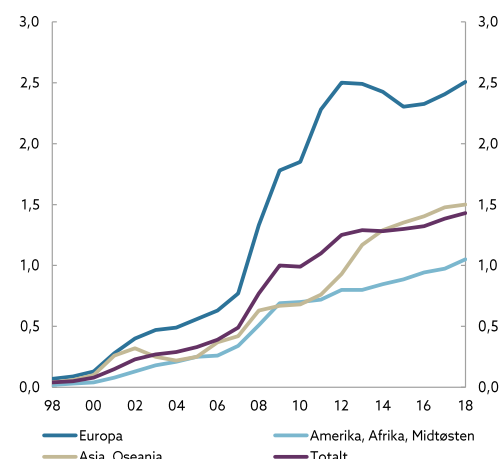
Investeringene i Asia og Oseania fikk en avkastning på -13,4 prosent og sto for 22,2 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Utenom Japan var avkastningen i regionen -13,8 prosent. Avkastningen for japanske aksjer

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



Kilde: FTSE, Norges Bank Investment Management

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



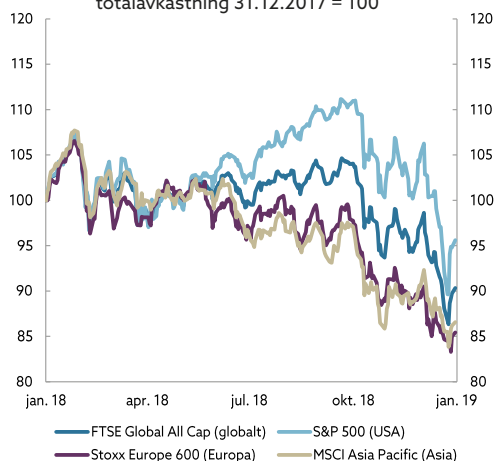
Kilde: FTSE, Norges Bank Investment Management

var -17,1 prosent i yen i 2018. Målt i fondets valutakurv var avkastningen -12,7 prosent grunnet at yen styrket seg mot valutakurven. Japanske aksjer utgjorde 8,9 prosent av aksjeinvesteringene og var fondets tredje største enkeltmarked.

10,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer var plassert i fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder. Avkastningen for kinesiske aksjer var på -16,9 prosent i 2018 i lokal valuta, tilsvarende -19,1 prosent i valutakurven. Kinesiske aksjer utgjorde 3,6 prosent av fondets aksjeinvesteringer og var det største enkeltmarkedet innen fremvoksende markeder.

Deretter fulgte Taiwan med 1,6 prosent av fondets aksjeinvesteringer og India med 1,2 prosent. Avkastningen for fondets investeringer i Taiwan og India var på henholdsvis -6,2 prosent og -4,9 prosent i lokal valuta. Målt i fondets valutakurv var avkastningen henholdsvis -6,8 prosent og -10,8 prosent.

Figur 9 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2017 = 100



Kilde: Bloomberg

Tabell 10 Avkastning på fondets største aksjeinvesteringer i 2018. Fordelt etter land. Prosent

Land	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av aksjeinvesteringene
USA	-3,0	-5,4	38,8
Storbritannia	-12,0	-8,9	9,4
Japan	-12,7	-17,1	8,9
Frankrike	-13,7	-11,6	5,1
Tyskland	-18,3	-16,3	4,9
Sveits	-8,1	-9,4	4,5
Kina	-19,1	-16,9	3,6
Canada	-14,5	-9,1	2,2
Australia	-12,9	-5,6	2,1
Sør-Korea	-18,4	-17,1	1,8



Svakest avkastning for industri og materialer

Material- og industriselskaper hadde den svakeste avkastningen i 2018, med en avkastning på henholdsvis -15,5 prosent og -15,4 prosent.

Nedgangen for materialselskaper var drevet av lavere priser for metaller og kjemikalier. Prisfallet var et resultat av økende tilbud samtidig som etterspørselen svekket seg som følge av en svakere konjunktursyklus og uro rundt global handel.

Til tross for at etterspørselen etter industrivarer stort sett holdt seg sterk gjennom året var avkastningen for industriselskaper svak grunnet lavere forventninger til fremtidig etterspørselsvekst. Den lavere vekstforventningen var drevet av global handelsuro og lavere global vekst.

Konsumvareselskaper hadde en avkastning på -12,9 prosent i 2018 og var den tredje svakeste sektoren. Avkastningen var særlig svak for bil- og bildelprodusenter som hadde en avkastning på -24,8 prosent. Også her bidro en svakere konjunktursyklus og global handelsuro. Blant annet falt salget av biler i Kina for første gang på 20 år. I tillegg hadde selskapene i sektoren utfordringer med teknologisk utvikling, reduksjon av klimagassutslipp og en ny europeisk regulering for måling av drivstofforbruk og avgassutslipp.

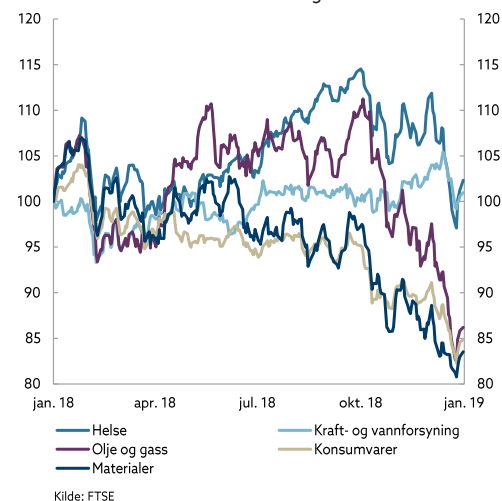
Kun to sektorer hadde positiv avkastning i 2018. Helseselskaper hadde den sterkeste avkastningen i 2018, med en avkastning på 1,8 prosent. Avkastningen var drevet av redusert bekymring for endringer i det amerikanske helsesystemet og god underliggende inntjening.

Tabell 11 Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i 2018. Fordelt etter sektor. Internasjonal valuta. Prosent

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen ¹
Finans	-12,7	23,7
Industri	-15,4	12,9
Teknologi	-5,3	12,6
Konsumvarer	-12,9	11,9
Helse	1,8	11,4
Konsumtjenester	-5,6	10,8
Olje og gass	-9,5	5,9
Materialer	-15,5	5,0
Telekommunikasjon	-8,5	3,0
Kraft- og vannforsyning	1,7	2,8

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

Figur 10 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2017 = 100



Kilde: FTSE

Selskaper innen kraft- og vannforsyning hadde en avkastning på 1,7 prosent. Selskapene i sektoren er mindre sensitive for konjunkturer og uro for global handel enn andre sektorer. Avkastningen i sektoren var derfor relativt god mot slutten av året da de globale aksjemarkedene falt.

De største enkeltinvesteringene

Investeringene i teknologiselskapet Microsoft Corp og konsumvareselskapet Amazon.com Inc bidro mest til fondets avkastning i 2018, fulgt av investeringen i helseselskapet Merck & Co Inc. Fondets største verdifall i et enkeltelskap var i helseselskapet Bayer AG, teknologiselskapet Facebook Inc og konsumvareselskapet Anheuser-Busch InBev SA/NV.

Den største aksjeholdningen i et enkeltelskap var i teknologiselskapet Microsoft Corp. Selskapet sto for 1,2 prosent av fondets aksjeportefølje, og hadde en markedsverdi på 64,7 milliarder kroner ved utgangen av 2018. I tillegg sto tre teknologiselskaper, tre farmasiselskaper, ett konsumvareselskap, ett

olje- og gasselskap og ett finansselskap på listen over fondets ti største aksjeholdninger.

Fondets største prosentvise eierandel i et enkeltelskap i aksjeporteføljen, utenom selskapene definert som børsnoterte eiendomsinvesteringer, var i konsumvareselskapet Lear Corp. Eierandelen på 8,2 prosent hadde en verdi på 5,6 milliarder kroner. Fondet kan ikke eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkeltelskap, med unntak av børsnoterte eiendomsselskaper.

Vi deltok i totalt 180 børsnoteringer i 2018. De største børsnoteringene i markedet som fondet kjøpte aksjer i var i telekomselskapet Softbank Corp, teknologiselskapet China Tower Corp Ltd og konsumtjenesteselskapet Meituan Dianping. Fondets største deltakelse i børsnoteringer var i Softbank Corp, finansselskapet AXA Equitable Holdings Inc og China Tower Corp Ltd.

Berkshire Hathaway

Berkshire Hathaway er et amerikansk holdingselskap innen en rekke virksomheter knyttet til forsikring og reassuransé. Holdingselskapet eier også selskaper med virksomhet knyttet til blant annet jernbanetransport, kjemikalieproduksjon, distribusjon av forbrukervarer, eiendom og batterier. Selskapet har hovedkontor i Omaha, Nebraska, og har mer enn 377 000 ansatte.



Tabell 12 Fondets største aksjebeholdninger per 31. desember 2018. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Microsoft Corp	USA	64 715
Apple Inc	USA	62 740
Alphabet Inc	USA	57 634
Amazon.com Inc	USA	54 771
Nestlé SA	Sveits	53 914
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	51 274
Roche Holding AG	Sveits	39 573
Novartis AG	Sveits	39 494
Berkshire Hathaway Inc	USA	33 423
Johnson & Johnson	USA	29 184
Facebook Inc	USA	27 059
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	27 020
Tencent Holdings Ltd	Kina	26 340
BP Plc	Storbritannia	25 368
JPMorgan Chase & Co	USA	24 913
TOTAL SA	Frankrike	24 780
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Taiwan	23 746
Samsung Electronics Co Ltd	Sør-Korea	23 551
Exxon Mobil Corp	USA	23 377
Linde Plc	USA	22 467

Tabell 13 Fondets største eierandeler i aksjemarkedene per 31. desember 2018. Prosent

Selskap ¹	Land	Eierandel
Lear Corp	USA	8,2
Valeo SA	Frankrike	8,0
Smurfit Kappa Group Plc	Storbritannia	7,0
Akzo Nobel NV	Nederland	6,9
Deutz AG	Tyskland	5,6
Spire Healthcare Group Plc	Storbritannia	5,5
ATM Grupa SA	Polen	5,4
Mersen SA	Frankrike	5,4
DS Smith Plc	Storbritannia	5,4
MHP SE	Ukraina	5,3
Viscofan SA	Spania	5,3
Heidelberger Druckmaschinen AG	Tyskland	5,1
Sato Holdings Corp	Japan	5,1
GrainCorp Ltd	Australia	5,1
Northgate Plc	Storbritannia	5,1
HT&E Ltd	Australia	5,0
Tim SA/Siechnice	Polen	5,0
Workpoint Entertainment PCL	Thailand	5,0
LANXESS AG	Tyskland	5,0
City Lodge Hotels Ltd	Sør-Afrika	5,0

¹ Eksklusive børsnoterte eiendomsinvesteringer.

Novartis

Novartis AG er et sveitsisk helseselskap. Selskapet produserer farmasøytiske- og helserelaterte produkter. Novartis institutt for biomedisinsk forskning har mer enn 6 000 forskere og leger som jobber med å finne nye medisiner. Selskapet har hovedkontor i Basel og mer enn 122 000 ansatte på verdensbasis.



Tabell 14 Regional sammensetning av fondets aksjebeholdninger

Region	Millioner kroner ¹	Prosent
Nord-Amerika	2 243 147	41,0
USA	2 124 610	38,8
Canada	118 537	2,2
Europa	1 864 921	34,0
Storbritannia	512 347	9,4
Frankrike	278 329	5,1
Tyskland	267 986	4,9
Sveits	245 059	4,5
Spania	95 470	1,7
Nederland	94 037	1,7
Sverige	90 114	1,6
Italia	78 247	1,4
Danmark	51 409	0,9
Finland	41 459	0,8
Belgia	34 987	0,6
Asia	1 094 288	20,0
Japan	486 598	8,9
Kina	197 742	3,6
Sør-Korea	96 298	1,8
Taiwan	90 340	1,6
Hong Kong	69 236	1,3
India	64 050	1,2
Oseania	123 695	2,3
Australia	116 938	2,1
Latin-Amerika	84 431	1,5
Brasil	53 451	1,0
Afrika	43 234	0,8
Sør-Afrika	36 781	0,7
Midtøsten	25 043	0,5

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

Tabell 15 Sektorsammensetning av fondets aksjebeholdninger

Sektor	Millioner kroner ¹	Prosent
Finans	1 299 103	23,7
Bank	524 912	9,6
Fast eiendom	288 280	5,3
Forsikring	266 309	4,9
Finanstjenester	219 601	4,0
Industri	708 762	12,9
Industrivarer og -tjenester	592 560	10,8
Bygg og materialer	116 202	2,1
Teknologi	689 838	12,6
Teknologi	689 838	12,6
Konsumvarer	653 764	11,9
Husholdningsvarer og varer til personlig bruk	267 455	4,9
Mat- og drikkevarer	241 557	4,4
Bil og bildeler	144 751	2,6
Helse	626 847	11,4
Helse	626 847	11,4
Konsumtjenester	589 709	10,8
Detaljhandel	312 757	5,7
Reise og fritid	154 347	2,8
Medier	122 605	2,2
Olje og gass	320 756	5,9
Olje og gass	320 756	5,9
Materialer	271 304	5,0
Kjemikalier	150 430	2,7
Råvarer	120 874	2,2
Telekommunikasjon	163 344	3,0
Telekommunikasjon	163 344	3,0
Kraft- og vannforsyning	155 333	2,8
Kraft- og vannforsyning	155 333	2,8

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

God avkastning for eiendom

Fondets investeringer i unotert eiendom ga en avkastning på 7,5 prosent i 2018 og utgjorde 3,0 prosent av fondet ved utgangen av året. Børsnoterte eiendomsinvesteringer hadde en avkastning på -10,3 prosent i 2018.

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

Fondets samlede strategi for eiendom består av både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer, og utgjør eiendomsforvaltningen. Samlet verdi utgjorde 327 milliarder kroner ved utgangen av 2018.

Unoterte eiendomsinvesteringer

Vi investerte totalt 12,7 milliarder kroner i unotert eiendom i 2018, mot 14,8 milliarder kroner i 2017. Investeringene hadde en markedsverdi på 246 milliarder kroner, som tilsvarer 3,0 prosent av fondet ved utgangen av året. Som andel av eiendomsforvaltningen utgjorde unoterte eiendomsinvesteringer 75,1 prosent.

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

Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 3,6 prosentpoeng i 2018 målt i lokal valuta. Driftskostnader består av renter på ekstern gjeld, skatter, faste forvaltningshonorarer, kostnader i operative driftsselskaper og kostnader i datterselskaper.

Verdiendring på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 4,1 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendringer består av realiserede gevinster og tap, verdiendringer for eiendommene, ekstern gjeld og andre eiendeler og gjeld og variable forvaltningshonorarer.

Tabell 16 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. desember 2018. Millioner kroner

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	246 013
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	81 358
Samlede eiendomsinvesteringer	327 371

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer.

Transaksjonskostnader bidro negativt med -0,2 prosentpoeng. Valutasvingninger hadde en negativ påvirkning på resultatet med -0,1 prosentpoeng for året, som følge av ulik valutasammensetning i eiendomsporteføljen og fondets valutakurv.

Eiendomsinvesteringene i Europa hadde en avkastning på 7,5 prosent målt i lokal valuta, og sto for 50,7 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Veksten i leieprisene for kontoreiendom i Frankrike og Tyskland tiltok i 2018, mens leieprisene i Storbritannia var mer stabile. Innen detaljhandel var det noen utfordringer i markedet, men de eksklusive handlegatene fortsatte å være det beste segmentet innen detaljhandel på grunn av en lav andel ledige lokaler og stabile leiepriser.

Eiendomsinvesteringene i USA hadde en avkastning på 7,8 prosent målt i lokal valuta, og sto for 47,8 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Leieprisene for amerikanske kontorlokaler av høy kvalitet

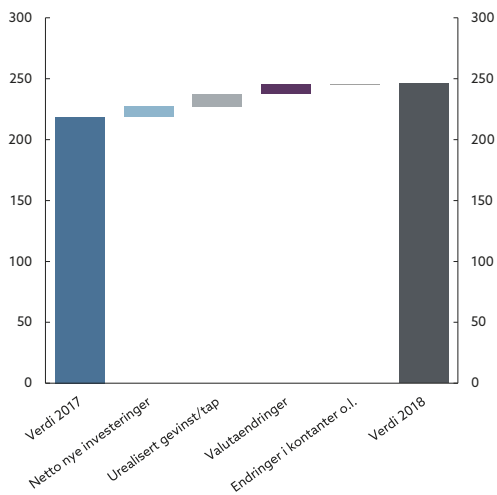
fortsatte å stige i 2018, men veksttempoet var lavere enn i tidligere år. Fondets fire strategiske byer gjorde det relativt bra, med San Fransisco som beste by. Transaksjonsvolumet for kontorlokaler økte noe i USA, selv om bildet ikke var ensartet mellom byene.

Eiendomsinvesteringene i Asia hadde en avkastning på 3,4 prosent målt i lokal valuta, og sto for 1,5 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer ved utgangen av året. Markedet for handelslokaler av høy kvalitet i Tokyo hadde stabile leiepriser og en noe høyere andel ledige lokaler. Markedet for kontorlokaler hadde en rekordlav andel ledige lokaler i 2018, samt økende leiepriser.

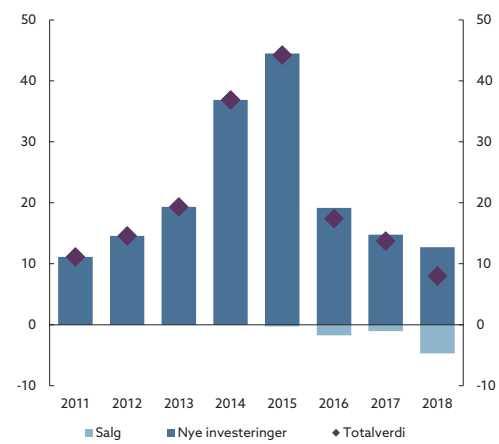
Tabell 17 Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer

	Siden 01.04.2011	2018	2017	2016	2015	2014
Leieinntekter (prosentpoeng)	3,9	3,6	3,7	3,7	4,1	4,4
Verdiendringer (prosentpoeng)	3,6	4,1	3,8	0,7	6,7	7,1
Transaksjonskostnader (prosentpoeng)	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8
Resultat av valutajusteringer (prosentpoeng)	0,0	-0,1	0,1	-2,5	0,1	-1,0
Totalt (prosent)	6,4	7,5	7,5	1,7	10,8	9,6

Figur 11 Endringer i markedsverdien for fondets unoterte eiendomsinvesteringer i 2018. Milliarder kroner



Figur 12 Årlige investeringer i unotert eiendom. Milliarder kroner

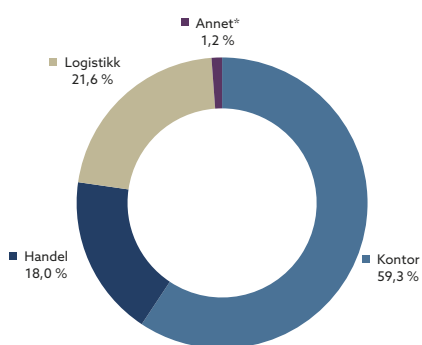


Tabell 18 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer. Kontor og handel per by per 31. desember 2018

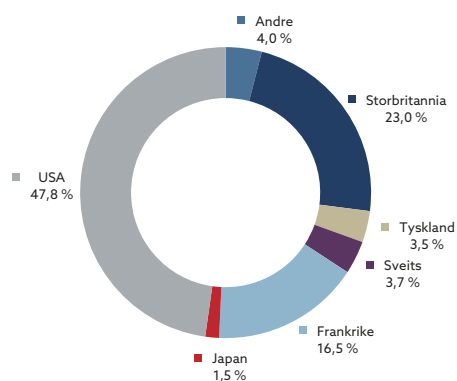
By	Prosent
London	23,0
New York	20,3
Paris	19,3
Boston	10,4
Washington, D.C.	6,3
San Francisco	6,0
Zürich	4,7
Sheffield	3,0
Tokyo	1,9
Berlin	1,6

Tabell 19 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer. Logistikk per land per 31. desember 2018

Land	Prosent
USA	61,5
Storbritannia	12,1
Frankrike	6,4
Spania	3,9
Nederland	3,7
Tsjekkia	2,8
Polen	2,7
Italia	2,5
Tyskland	1,7
Ungarn	1,4

Figur 13 Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter sektor per 31. desember 2018. Prosent


*Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer

Figur 14 Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter land per 31. desember 2018. Prosent

Tabell 20 Nye investeringer i 2018

Adresse	By	Partner	Sektor	Eierandel Prosent	Valuta	Pris Millioner
Logistikkeiendom i California	San Francisco	Prologis	Logistikk	45	USD	29,1
30 Warwick Street	London	The Crown Estate	Kontor	25	GBP	28,8
Logistikkeiendom i California	Orange County	Prologis	Logistikk	45	USD	25,4
501 Boylston Street	Boston	TH Real Estate	Kontor og handel	49,9	USD	290,9
60 Holborn Viaduct	London	-	Kontor og handel	100	GBP	321,3
Logistikkeiendom og tilgrensende tomt i Pennsylvania	Carlisle	Prologis	Logistikk	45	USD	39,7
Logistikkeiendom i Washington	Seattle	Prologis	Logistikk	45	USD	29,3
121 Seaport Boulevard	Boston	American Realty Advisors	Kontor	45	USD	204,8
54-56 rue la Boétie	Paris	-	Kontor	100	EUR	415,5
79 avenue des Champs-Élysées ¹	Paris	-	Kontor	100	EUR	613,0

¹ Vi har signert kjøpsavtale. Fullt beløp vil bli betalt ved overtakelse, forventet i 4. kvartal 2019.



121 Seaport Boulevard, Boston



79 Champs Elysées, Paris



60 Holborn Viaduct, London



54-56 rue La Boétie, Paris



Utvidet informasjon om unoterte eiendomsinvesteringer

Se egen publikasjon om fondets unoterte eiendomsinvesteringer for mer informasjon. Publikasjonen er tilgjengelig på våre nettsider www.nbim.no fra publiseringsdato.

Børsnotert eiendom

Børsnoterte eiendomsinvesteringer hadde en avkastning på -10,3 prosent i 2018. Investeringene hadde en markedsverdi på 81 milliarder kroner ved utgangen av året og utgjorde 1,0 prosent av fondet. Som andel av eiendomsforvaltningen utgjorde børsnotert eiendom 24,9 prosent.

Investeringene i børsnoterte eiendomsselskaper har eksponering mot eiendommer av høy kvalitet i attraktive byer og sektorer globalt, og kunne vært en naturlig del av den unoterte eiendomsporteføljen. Den børsnoterte eiendomsporteføljen er hovedsakelig satt sammen av selskaper med underliggende eksponering

mot de samme byene og sektorene som den unoterte eiendomsporteføljen. Kontorsegmentet utgjør omkring halvparten av porteføljen.

De børsnoterte eiendomsinvesteringene besto av sju amerikanske, seks britiske, to tyske, ett fransk og ett svensk selskap. Fondets eierandel i det børsnoterte eiendomsselskapet Shaftesbury Plc var 24,6 prosent ved utgangen av 2018, og er det eneste børsnoterte selskapet i porteføljen der fondet eier mer enn 10 prosent.

Tabell 21 Fondets eierandeler og beholdninger for de børsnoterte eiendomsinvesteringene per 31. desember 2018. Eierandeler i prosent og beholdning i millioner kroner

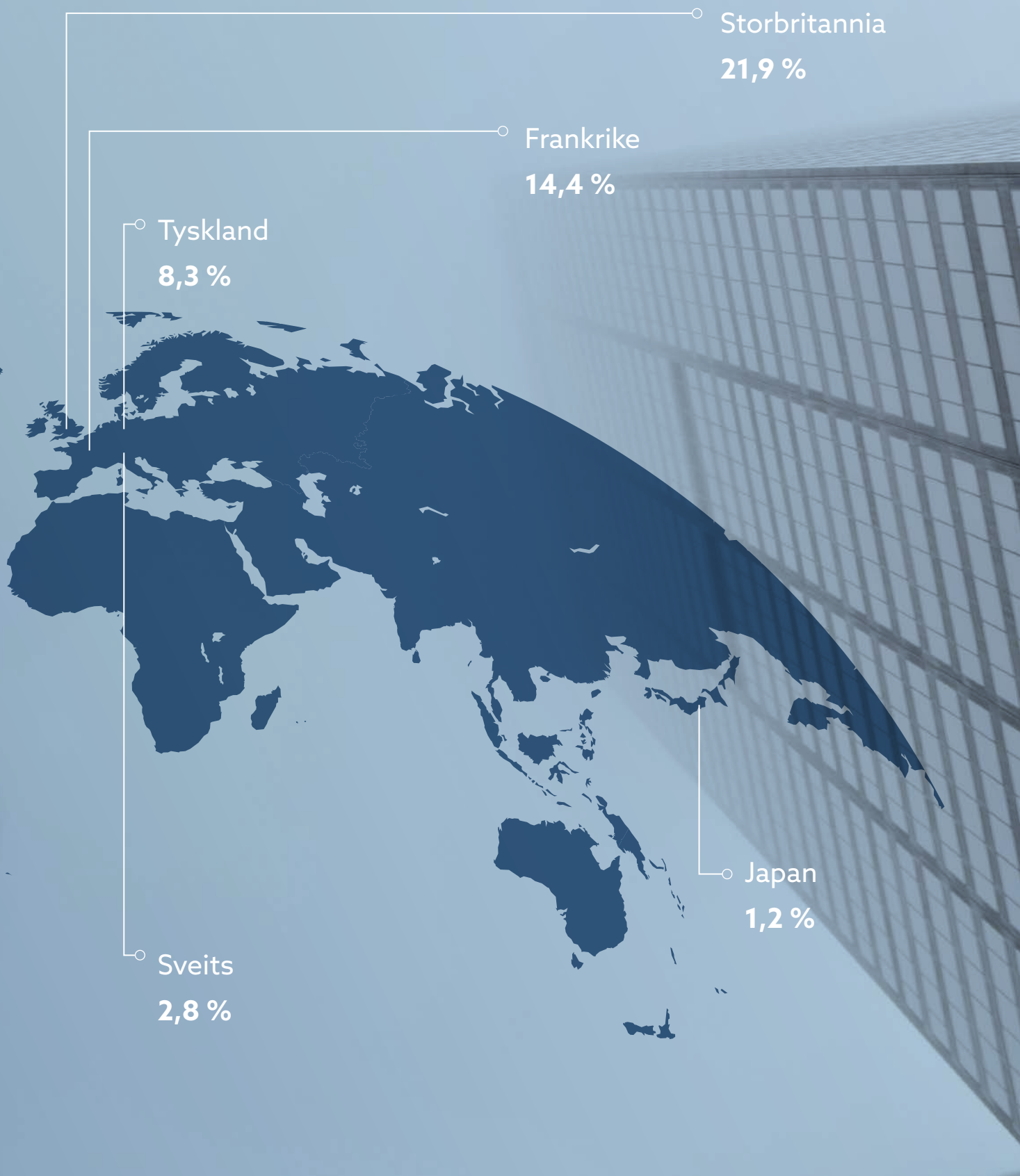
Selskap	Land	Eierandel	Beholdning
Shaftesbury Plc	Storbritannia	24,6	6 913
Great Portland Estates Plc	Storbritannia	9,6	1 946
Vornado Realty Trust	USA	9,5	9 684
Gecina SA	Frankrike	9,3	7 955
Paramount Group Inc	USA	8,3	2 134
Capital & Counties Properties Plc	Storbritannia	7,9	1 703
Vonovia SE	Tyskland	7,7	15 638
Land Securities Group Plc	Storbritannia	7,3	4 806
Deutsche Wohnen SE	Tyskland	7,2	10 195
Svenska Cellulosa AB SCA	Sverige	7,2	3 408
Boston Properties Inc	USA	6,9	10 318
JBG SMITH Properties	USA	6,1	2 211
Federal Realty Investment Trust	USA	6,1	4 569
Kilroy Realty Corp	USA	6,0	3 268
Derwent London Plc	Storbritannia	5,7	1 997
Equity Residential	USA	5,1	10 755
British Land Co Plc/The	Storbritannia	5,0	2 828

Eiendomsinvesteringene

Andel av markedsverdi

USA
47,9 %

Andre land
3,6 %



Svak oppgang for renter

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 0,6 prosent i 2018. Det var mer volatilitet i rentemarkedene sammenlignet med året før.

Renteinvesteringene utgjorde 30,7 prosent av fondet ved utgangen av året. Investeringene besto hovedsakelig av obligasjoner, i tillegg til kortsiktige rentepapirer og bankinnskudd. Den amerikanske tiårsrenten steg inntil november. Økt markedsuro bidro deretter til at den falt til nivåer ikke veldig mye høyere enn ved inngangen til året. Gjennom året steg korte amerikanske renter mer enn lange.

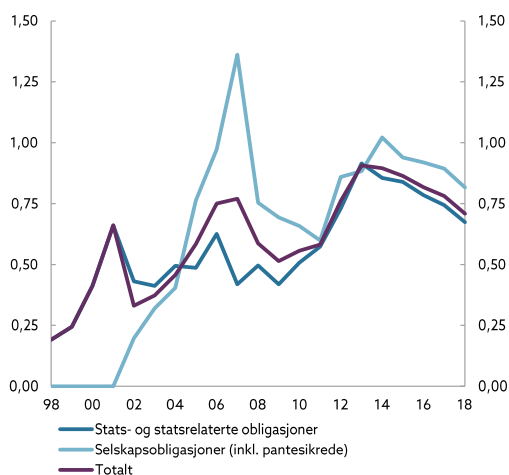
Best avkastning i utviklede markeder

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 1,5 prosent i fjor og utgjorde 56,6 prosent av renteinvesteringene. Statsobligasjoner i utviklede markeder, som utgjorde 47,7 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 2,2 prosent.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 0,8 prosent i amerikanske dollar, 3,4 prosent målt i valutakurven, og utgjorde 21,4 prosent av renteinvesteringene. Dette var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Et sterkt arbeidsmarked kombinert med inflasjon rundt to-prosentmålet førte til at den amerikanske sentralbanken hevet styringsrenten med 0,25 prosentpoeng fire ganger i løpet av året. Samtidig fortsatte sentralbanken nedbyggingen av verdipapirbeholdningen.

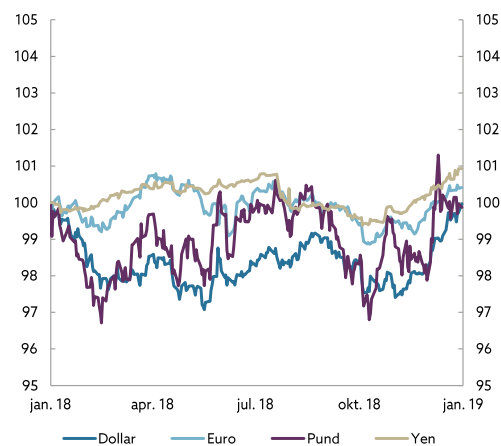
Euro-denominerte statsobligasjoner fikk en avkastning på 1,7 prosent i euro, -0,7 prosent i valutakurven, og utgjorde 11,0 prosent av renteinvesteringene. Den gode økonomiske veksten i eurosonen i 2017 ble etterfulgt av

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



Kilde: Bloomberg Barclays Indices, Norges Bank Investment Management

Figur 16 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2017 = 100



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

svakere vekst i 2018. Takten på de kvantitative lettelsene ble likevel redusert gjennom året, og programmet ble avsluttet i desember. Rente-påslaget på italienske statsobligasjoner økte betydelig i løpet av året, og hadde en negativ innvirkning på avkastningen.

Britiske statsobligasjoner, som utgjorde 2,6 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 0,4 prosent i britiske pund, -3,0 prosent i valutakurven. Den britiske sentralbanken hevet i løpet av året renten for andre gang siden finanskrisen.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 9,2 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 0,6 prosent i yen og 5,9 prosent i valutakurven. Den japanske sentralbanken fortsatte med store aktivkjøp gjennom året, med formål å holde tiårs renter stabilt rundt 0 prosent.

Den sterke dollaren og høyere amerikanske renter bidro til uro i fremvoksende markeder. Statsobligasjoner i fremvoksende markeder, som utgjorde 8,9 prosent av renteinvesteringene, fikk i 2018 en avkastning på -2,9 prosent.

Realrenteobligasjoner, som alle er utstedt av stater, fikk en avkastning på -0,4 prosent og utgjorde 5,5 prosent av renteinvesteringene. Inflasjonsforventningene priset inn i realrenteobligasjonsmarkedet endret seg lite i løpet av året.

Tabell 22 Avkastning på fondets største obligasjonsbeholdninger i 2018. Fordelt etter valuta. Prosent

Valuta	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av renteinvesteringene
Amerikanske dollar	2,3	-0,2	45,7
Euro	-1,6	0,8	26,3
Japanske yen	5,8	0,5	10,1
Britiske pund	-3,8	-0,3	4,3
Kanadiske dollar	-4,3	1,8	3,7
Australske dollar	-3,5	4,5	2,5
Sørkoreanske won	3,2	4,9	1,7
Meksikanske peso	3,1	1,2	1,6
Sveitsiske franc	1,9	0,5	1,1
Brasilianske real	-4,0	9,4	0,9

Fondet var også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau, Canada Mortgage & Housing Corp og European Investment Bank. Beholdningen av slike obligasjoner fikk en avkastning på -1,1 prosent og sto for 13,3 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

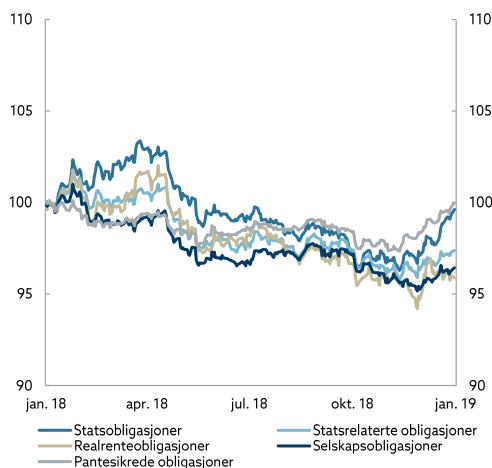
Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på -0,4 prosent og utgjorde 24,1 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året. Rentepåslaget på selskapsobligasjoner globalt ble betydelig høyere gjennom året, noe som hadde negativ innvirkning på avkastningen.

De pantesikrede obligasjonene, som i hovedsak besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på -0,9 prosent. Pantesikrede obligasjoner utgjorde 5,6 prosent av fondets renteinvesteringer.

Endringer i beholdningen av rentepapirer

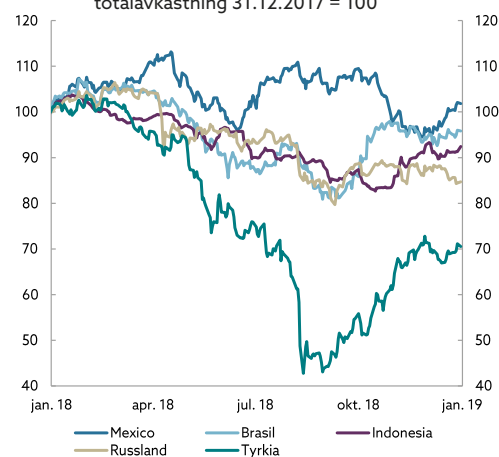
I 2018 økte markedsverdien av fondets renteinvesteringer mest i statsobligasjoner utstedt av Japan, USA og Sør-Afrika. Fondets største markedsverdireduksjon var i statsobligasjoner utstedt av Frankrike, Tyskland og India. Amerikansk statsgjeld sto for den største beholdningen av obligasjoner fra en enkeltutsteder, fulgt av statsgjeld fra Japan og Tyskland.

Figur 17 Kursutviklingen for ulike typer obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2017 = 100



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Figur 18 Kursutviklingen for statsobligasjoner utstedt i et utvalg av fremvoksende økonomiers valutaer. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2017 = 100



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Tabell 23 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i 2018. Fordelt etter sektor i internasjonal valuta. Prosent

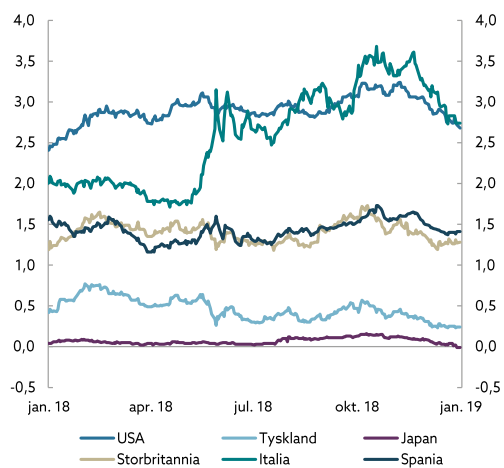
Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	1,5	56,6
Statsrelaterte obligasjoner ²	-1,1	13,3
Realrenteobligasjoner ²	-0,4	5,5
Selskapsobligasjoner	-0,4	24,1
Pantesikrede obligasjoner	-0,9	5,6

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

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

Tabell 24 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2018. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	638 715
Japanske stat	Japan	237 179
Tyske stat	Tyskland	106 116
Britiske stat	Storbritannia	64 844
Franske stat	Frankrike	47 998
Sørkoreanske stat	Sør-Korea	43 366
Meksikanske stat	Mexico	42 594
Spanske stat	Spania	41 388
Italienske stat	Italia	36 517
Australske stat	Australia	36 399
Canada Mortgage & Housing Corp	Canada	31 785
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	27 475
Indonesiske stat	Indonesia	25 114
Brasilianske stat	Brasil	23 284
Sørafrikanske stat	Sør-Afrika	21 139
European Investment Bank	Internasjonal organisasjon	19 530
Sveitsiske stat	Sveits	18 757
Kanadiske stat	Canada	18 275
Indiske stat	India	17 007
Malaysiske stat	Malaysia	16 958

Figur 19 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent


Kilde: Bloomberg

Tabell 25 Valutasammensetning av fondets obligasjonsbeholdninger

Valuta	Millioner kroner ¹	Prosent
Amerikanske dollar	1 157 451	45,7
Euro	666 827	26,3
Japanske yen	256 250	10,1
Britiske pund	109 355	4,3
Kanadiske dollar	93 096	3,7
Australske dollar	63 304	2,5
Sørkoreanske won	43 299	1,7
Meksikanske peso	40 599	1,6
Sveitsiske franc	28 668	1,1
Brasilianske real	23 284	0,9
Indonesiske rupiah	23 278	0,9
Svenske kroner	23 232	0,9
Sørafrikanske rand	21 088	0,8
Indiske rupi	17 089	0,7
Malaysiske ringgit	16 958	0,7
Singapore dollar	15 693	0,6
Danske kroner	12 771	0,5
Russiske rubler	10 649	0,4
Colombianske peso	9 649	0,4
New Zealand dollar	8 216	0,3
Polske zloty	6 034	0,2
Filippinske peso	5 065	0,2
Tyrkiske lira	2 966	0,1
Thailandske baht	2 088	0,1
Kinesiske yuan	1 974	0,1
Chilenske peso	966	0,0

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

Tabell 26 Sektorfordeling av fondets beholdning i obligasjoner

Sektor	Millioner kroner ¹	Prosent
Statsobligasjoner	1 433 456	56,6
Statsobligasjoner	1 433 456	56,6
Statsrelaterte obligasjoner	336 579	13,3
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	159 691	6,3
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	110 036	4,3
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	57 409	2,3
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	9 443	0,4
Realrenteobligasjoner	139 396	5,5
Realrenteobligasjoner	139 396	5,5
Selskapsobligasjoner	609 314	24,1
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	313 046	12,4
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	252 867	10,0
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	43 401	1,7
Pantesikrede obligasjoner	141 105	5,6
Obligasjoner med fortrinnsrett	141 105	5,6

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

4

Forvaltningen

Lavere avkastning enn referanseindeksen

Vi søker å utnytte fondets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse for å skape høy avkastning med akseptabel risiko. I 2018 var fondets samlede avkastning 0,30 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksen.

Avkastningen på fondets investeringer kan sammenlignes med avkastningen på fondets referanseindeks som er fastsatt av Finansdepartementet og sammensatt av globale indekser for aksjer og obligasjoner. Aksjedelen av indeksen tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen, som besto av 7 616 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2018. Obligasjonsdelen av indeksen tar utgangspunkt i indekser fra Bloomberg Barclays Indices, bestående av 14 203 obligasjoner fra 2 407 utstedere.

Ved utgangen av 2018 var fondet investert i 9 158 børsnoterte aksjeselskaper, inkludert børsnoterte eiendomsselskaper, og 4 811 obligasjoner fra 1 254 utstedere. I tillegg var fondet investert i 737 unoterte eiendommer. Fondets allokering til eiendom er finansiert med salg av aksjer og obligasjoner tilpasset valutaen som eiendomsinvesteringen gjøres i. Referanseindeksen for aksje- og renteforvaltningen er derfor justert for det vi faktisk har solgt for å finansiere eiendomsinvesteringene. Dette muliggjør en nøyaktig måling av den relative avkastningen for alle de tre aktivaklassene.

I 2018 var fondets samlede avkastning 0,30 prosentpoeng lavere enn avkastningen på fondets referanseindeks. Fondets relative avkastning har siden 1998 vært 0,25 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen, for de siste ti årene 0,58 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,03 prosentpoeng høyere. Aksjeforvaltningen og renteforvaltningen hadde i 2018 relativ avkastning på henholdsvis -0,69 og -0,01 prosentpoeng målt mot deres referanseindekser.

Referanseporteføljer for aksjer og renter

Vi setter sammen en referanseportefølje som er bedre tilpasset fondets særtrekk enn referanseindeksen til Finansdepartementet. Denne referanseporteføljen er utgangspunktet for fondets investeringer. Formålet med referanseporteføljen er å oppnå et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko i fondet på lang sikt, innenfor rammene i mandatet for forvaltningen. Vi søker å oppnå en diversifisert referanseportefølje ved å inkludere flere markeder og markedssegmenter, og å forbedre avkastningen ved å inkludere eksponering mot systematiske faktorstrategier.

Den interne referanseporteføljen for aksje-forvaltningen fikk en avkastning på -8,98 prosent i 2018. Avkastningen var 0,18 prosentpoeng lavere enn aksjedelen til referanseindeksen. Dette bidro med -0,12 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Referanseporteføljen var bredere investert i kinesiske aksjer enn referanseindeksen, og det bidro negativt. En høyere andel i små selskaper bidro også negativt.

Renteforvaltningens interne referanseportefølje hadde en avkastning på 0,22 prosent i 2018. Avkastningen var 0,34 prosentpoeng lavere enn obligasjonsdelen av referanseindeksen og bidro med -0,10 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Referanseporteføljen hadde allokering til fremvoksende land utenfor referanseindeksen, og det bidro negativt til den relative avkastningen.

Avkastning i forhold til referanseporteføljen

Aksjeforvaltningen måles mot aksjedelen av referanseporteføljen. Aksjeforvaltningens avkastning var 0,51 prosentpoeng lavere enn referanseporteføljen i 2018, og bidro med -0,35

prosentpoeng til fondets relative avkastning. Investeringer i sektorene finans og konsumvarer bidro mest negativt til den relative avkastningen. Blant de ulike landene som fondet var investert i, bidro aksjer i USA mest negativt til den relative avkastningen. Fondet hadde også en høyere andel investert i verdiselskaper enn referanseporteføljen. Verdiselskaper hadde i 2018 en svakere avkastning enn markedet som helhet, og bidro derfor negativt til den relative avkastningen.

Renteforvaltningen blir sammenlignet med obligasjonsdelen av referanseporteføljen. Renteforvaltningens avkastning var 0,33 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljen i 2018. Bidraget til fondets relative avkastning var 0,10 prosentpoeng. En lavere andel selskapsobligasjoner i porteføljen sammenlignet med referanseporteføljen bidro positivt.

Fondets samlede strategi for eiendom består av både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Den relative avkastningen for eiendomsforvaltningen er avkastningsforskjellen mellom avkastningen på fondets samlede eiendomsinvesteringer og avkastningen på de obligasjonene og aksjene vi har solgt for å finansiere disse.

Vi investerer i eiendom for å forbedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Eiendomsforvaltningen bidro med 0,19 prosentpoeng til fondets relative avkastning. De unoterte eiendomsinvesteringene ga et positivt bidrag på 0,24 prosentpoeng til fondets meravkastning i 2018. Fondets eiendommer i USA, med en avkastning på 7,8 prosent målt i lokal valuta, ga det største bidraget. De børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde et negativt bidrag på -0,05 prosentpoeng.

Vi rapporterer avkastning for unotert eiendom hvert kvartal og hvert år, men lengre tidsintervaller gir et bedre bilde av eiendommenes utvikling. Siden fondets første unoterte eiendomsinvestering og frem til utgangen av 2016 var årlig avkastning på de unoterte eiendomsinvesteringene 6,0 prosent. I denne perioden ble eiendomsinvesteringene finansiert ved salg av obligasjoner. Årlig avkastning på obligasjonsinvesteringene var 4,4 prosent i tilsvarende periode. Fra 2017 ble unotert eiendom finansiert med salg av aksjer og obligasjoner. I 2018 ga denne referanseindeksen en avkastning på -2,1 prosent, sammenlignet med avkastningen for unotert eiendom på 7,5 prosent.

Bidrag til relativ avkastning

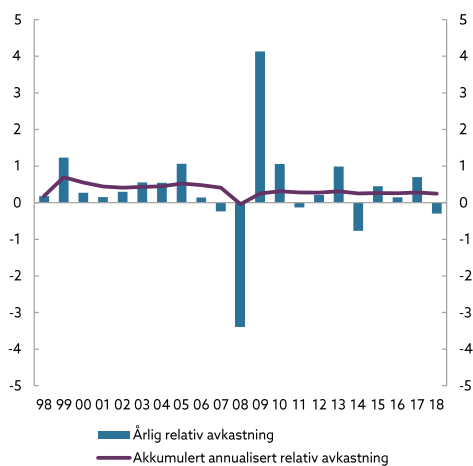
I forvaltningen av fondet bruker vi flere ulike investeringsstrategier. Investeringsstrategiene er gruppert i hovedstrategiene allokering, verdipapirseleksjon og markedseksposering. Allokeringsstrategien skal forbedre fondets markeds- og risikoeksponering på sikt ved å sette sammen en referanseportefølje som er bedre tilpasset fondets særtrekk enn referanseindeksen. Den bidro med -0,24 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2018. Verdipapirseleksjonsstrategien er selskapsanalyser som skal forbedre avkastningen, gi fundamental innsikt i fondets største investeringer og bidra til fondets rolle som en ansvarlig og aktiv eier. Den bidro med -0,04 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2018. Markedseksposeringsstrategien består av systematiske strategier og utlån av verdipapirer. Den bidro med -0,01 prosentpoeng.

Aksjeinvesteringenes relative avkastning var -0,69 prosentpoeng og renteinvesteringenes relative avkastning var 0,00 prosentpoeng i 2018.

Den relative avkastningen til fondet kan også brytes ned på aktivaklasser, der børsnoterte eiendomsinvesteringer er inkludert i aksjeinvesteringene og investeringene i unotert eiendom måles mot referanseindeksen fastsatt av Finansdepartement. Brutt ned på den måten bidro aksjeinvesteringene med -0,48 prosentpoeng, renteinvesteringene med 0,00 prosentpoeng og de unoterte eiendomsinvesteringene med 0,34 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Allokeringseffekten mellom aktivaklassene var -0,16 prosentpoeng.

Tabell 27 Relativ avkastning. Prosentpoeng

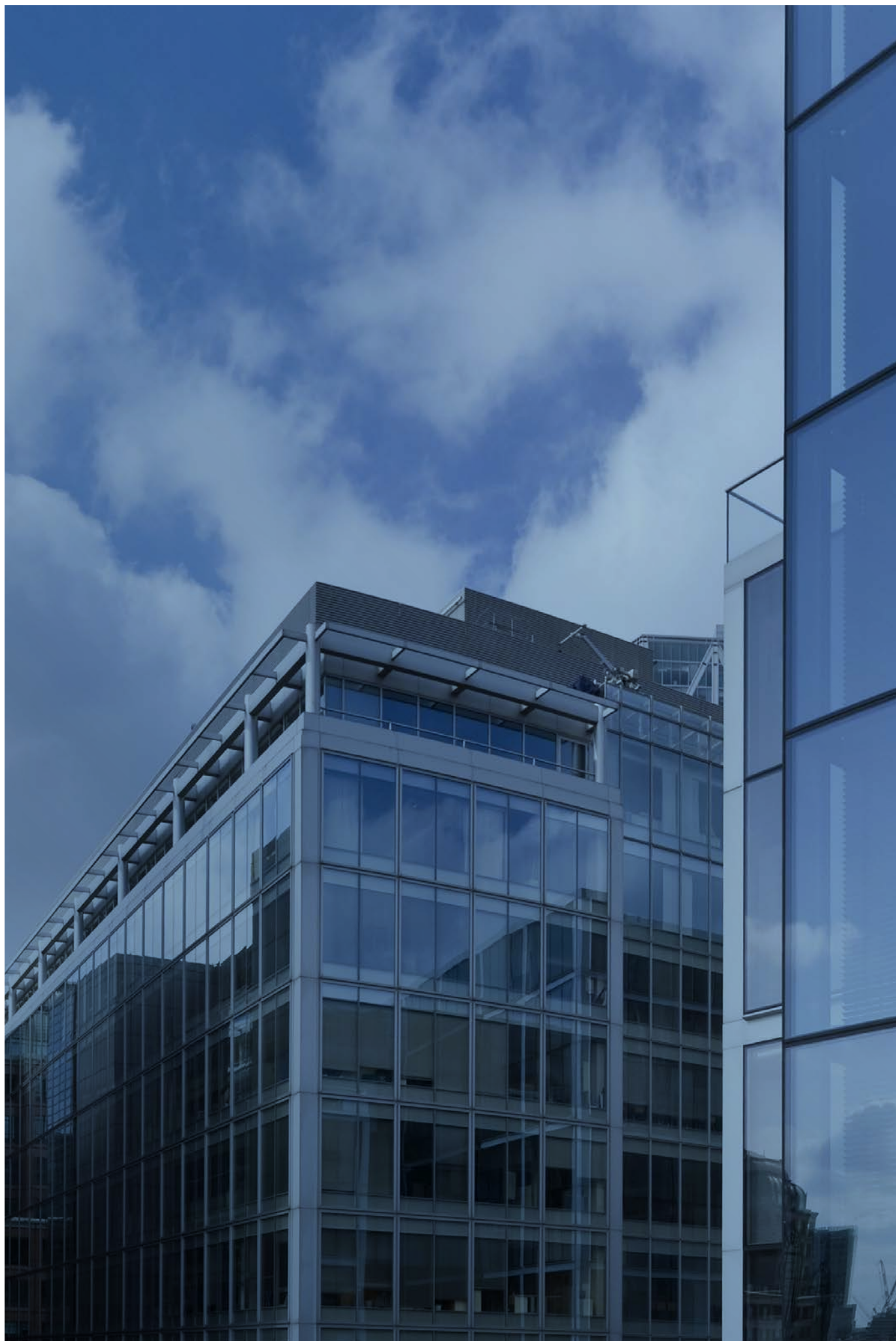
	2018
Fondet	-0,30
Aksjeinvesteringene	-0,69
Renteinvesteringene	0,00

Figur 20 Årlig relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning på fondet. Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016. Prosentpoeng**Tabell 28** Relativ avkastning for fondets forvaltning. Prosentpoeng

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

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

² Målt mot faktisk finansiering.



Tabell 29 Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning i 2018. Prosentpoeng

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	-0,32	-0,10	0,19	-0,01	-0,24
Intern referanseportefølje	-0,12	-0,10			-0,22
herav systematiske faktorer	-0,05				-0,05
Allokeringsbeslutninger	-0,20	-0,01	0,00	-0,01	-0,21
Eiendom			0,19		0,19
Unotert eiendom			0,24		0,24
Notert eiendom			-0,05		-0,05
Verdipapirseleksjon	-0,10	0,06			-0,04
Intern verdipapirseleksjon	-0,14	0,06			-0,09
Ekstern verdipapirseleksjon	0,05				0,05
Markedseksponeering	-0,06	0,04			-0,01
Posisjonering	-0,02	0,02			0,01
Systematiske faktorer	-0,09	0,01			-0,08
Utlån av verdipapirer	0,04	0,02			0,06
Totalt	-0,47	0,00	0,19	-0,01	-0,30

65

Tabell 30 Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning fra 2013 til 2018. Annualisert. Prosentpoeng

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	-0,07	-0,10	0,04	0,02	-0,10
Intern referanseportefølje	-0,01	-0,09		0,00	-0,11
herav systematiske faktorer	0,01				0,01
Allokeringsbeslutninger	-0,05	0,00	0,00	0,02	-0,03
Eiendom			0,04		0,04
Unotert eiendom			0,05		0,05
Notert eiendom			-0,01		-0,01
Verdipapirseleksjon	0,10	0,01			0,10
Intern verdipapirseleksjon	0,00	0,01			0,00
Ekstern verdipapirseleksjon	0,10	0,00			0,10
Markedseksponeering	0,10	0,08		0,01	0,18
Posisjonering	0,06	0,07		0,01	0,14
Systematiske faktorer ¹	-0,02	0,00			-0,02
Utlån av verdipapirer	0,05	0,01			0,06
Totalt	0,13	-0,01	0,04	0,03	0,18

¹ Systematiske faktorer under Markedseksponeering er ny delstrategi i 2018.

Store svingninger i markedsverdien

Fondets verdi kan svinge mye. I 2018 var laveste markedsverdi 7 952 milliarder kroner 23. mars, mens høyeste var 29. august på 8 740 milliarder kroner.

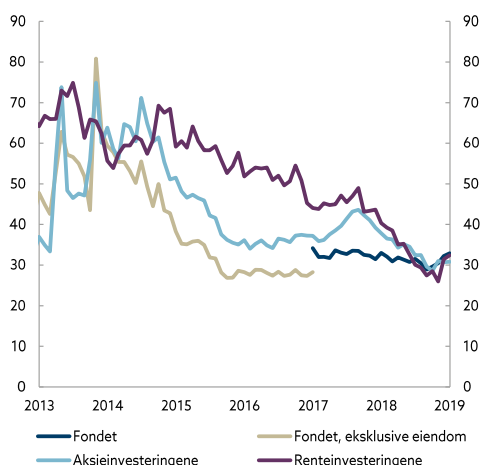
Sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer, kredittrisikopåslag og eiendomsverdier bestemmer fondets markedsrisiko. Det finnes ingen enkeltmål eller analyse som fullt ut kan beskrive fondets markedsrisiko. Derfor bruker vi ulike måltall og risikoanalyser,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

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

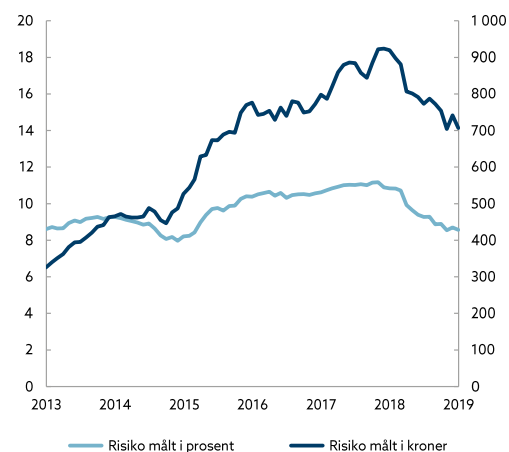
Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av 2018 var fondets forventede absolutte volatilitet på 8,6 prosent, eller om lag 710 milliarder kroner, mot 10,8 prosent året før. Nedgangen skyldes hovedsakelig mindre prissvingninger i markedene de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2017.

Vi investerer i eiendom for å skape en bedre diversifisert portefølje. Vi forventer at eiendomsinvesteringene ikke vil ha samme

Figur 21 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



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



avkastningsprofil som aksjer eller obligasjoner, verken på kort eller lengre sikt. Den relative risikoen dette innebærer, vil gi utslag i beregningene av forventet relativ volatilitet i forvaltningen. Siden det ikke finnes daglige priser for de unoterte eiendomsinvesteringene våre, bruker vi en modell levert av MSCI for å beregne risikoen for de unoterte eiendomsinvesteringene fondet har.

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

Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen på fondet og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den på 1,37 prosentpoeng.

Relative eksponeringer

Fondet er posisjonert forskjellig fra fondets referanseindeks langs dimensjoner som valuta, sektorer, land, regioner, enkeltaksjer og enkeltutstedere av obligasjoner. I aksjeforføljen hadde fondet ved utgangen av 2018 en høyere andel aksjer som var mer volatile enn gjennomsnittet i referanseindeksen, og en høyere andel småselskaper enn referanseindeksen. Aksjeforføljen hadde også større allokering til kinesiske aksjer sammenlignet med referanseindeksen, samt en allokering til land utenfor referanseindeksens univers. Innenfor renteforføljen hadde fondet betydelige relative valutaeksponeringer i fremvoksende markeder. Renteforføljen hadde mindre kreditt og kortere durasjon enn referanseindeksen. Kortere durasjon gjør at fondet generelt er mindre følsomt for endringer i rentenivåene enn referanseindeksen.

Tabell 31 Risiko og eksponering for fondet

Grenser fastsatt av Finansdepartementet		31.12.2018
Allokering	Aksjeforføljen 50 - 80 prosent av fondet ¹	66,2
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	3,0
	Obligasjonsporteføljen 20 - 50 prosent av fondet ¹	32,2
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,3
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	2,2
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeforføljen ²	9,6

¹ Derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen.

² Eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskaper er unntatt fra dette.

Fondet hadde 246 milliarder kroner i unoterte eiendomsinvesteringer samt en allokering til børsnoterte eiendomsinvesteringer på 81 milliarder kroner ved utgangen av 2018. Disse eiendomsinvesteringene var finansiert med salg av aksjer og obligasjoner i samme valuta. Alle fondets investeringer, inkludert eiendomsinvesteringene, måles nå mot fondets referanseindeks sammensatt av globale indekser og obligasjoner. Eiendomsinvesteringene utgjorde ved årets slutt en av fondets største relative eksponeringer.

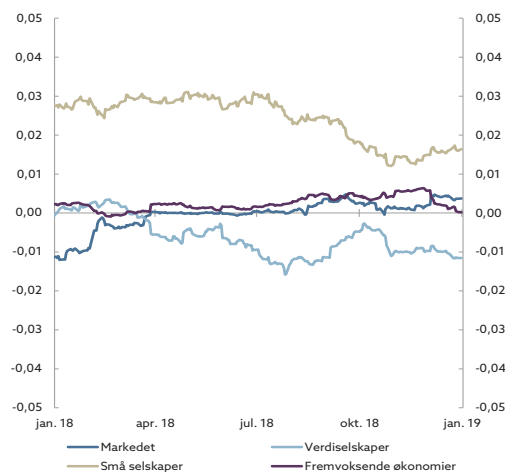
Faktoreksponeringer

Vi måler fondets eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer som små selskaper, verdiselskaper og obligasjoner med kredittpremie. Risikofaktorer representerer felles variasjon i avkastning på verdipapirer med lignende særtrekk og bidrar til både risiko og avkastning på investeringene. Eksponering mot slike faktorer kan estimeres ved å bruke samvariasjonen av fondets historiske relative avkastning med avkastningen på faktorene.

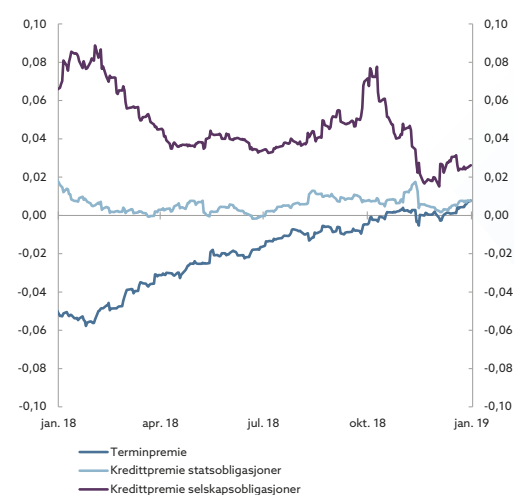
En slik analyse av faktoreksponeringer for aksjeforvaltningen indikerer blant annet at fondet hadde mer samvariasjon med små selskaper enn referanseindeksen ved utgangen av 2018. Om lag 25 prosent av svingningene i den relative avkastningen på aksjeforvaltningen kunne forklares av generelle markedsbevegelser samt faktorene verdiselskaper, små selskaper og fremvoksende økonomier. Analysen av renteforvaltningen indikerer at fondet hadde begrenset samvariasjon med endringer i termin- og kredittpremier ved utgangen av 2018. Modellen hadde en forklaringsgrad på rundt 5 prosent.

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

Figur 23 Aksjeforvaltningens faktoreksponeringer. Koeffisienter



Figur 24 Renteforvaltningens faktoreksponeringer. Koeffisienter

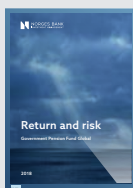


Tabell 32 Forventet relativ volatilitet for investeringsstrategiene per 31. desember 2018. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Alle tall er på fondsnivå. Basispunkter

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	11	9	26	5	30
Intern referanseportefølje	9	9			12
herav systematiske faktorer	7				7
Allokeringsbeslutninger	5	3	0	5	8
Eiendom			26		26
Unotert eiendom			19		19
Notert eiendom			9		9
Verdipapirseleksjon	12	2			12
Intern verdipapirseleksjon	10	2			10
Ekstern verdipapirseleksjon	5				5
Markedseksposering	6	2			7
Posisjonering	5	2			7
Systematiske faktorer	3				3
Totalt	20	9	26	5	33

Tabell 33 Fondets obligasjoner per 31. desember 2018 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	27,8	7,0	13,5	3,8	1,8	53,9
Statsrelaterte obligasjoner	5,5	4,8	1,8	0,6	0,0	12,7
Realrenteobligasjoner	4,3	0,5	0,2	0,2	0,0	5,2
Selskapsobligasjoner	0,2	1,9	8,4	12,0	0,4	22,9
Pantesikrede obligasjoner	4,3	0,9	0,1	0,0	0,0	5,3
Totalt	42,1	15,1	24,0	16,6	2,2	100,0



Utvidet informasjon om avkastning og risiko

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



4.3 INVESTERE ANSVARLIG

Langsiktig og ansvarlig

Ansvarlig forvaltning skal støtte opp under målet om høyest mulig avkastning med akseptabel risiko.

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

Sette prinsipper

Vårt mål er å bidra til velfungerende markeder og god styring av selskaper. Fondets investeringer kan knyttes til 73 land. Standarder og felles prinsipper gir like vilkår på tvers av markeder og hever listen for alle selskaper. Vi anerkjenner et sett med internasjonale prinsipper og standarder fra FN og OECD. Disse danner rammen for vårt arbeid overfor selskaper og andre markedsaktører.

Vi bidrar til videreutviklingen av standarder. I 2018 deltok vi i 13 offentlige høringer knyttet til ansvarlig forvaltning og var i jevnlig kontakt med internasjonale organisasjoner, regulatoriske myndigheter og andre standardsettere. Høringene berørte forhold som er viktige for oss som aksjer med ulik stemmerett, nasjonale anbefalinger for selskapsstyring, gode systemer for stemmegivning og standarder for selskapsrapportering. Vi hadde møter med OECD, FNs Global Compact og EU-kommisjonen i tillegg til standardsettere i Frankrike, Japan, Storbritannia, Sveits, Sverige, Sør-Korea og Tyskland. I møtene tok vi opp våre prioriteringer som omfattet styrets sammensetning og uavhengighet, aksjonærs stemmerett, lederlønn og antikorrupsjon.

Vi har siden 2008 formulert tydelige forventninger til selskapene vi er investert i. Vi ønsker at selskapene skal være rustet til å håndtere globale utfordringer som kan føre til store endringer i markedet og på sikt påvirke deres lønnsomhet. Vi har tidligere publisert forventningsdokumenter om barns rettigheter, klimaendringer, vannforvaltning, menneskerettigheter og skatt og åpenhet. I 2018 la vi frem nye forventningsdokumenter om antikorrupsjon og bærekraftig bruk av havet. I tillegg oppdaterte vi forventningene om klimaendringer og vannforvaltning. Vi forventer at styrer forstår hvordan selskapenes virksomhet påvirker miljøet og samfunnet, gjør sine egne prioriteringer og redegjør for resultater.

I februar 2018 la vi frem våre forventninger til selskaper på antikorrupsjon. Å bekjempe korrupsjon er viktig for langsiktig lønnsomhet og ansvarlig forvaltningspraksis. Som finansiell investor forventer vi at selskaper har tydelige retningslinjer og iverksetter effektive tiltak for å bekjempe korrupsjon. Forventningene våre gjenspeiler internasjonal antikorrupsjonslovgivning og globale standarder for bekjempelse av korrupsjon. Styrer bør sikre at tiltak blir gjennomført og fulgt opp, og at ansvar er fordelt og kommunisert i organisasjonen. Tiltak for å bekjempe korrupsjon bør kontinuerlig overvåkes og forbedres.

I september 2018 la vi frem våre forventninger til selskaper om bærekraftig bruk av havet. Forurensning og overforbruk av havet vil på lang sikt kunne redusere selskapers evne til å skape økonomisk avkastning. Samtidig byr havet på nye og mer bærekraftige forretningsmuligheter for mange næringer. Forventningene er rettet både mot selskaper som har aktivitet på havet,

og landbaserte selskaper som er avhengige av havet eller påvirker det gjennom sine aktiviteter eller produkter. Fondet er investert i rundt 1 000 selskaper med aktivitet som kan knyttes til havet. Forventningene til disse selskapene omfatter temaer som overfiske, landbasert forurensning, bærekraftig skipsfart og økonomisk aktivitet i særskilt økologisk og biologisk viktige områder. Forventningene danner grunnlaget for vår dialog med selskaper, og vi har brukt det til å støtte opp under vårt arbeid med å utvikle prinsipper for bærekraftige havnæringer i regi av FNs Global Compact.

Vi støtter og tar initiativ til forskningsprosjekter for å forstå og bidra til bedre markedsstandarder. Vi samarbeider med akademiske institusjoner for å lære av den seneste forskningen og skaffe oss analyser som kan være relevante for vår investeringsstrategi, vår risikoanalyse og vårt eierskap. I 2018 støttet vi to forskningsprosjekter ved henholdsvis New York University Stern School of Business og Columbia University som så på de finansielle konsekvensene av klimaendringene.

Utøve eierskap

Fondet eier en liten andel i 9 158 selskaper verden over. Vi holder styrer til ansvar for sine beslutninger, og vi vurderer hvem som skal sitte i styret.

Vi stemte på 113 546 saker på 11 287 generalforsamlinger i 2018. For å understøtte vårt eierskapsarbeid offentliggjør vi våre synspunkter i utvalgte spørsmål om selskapsstyring. I 2018 offentliggjorde vi tre posisjonsnotater om styrets effektivitet og sammensetning. Vi vil bruke disse notatene som et utgangspunkt for vår stemmegivning og vår dialog med selskapenes styrer.

Styret bør samlet ha en grundig forståelse av bransjen selskapet opererer i, og tilstrekkelig bransjeekspertise til å kunne følge opp

ledelsens gjennomføring av selskapets strategi. Vårt syn er at flertallet av de uavhengige styremedlemmene bør ha grunnleggende bransjeinnsikt. Minst to av de uavhengige medlemmene bør ha arbeidet i bransjen.

Styremedlemmer bør sette av tilstrekkelig tid til å utføre sine verv på en god måte. Vi mener derfor at styremedlemmer i børsnoterte selskaper ikke bør sitte i mer enn fem styrer samtidig. En styreleder i et ledende selskap bør som regel ikke være styreleder i et annet selskap.

Styret bør kunne utøve objektivt skjønn og treffe avgjørelser med tilstrekkelig uavhengighet fra administrasjonen. Styret bør derfor ledes av et styremedlem som er uavhengig av ledelsen. Rollene som styreleder og administrerende direktør bør ikke utøves av samme person.

I 2018 hadde vi 3 256 møter med 1 420 selskaper. I vår dialog med selskaper tar vi opp forhold ved selskapsstyring og bærekraft som er relevante for vår langsiktige avkastning. I dialogen prioriterer vi noen strategiske temaer som vi følger opp over flere år. 2018 var det bærekraft, styrets ansvar og effektivitet, lederlønn og aksjonærrettigheter vi satte søkelyset på. I tillegg til de strategiske temaene for selskapsdialog i 2018 følger vi løpende med på hvordan selskapene vi er investert i, forholder seg til selskapsstyring og bærekraft over tid. Vi prioriterer våre største investeringer hvor vi har mest kunnskap om selskapene og er i jevnlig dialog med omkring to tredjedeler av verdien på vår samlede portefølje. I tillegg offentliggjør vi forventninger og standpunkter som er relevante for alle selskaper vi er investert i. Vi har også dialog med enkelte selskaper om våre strategiske prioriteringer og om særskilte hendelser.

I 2018 fulgte vi opp våre syv forventningsdokumenter gjennom dialog med utvalgte

selskaper, analyser av selskapenes rapportering om bærekraft og støtte til industriinitiativer. I vår dialog med selskaper tok vi blant annet opp klimarapportering for banker, avskoging, leverandørkjeder i bilbransjen, skatt og åpenhet hos britiske selskaper, havforurensning fra landbruket, markedsføring av morsmelkerstatning og håndtering av korrupsjonsrisiko. I tillegg tok vi opp uønskede hendelser i selskaper som vi ble oppmerksomme på i forvaltningen av fondet.

Vi gjennomførte i 2018 vurderinger av 1 700 selskapers rapportering om klimaendringer, 598 om vannforvaltning og 600 om barns rettigheter. Vi så også på hvordan utvalgte selskaper rapporterer om avskoging, antikorrupsjon, menneskerettigheter, skatt og bærekraftig bruk av havet. Selskapene vi vurderte, sto for 62 prosent av aksjeporteføljens markedsverdi ved utgangen av året. Vi har vurdert selskapers rapportering om bærekraft siden 2008. Vi observerte noe forbedring for alle temaene vi vurderte i 2018. Innen klimaendringer rapporterte for første gang mer enn halvparten av selskapene i utvalgte, risikoutsatte bransjer data til rapporteringsplattformen CDP. Vi har dialog med selskaper med svak eller begrenset rapportering. I 2018 sendte vi brev om barns rettigheter til 35 selskaper, om klimaendringer til 35 og om vannforvaltning til 30 selskaper. Blant selskapene vi kontaktet om svak rapportering i 2017, har 36 prosent av selskapene vi kontaktet om klimaendringer nå begynt å rapportere om klima. For vannforvaltning og barns rettigheter ser vi en forbedring hos henholdsvis 39 prosent og 18 prosent av selskapene vi kontaktet.

Vi støtter initiativer der flere selskaper går sammen om å finne felles løsninger og standarder for bærekraftig virksomhet. Slike initiativer fungerer best når flere selskaper i én bransje eller verdikjede står overfor samme utfordring. I 2018 bidro vi til initiativer om barns

rettigheter i klesbransjen, vannrisiko knyttet til matproduksjon, klimainformasjon for finansbransjen, menneskerettigheter og den globale klesleverandørkjeden, skatterapportering i forbrukerbransjen og antikorrupsjonsarbeid i legemiddelindustrien.

Investere ansvarlig

Ansvarlig forvaltning er integrert i fondets investeringsstrategi. Vårt mål er å identifisere langsiktige investeringsmuligheter og redusere fondets eksponering mot uakseptabel risiko.

Vi oppfordrer selskaper til å gå fra ord til tall, slik at vi kan vurdere deres forretningsaktivitet og få en bedre forståelse av finansielle muligheter og risikoer. For å gjennomføre disse analysene trenger vi data om selskapsstyring og bærekraft.

Vi støtter anbefalingene til arbeidsgruppen for klimarelatert finansiell informasjon som ble etablert av G20s råd for finansiell stabilitet. Vi arbeider med selskaper for å sikre at de er godt rustet for overgangen til et samfunn med lavere utslipp. Vi investerer særskilt i klimaløsninger, tilpasser porteføljen gjennom nedsalg og ser på klimarisiko i investeringsbeslutninger. I tillegg analyserer vi klimagassutslipp fra selskaper i fondets portefølje og ulike klimascenarioer for fondet. I 2018 var aksjeporteføljens samlede karbonutslipp på 107 millioner tonn CO₂-ekvivalenter.

Ved utgangen av 2018 hadde vi 43,3 milliarder kroner investert i miljørelaterte aksjemandater og 13,4 milliarder kroner i grønne obligasjoner. Dette var en reduksjon på 24,5 milliarder kroner fra 67,8 milliarder kroner som var investert i miljørelaterte aksjemandater ved utgangen av 2017. For investeringer i grønne obligasjoner var det en økning på 6,3 milliarder kroner fra 7,1 milliarder kroner. De miljørelaterte aksjemandatene hadde en avkastning på -8,3 prosent

i 2018. FTSE Global All Cap indeksen hadde i samme periode en avkastning på -7,3 prosent. De miljørelaterte mandatene har siden oppstart blitt forvaltet både internt og eksternt. For å redusere kostnadene i forvaltningen besluttet banken å avslutte de eksternt forvaltede miljørelaterte mandatene i 2018. De miljørelaterte mandatene forvaltes i dag i sin helhet internt.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskapet fra fondet. Retningslinjene inneholder kriterier for utelukkelse som enten er basert på selskapene produkter eller deres adferd. Fondet skal ikke være investert i selskaper som fremstiller visse typer våpen, baserer sin virksomhet på kull, eller produserer tobakk. Fondet skal heller ikke være investert i selskaper som gjennom sin virksomhet bidrar til brudd på grunnleggende etiske normer. Norges Bank utelukket i 2018 13 selskaper, satte fire selskaper under observasjon og besluttet å utøve eierskap i ett selskap. Hovedstyrets beslutninger var basert på tilrådinger fra Etikkrådet. Tilrådingene fra Etikkrådet ble i all hovedsak fulgt, med unntak av ett tilfelle, der hovedstyret valgte å benytte aktivt eierskap i stedet for å sette selskapet til observasjon.

Fondet kan også selv selge seg ut av selskaper som påfører andre selskaper og samfunnet som helhet store kostnader og som derfor ikke er bærekraftige på sikt. I 2018 solgte vi oss ut av 30 selskaper som følge av risikovurderinger knyttet til selskapsstyring og bærekraft. Vi solgte oss ut av 15 selskaper grunnet risiko forbundet med klimaendringer, ni selskaper grunnet risiko knyttet til korrupsjon, fire selskaper knyttet til håndtering av menneskerettigheter og to selskaper grunnet annen uakseptabel risiko. Til sammen har vi gjennomført nedsalg i 240 selskaper siden 2012.

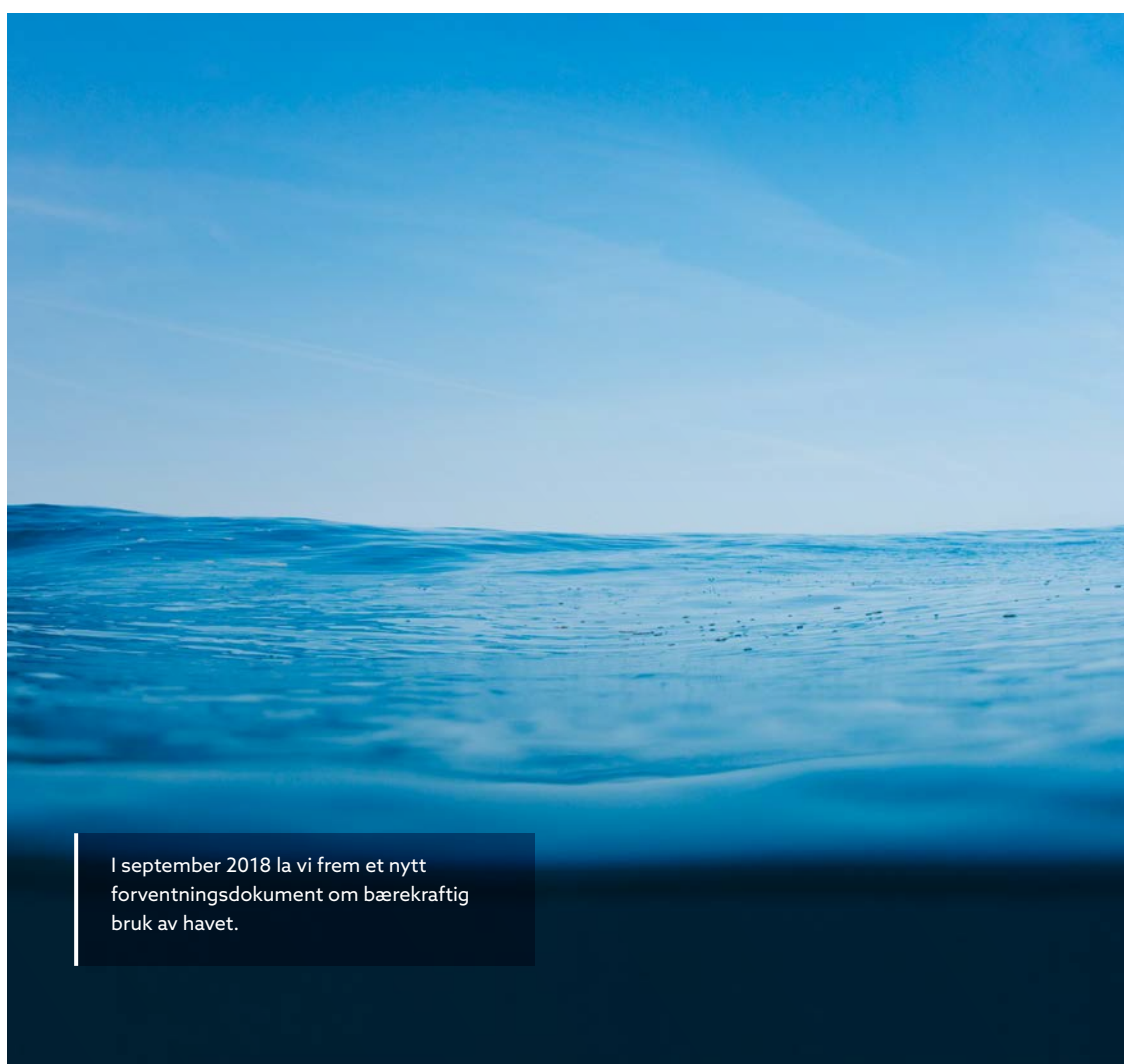
Ansvarlig eiendomsforvaltning

Vi samarbeider med partnere og eiendomsforvaltere om å integrere miljøvennlige tiltak i forretningsplanene til fondets eiendommer.

Vi måler årlig miljøvennlig forvaltning i eiendomsporteføljen opp mot Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB). Fondets eiendomsportefølje fikk 76 av 100 mulige poeng i 2018. Det var en økning fra 70 poeng i 2017. 66 prosent av fondets portefølje med kontor- og handelseiendommer var miljøsertifisert i 2018, opp fra 60 prosent året før. I tillegg var 31 logistikeiendommer miljøsertifisert på grunnlag av miljøvennlig utforming og konstruksjon.

Mange av fondets eiendomsinvesteringer ligger i byer som er utsatt for risiko for ekstremvær. Vi anslår at 4 prosent av porteføljen, basert på verdi, ligger i områder der det har forekommet flom langs kysten eller i elver minst én gang i løpet av de siste 100 årene. Vi har integrert flomrisiko i strategien vår for kjøp og forvaltning av eiendommer.

I 2018 ble vi en del av et investornettverk koordinert av finansinitiativet til FNs miljøprogram som har som mål å hjelpe eiendomsinvestorer med å vurdere sin eksponering mot fysisk klimarisiko. I 2018 etablerte vi også en plattform for ulike typer data om miljøvennlig forvaltning i hele eiendomsporteføljen. Den inneholder blant annet informasjon om energi- og vannforbruk og CO₂-utslipp.



I september 2018 la vi frem et nytt forventningsdokument om bærekraftig bruk av havet.



Utvidet informasjon om ansvarlig forvaltning

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

5

Organiseringer

Organiseringen

38

Nasjonaliteter

New York

77

601

Ansatte



78



○ Oslo

349

○ London

126

○ Singapore

40

○ Shanghai

9



Målrettet investeringsorganisasjon

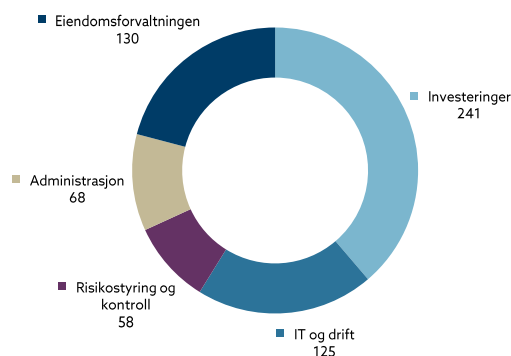
Forvaltningen av vår felles formue er et viktig og sammensatt samfunnsoppdrag. Det krever at vi hele tiden utvikler organisasjonen for å sikre en effektiv forvaltning av fondet.

Våre ansatte har den innsikten og erfaringen som er nødvendig for å forvalte et fond som er investert i store deler av verden. Vi har en prestasjons- og investeringskultur i organisasjonen som er tilpasset forvaltningsoppdraget. De ansatte er resultatorienterte, og det er høye krav til nøyaktighet og kvalitet i gjennomføring av oppgaven. Vi arbeider målrettet med å videreutvikle en internasjonal investeringsorganisasjon og prestasjonskultur.

Ved utgangen av året hadde vi 601 ansatte. Organisasjonen er tilpasset omfanget og kompleksiteten i forvaltningsoppdraget. I løpet av 2018 økte antallet fast ansatte med 28 personer, mot fem personer i 2017. I tillegg var det 21 ansatte i datterselskapene tilknyttet forvaltningen av eiendomsporteføljen. 42 prosent av arbeidsstokken jobbet ved utgangen av 2018 ved våre kontorer i London, New York, Singapore og Shanghai, mot 45 prosent året før. Vi har utvidet og fornyet vår kontorkapasitet i London og New York.

Ansatte fra 38 nasjoner representerer et stort mangfold. Det er et særskilt mål å øke andelen kvinner i organisasjonen. Vi har spesiell oppmerksomhet rettet mot å tiltrekke oss og beholde kvinnelige medarbeidere generelt og i lederstillinger spesielt. Det var totalt 29 prosent kvinnelige ansatte i fondet ved utgangen av året. I ledende stillinger var andelen 22 prosent.

Figur 25 Antall ansatte fordelt etter område, inkludert datterselskaper



Investeringsplattform

I 2018 har vi satt opp en ny teknologisk plattform som er sikrere, mer effektiv og mer automatisert. Kapitalforvaltningen er en svært IT- og informasjonsintensiv virksomhet. Vi benytter IT-systemer innenfor alle områder av forvaltningen, herunder gjennomføring av handler, utlån av verdipapirer, verdsettelse, regnskapsføring og måling av avkastning og risiko. Prosessene er i utstrakt grad automatisert. Hoveddelen av IT-systemene er standard-systemer som er tilpasset vårt behov, og som blir driftet i samarbeid med tredjeparter. For noen områder har vi krav som gjør at standard-løsninger ikke kan benyttes. For disse områdene utvikler vi våre egne IT-løsninger og integrerer disse i vårt porteføljeforvaltningssystem.

Vi har i 2018 konsolidert og forenklet vår portefølje av IT-systemer, samt hentet tilbake flere oppgaver fra eksterne leverandører for å oppnå en mer effektiv driftsmodell og bedre datakvalitet. Vi har i 2018 gjennomført og fulgt opp 360 806 transaksjoner. For å effektivisere og forenkle driftsmodellen ytterligere arbeider vi med å migrere våre systemløsninger til sky-tjenester. Automatisering og standardisering er nødvendig for å sikre skalerbare og effektive prosesser. Vi har solide prosesser for utvikling og endring av våre systemer, samt for avvikshåndtering og oppfølging. Investeringer i mindre velutviklede markeder krever kompetanse og kapasitet til å håndtere flere manuelle og ikke-standardiserte prosesser. Vi har stor oppmerksomhet rettet mot IT- og informasjonssikkerhet. Informasjonssikkerheten har blitt ytterligere styrket i takt med økende krav og eksterne trusler.

IT-infrastruktur er et viktig element i den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningsoppdraget og utgjør også en operasjonell risiko. Vi har etablerte prosesser for å håndtere denne

risikoen og etablerte internkontrollaktiviteter for informasjonssikkerhet og transaksjonshåndtering. Dette omfatter også sikring av tilgangsstyring, integritet og sporbarhet i de automatiserte prosessene.

Stor åpenhet

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

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

I 2018 arrangerte vi fem presseseminarer og to pressekonferanser der vi offentliggjorde rapporter, publikasjoner og resultater. Vi mottok og besvarte omkring 800 mediehenvelser. Mer enn halvparten av pressehenvendelsene var fra internasjonale medier. Vi gjennomførte forskningskonferansen Norwegian Finance Research Conference for åttende gang, utga to publikasjoner om temaer som er relevante for forvaltningen, og publiserte elleve brev til Finansdepartementet med råd og informasjon relatert til investeringsstrategien. I løpet av et år mottar vi også et stort antall invitasjoner til å presentere fondet på konferanser. Ledergruppen og utvalgte representanter for fondet har gjennom året holdt presentasjoner på mer enn 130 arrangementer. Nytt i 2018 var lanseringen av fondets Facebook-side.



5.2 FORVALTNINGENS GJENNOMFØRING

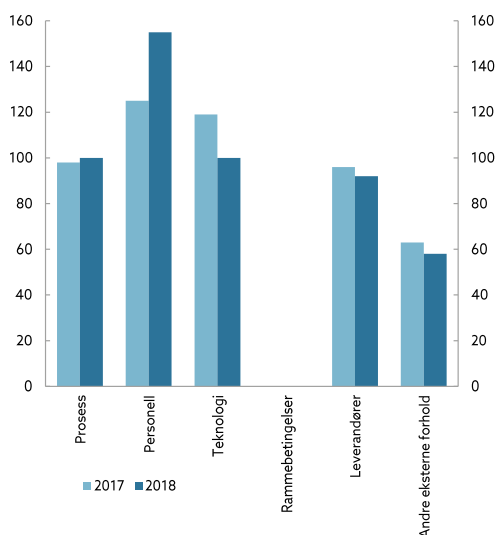
Rammer for operasjonell risiko

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

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

Den beregnede operasjonelle risikoeksponeringen var innenfor denne rammen i hele 2018. Vi arbeider systematisk med å identifisere operasjonell risiko og forbedre prosessene våre for å hindre at uønskede hendelser skal inntreffe. Rapportering og oppfølging av uønskede hendelser utgjør en viktig del av tiltakene våre for å forbedre driften og internkontrollen.

Figur 26 Antall uønskede hendelser i Norges Bank Investment Management. Årsakskategorier



Uønskede hendelser i 2018

Det ble registrert 505 uønskede hendelser i 2018, fra 501 i 2017. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser. Av hendelsene ble fem vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad. Samlet sett ga hendelsene en estimert finansiell effekt på 40,8 millioner kroner.

To av de fem vesentlige hendelsene hadde direkte finansielle konsekvenser på rundt 14,6 millioner kroner tilsammen. Den første hendelsen var knyttet til en menneskelig feil i forbindelse med verdipapirhandel. Den andre hendelsen skyldtes en svakhet i håndtering av en selskaphendelse i forbindelse med overflytting av verdipapirer fra eksterne til interne forvaltere. De øvrige vesentlige hendelsene var relatert til informasjonsteknologi og sikkerhet. Disse hadde ingen direkte finansielle konsekvenser.

Etterlevelse av retningslinjer

Finansdepartementet har fastsatt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2018. Vi mottok i samme periode ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

Lave forvaltningskostnader

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

Vi legger vekt på å holde høy kvalitet i forvaltningen og å sikre kontroll, god risikostyring og kostnadseffektivitet i virksomheten.

Totale forvaltningskostnader som andel av forvaltet kapital har vært relativt stabile de senere år, til tross for oppbyggingen av en portefølje av unoterte eiendomsinvesteringer og økt kapital til eksternt forvaltning. Samtidig har kompleksiteten i oppdraget økt over tid med økt aksjeandel, investeringer i flere markeder og valutaer, samt at det er økte forventninger og krav knyttet til ansvarlige investeringer og rapportering.

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

Forvaltningskostnader

De totale forvaltningskostnadene i Norges Bank var 4,5 milliarder kroner i 2018, ned fra 4,7 milliarder kroner i 2017. Nedgangen skyldes i all hovedsak lavere kostnader til eksterne forvaltere, samt noe lavere personalkostnader. Svak avkastning i 2018 har medført lavere prestasjonslønn. Dette er motvirket av innføringskostnader ved overgang til ny modell for leveranser av IT-tjenester, samt implementering og tilpasning til EU-reguleringen MiFID II som medførte økte kostnader til analysetjenester. Det var også noe økning på grunn av høyere avskrivningskostnader som følge av tidligere gjennomførte prosjekter.

Finansdepartementet fastsetter hvert år en øvre ramme for forvaltningskostnadene som andel av forvaltet kapital. Den øvre rammen for forvaltningskostnadene for 2018 var syv basispunkter. Norges Bank godtgjøres for kostnader påløpt i forbindelse med forvaltningen av fondet innenfor den fastsatte rammen. Forvaltningskostnader i datterselskaper måles mot den øvre rammen, men er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen fordi de blir belastet porteføljeresultatet direkte. I tillegg godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning. Samlede forvaltningskostnader i 2018 som måles mot den øvre kostnadsrammen, utgjorde 4,0 milliarder kroner. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 3,9 milliarder kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 0,1 milliarder kroner. Dette tilsvarer 0,047 prosent av forvaltet kapital, en nedgang fra 0,050 prosent i 2017.

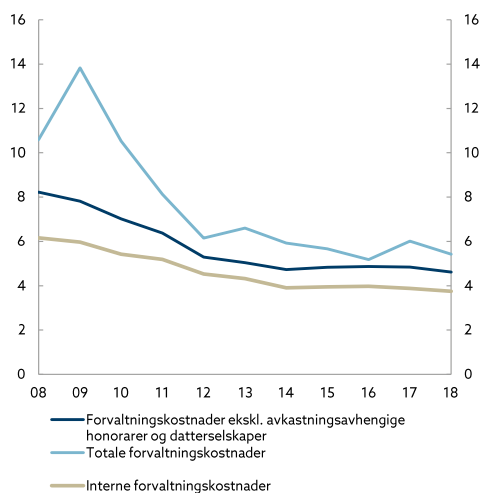
Det påløper forvaltningskostnader i datterselskaper som er etablert som en del av de unoterte eiendomsinvesteringene til fondet. Forvaltningskostnader i datterselskaper var på 108 millioner kroner i 2018, en reduksjon fra 116 millioner kroner i 2017. I tillegg påløper det andre driftskostnader i datterselskaper knyttet til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke kostnader ved å investere i eiendom, men kostnader ved å drifte bygningene etter at de er kjøpt. Derfor er de ikke definert som forvaltningskostnader.

Faste og variable kostnader til eksterne forvaltere utgjorde 31 prosent av driftskostnadene i 2018. Vår strategi er i første rekke å benytte eksterne forvaltere til investeringer i fremvoksende markeder, og små og mellomstore selskaper i enkelte markeder der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse.

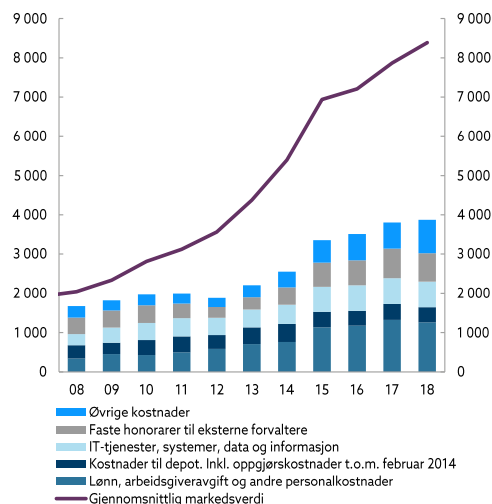
En andel av kostnadene varierer med oppnådd meravkastning i forhold til en referanseindeks. Honorarer til eksterne forvaltere forventes å motsvares av meravkastning for fondet, og vil øke når meravkastningen øker. Avtaler med eksterne forvaltere om avkastningsavhengige honorarer er strukturert slik at den vesentligste delen av den positive meravkastningen beholdes av fondet.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er redusert sammenlignet med 2017 som følge av lavere meravkastning fra den eksterne forvaltningen, samt redusert andel av fondet som forvaltes eksternt. Faste honorarer til eksterne forvaltere er også noe redusert som følge av lavere andel eksternt forvaltet.

Figur 27 Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning. Basispunkter



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



¹Ekskl. avkastningsavhengige honorarer og datterselskaper

Fondets investeringer i aksjer og obligasjoner må oppføres i lokale verdipapirregistre over hele verden. Vi bruker en global depotinstitusjon til å bistå oss i dette arbeidet. Kostnader til depot og tilknyttede tjenester utgjorde 8 prosent av forvaltningskostnadene i 2018. Depotkostnadene er vesentlig redusert de siste årene.

Fondets regnskap føres i norske kroner. Svingninger i valutakurser kan gi betydelige regnskapsmessige utslag selv om den faktiske kostnaden i utenlandsk valuta er uendret. I overkant av 70 prosent av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta. Eksempelvis vil en endring på 10 prosent i valutakursen for norske kroner mot alle andre valutaer endre driftskostnadene med om lag 340 millioner kroner. Svekkelsen av norske kroner mot andre valutaer de siste årene har medført en betydelig økning i kostnader målt i norske kroner.

Transaksjonskostnader

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

Vi jobber kontinuerlig med å holde transaksjonskostnadene lave. Det gjør vi ved å ta hensyn til transaksjonskostnadene i investeringsstrategiene og derigjennom redusere antall transaksjoner. Markeder med høy kurtasje eller skatter kan derfor ha mindre aktivitet enn markeder med

lavere faste transaksjonskostnader. I tillegg velger fondet motparter som mest kostnads-effektivt, og til lav kurtasje, kan gjennomføre våre investeringsbeslutninger. Transaksjonskostnader blir belastet porteføljerisiklo direkte og er ikke en del av forvaltningskostnadene. Transaksjonskostnader for 2018 utgjorde 3,0 milliarder kroner, sammenlignet med 3,1 milliarder kroner for 2017. Dette inkluderer 0,4 milliarder kroner relatert til unotert eiendom og 2,5 milliarder kroner relatert til aksjer.

Forvaltningskostnader fordelt på investeringsstrategier

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

Forvaltningskostnader for unotert eiendom for 2018 tilsvarer 0,19 prosent av forvaltet kapital. Forvaltningskostnader for samme periode for ekstern forvaltningen tilsvarer 0,40 prosent av forvaltet kapital, mot 0,04 prosent for intern verdipapirseleksjon.

Tabell 34 Forvaltningskostnader per investeringsstrategi i 2018. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter

	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Allokering	0,9	
hvorav unotert eiendom	0,5	19,4
Verdipapirseleksjon	2,4	12,5
Intern verdipapirseleksjon	0,7	4,5
Ekstern verdipapirseleksjon ¹	1,8	39,8
Markedseksposering	2,1	2,9
Totalt	5,4	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

Tabell 35 Forvaltningskostnader per investeringsstrategi 2013-2018. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter

	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Allokering	0,4	
Verdipapirseleksjon	2,7	16,6
Intern verdipapirseleksjon	0,7	6,0
Ekstern verdipapirseleksjon ¹	1,9	46,4
Markedseksposering	2,3	2,9
Unotert eiendom ²	0,5	24,3
Totalt	5,8	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

² Fra 2017 er unotert eiendom en del av allokeringsstrategien.

Lønssystemet

Norges Banks hovedstyre fastsetter prinsippene for lønssystemet til Norges Bank Investment Management. Ledergruppene i fondet mottar kun fastlønn. Nye medlemmer av ledergruppene som tidligere har hatt prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i de tre påfølgende årene få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Norges Banks hovedstyre fastsetter lønn til leder og lønnsintervaller for ledergruppene. Utbetalt lønn til organisasjonens leder var på 6,7 millioner kroner i 2018.

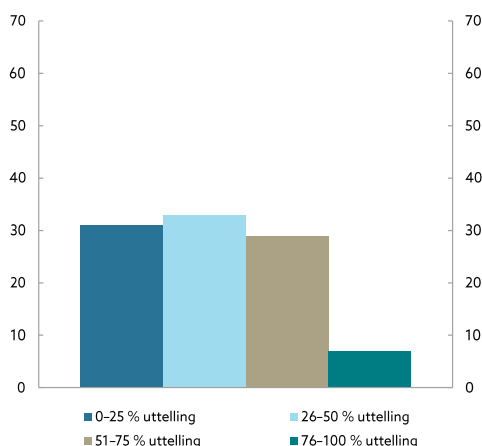
I tillegg til fastlønn kan ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, og enkelte andre medarbeidere, ha prestasjonsbasert lønn. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle resultatet. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. Dette gjøres ved at 50 prosent utbetales året etter at prestasjonslønnen er

opptjent, mens de resterende 50 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake, justeres for fondets avkastning.

Organisasjonen hadde 251 ansatte med prestasjonsbasert lønn i 2018, hvorav 12 var ansatt i datterselskaper. Deres samlede fastlønn utgjorde 345 millioner kroner i 2018, mens den samlede øvre rammen for prestasjonsbasert lønn var 375,4 millioner kroner. Ansatte med prestasjonsbasert lønn tjente i gjennomsnitt 51 prosent av totalrammen for 2018, basert på resultater over flere år. Rammen på prestasjonsbasert lønn kan maksimalt være inntil 100 prosent av fastlønn, men for et begrenset antall ansatte ved de internasjonale kontorene kan rammen maksimalt være inntil 200 prosent av fastlønn.

Foruten ledergruppene og ansatte med prestasjonsbasert lønn var det 353 faste ansatte innenfor risikostyring, etterlevelse og kontroll, drift og stabsfunksjoner ved utgangen av 2018, hvorav 9 var ansatt i datterselskaper. Disse hadde en samlet årlig fastlønn på 342,6 millioner kroner.

Figur 29 Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2018. Prosent



Tabell 36 Ytelser til ledende ansatte i 2018. Kroner

Stilling	Navn	Brutto fastlønn	Brutto prestasjonslønn	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	Personal-lån
Norges Bank Investment Management						
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	6 721 094	-	8 814	550 932	-
Deputy CEO	Trond Grande	4 697 597	-	8 628	354 744	-
Chief Compliance and Control Officer	Stephen A. Hirsch	4 207 019	-	11 804	320 929	-
Chief Corporate Governance Officer	Carine Smith Ihenacho ^{1,2,3}	3 466 550	174 485	77 071	346 655	-
Chief Financial Officer	Hege Gjerde ¹	2 790 083	318 979	8 628	299 032	1 465 575
Chief Human Resources Officer	Sirine Fodstad	2 738 907	-	6 756	432 105	-
Chief Investment Officer Allocation Strategies	Ole Christian Bech-Moen ¹	4 480 402	217 930	10 969	252 455	-
Chief Investment Officer Asset Strategies	Geir Øivind Nygård ¹	4 632 367	958 159	9 172	211 936	500 000
Chief Investment Officer Equity Strategies	Petter Johnsen ^{2,3}	7 583 076	-	87 047	758 308	-
Chief Operating Officer	Age Bakker	3 768 939	-	8 628	385 739	-
Chief Risk Officer	Dag Huse ¹	4 620 774	209 733	8 628	577 068	-
Norges Bank Real Estate Management						
Chief Executive Officer	Karsten Kallevig	5 322 133	-	9 027	338 497	-
Chief Administrative Officer	Mie Caroline Holstad	2 044 234	-	8 628	233 428	-
Chief Compliance and Control Officer	Jan Thomsen	3 446 713	-	9 015	386 198	-
Chief Investment Officer Europe	Romain Veber ^{1,2,3}	4 874 836	1 522 259	66 085	487 484	-
Chief Investment Officer US	Per Løken ¹	2 572 855	73 542	7 068	232 007	-
Chief Operating Officer	Nina Kathrine Hammerstad	3 025 926	-	8 695	300 128	-
Chief Risk Officer	Lars Oswald Dahl	3 430 421	-	8 628	398 033	-

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

² Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner.

³ Pensjonsopptjening tilsvarer årets innbetaling til innskuddsordningen.

6

Regnskaps- rapportering

Regnskaps- rapportering



92

REGNSKAP

6.1 Resultatregnskap _____	94
Balanse _____	95
Kontantstrømoppstilling _____	96
Oppstilling av endringer i eiers kapital _____	97

NOTER

6.2 Noter til regnskapsrapporteringen	
Note 1 Generell informasjon _____	98
Note 2 Regnskapsprinsipper _____	99
Note 3 Avkastning _____	102
Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	103
Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	105
Note 6 Unotert eiendom _____	108

Note 7	
Måling til virkelig verdi _____	113
Note 8	
Investeringsrisiko _____	120
Note 9	
Skatt _____	135
Note 10	
Gevinst/tap valuta _____	138
Note 11	
Forvaltningskostnader _____	141
Note 12	
Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse _____	144
Note 13	
Sikkerhetsstillelse og motregning _____	147
Note 14	
Nærstående parter _____	150
Note 15	
Interesser i andre foretak _____	151

REVISOR

6.3 Uavhengig revisors beretning _____	155	—
		93

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2018	2017
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer	4	-517 214	933 501
- Obligasjoner	4	14 568	81 410
- Unotert eiendom	6	16 421	14 237
- Finansielle derivater	4	2 819	278
- Utlån med sikkerhetsstillelse	12	4 733	3 532
- Innlån med sikkerhetsstillelse	12	-1 466	-345
Skattekostnad	9	-5 050	-4 796
Renteinntekt/kostnad		10	-16
Annen inntekt/kostnad		-13	-11
Porteføljerisultat før gevinst/tap valuta		-485 192	1 027 790
Gevinst/tap valuta	10	223 611	14 701
Porteføljerisultat		-261 581	1 042 492
Forvaltningsgodtgjøring	11	-4 544	-4 728
Resultat og totalresultat		-266 126	1 037 764

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2018	31.12.2017
Eiendeler			
Innskudd i banker		11 561	11 027
Utlån med sikkerhetsstillelse	12,13	216 768	185 046
Avgitt kontantsikkerhet	13	1 806	1 894
Uoppgjorte handler		13 767	13 389
Aksjer	5	5 048 647	5 250 871
Utlånte aksjer	5,12	437 651	411 664
Obligasjoner	5	1 996 929	2 080 061
Utlånte obligasjoner	5,12	662 920	591 277
Finansielle derivater	5,13	3 576	9 025
Unotert eiendom	6	243 818	217 160
Andre eiendeler		3 448	3 219
Sum eiendeler		8 640 892	8 774 633
Gjeld og eiers kapital			
Innlån med sikkerhetsstillelse	12,13	360 105	260 136
Mottatt kontantsikkerhet	13	5 017	5 804
Uoppgjorte handler		15 565	15 905
Finansielle derivater	5,13	4 222	3 919
Annen gjeld		37	415
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	11	4 544	4 728
Sum gjeld		389 491	290 907
Eiers kapital		8 251 401	8 483 727
Sum gjeld og eiers kapital		8 640 892	8 774 633

Regnskapsprinsipp

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

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

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

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	2018	2017
Operasjonelle aktiviteter			
Innbetaling av utbytte fra aksjer		146 082	128 293
Innbetaling av renter fra obligasjoner		70 360	73 575
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	6	5 822	3 869
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		3 330	3 426
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner og unotert eiendom</i>		225 594	209 163
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		-345 478	-141 382
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner		36 052	17 878
Netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom	6	-8 638	-17 234
Netto kontantstrøm finansielle derivater		11 494	-4 886
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		-1 685	2 754
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		59 834	-21
Netto utbetaling av skatt	9	-4 343	-6 786
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		-14	-84
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		263	-857
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	11	-4 728	-3 731
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter		-31 650	54 813
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat		42 320	-
Uttak fra den norske stat		-9 799	-60 837
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter		32 520	-60 837
Netto endring innskudd i banker			
Innskudd i banker per 1. januar		11 027	17 759
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden		870	-6 024
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		-336	-708
Innskudd i banker per periodens slutt		11 561	11 027

Regnskapsprinsipp

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

Oppstilling av endringer i eiers kapital

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital
1. januar 2017	3 393 340	4 113 423	7 506 763
Resultat og totalresultat	-	1 037 764	1 037 764
Uttak i perioden ¹	-60 800	-	-60 800
31. desember 2017	3 332 540	5 151 187	8 483 727
1. januar 2018	3 332 540	5 151 187	8 483 727
Resultat og totalresultat	-	-266 126	-266 126
Tilførsel i perioden ¹	43 200	-	43 200
Uttak i perioden ¹	-9 400	-	-9 400
31. desember 2018	3 366 340	4 885 061	8 251 401

¹ I 2018 ble 43,2 milliarder kroner tilført kronekontoen, mens 14,1 milliarder kroner ble trukket fra kronekontoen. Av dette ble 4,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017. I 2017 ble 64,5 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2016.

Noter til regnskapsrapporteringen

Note 1 Generell informasjon

1. Innledning

Norges Bank er sentralbanken i Norge. Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond utland (SPU) på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland (*forvaltningsmandatet*), fastsatt av Finansdepartementet.

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

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

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

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

2. Godkjenning av årsregnskapet

Den årlige regnskapsrapporteringen for SPU er et utdrag av Norges Banks regnskapsrapportering, og inngår i Norges Banks årsregnskap som note 20. Årsregnskapet til Norges Bank for 2018 ble godkjent av hovedstyret 6. februar 2019 og fastsatt av representantskapet 26. februar 2019.

Note 2 Regnskapsprinsipper

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

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

Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger

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

1. Grunnlag for utarbeidelse

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

2. Endringer i regnskapsprinsipper, herunder nye og endrede standarder og tolkninger

IFRS 9 *Finansielle instrumenter* ble implementert 1. januar 2018 og erstattet da IAS 39 *Finansielle instrumenter - Innregning og måling*. IFRS 9 introduserte nye prinsipper for klassifisering og måling, nedskrivning av enkelte finansielle eiendeler og sikringsbokføring. Prinsipper relevante for regnskapsrapporteringen er omtalt nedenfor. IFRS 9 hadde ingen virkninger for hvordan finansielle instrumenter klassifiseres og måles.

Andre endringer i IFRS som trådte i kraft i 2018 hadde ingen virkninger på hvordan regnskapet ble utarbeidet og presentert.

3. Regnskapsprinsipper som gjelder hele regnskapet

3.1 Finansielle eiendeler og forpliktelser

Innregning og fraregning

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

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

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

Kjøp eller salg av en finansiell eiendel i henhold til en kontrakt med vilkår som krever oppgjør i tråd med normale markedsvilkår, regnskapsføres på avtaletidspunktet.

Klassifisering og måling

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

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

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

3.2 Datterselskaper

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

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

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet

Datterselskaper som investerer i fast eiendom gjennom eierandeler i andre selskaper, er investeringsforetak. Disse datterselskapene er målt til virkelig verdi over resultatet i tråd med prinsippene for finansielle eiendeler, som omtalt i punkt 3.1 ovenfor, og er presentert i balansen som *Unotert eiendom*. Se note 6 *Unotert eiendom* for utfyllende prinsipper.

Konsoliderte datterselskaper

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

Skjønnsmessig vurdering

SPU er et investeringsforetak basert på følgende:

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

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

4. Nye og endrede standarder og tolkninger med virkning fra 2019 eller senere

Vedtatte IFRS-standarder med ikrafttredelsesdato fra 2019 eller senere som er ansett som relevante for regnskapsrapporteringen er beskrevet nedenfor. Øvrige standarder, endringer i eksisterende standarder og fortolkninger som er utgitt forventes å være uvesentlige eller ikke relevante på implementeringstidspunktet.

IFRS 16 Leieavtaler

IFRS 16 *Leieavtaler* gjelder fra 1. januar 2019 og omhandler innregning av leieavtaler og tilhørende noteopplysninger. Norges Bank har fullført sin analyse av forventet innvirkning på regnskapet. Basert på dagens portefølje av relevante kontrakter er det vurdert at standarden ikke vil påvirke regnskapet ved implementering 1. januar 2019.

Note 3 Avkastning

Tabell 3.1 Avkastning

	2018	2017
Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)		
Aksjeinvesteringenes avkastning	-9,49	19,44
Renteinvesteringenes avkastning	0,56	3,31
Unotert eiendoms avkastning	7,53	7,52
Fondets avkastning	-6,12	13,66
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)		
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	-0,30	0,70
Avkastning målt i norske kroner (prosent)		
Aksjeinvesteringenes avkastning	-6,56	19,74
Renteinvesteringenes avkastning	3,82	3,57
Unotert eiendoms avkastning	11,02	7,80
Fondets avkastning	-3,07	13,95

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

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

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

Regnskapsprinsipp

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

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

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

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

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

103

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

Tabell 4.1 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra aksjer

Beløp i millioner kroner	2018	2017
Utbytte	147 630	128 846
Realisert gevinst/tap	190 643	233 652
Urealisert gevinst/tap	-855 488	571 003
Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta	-517 214	933 501

Tabell 4.2 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2018	2017
Renter	69 505	71 811
Realisert gevinst/tap	-17 918	9 283
Urealisert gevinst/tap	-37 020	316
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	14 568	81 410

Tabell 4.3 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2018	2017
Utbytte	6	140
Renter	541	-1 933
Realisert gevinst/tap	2 181	128
Urealisert gevinst/tap	91	1 943
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	2 819	278

Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Regnskapsprinsipp

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

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

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

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	31.12.2018		31.12.2017	
	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	5 486 298	7 659	5 662 535	6 111
Sum aksjer	5 486 298	7 659	5 662 535	6 111
<i>Herav utlånte aksjer</i>	<i>437 651</i>		<i>411 664</i>	

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

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2018			31.12.2017		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opp-tjente renter	Opptjente renter	Nominell verdi ¹	Virkelig verdi inkl. opp-tjente renter	Opptjente renter
Statsobligasjoner						
Statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta	1 370 667	1 433 456	9 859	1 372 187	1 458 828	10 712
Sum statsobligasjoner	1 370 667	1 433 456	9 859	1 372 187	1 458 828	10 712
Statsrelaterte obligasjoner						
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	9 221	9 443	116	7 477	8 094	119
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	103 401	110 036	671	94 610	101 287	615
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	55 770	57 409	349	54 476	57 374	472
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	157 576	159 691	781	146 737	150 032	732
Sum statsrelaterte obligasjoner	325 968	336 579	1 917	303 300	316 787	1 938
Realrente obligasjoner						
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	135 717	139 396	398	123 090	131 125	375
Sum realrente obligasjoner	135 717	139 396	398	123 090	131 125	375
Selskapsobligasjoner						
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	42 717	43 401	513	42 619	46 599	522
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	259 045	252 867	2 461	244 859	248 894	2 322
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	314 502	313 046	3 057	322 230	336 464	3 116
Sum selskapsobligasjoner	616 264	609 314	6 031	609 708	631 957	5 960
Pantesikrede obligasjoner						
Obligasjoner med fortrinnsrett	138 121	141 105	938	128 365	132 642	1 013
Sum pantesikrede obligasjoner	138 121	141 105	938	128 365	132 642	1 013
Sum obligasjoner	2 586 737	2 659 849	19 144	2 536 650	2 671 338	19 999
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		662 920			591 277	

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

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

benyttes valutaderivater i forbindelse med likviditetsstyring. Aksjederivater med et opsjons-element er ofte et resultat av selskaphendelser og disse kan konverteres til aksjer eller bli solgt.

Tabell 5.3 spesifiserer finansielle derivater innregnet i balansen. Pålydende verdier (de nominelle verdiene av de underliggende) er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinster/tap for kontraktene. Dette gir informasjon om i hvilken grad ulike typer finansielle derivater benyttes. I tillegg benytter SPU aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer. Aksjebytteavtalene innregnes ikke i balansen. Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* og note 13 *Sikkerhetsstillelse og motregning* for ytterligere informasjon.

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2018			31.12.2017		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	451 527	3 022	3 863	252 601	770	2 687
Rentederivater	25 693	504	358	34 225	1 304	1 232
Aksjederivater	593	50	-	7 379	6 951	-
Sum finansielle derivater	477 812	3 576	4 222	294 205	9 025	3 919

Ikke-børsnoterte finansielle derivater (OTC)

Valutaderivater

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

Rentederivater

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

Aksjederivater

Aksjederivater er derivater med eksponering mot underliggende enkeltaksjer. Aksjederivater inkluderer instrumenter med et opsjons-element, som warrants og rights. Disse instrumentene gir kjøperen rett til å kjøpe en aksje til en avtalt pris innenfor en viss tidsramme. Fondets beholdning av deltakelsessertifikater ble i 2018 konvertert til aksjer i selskaper notert på den saudiarabiske børsen Tadawul, se note 7 *Måling til virkelig verdi* for mer informasjon. Deltakelsessertifikatene var klassifisert som aksjederivater.

Børsnoterte futureskontrakter

Futureskontrakter er børsnoterte avtaler om å kjøpe eller selge en spesifikk eiendel (verdipapir, indeks, rentesats eller lignende) til en avtalt pris en gang i fremtiden. Gevinst og tap gjøres opp daglig med marginbetalinger.

Note 6 Unotert eiendom

Regnskapsprinsipp

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

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

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

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

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

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

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

Tabell 6.1 spesifiserer linjen *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* i resultatregnskapet, før gevinst/tap valuta.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2018	2017
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	5 822	3 869
Urealisert gevinst/tap	10 599	10 368
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	16 421	14 237

Tabell 6.2 viser endringer i perioden for balanselinjen *Unotert eiendom*.

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2018	31.12.2017
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	217 160	188 469
Netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom	8 638	17 234
Urealisert gevinst/tap	10 599	10 368
Gevinst/tap valuta	7 421	1 089
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	243 818	217 160

Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som unotert eiendom

SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i fast eiendom, primært bygninger. Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene kan bli distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte samt tilbakebetaling av egenkapital og lånefinansieringen. En andel av netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene blir ikke distribuert tilbake til SPU, men reinvesteres i de underliggende enhetene for å finansiere for eksempel utvikling av bygninger eller nedbetaling av ekstern gjeld. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av renter og utbytte fra datterselskaper til SPU.

I tabell 6.3 gis en spesifisering av kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som *Unotert eiendom* slik det fremkommer i kontantstrømoppstillingen. *Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom* utgjør andelen av netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene som er distribuert tilbake til SPU. *Netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom* utgjør kontantoverføringer mellom SPU og datterselskapene i form av egenkapital og lånefinansiering, dette er ytterligere spesifisert etter type transaksjon i tabellen. En netto utbetaling fra SPU til datterselskaper vil medføre en økning i balanseført verdi av *Unotert eiendom*, mens en netto innbetaling fra datterselskaper til SPU vil medføre en reduksjon.

Tabell 6.3 Kontantstrøm til/fra datterselskaper unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2018	31.12.2017
Renter og utbytte fra ordinær drift	4 440	3 839
Renter og utbytte fra salg	1 381	30
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	5 822	3 869
Utbetaling til nye eiendomsinvesteringer	-12 710	-14 771
Innbetaling fra salg	4 717	1 059
Utbetaling til utvikling av bygninger	-1 562	-1 590
Innbetaling fra ordinær drift	1 430	888
Netto utbetaling ekstern gjeld	-513	-2 820
Netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom	-8 638	-17 234

Underliggende eiendomsselskaper

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

I tabellene 6.4 og 6.5 gis en ytterligere spesifisering av unotert eiendom. Tabell 6.4 spesifiserer SPU's andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende eiendomsselskapene som er grunnlaget for *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* presentert i tabell 6.1. Tabell 6.5 spesifiserer SPU's andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende eiendomsselskapene som inngår i *Unotert eiendom* som presentert i tabell 6.2.

Prinsipper for måling og presentasjon

Følgende prinsipper gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementene presentert i tabell 6.4:

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

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

Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.1 inkluderer overskudd som ikke er utdelt og vil derfor ikke tilsvare virkelig verdiendringer for bygninger, gjeld og andre eiendeler og forpliktelser presentert i tabell 6.4.

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

Tabell 6.4 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2018	2017
Netto leieinntekter	9 312	8 579
Ekstern eiendomsforvaltning - faste honorarer	-506	-482
Ekstern eiendomsforvaltning - variable honorarer	-88	-248
Intern eiendomsforvaltning - faste honorarer ¹	-38	-32
Forvaltningskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ²	-88	-97
Andre driftskostnader, utenfor rammen fra Finansdepartementet	-94	-88
Rentekostnader ekstern gjeld	-506	-626
Betalbar skatt	-256	-140
<i>Netto inntekt fra ordinær drift</i>	<i>7 736</i>	<i>6 866</i>
Realisert gevinst/tap - bygninger	1 212	199
Urealisert gevinst/tap - bygninger	7 807	8 375
Urealisert gevinst/tap - gjeld	233	-420
Urealisert gevinst/tap - andre eiendeler og forpliktelser	-176	-461
<i>Realisert og urealisert gevinst/tap</i>	<i>9 077</i>	<i>7 693</i>
Dokumentavgift og tinglysningsgebyr	-147	-217
Due diligence og forsikring	-244	-107
<i>Transaksjonskostnader ved kjøp og salg</i>	<i>-391</i>	<i>-324</i>
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	16 421	14 237

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

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

Tabell 6.5 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2018	31.12.2017
Bygninger	262 364	235 507
Ekstern gjeld	-18 361	-17 694
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	-185	-653
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	243 818	217 160

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

Avtaler om kjøp og salg av eiendom

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

eiendommer den datoen kontroll over eiendommen overdras. Dette vil normalt være tidspunktet vederlaget overføres og transaksjonen gjennomføres. Transaksjoner blir normalt annonsert ved avtaleinngåelsen.

Tabell 6.6 spesifiserer annonserte avtaler om kjøp og salg av eiendom som ikke er gjennomført på balansedagen.

Tabell 6.6 Annonserte avtaler om kjøp og salg av eiendom¹

Type	Eiendomsadresse	By	Eierandel i prosent	Valuta	Pris millioner i angitt valuta ²	Annonsert kvartal	Forventet gjennomføring
Kjøp	Schützenstrasse 26	Berlin	100,0	EUR	425	3. kv. 2017	4. kv. 2019
Kjøp	79 avenue des Champs-Élysées	Paris	100,0	EUR	613	4. kv. 2018	4. kv. 2019

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

² Angitt pris er for SPUs eierandel.

Note 7 Måling til virkelig verdi

Regnskapsprinsipp

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

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

1. Innledning

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

2. Hierarkiet for virkelig verdi

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

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

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

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

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

Vesentlig estimat

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

Tabell 7.1 allokerer investeringsporteføljen i de tre kategoriene i hierarkiet for virkelig verdi.

Tabell 7.1 Investeringsporteføljen kategorisert per nivå i verdsettelseshierarkiet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017
Aksjer	5 450 137	5 616 897	35 808	34 265	353	11 373	5 486 298	5 662 535
Statsobligasjoner	1 331 386	1 417 376	102 070	41 452	-	-	1 433 456	1 458 828
Statsrelaterte obligasjoner	284 545	271 415	51 609	43 151	425	2 221	336 579	316 787
Realrenteobligasjoner	131 271	126 023	8 125	5 102	-	-	139 396	131 125
Selskapsobligasjoner	519 829	597 276	89 457	34 572	28	109	609 314	631 957
Pantesikrede obligasjoner	126 377	113 337	14 728	18 863	-	442	141 105	132 642
Sum obligasjoner	2 393 408	2 525 427	265 989	143 140	453	2 772	2 659 849	2 671 338
Finansielle derivater (eiendeler)	20	120	3 544	8 905	12	-	3 576	9 025
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-4 222	-3 919	-	-	-4 222	-3 919
Sum finansielle derivater	20	120	-678	4 986	12	-	-646	5 106
Unotert eiendom	-	-	-	-	243 818	217 160	243 818	217 160
Annet (eiendeler)¹	-	-	247 351	214 575	-	-	247 351	214 575
Annet (gjeld)²	-	-	-380 724	-282 260	-	-	-380 724	-282 260
Totalt	7 843 565	8 142 444	167 746	114 706	244 636	231 305	8 255 945	8 488 454
Totalt (prosent)	95,0	95,9	2,0	1,4	3,0	2,7	100,0	100,0

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

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

Majoriteten av den totale porteføljen er priset basert på observerbare markedspriser. Ved utgangen av 2018 var 97,04 prosent av porteføljen klassifisert som nivå 1 eller 2, som er en marginal reduksjon sammenlignet med årsslutt 2017. Bevegelser mellom nivåene i hierarkiet for virkelig verdi er beskrevet i punkt 3 i denne noten.

Aksjer

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

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

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene (89,98 prosent) har observerbare markedspriser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. 10,00 prosent av obligasjonsbeholdningene er klassifisert som nivå 2. Dette er beholdninger som

ikke har et tilstrekkelig antall observerbare og tilgjengelige kurser eller som er priset basert på sammenlignbare likvide obligasjoner. Enkelte obligasjoner (0,02 prosent) som ikke har observerbare kurser er klassifisert som nivå 3 da verdsettelsen er basert på vesentlig bruk av ikke-observerbare inndata.

Unotert eiendom

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

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

Finansielle derivater

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

Andre eiendeler og forpliktelser er klassifisert som nivå 2.

3. Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet for virkelig verdi

Regnskapsprinsipp

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

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Den relative andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 er økt marginalt med 0,15 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2017.

I 2018 ble fondets beholdning av deltagelsessertifikater konvertert til aksjer i selskaper notert på den saudiarabiske børsen, Tadawul. Deltagelsessertifikatene var klassifisert som derivater i nivå 2, mens mottatte aksjer er klassifisert som nivå 1. Ved årsslutt 2017 hadde deltagelsessertifikatene en balanseført verdi på 6 802 millioner kroner.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 er redusert med 4,56 prosentpoeng i 2018 og andelen klassifisert som nivå 2 er tilsvarende økt med 4,64 prosentpoeng. Dette skyldes reklassifiseringer fra nivå 1 til 2, hovedsakelig grunnet redusert likviditet for obligasjoner i fremvoksende markeder og selskapsobligasjoner denominert i

amerikanske dollar. Noe av reklassiferingen for selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar skyldes forbedret informasjonsgrunnlag for analyse av likviditet og observerbare kurser for obligasjoner i forhold til tidligere.

Reklassifisering mellom nivå 2 og nivå 3

En aksjeholdning med bindingstid som ble mottatt som kompensasjon i en sammenslåing av to selskaper i 2016 er reklassifisert fra nivå 3 til nivå 2. Årsaken til dette er at den gjenværende bindingstiden ikke lenger medfører betydelig bruk av ikke-observerbare inndata i verdsettelsen. Ved årsslutt 2017 utgjorde denne aksjeholdningen i underkant av 90 prosent av verdien av aksjer klassifisert som nivå 3. Flere statsrelaterte obligasjoner og selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar og euro er reklassifisert fra nivå 3 til nivå 2 da de ved årsslutt 2018 er verdsatt basert på sammenlignbare obligasjoner.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

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

Beløp i millioner kroner	01.01.2017	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2017
Aksjer	11 863	97	-1 534	-48	-632	1 099	-258	786	11 373
Obligasjoner	1 390	406	-327	-71	-33	1 457	-6	-44	2 772
Unotert eiendom ¹	188 469	17 234	-	-	10 368	-	-	1 089	217 160
Totalt	201 722	17 737	-1 861	-119	9 703	2 556	-264	1 831	231 305

¹ Kjøp representerer netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom. Se tabell 6.3 i note 6 *Unotert eiendom*.

SPUs samlede beholdning i nivå 3 av verdsettelseshierarkiet var ved årsslutt 244 636 millioner kroner, en økning på 13 331 millioner kroner sammenlignet med årsslutt 2017.

Den relative andelen av aksjer klassifisert som nivå 3 er redusert med 0,19 prosentpoeng sammenlignet med 2017. Reduksjonen skyldes hovedsakelig reklassifisering av den tidligere nevnte aksjebeholdningen med bindingstid fra nivå 3 til nivå 2.

For obligasjoner er det en reduksjon i den relative andelen som er klassifisert som nivå 3 sammenlignet med 2017. Obligasjoner klassifisert som nivå 3 er redusert med 2 319 millioner kroner sammenlignet med 2017, hovedsakelig grunnet reklassifisering av beholdninger til nivå 2.

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, og økningen på 26 658 millioner kroner i 2018 skyldes i hovedsak nye investeringer, verdiøkninger og valuta.

4. Verdsettelsesmetoder

Norges Bank Investment Management har definert hierarkier for hvilke priskilder som skal brukes i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene verdsettes normalt i henhold til indeksleverandørenes priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av priser fra andre anerkjente eksterne leverandører. For aksjer og derivater som handles i aktive markeder (nivå 1) blir sluttkurs benyttet. For obligasjoner som handles i aktive markeder blir hovedsakelig kjøpskurs benyttet.

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

Unoterte eiendomsinvesteringer (nivå 3)

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

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

Avkastningskrav og forutsetninger knyttet til fremtidige kontantstrømmer er de viktigste inndataene i verdsettelsesmodellene. Forventede fremtidige kontantstrømmer påvirkes av endringer i forutsetninger relatert til, men ikke begrenset til:

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

Aksjer (nivå 2 og nivå 3)

Aksjer verdsatt basert på modeller med observerbar inndata fra leverandører er klassifisert som nivå 2 i verdsettelseshierarkiet. Disse beholdningene handles ikke i aktive markeder og inkluderer noterte aksjer som er suspendert fra handel.

Verdsettelsesmodellene hensyntar flere typer observerbar inndata som pris på sammenlignbare aksjer, siste prisnotering og volum.

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

Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

Obligasjoner som er verdsatt basert på indikative priser eller sammenlignbare likvide utstedelser er klassifisert som nivå 2. Disse beholdningene består som regel av obligasjoner som er mindre likvide enn de som handles på aktive markeder.

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

Finansielle derivater (nivå 2 og nivå 3)

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

Rentederivater, som i sin helhet består av rentebytteavtaler, er verdsatt ved bruk av markedsstandardiserte modeller som hovedsakelig benytter markedsobserverbar inndata som renter fra handeledede rentebytteavtaler.

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

5. Sensitivitetsanalyse for nivå 3 beholdninger

Tabell 7.3 Ytterligere spesifikasjon nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifikasjon av nivå 3 per 31.12.2018	Sensiviteter 31.12.2018		Spesifikasjon av nivå 3 per 31.12.2017	Sensiviteter 31.12.2017	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	353	-116	116	11 373	-2 409	2 409
Statsrelaterte obligasjoner	425	-43	43	2 221	-222	222
Selskapsobligasjoner	28	-3	3	109	-11	11
Pantesikrede obligasjoner	-	-	-	442	-44	44
Sum obligasjoner	453	-45	45	2 772	-277	277
Finansielle derivater (eiendeler)	12	-1	1	-	-	-
Unotert eiendom	243 818	-14 627	17 888	217 160	-12 969	14 988
Totalt	244 636	-14 790	18 050	231 305	-15 655	17 674

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

Unotert eiendom

Endring i nøkkelforutsetninger kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av eiendomsporteføljen. I sensitivitetsanalysen illustreres dette ved å benytte andre rimelige alternative forutsetninger for avkastningskrav og markedsleie. Analysen er basert på en statistisk relevant populasjon som er representativ for eiendomsporteføljen og reflekterer både fordelaktige og ufordelaktige endringer.

Eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastningskrav (diskonteringsrente) og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på 2 prosent vil redusere eiendomsporteføljes verdi med om lag 6,0 prosent (6,0 prosent i 2017)

eller 14 627 millioner kroner. Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljes verdi med 7,3 prosent (6,9 prosent i 2017) eller 17 888 millioner kroner.

Aksjer

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

Sensitivitet i absolutte tall har gått ned for aksjeporteføljen, i samsvar med beholdninger klassifisert som nivå 3. En økning i relativ sensitivitet for aksjeporteføljen sammenlignet med 2017 skyldes aksjebeholdningen med bindingstid som er reklassifisert fra nivå 3 til nivå 2. Denne beholdningen hadde noe lavere relativ sensitivitet sammenlignet med andre aksjebeholdninger klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

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

Sensitivitet i virkelig verdi for obligasjoner er noe lavere enn for aksjer, spesielt for papirer med kortere løpetid. Reduksjonen i sensitivitet i 2018 i absolutt verdi er i samsvar med reduksjonen i beholdninger klassifisert som nivå 3.

Finansielle derivater

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

6. Kontrollmiljø

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

Verdsettelsesmiljøet er tilpasset i samsvar med markedsstandarder og etablert praksis for verdifastsettelse. I praksis er dette gjennomført i form av en daglig verdifastsettelse av alle beholdninger, med unntak for unoterte eiendomsinvesteringer hvor verdsettelsene gjøres kvartalsvis. Prosessene er skalerbare i forhold til markedsendringer og basert på interne og eksterne dataløsninger.

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

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

På daglig basis er verdifastsettelsen gjenstand for flere kontroller i verdsettelsesavdelingene. Kontrollene er basert på definerte terskler og sensitiviteter, som overvåkes og justeres i overensstemmelse med rådende markedsforhold. Ved månedsslutt for finansielle instrumenter og ved kvartalsslutt for unoterte eiendomsinvesteringer, blir det utført mer omfattende kontroller for å sikre at verdsettelsen er i tråd med virkelig verdi. I denne forbindelse gis det spesiell oppmerksomhet til illikvide finansielle instrumenter samt unoterte eiendomsinvesteringer, det vil si investeringer hvor det vurderes at det eksisterer verdsettelsesutfordringer. Illikvide instrumenter identifiseres ved hjelp av sektor og valuta, kredittvurderingsindikatorer, spredning mellom kjøps- og salgskurser og aktivitet i markedet.

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

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

Note 8 Investeringsrisiko

Forvaltningsmandat for SPU

SPU forvaltes av Norges Bank på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland fastsatt av Finansdepartementet.

SPU skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i valutakurven til faktisk referanseindeks, innenfor de rammer og krav som gjelder for forvaltningen. Finansdepartementets strategiske referanseindeks er fordelt på to aktivaklasser, aksjer og obligasjoner, med en allokering på 70 prosent til aksjer og 30 prosent til obligasjoner. Finansdepartementet har fastsatt en plan for gradvis opptrapping av aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen til 70 prosent.

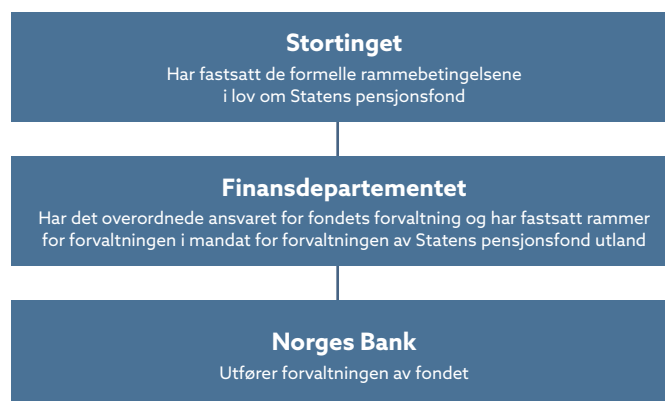
Referanseindeksen for aksjer er satt sammen etter markedsverdien for aksjene i de land som inngår i indeksen. Referanseindeksen for obligasjoner angir en fast fordeling mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner, hvor statsdelindeksen

har en vekt på 70 prosent og selskapsdelindeksen har en vekt på 30 prosent. Valutafordelingen følger av disse vektingsprinsippene.

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

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

Figur 8.1 Forvaltningsmandat for SPU



Norges Banks styringsstruktur

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

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

oppmerksom på spesielle hendelser eller vesentlige forhold uten opphold.

I Norges Bank Investment Management er investeringsansvaret delegert videre gjennom investeringsmandater. Ansvar for prosesser og personale er delegert gjennom stillingsbeskrivelser, mens krav til prosesser er detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Sammensetningen av ledergruppen og delegeringen av myndighet skal sikre ansvarsdeling mellom investeringsområdene, verdipapirhandel, drift, risikostyring og etterlevelse og kontroll. Norges Bank Real Estate Management er organisert som en egen enhet med egen ledergruppe der leder for Norges Bank Real Estate Management rapporterer til leder for Norges Bank Investment Management.

Figur 8.2 Norges Banks styringsstruktur



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

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

Rammeverk for investeringsrisiko

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

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

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

Hovedstyrets prinsipper for risikostyring er videre detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Ansvaret for effektive prosesser knyttet til risikostyring er delegert til CRO og Chief Compliance and Control Officer (CCO). Risikostyring knyttet til noterte eiendomsinvesteringer er delegert til CRO og CCO i Norges Bank Real Estate Management.

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

Tabell 8.1 Investeringsrisiko

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

Investeringsrisiko – markedsrisiko

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

Investeringsrisiko – kredittrisiko

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

Investeringsrisiko – motpartsrisiko

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

Risikostyringsprosessen

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

Markedsrisiko

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

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

Aktivaklasse per land/valuta

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

Tabell 8.2 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		31.12.2018	Marked	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017
Aksjer	Utviklet	89,0	Utviklet	89,0				
	USA	38,4	USA	35,4				
	Storbritannia	9,4	Storbritannia	9,7				
	Japan	8,8	Japan	9,1				
	Frankrike	5,1	Tyskland	6,1				
	Tyskland	4,9	Frankrike	5,1				
	Sum andre	22,5	Sum andre	23,6				
	Fremvoksende	11,0	Fremvoksende	11,0				
	Kina	3,6	Kina	3,6				
	Taiwan	1,7	Taiwan	1,6				
	India	1,2	India	1,2				
	Brasil	1,0	Brasil	0,9				
	Sør-Afrika	0,7	Sør-Afrika	0,7				
	Sum andre	2,8	Sum andre	3,0				
Sum aksjer					66,34	66,60	5 477 159	5 653 440
Obligasjoner	Utviklet	91,8	Utviklet	90,5				
	Amerikanske dollar	44,6	Amerikanske dollar	44,9				
	Euro	26,1	Euro	25,8				
	Japanske yen	7,7	Japanske yen	6,7				
	Britiske pund	4,2	Britiske pund	4,6				
	Kanadiske dollar	3,3	Kanadiske dollar	3,2				
	Sum andre	5,9	Sum andre	5,3				
	Fremvoksende	8,2	Fremvoksende	9,5				
	Meksikanske peso	1,7	Meksikanske peso	1,6				
	Sørkoreanske won	1,3	Sørkoreanske won	1,4				
	Indonesiske rupiah	1,1	Indonesiske rupiah	0,9				
	Indiske rupi	0,7	Indiske rupi	0,7				
	Malaysiske ringgit	0,6	Brasilianske real	0,7				
	Sum andre	2,9	Sum andre	4,1				
Sum obligasjoner					30,68	30,82	2 532 774	2 616 372
Unotert eiendom	USA	47,8	USA	46,2				
	Storbritannia	23,0	Storbritannia	23,5				
	Frankrike	16,5	Frankrike	16,6				
	Sveits	3,7	Sveits	3,9				
	Tyskland	3,5	Tyskland	3,5				
	Sum andre	5,5	Sum andre	6,3				
Sum unotert eiendom					2,98	2,58	246 013	218 643

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

Ved utgangen av 2018 var aksjeandelen i fondet 66,3 prosent, mot 66,6 prosent ved årsslutt 2017. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 30,7 prosent, mens den var 30,8 prosent ved utgangen av 2017. Unotert eiendoms andel av fondet var 3,0 prosent ved årsslutt 2018, en oppgang på 0,4 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2017.

Konsentrasjonsrisiko

SPU har betydelige investeringer i obligasjoner utstedt av stater.

Tabell 8.3 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer statsobligasjoner utstedt i egen valuta, fremmed valuta og realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 8.3 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2018	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2017
USA	638 715	USA	607 651
Japan	237 179	Japan	190 956
Tyskland	106 116	Tyskland	119 591
Storbritannia	64 844	Storbritannia	70 061
Frankrike	47 998	Frankrike	63 517
Sør-Korea	43 366	Spania	48 221
Mexico	42 594	Mexico	46 036
Spania	41 388	Sør-Korea	45 425
Italia	36 517	Italia	42 150
Australia	36 399	Australia	34 860

Porteføljen er også investert i selskaper som utsteder både aksjer og obligasjoner. Tabell 8.4 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger. Obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner samt gjeld utstedt av andre underliggende selskaper er inkludert i obligasjonskolonnen.

Tabell 8.4 Største beholdninger utenom stat, både aksjer og obligasjoner

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2017	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Apple Inc	Teknologi	66 029	8 122	74 152
Nestlé SA	Konsumvarer	51 040	1 895	52 935
Royal Dutch Shell Plc	Olje og gass	50 258	2 673	52 930
Microsoft Corp	Teknologi	47 549	2 155	49 704
Alphabet Inc	Teknologi	47 892	844	48 737
Bank of America Corp	Finans	25 546	17 002	42 548
Novartis AG	Helse	36 770	3 952	40 722
Amazon.com Inc	Konsumtjenester	36 579	3 428	40 006
JPMorgan Chase & Co	Finans	25 823	12 730	38 553
HSBC Holdings Plc	Finans	30 777	7 380	38 158

Tabell 8.5 viser sektorfordelingen for aktivaklassen unotert eiendom.

Tabell 8.5 Fordeling av unoterte eiendomsinvesteringer per sektor, prosent

Sektor	31.12.2018	31.12.2017
Kontor	59,3	58,2
Handel	18,0	19,4
Logistikk	21,6	21,2
Annet	1,2	1,1
Totalt	100,0	100,0

Volatilitet og samvariasjonsrisiko

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

Fondets investeringer, inkludert unoterte eiendomsinvesteringer, er inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, som måles mot fondets referanseindeks bestående av globale aksje- og verdipapirindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet, inkludert unotert eiendom, er 1,25 prosentpoeng.

MSCI sin Barra Private Real Estate 2 (PRE2) modell brukes til å beregne markedsrisikoen for fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Som et generelt

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

Beregning av forventet volatilitet

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

Tabell 8.6 og 8.7 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

Tabell 8.6 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018	31.12.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017
Porteføljen	8,6	8,5	11,0	9,5	10,8	10,7	11,2	11,0
Aksjer	11,6	11,4	13,7	12,4	13,6	13,6	14,1	14,0
Obligasjoner	7,0	6,8	9,4	7,8	9,4	9,4	9,8	9,7
Unotert eiendom	9,3	9,2	11,9	10,4	12,0	11,9	12,7	12,5

Tabell 8.7 Relativ risiko målt mot referanseindeksene til fondet, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018	31.12.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017
Porteføljen	33	29	37	31	33	31	35	33

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 8,6 prosent, eller om lag 710 milliarder kroner, ved utgangen av 2018, mot 10,8 prosent ved årsslutt 2017. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 11,6 prosent ved årsslutt, ned fra 13,6 prosent ved utgangen av 2017, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 7,0 prosent, mot 9,4 prosent ved årsslutt 2017. Nedgangen i fondets forventede volatilitet i 2018 skyldes hovedsakelig mindre prissvingninger i markedene for de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2017.

Forvaltningsmandatet angir at forventet relativ volatilitet for fondet, inkludert unotert eiendom, ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Fondets forventede relative volatilitet var 33 basispunkter ved utgangen av året, på samme nivå som ved årsslutt 2017.

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

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

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

Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ekstremavviksrisikoen blir målt og fulgt opp basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Ved utgangen av året var ekstremavviksrisikoen 1,37 prosentpoeng, sammenlignet med 1,49 prosentpoeng ved årsslutt 2017.

Beregning av forventet ekstremavviksrisiko

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

Styrker og svakheter

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

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

Etterprøving av modeller

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

Kredittrisiko

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

Tabell 8.8 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2017	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	724 614	214 529	292 828	174 394	52 463	1 458 828
Statsrelaterte obligasjoner	141 463	119 116	44 171	10 719	1 318	316 787
Realrenteobligasjoner	112 634	8 131	3 038	7 322	-	131 125
Selskapsobligasjoner	5 988	54 763	241 644	316 896	12 666	631 957
Pantesikrede obligasjoner	112 106	15 977	2 961	1 598	-	132 642
Sum obligasjoner	1 096 805	412 516	584 642	510 929	66 447	2 671 338

Andelen av investeringer i selskapsobligasjoner ble noe redusert i løpet av året, til 22,9 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2018 fra 23,7 prosent ved årsslutt 2017. Stats- og statsrelaterte obligasjoner, inkludert realrenteobligasjoner, utgjorde ved årets slutt 71,8 prosent av obligasjonsporteføljen sammenlignet med 71,4 prosent ved utgangen av 2017.

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering BBB ble redusert med 2,5 prosentpoeng til 16,6 prosent av den totale obligasjonsporteføljen ved årsslutt. Reduksjonen skyldes i hovedsak oppgradering av Spania til A kategorien fra BBB kategorien i 2018 samt en reduksjon i beholdningen av statsobligasjoner i fremvoksende markeder innenfor BBB kategorien. Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering A økte hovedsakelig som følge av oppgraderingen av Spania samt en økning

i beholdningen av japanske statsobligasjoner. Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering AAA økte med 1,0 prosentpoeng til 42,1 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2018. Økningen skyldes i hovedsak en økning i amerikanske statsobligasjoner gjennom året.

Andel av obligasjonsbeholdningen i kategorien *Lavere vurdering* ble redusert til 2,2 prosent av obligasjonsbeholdningen ved utgangen av 2018, fra 2,5 prosent ved årsslutt 2017, noe som i hovedsak skyldes lavere eksponering i både statsobligasjoner og selskapsobligasjoner i denne kategorien. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 44 millioner kroner ved årsslutt 2018, sammenlignet med 109 millioner kroner ved årsslutt 2017. Misligholdte obligasjoner er gruppert under *Lavere vurdering*. Obligasjonsporteføljens kredittkvalitet ble totalt sett noe forbedret i løpet av året.

Tabell 8.9 Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

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

31.12.2017	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	24,5	2,2	7,0	8,5	0,4	42,6
Euro	9,8	6,6	2,9	6,4	0,2	25,8
Japanske yen	-	-	7,6	-	-	7,6
Britiske pund	0,2	2,9	0,6	0,8	-	4,5
Kanadiske dollar	2,1	1,0	0,5	0,2	-	3,7
Andre valutaer	4,4	2,6	3,4	3,3	2,0	15,7
Totalt	41,1	15,4	21,9	19,1	2,5	100,0

Ved årsslutt 2018 var det ingen kredittderivater i porteføljen.

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

Motpartsrisiko

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

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

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

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

Det blir også stilt krav til hvordan eiendomstransaksjoner skal gjennomføres. Motpartsrisikoen som oppstår blir analysert i forkant av at transaksjonen gjennomføres og krever godkjenning av CRO. For 2018 ble 18 transaksjoner godkjent av CRO gjennom denne prosessen, sammenlignet med 11 i 2017.

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

Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko er i henhold til internasjonalt anerkjente standarder. I all hovedsak er det Baselregelverket for banker som er benyttet for måling av motpartsrisiko, med noen tilpasninger basert på interne analyser. Risikomodellen beregner forventet motpartseksponering ved konkurs for en motpart. Metoden for å beregne motpartsrisikoeksponering fra derivater og valutakontrakter er i 2018 endret fra markedsverdimetoden til en ny standardmetode for motpartsrisiko (SA-CCR). Begge metodene er vedtatt av Baselkomiteen. Den nye standardmetoden søker å forbedre markedsverdimetoden gjennom i større grad å ta hensyn til mottatte sikkerheter og motregning ved beregning av motpartsrisiko. Metoden for hvordan sikkerheter blir beregnet er også videreutviklet og stress i finansmarkedene vektlegges i større grad i kalibreringen av fremtidig forventet risikoeksponering. Ved utgangen av 2018 gir den nye standardmetoden noe høyere risikoeksponering for porteføljen enn markedsverdimetoden.

For gjenkjøpsavtaler, verdipapirutlån gjennom ekstern agent og verdipapirer stilt som sikkerhet

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

Eksposering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. For de aller fleste valutahandler er oppgjørsrisikoen lav. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjørsbanken reduseres oppgjørsrisikoen. I enkelte valutaer er Norges Bank utsatt for oppgjørsrisiko da solgt valuta blir levert til motparten før kjøpt valuta er bekreftet mottatt. I tabell 8.10 inngår denne eksponeringen på linjen *Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid*.

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

I tabell 8.10 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet/instrumenttype forbundet med motpartsrisiko.

Total motpartsrisikoeksponering økte til 126,0 milliarder kroner ved utgangen av 2018 fra 118,0 milliarder kroner ved utgangen av 2017. Det har vært en nedgang i risikoeksponeringen fra verdipapirutlån, men en økning i risikoeksponeringen fra alle de andre instrumentgruppene. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner. Risikoeksponeringen for programmet ble redusert til 67,1 milliarder kroner ved årsslutt 2018, fra 71,2 milliarder kroner ved årsslutt 2017. Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 53,3 prosent av den totale motpartsrisikoeksponeringen til fondet ved utgangen av 2018.

Tabell 8.10 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	31.12.2018	31.12.2017 ¹
Verdipapirutlån	67 110	71 150
Usikrede bankinnskudd ² og verdipapirer ³	23 619	14 008
Derivater inklusive valutakontrakter ⁴	22 529	18 769
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	8 293	4 662
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	4 437	2 598
Deltagelsessertifikater ³	-	6 802
Totalt	125 988	117 989

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

² Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper.

³ Fondets beholdning av deltagelsessertifikater ble i 2018 konvertert til noterte aksjer på den saudiarabiske børsen. Disse noterte aksjene gir motpartsrisiko i form av at de vurderes som usikrede.

⁴ Sammenligningstall er basert på metoden benyttet ved årsslutt 2017.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer. Kun i tilfeller hvor motpartsrisikoen er mot en sentral motpart, eller motpartsrisikoen regnes som lav,

kan en intern kredittvurdering benyttes som grunnlag for godkjenning av en motpart. Kredittvurderingen for motparter overvåkes og kompletteres av alternative kredittrisikoinndikatorer.

Tabell 8.11 viser godkjente motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori. Tabellen inkluderer også meglerhus som brukes ved kjøp og salg av verdipapirer.

Tabell 8.11 Motparter fordelt på kredittvurdering¹

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017
AAA	1	-	-	-
AA	33	30	33	30
A	61	63	76	77
BBB	8	11	28	16
BB	2	1	17	16
B	-	-	7	15
Totalt	105	105	161	154

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

Antall motparter har holdt seg stabilt i løpet av året. Det var 105 motparter ved årsslutt 2018, uendret fra årsslutt 2017. Antall meglerhus har økt til 161 ved årsslutt 2018 fra 154 ved årsslutt 2017.

Kredittkvaliteten på motparter og meglerhus er totalt sett noe forbedret sammenlignet med årsslutt 2017. Dette skyldes hovedsakelig flere oppgraderinger enn nedgraderinger av kredittvurdering på eksisterende motparter og meglerhus gjennom året. Nye godkjente meglerhus i 2018 bidro også positivt til den totale kredittvurderingskvaliteten.

Belåning

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

finansielle derivater ved at de konverteres til eksponering mot underliggende risikable aktiva. Når eksponeringen er større enn porteføljens markedsverdi er porteføljen belånt.

SPUs belåning var 1,5 prosent for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2018, sammenlignet med 0,7 prosent ved utgangen av 2017. For investeringer i unotert eiendom er det satt begrensning i investeringsmandatet om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 35 prosent. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde ved utgangen av 2018 en gjeldsgrad på 6,7 prosent, sammenlignet med 7,1 prosent ved utgangen av 2017.

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i liten grad og ved utgangen av 2018 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.

Note 9 Skatt

Regnskapsprinsipp

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

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

Annen inntektsskatt, som ikke kreves inn ved kilden, innregnes i resultatregnskapet samtidig som den relaterte inntekten eller gevinsten. Betalbar skatt innregnes som en forpliktelse i balansen under *Annen gjeld*, frem til den blir oppgjort. Utsatt skatt knyttet til gevinstbeskatning innregnes som en forpliktelse i balansen under *Annen gjeld* med utgangspunkt i forventet fremtidig betaling når SPU er i gevinstposisjon i det aktuelle markedet. Det balanseføres ikke utsatt skattefordel når SPU er i tapposisjon da innregningskriteriene ikke anses som oppfylt. Ved årsslutt 2018 er det ikke innregnet utsatt skatt for gevinstbeskatning i balansen.

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

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

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

Tabell 9.1 Spesifikasjon skattekostnad

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

Beløp i millioner kroner, 2017	Brutto inntekt før skatt	Inntekts-skatt på utbytte, renter og honorar	Gevinst-beskatning	Annet	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	933 501	-4 512	-153	-	-4 665	928 836
Obligasjoner	81 410	-52	-16	-	-68	81 342
Utlån med sikkerhetsstillelse	3 532	-55	-	-	-55	3 477
Annet	-	-	-	-8	-8	-
Skattekostnad		-4 619	-169	-8	-4 796	

Tabell 9.2 viser fordringer knyttet til kildeskatt og betalbar skatt som er innregnet i balansen under henholdsvis *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*.

Tabell 9.2 Spesifikasjon balanseposter knyttet til inntektsskatt

Beløp i millioner kroner	2018	2017
Fordring kildeskatt	1 895	2 589
Betalbar skatt	12	-

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

Tabell 9.3 Spesifikasjon netto utbetaling av skatt

Beløp i millioner kroner	2018	2017
Innbetaling av refundert kildeskatt	4 469	3 699
Utbetaling av skatt	-8 812	-10 485
Netto utbetaling av skatt	-4 343	-6 786

Note 10 Gevinst/tap valuta

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

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

Skjønnsmessig vurdering

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

Regnskapsprinsipp

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

Skjønnsmessig vurdering

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

Valutaelement

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

Verdipapirelement

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

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

Tabell 10.1 Spesifikasjon Gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	2018	2017
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	163 983	-126 868
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	14 654	111 425
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	50 721	-8 367
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	-1 329	20 745
Gevinst/tap valuta - andre	-4 418	17 766
Gevinst/tap valuta	223 611	14 701

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

Tabell 10.2 Spesifikasjon av investeringsporteføljen per valuta

Beløp i millioner kroner	31.12.2018	31.12.2017
Amerikanske dollar	3 418 802	3 345 022
Euro	1 678 501	1 811 389
Japanske yen	682 120	694 782
Britiske pund	631 180	677 593
Andre valutaer	1 845 342	1 959 668
Markedsverdi investeringsporteføljen	8 255 945	8 488 454

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

Tabell 10.3 Valutakurser

	31.12.2018	31.12.2017	Prosent endring
Amerikanske dollar	8,66	8,18	6 %
Euro	9,90	9,82	1 %
Japanske yen	0,08	0,07	13 %
Britiske pund	11,03	11,06	0 %

Note 11 Forvaltningskostnader

Regnskapsprinsipp

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

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

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

Forvaltningskostnader i Norges Bank

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

Tabell 11.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2018		2017	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	1 262		1 325	
Kostnader til depot	385		404	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	651		657	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	282		252	
Øvrige kostnader	400		251	
Fordelte kostnader Norges Bank	167		161	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	724		755	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	3 872	4,6	3 804	4,8
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	673		924	
Forvaltningsgodtgjøring	4 544	5,4	4 728	6,0

Forvaltningskostnader i datterselskaper

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

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

Tabell 11.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2018		2017	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	25		33	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	41		42	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	30		23	
Øvrige kostnader	13		17	
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	108	0,1	116	0,2
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	88		97	
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	20		19	

Øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader

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

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2018 begrenset oppad til 7,0 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. Tilsvarende ramme i 2017 var 7,5 basispunkter. I henhold til retningslinjer fra Finansdepartementet, er gjennomsnittlig kapital under forvaltning beregnet basert på markedsverdien til fondets portefølje i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjorde 3 980 millioner kroner i 2018. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer 3 872 millioner kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 108 millioner kroner. Dette tilsvarer 4,7 basispunkter av forvaltet kapital.

Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde 4 652 millioner kroner i 2018. Dette tilsvarer 5,5 basispunkter av forvaltet kapital.

Andre driftskostnader i datterselskaper

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

Andre driftskostnader som påløper i ikke-konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. Se tabell 6.4 i note 6 *Unotert eiendom* for ytterligere informasjon. Andre driftskostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Annen inntekt/kostnad*.

Note 12 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

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

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

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

Regnskapsprinsipp

Inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

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

Tabell 12.1 gir en spesifikasjon av inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse.

Tabell 12.1 Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	2018	2017
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	4 733	3 532
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	-1 466	-345
Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	3 267	3 187

Regnskapsprinsipp

Overførte finansielle eiendeler

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

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

Utlån med sikkerhetsstillelse

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

Innlån med sikkerhetsstillelse

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

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer

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

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

Tabell 12.2 Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2018	31.12.2017
Utlån med sikkerhetsstillelse	216 768	185 046
Sum utlån med sikkerhetsstillelse	216 768	185 046
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balansført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	38 018	52 413
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	182 703	134 430
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån	220 721	186 843

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

Tabell 12.3 Overførte finansielle eiendeler og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2018	31.12.2017
Overførte finansielle eiendeler		
Utlånte aksjer	437 651	411 664
Utlånte obligasjoner	662 920	591 277
Sum overførte finansielle eiendeler	1 100 571	1 002 941
Tilhørende kontantsikkerhet, innregnet som forpliktelse		
Innlån med sikkerhetsstillelse	360 105	260 136
Sum innlån med sikkerhetsstillelse	360 105	260 136
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer eller garantier (ikke-balansført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	486 470	573 127
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	309 951	232 465
Garantier	10 696	12 537
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier knyttet til overførte finansielle eiendeler	807 117	818 129

Note 13 Sikkerhetsstillelse og motregning

Regnskapsprinsipp

Kontantsikkerhet ikke-børsnoterte derivattransaksjoner

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

Motregning

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

Sikkerhetsstillelse

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

Motregning

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

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

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

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

Tabell 13.1 Eiendeler og forpliktelser som er gjenstand for nettingavtaler

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

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2017	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						Brutto balanse- førte finansielle eiendeler
	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som for- pliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter	Eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale ¹	
Beskrivelse							
Eiendeler							
Utlån med sikkerhetsstillelse	120 952	-	91 571	29 382	-	64 094	185 046
Avgitt kontantsikkerhet	1 894	1 878	-	-	16	-	1 894
Finansielle derivater	2 074	1 875	141	-	58	6 951	9 025
Totalt	124 920	3 753	91 712	29 382	74	71 045	195 965

Beløp i millioner kroner, 31.12.2017	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						Brutto balanse- førte finansielle forpliktelser
	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant- sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikker- het i verdi- papirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikker- heter	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale ²	
Beskrivelse							
Gjeld							
Innlån med sikkerhetsstillelse	202 291	-	91 571	110 337	383	57 845	260 136
Mottatt kontantsikkerhet ³	5 804	740	-	-	5 064	-	5 804
Finansielle derivater	3 919	1 875	1 342	-	701	-	3 919
Totalt	212 014	2 615	92 913	110 337	6 148	57 845	269 859

¹ Under *Utlån med sikkerhetsstillelse* inngår beløp for kjøp av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2018 var dette 37 milliarder kroner (52 milliarder kroner i 2017). Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for ytterligere informasjon.

² Under *Innlån med sikkerhetsstillelse* inngår beløp for salg av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2018 var dette 37 milliarder kroner (35 milliarder kroner i 2017). Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for ytterligere informasjon.

³ Enkelte sammenligningstall er omarbeidet for å samsvare med presentasjonen i inneværende år.

Note 14 Nærstående parter

Regnskapsprinsipp

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

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

Transaksjoner med staten

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

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

Transaksjoner med Norges Bank

Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til forvaltningen av SPU. Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU gjennom en forvaltningsgodtgjøring, se note 11 *Forvaltningskostnader*. I 2018 ble 4,7 milliarder kroner trukket fra kronekontoen for å betale

skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017 til Norges Bank, sammenlignet med 3,7 milliarder kroner i 2017.

Interne handler i form av pengemarkedsutlån eller -innlån og gjenkjøpsavtaler mellom SPU og de langsiktige reservene i Norges Bank presenteres som et netto mellomværende mellom porteføljene på balanselinjene *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*. Ved utgangen av 2018 representerte netto mellomværende mellom porteføljene en fordring på 154 millioner kroner for SPU, sammenlignet med en fordring på 292 millioner kroner ved utgangen av 2017. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet, som *Renteinntekt/kostnad*.

Transaksjoner med datterselskaper

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

Note 15 Interesser i andre foretak

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

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

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

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

Tabell 15.1 Eiendomsselskaper

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

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemme- andel i prosent	Effektiv eierandel av underlig- gende eien- dommer i prosent	Innregnet fra
Tyskland					
Die Welle 1 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	50,00	2012
Die Welle 3 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	50,00	2012
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Berlin	50,00	50,00	2012
STEG LBG 2 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	94,90	2014
STEG LBG 3 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	94,90	2014
Sveits					
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Luxembourg	Zürich	100,00	100,00	2012
Europa					
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Luxembourg	Flere europeiske byer	50,00	50,00	2013
USA					
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	49,90	2013
T-C 475 Fifth Avenue Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2013
No. 1 Times Square Development LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2013
OFC Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2013
425 MKT LLC	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	47,50	2013
555 12th LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	44,96	2014
OBS Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
BP/CGCenter MM LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
SJP TS JV LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2015

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

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

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

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

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

Til Norges Banks representantskap

Uavhengig revisors beretning

Uttalelse om revisjonen av regnskapsrapporteringen

Konklusjon

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2018, resultatregnskap, oppstilling over endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og noteopplysninger til regnskapsoppstillingen, herunder et sammendrag av viktige regnskapsprinsipper.

Etter vår mening er den medfølgende regnskapsrapporteringen avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av den finansielle stilling for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2018, og av dets resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret avsluttet per denne datoen i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU.

Grunnlag for konklusjonen

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

Sentrale forhold ved revisjonen

Sentrale forhold ved revisjonen er de forhold vi mener var av størst betydning ved revisjonen av regnskapsrapporteringen for 2018. Disse forholdene ble håndtert ved revisjonens utførelse og da vi dannet oss vår mening om regnskapsrapporteringen som helhet. Vi konkluderer ikke særskilt på disse forholdene.

Forvaltning av aksje og renteporteføljen

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Prosesser og kontrollaktiviteter i aksje og renteforvaltningen knyttet til blant annet gjennomføring av handler, utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, inntektsføring av renter og utbytte, verdsettelse, gevinst- og tapsberegning, valutaomregning og avkastnings- og risikomåling er i utstrakt grad automatisert.</p> <p>Avvik i de automatiserte prosessene analyseres og følges opp.</p> <p>Norges Banks IT-systemer er basert på standardsystemer med ulik grad av tilpasninger og endringer. Den tekniske drift av IT-systemene er i stor grad utkontraktert til ulike tjenesteleverandører. IT-systemene som benyttes i forvaltningen er helt sentrale for regnskapsføring og rapportering.</p> <p>Det vises til nærmere beskrivelse om utvikling, forvaltning og drift av IT-systemene i Norges Bank, se kapittel 5.1 Forvaltningsorganisasjonen i årsrapporten for 2018.</p> <p>God styring og kontroll i de automatiserte forvaltningsprosessene og i avvikshåndtering er grunnlaget for å sikre nøyaktig, fullstendig og pålitelig finansiell rapportering og er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert overordnede styringsmodeller og kontrollaktiviteter for oppfølgingen av aksje og renteforvaltningen.</p> <p>Vi vurderte de deler av de overordnede styringsmodeller som er relevante for finansiell rapportering.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til IT-drift, endringshåndtering og informasjonssikkerhet. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte om utvalgte verdsettelses og beregningsmetoder, herunder metode for valutaomregning, var i overensstemmelse med IFRS.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte automatiserte kontrollaktiviteter i IT-systemene knyttet til gjennomføring av handler, utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, inntektsføring av renter og utbytte, verdsettelse, gevinst- og tapsberegning, valutaomregning og avkastnings- og risikomåling. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte manuelle kontrollaktiviteter for de ovennevnte områder knyttet til analyse og oppfølging av avvik som ble identifisert gjennom de automatiserte prosessene. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte tredjepartsbekreftelser (ISAE 3402-rapporter) fra enkelte av Norges Banks tjenesteleverandører som benyttes i forvaltningen med hensyn til om disse hadde tilfredsstillende internkontroll på områder som har betydning for Norges Banks finansielle rapportering.</p> <p>Vi har benyttet egne IT-spesialister i arbeidet med å forstå den overordnede styringsmodellen for IT og i vurderingen og testingen av kontrollaktivitetene knyttet til IT.</p>

Verdsettelse av investeringer i unotert eiendom

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Statens pensjonsfond utland har investert i unotert eiendom gjennom datterselskaper av Norges Bank. Investeringene i datterselskapene presentert som unotert eiendom i balansen måles til virkelig verdi. Se note 6 og note 7 for en beskrivelse av investeringene, regnskapsprinsipper og verdsettelsesmetoder.</p> <p>Verdsettelse av unoterte eiendomsinvesteringer er beheftet med usikkerhet og bygger på informasjon om den enkelte eiendomstype og beliggenhet, samt en rekke forutsetninger og estimater.</p> <p>Forutsetningene og estimatene er avgjørende for verdsettelsen og verdsettelse av unotert eiendom er derfor et sentralt forhold i vår revisjon.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter for oppfølging av verdsettelsene foretatt av de eksterne verdsetterne. Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til viktige forutsetninger og estimater, herunder fremtidige inntekter, kostnader og relevante diskonteringsrenter. For et utvalg eiendommer testet vi om disse kontrollaktivitetene hadde fungert i perioden.</p> <p>For et utvalg eiendommer i USA og Tyskland, mottok vi gjennom året de eksterne verdsettelsesrapportene fra Norges Bank og vurderte om benyttede verdsettelsesmetoder var i overensstemmelse med anerkjente verdsettelsesstandarder og praksis. Vi rimelighetsvurderte de estimerte leieinntektene i verdsettelsesrapportene for neste 12 måneders periode enten mot budsjett eller mot rapporterte leieinntekter for foregående 12 måneders periode, og rimelighetsvurderte utvalgte estimater for markedsleie og diskonteringsrenter mot eksterne kilder. Vi vurderte verdsetterens uavhengighet, kvalifikasjoner og erfaringer.</p> <p>Vi benyttet egne eksperter i arbeidet med kontroll av verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi avstemte at virkelig verdi i den finansielle rapportering var i overensstemmelse med verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene i note 6 og 7 om verdsettelse av unotert eiendom var dekkende.</p>

Noteinformasjon om avkastning og risiko

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Avkastning måles i norske kroner og i valuta basert på en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner.</p> <p>I forvaltningsmandatet for Statens pensjonsfond utland er det gitt flere rammer og begrensninger for forvaltningen. Alle fondets investeringer, inkludert unoterte eiendomsinvesteringer, er inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks som består av globale aksje- og obligasjonsindekser.</p> <p>Absolutt og relativ avkastningsinformasjon for Statens pensjonsfond utlands investeringer i aksjer og obligasjoner fremgår av note 3 Avkastning. Informasjon om risiko fremgår av note 8 Investeringsrisiko.</p> <p>Måling av absolutt og relativ avkastning og informasjon om markedsrisiko som er presentert i note 8, tabell 8.6 og 8.7 og i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko, er et komplekst område i regnskapet og er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter knyttet til beregning av avkastning og markedsrisiko.</p> <p>For avkastningsinformasjon vurderte og testet vi utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til beregningsmetodene, sammenheng mellom regnskap og avkastningsmåling, og nøyaktig anvendelse av informasjon fra eksterne kilder i beregningene.</p> <p>I tillegg etterregnet vi om absolutt avkastning for hele året, og relativ avkastning for utvalgte dager, var beregnet i tråd med metodene som er beskrevet i note 3.</p> <p>For informasjon om markedsrisiko i note 8 tabell 8.6 og 8.7 og i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko vurderte vi om beregningene var foretatt i samsvar med beskrivelsen av beregningsmetoder og forutsetninger som fremkommer i note 8. I tillegg vurderte og testet vi utformingen av utvalgte kontroller etablert i Norges Bank for å følge opp og kontrollere tjenesteleverandøren. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi innhentet og sammenstilte rapportene fra tjenesteleverandøren om markedsrisiko med opplysningene i note 8 tabell 8.6 og 8.7 og opplysningene om ekstremavviksrisiko i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene om avkastning i note 3 og om opplysningene om markedsrisiko i note 8, tabell 8.6 og 8.7, og i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko var dekkende.</p>

Øvrig informasjon

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

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

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

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

Hovedstyret og ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

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

Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen

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

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

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

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

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

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

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

Oslo 6. februar 2019
Deloitte AS

Henrik Woxholt
statsautorisert revisor





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