

STATENS PENSJONSFOND UTLAND ÅRSRAPPORT



2010

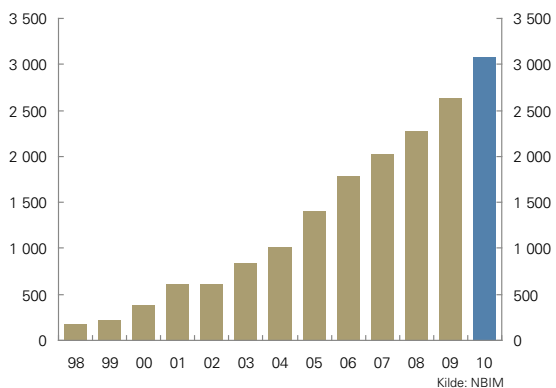
**NBIM**

Norges Bank Investment Management

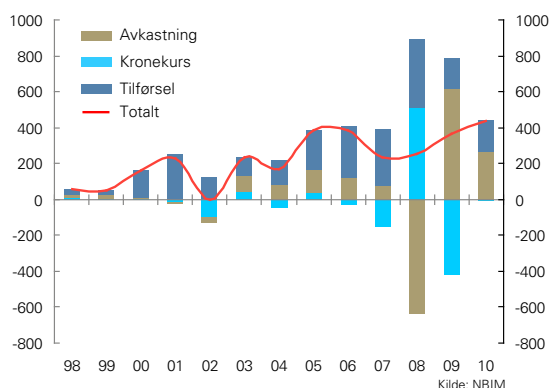
# Hovedpunkter 2010

- *Bred oppgang i de internasjonale aksje- og rentemarkedene ga Statens pensjonsfond utland en avkastning på 9,6 prosent, tilsvarende 264 milliarder kroner, i 2010. Resultatet var 1,1 prosentpoeng høyere enn avkastningen i fondets referanseindekser.*
- *Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 13,3 prosent, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på 4,1 prosent, målt i internasjonal valuta.*
- *Markedsverdien av fondet steg med 437 milliarder kroner til 3 077 milliarder kroner.*
- *Fondets investeringer besto av 61,5 prosent aksjer og 38,5 prosent rentepapirer ved utgangen av året.*
- *Fondets første investering i fast eiendom ble annonsert 4. november 2010.*

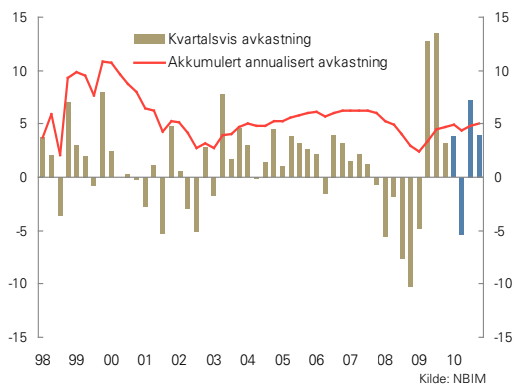
Markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



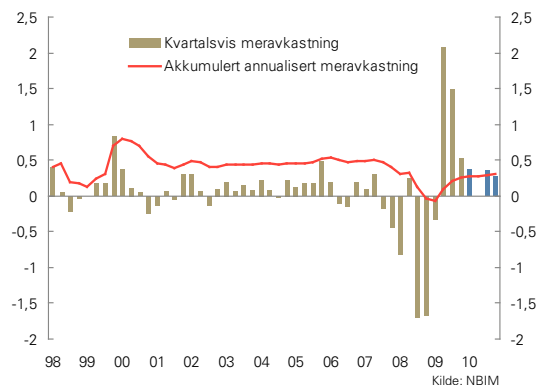
Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



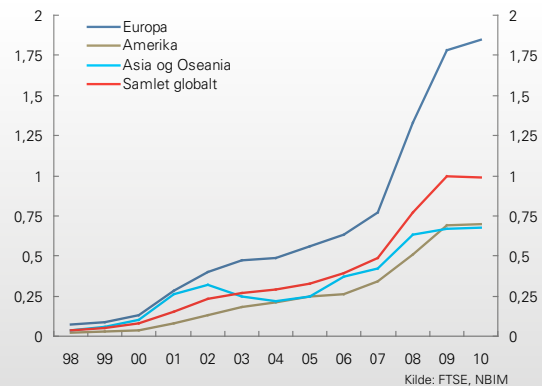
Kvartalsvis og annualisert avkastning siden oppstart 1.1.1998. Prosent



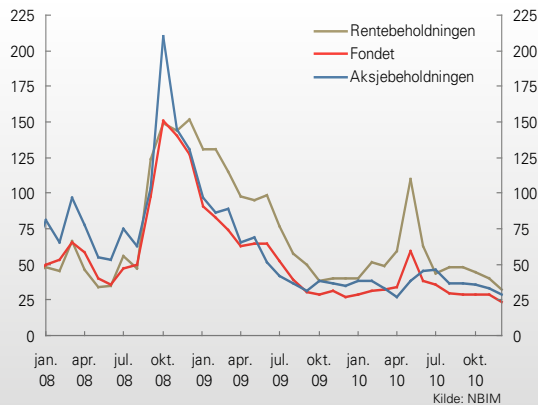
Kvartalsvis meravkastning og akkumulert annualisert meravkastning siden 1.1.1998. Prosentpoeng



Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markeds-kapitaliseringen til indeksen FTSE Global All Cap



Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



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



# Innhold

<b>Ledelse</b>	Øystein Olsen	Større åpenhet i forvaltningen	2
	Yngve Slyngstad	Nådde viktige milepæler i 2010	4
<b>Strategi</b>	Styringsmodellen	Klar rollefordeling og effektiv kontroll	6
	Investeringsstrategien	En langsiktig og stor investor	8
<b>Hovedtrekk i 2010</b>	Finansmarkedenes utvikling	Muligheter for en langsiktig investor	10
	Markedsverdi	Over 3 000 milliarder kroner	12
	Avkastning	Femte beste resultat i fondets historie	14
<b>Forvaltningen</b>	Aksjeforvaltningen	Bred oppgang for fondets aksjer	16
	Renteforvaltningen	Stigning i alle sektorer	20
	Eiendomsforvaltningen	Inn i en ny aktivaklasse	24
	Ekstern forvaltning	Et økende antall spesialistmandater	26
	Investeringsrisiko	Økt risiko i rentemarkedet	30
<b>Investeringene</b>	Våre investeringer	Investeringer i 69 land	34
	Enkeltposisjoner	Høyere eierandel i flere selskaper	38
<b>Eierskapsutøvelsen</b>	Satsingsområder	Seks strategiske satsingsområder	40
		Fokus på barn, klima og vann	44
<b>Organisasjonen</b>	NBIM	Utvikling av global kompetanse	48
	Operasjonell risikostyring	Senket risikoen på en rekke områder	52
<b>Temaartikler</b>	Ekstern forvaltning	Ekstern forvaltning i Statens pensjonsfond utland	54
	Operasjonell risiko	Operasjonell risikostyring i NBIM	58
	Kostnader	Driftskostnadene ved forvaltningen av Statens pensjonsfond utland	62
<b>Regnskap</b>	Regnskapsrapportering		66
	Noter til regnskapsrapportering		68
	Revisjonsuttalelse		85

## Publisert på [www.nbim.no](http://www.nbim.no)

- [Beholdningslister](#)
- [Stemmelister](#)
- [Sammensetningen av referanseindeksene](#)
- [Metoder for avkastningsberegning](#)
- [GIPS-rapport](#)
- [Mandat for forvaltningen](#)
- [Hovedstyrets risikoprinsipper og investeringsmandat](#)
- [Vesentlige eksterne tjenesteleverandører](#)



Øystein Olsen

## Større åpenhet i forvaltningen

Forvaltningen av Statens pensjonsfond utland har vært preget av en stor grad av åpenhet helt siden starten. I år tar vi nye skritt, med publisering av strategiplan og flere detaljer i regnskapet.

Statens pensjonsfond utland er et verktøy for å sikre at også fremtidige generasjoner får glede av oljeformuen. I de årlige budsjettene bruker staten bare forventet avkastning av fondet.

Ved årsskiftet var fondet på 3 077 milliarder kroner. Etter handlingsregelen for finanspolitikken skal bruken av oljepenger tilsvare 4 prosent av innestående på fondet. I 2011 tilsvarer det 123 milliarder kroner, eller 13 prosent av statens totale utgifter utenom petroleumsvirksomheten. Fondet

spiller dermed en vesentlig rolle som inntektsgrunnlag i finanspolitikken.

Når det er tillit hos politiske myndigheter og i befolkningen til at Norges Bank gjennomfører forvaltningen på et faglig og etisk grunnlag, vil det være lettere å oppnå oppslutning om den finanspolitiske strategien. En slik tillit avhenger ikke minst av tilgang til vesentlig informasjon om hvordan forvaltningen gjennomføres.

---

*Jo større fondet blir, desto høyere vil kravene om åpenhet være, både fra norske og utenlandske interessenter. Det er derfor naturlig at vi offentliggjør stadig mer informasjon*

---

Fondet er i sin helhet investert utenfor Norge. Som utenlandsk investor er vi gjester i andres hus. Når vi som representant for Norges statsmakter blir en stor enkeltinvestor i andre land, kan det skape usikkerhet. Det er viktig for fondets investeringsmuligheter at vår kapital fortsatt er velkommen. Stor åpenhet om regler og strategier vil bidra til at vertskapet er trygg på våre hensikter. Slik er oppfatningen av fondet viktig for gjennomføringen av vårt oppdrag i internasjonale kapitalmarkeder.

Jo større fondet blir, desto høyere vil kravene om åpenhet være, både fra norske og utenlandske interessenter. Det er derfor naturlig at vi offentliggjør stadig mer informasjon. I fjor startet vi publisering av løpende oppdatert markedsverdi av fondet på vårt nettsted, [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

Med denne årsrapporten tar vi ytterligere skritt i retning av økt åpenhet. Det stilles større krav til detaljrikdom i regnskapet, som med virkning fra første kvartal 2011 er underlagt den internasjonale standarden IFRS. Risikoanalysen er mer dyptpløyende og gjennomgripende enn tidligere. NBIMs strategiplan blir også offentliggjort. I løpet av våren vil flere styringsdokumenter bli publisert.

Resultatene i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland var gode også i 2010, med en avkastning på 13,3 prosent i internasjonale aksjemarkeder og 4,1 prosent på

rentepapirene. Resultatene demonstrerer, som de gjorde i 2009, verdien av at fondets eiere har vært trofaste mot den langsiktige strategien, også gjennom finanskrisen og store utslag i verdipapirmarkedene.

Oslo, 2. mars 2011



Øystein Olsen  
Leder for hovedstyret



Yngve Slyngstad

## Nådde viktige milepæler i 2010

Statens pensjonsfond utland og NBIM nådde to viktige milepæler i 2010. I oktober passerte fondet for første gang 3 000 milliarder kroner i markedsverdi, en økning på 1 000 milliarder kroner siden 2008. Måneden etter ble fondets første eiendomsinvestering annonsert. Steget inn i denne aktivaklassen er en videreutvikling av strategien for å utnytte fondets langsiktige perspektiv.

Denne langsiktigheten kom godt med i 2010. De store aksjekjøpene vi gjennomførte under finanskrisen i 2008 og i første halvdel av 2009, ga god avkastning gjennom året. Samtidig fortsatte verdien av renteinvesteringene å komme tilbake etter store kursfall to år tidligere. I et år som var preget av en europeisk statsgjeldskrise og

frykt for et økonomisk tilbakeslag i Europa, hvor fondet har mer enn halvparten av sine investeringer, fikk fondet sitt femte beste resultat noensinne. Avkastningen på 9,6 prosent, eller 264 milliarder kroner, var også 1,1 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen som fondet måles mot.

---

*Ikke minst satser vi på å utnytte fondets langsiktighet.  
Slik vil dagens oljeformue også komme fremtidige  
generasjoner til gode*

---

Kjernen i NBIMs virksomhet er investeringsbeslutninger, og målet er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor akseptable grenser for risiko. For å gjennomføre dette oppdraget er vi avhengige av å ha høyt kvalifiserte medarbeidere. Vi fortsatte å bygge opp vår kompetanse i 2010, og hadde ved utgangen av året nesten 300 ansatte fra 25 land.

Fondet investerer ikke i Norge, men globalt, og vi har økt vår internasjonale tilstedeværelse de seneste årene. Vi åpnet i juni et kontor i Singapore, som kommer i tillegg til kontorene i Shanghai, London, New York og Oslo.

Forvaltningen av fondet var gjenstand for en omfattende gjennomgang i 2010, og Finansdepartementet konkluderte i en stortingsmelding med at fondets investeringsstrategi skulle videreføres. Fremover vil vi fokusere på fondets absolutte avkastning og søke å bedre forholdet mellom fondets avkastning og risiko. Ikke minst vil vi

satse på å utnytte fondets langsiktighet og å gjennomføre investeringer der det kan ta lang tid før de underliggende verdiene blir realisert. Slik vil dagens oljeformue også komme fremtidige generasjoner til gode.

*Oslo, 2. mars 2011*



*Yngve Slyngstad*  
Leder for NBIM

## Styringsmodellen

# Klar rollefordeling og effektiv kontroll

Fondets styringsmodell bygger på en tydelig delegering av oppgaver, og et effektivt system for kontroll og tilsyn.

Statens pensjonsfond utland 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. Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning.

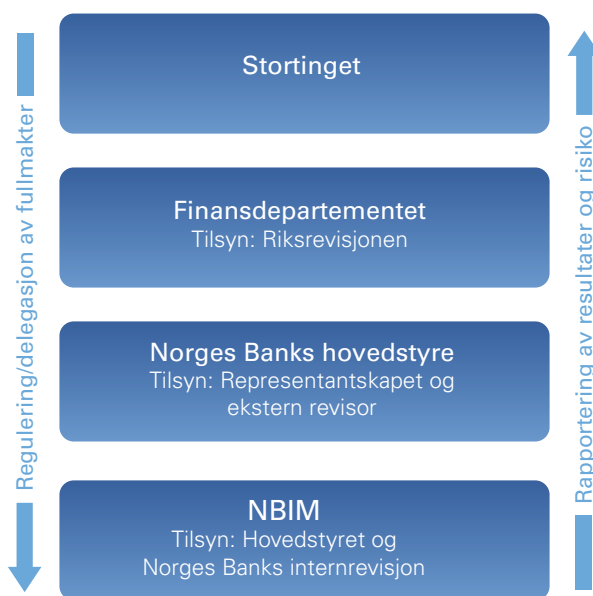
I "Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland," av 8. november 2010, fastsetter departementet de overordnede retningslinjene for fondets forvaltning, som i henhold til mandatet skal utføres av Norges Bank. Hovedstyret i Norges Bank har delegert gjennomføringen av forvalteroppdraget til Norges Bank Investment Management (NBIM). Oppfølging, tilsyn og revisjon utføres av bankens internrevisjon på vegne av hovedstyret.

### Hovedstyrets oppfølging

Hovedstyret har ansvaret for Norges Banks virksomhet. Det består av syv medlemmer, oppnevnt av Kongen i statsråd. Sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen er henholdsvis styrets leder og nestleder.

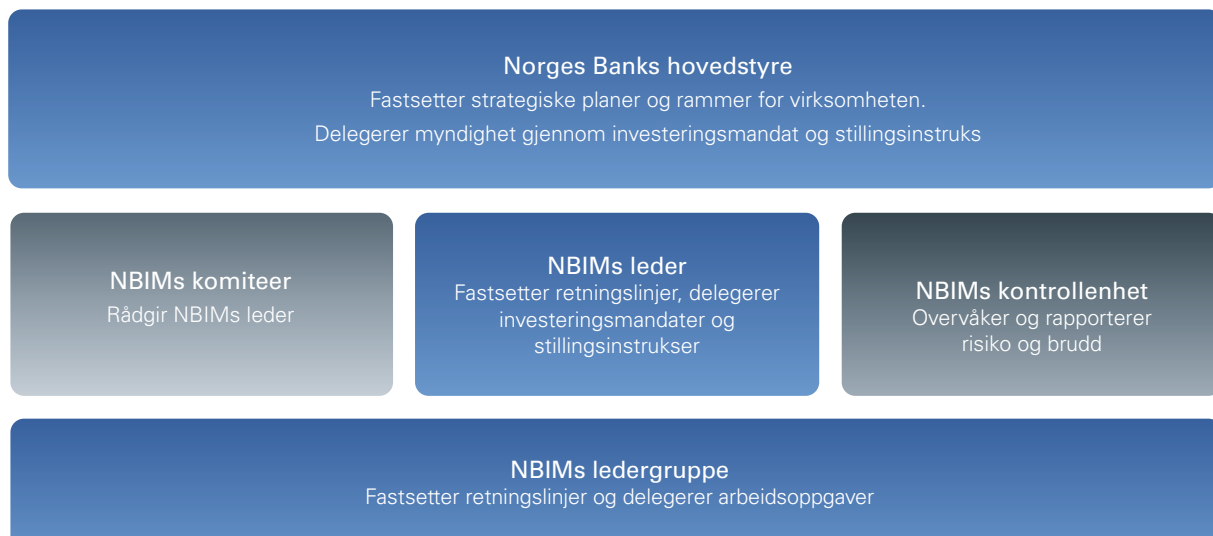
Hovedstyret fastsetter strategiplaner og retningslinjer for NBIMs forvaltningsvirksomhet. NBIM har som mål å skape verdier gjennom forvaltning av statens og Norges Banks utenlandske finansformue, ivareta eiernes langsiktige finansielle interesser ved aktiv selskapsstyring og gjennomføre eiernes forvaltningsstrategi på en kostnads-effektiv, betryggende og tillitvekkende måte. I tillegg til Statens pensjonsfond utland forvalter NBIM sentralbankens langsiktige valutareserver. Frem til utgangen av 2010 forvaltet NBIM også Statens petroleumsforsikringsfond. Fondet ble avvirket med virkning fra 31. desember 2010, og midlene ble overført til Statens pensjonsfond utland.

NBIMs leder har ansvar og myndighet som daglig leder av forvaltningsenheten og rapporterer direkte til hovedstyret.



Hovedstyret oppdaterte i 2010 de styrende dokumentene for kapitalforvaltningen, blant annet investeringsmandatet for NBIM. Investeringsmandatet setter, i tillegg til Finansdepartementets investeringsrammer, utfyllende regler for hva fondet kan investeres i, og hvor stor risiko NBIM kan ta i forvaltningen. Hovedstyret gjennomgikk samtidig prinsippene for risikostyring i kapitalforvaltningen. Prinsippene deler risiko i fire kategorier: markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko og operasjonell risiko. Innen hver av disse kategoriene er det i tillegg nedfelt mer konkrete risikorammer for virksomheten.

Hovedstyret mottar hvert kvartal utfyllende rapporter om avkastning, risiko, etterlevelse av retningslinjer og internkontroll i kapitalforvaltningen, i tillegg til de årlige rapportene om forvaltningen.



Hovedstyret har egne underutvalg for henholdsvis revisjon og kompensasjon, og disse er saksforberedende organer for hovedstyret. Kompensasjonsutvalget utarbeider blant annet innstilling til hovedstyret om betingelser og lønnsintervaller for lederen av NBIM og øvrige ledere som rapporterer direkte til lederen. Videre utarbeider utvalget en innstilling til hovedstyret om prinsipper for resultatbasert kompensasjon og en årlig innstilling om samlede rammer for utbetaling av resultatbasert kompensasjon. Revisjonsutvalget arbeider med saker knyttet til styrets ansvar for risikostyring og kontroll. Internrevisjonen fungerer som utvalgets sekretariat.

#### Representantskapet, tilsyn og revisjon

Representantskapet består av 15 medlemmer som er oppnevnt av Stortinget. Det fører tilsyn med bankens drift, og med at reglene for bankens virksomhet blir fulgt. Herunder fører representantskapet tilsyn med at hovedstyret har tilfredsstillende styring og kontroll med bankens administrasjon og virksomhet, og at det er etablert hensiktsmessige rutiner for å sikre at bankens virksomhet utøves i henhold til lov, avtaler, vedtak og rammeverk for øvrig. Representantskapet velger bankens eksterne revisor, godkjenner revisors godtgjørelse, fastsetter bankens årsregnskap og vedtar bankens budsjett.

Representantskapet avgir i tillegg årlig uttalelse til Stortinget.

#### Videreutvikling av styringsmodellen

Styringsmodellen for fondet har blitt videreutviklet de seneste årene, noe som må ses på bakgrunn av veksten i fondets størrelse. Et nytt mandat ble gitt til Norges Bank fra Finansdepartementet ved forskrift av 8. november 2010, og trådte i kraft 1. januar 2011. Det nye mandatet inneholder krav til fondets plasseringer og bidrar til en tydeligere rolle- og ansvarsdeling. Bestemmelser om ansvarlige investeringer og eiendomsinvesteringer er nå tatt inn i mandatet. Den tidligere forvaltningsavtalen mellom Norges Bank og departementet ble opphevet da det nye, mer utfyllende mandatet trådte i kraft.

Betydelige endringer i Norges Banks revisjons- og tilsynsordning ble innført i 2010, jf. endringer i sentralbankloven 1. januar 2010. Internrevisjonen ble lovfestet og styrket, mens sentralbankrevisjonen ble avviklet og erstattet av representantskapets tilsynssekretariat og valgt eksternt revisor – Deloitte AS. Nye regnskapsregler for fondet trådte i kraft fra og med regnskapsåret 2011, jf. forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank fastsatt 1. januar 2011.

# Investeringsstrategien

## En langsiktig og stor investor



Investeringsstrategien søker å utnytte fondets langsiktighet, størrelse og globale tilstedeværelse for å skape god avkastning og sikre verdier for fremtidige generasjoner.

Fondets overordnede investeringsstrategi fastsettes av Finansdepartementet, som bestemmer hvilke aktivaklasser og regioner fondet skal investeres i. Departementet ga 1. mars 2010 et mandat til å investere i eiendom, slik at fondet skal bestå av 60 prosent aksjer, 35–40 prosent rentepapirer og inntil 5 prosent eiendom. Hver aktivaklasse har egne regions- og valutainndelinger, alle med en høy andel i Europa.

Forvaltningen av fondet var gjenstand for en omfattende gjennomgang i 2010. To eksterne rapporter om forvaltningen ble utarbeidet på oppdrag fra Finansdepartementet, i tillegg til en egen rapport fra Norges Bank. Finansdepartementet konkluderte våren 2010 i sin årlige stortingsmelding om forvaltningen av fondet at investeringsstrategien skulle videreføres og presiserte denne i det nye mandatet som ble fastsatt høsten 2010, med virkning fra 1. januar 2011.

### Langsiktighet

Fondet investeres med et langsiktig perspektiv. Det er uavhengig av kortsiktig finansiering, har ingen klart definerte forpliktelser og er heller ikke underlagt særskilte reguleringer som kan tvinge frem dyre tilpasninger på uheldige tidspunkter. Derfor kan fondet stå gjennom

perioder med store bevegelser i kapitalmarkedene. Fondet kan skape merverdi ved å utnytte mulighetene som oppstår når andre investorer tvinges til å ha en kort investeringshorisont, og det kan gjennomføre investeringer der det kan gå lang tid før de underliggende verdiene vil bli realisert.

Målet med forvaltningen er å oppnå høyest mulig avkastning innen fastsatte grenser for risiko. NBIM tar utgangspunkt i at investeringsmulighetene i markedet vil variere over tid, og ser på hvordan enkelte aksjer, obligasjoner og eiendom er priset i forhold til deres underliggende verdier. Våre forvaltningsstrategier søker å holde kostnadene i forvaltningen nede, finne investeringsmuligheter innen spesifikke markeder og forbedre fondets risikoprofil.

### Kostnadseffektivitet

Forvaltningen søker å være så kostnadseffektiv som mulig når fondets investeringer skal gjennomføres. Fondets aksje- og renteinvesteringer måles mot referanseindekser som oppdateres daglig med endringer i markedsverdi. Referanseindeksene følger mekaniske regler for hvordan og når de skal tilpasses endringene. For en aktør av NBIMs størrelse vil en passiv tilpasning til endringer i referanseindeksene gi høye transaksjonskostnader.

## *Målet med forvaltningen er å oppnå høyest mulig avkastning innen fastsatte grenser for risiko*

Størrelsen på fondet gir oss muligheten til å utnytte stor-driftsfordeler i kapitalforvaltningen og til å iverksette nye investeringsstrategier til en lav marginalkostnad. Vi kan på denne måten etablere særskilte strategier der mindre fond kan finne det uinteressant eller upraktisk å bruke ressurser.

### **Spesialisering**

NBIM tildeler forvaltningsmandater til forvaltere med spesialkompetanse innen spesifikke investeringsområder, som en sektor, et land eller en region. Forvalterne analyserer aksjer og obligasjoner innen deres spesialområde for å investere i aktiva som de mener ikke er priset i henhold til deres underliggende verdier. Hver forvalter tar investeringsvalg innenfor rammene av sitt mandat, og resultatene måles løpende. En høy grad av spesialisering, delegert beslutningsansvar og konsentrerte investeringsposisjoner skal sikre at forvalterne kan opparbeide seg informasjonsfortrinn som gir grunnlag for gode investeringsbeslutninger. Investeringene som gjøres av våre eksterne forvaltere, skjer i hovedsak i markeder hvor det er upraktisk eller urealistisk å bygge opp intern kompetanse i NBIM.

Forvaltningen søker å oppnå høyest mulig avkastning innenfor akseptable rammer for risiko. Det kan innebære at vi investerer i deler av markedet som er utenfor referanseindeksen, og avstår fra investeringer som ville fulgt av en mekanisk tilpasning til referanseindeksen. Slike investeringsbeslutninger kan øke forskjellen mellom avkastningen på fondet og avkastningen på referanseindeksene. Samtidig kan det bedre fondets langsiktige forhold mellom avkastning og samlet risiko.

### **Ny strategiplan: Avkastning og risiko i fokus**

Siden NBIMs oppstart i januar 1998 har fondets investeringer blitt sammenlignet med referanseindeksene for aksjer og obligasjoner. Det har vært særlig fokus på forskjellen mellom fondets avkastning og referanseindeksenes avkastning, som betegnes som den relative avkastningen av fondet.

NBIMs nye strategiplan for perioden 2011–2013, som ble vedtatt i desember 2010 av Norges Banks hovedstyre, legger mer vekt på fondets absolutte avkastning fremover. Fondets langsiktighet og størrelse betyr at det kan investere i aktiva, som eiendom, som er vanskelig å omsette på kort sikt. Ved å bedre utnytte investeringsmulighetene som fondet har på grunn av sin langsiktighet, kan NBIM bidra mer til den absolutte avkastningen over tid.

Vi vil i perioden 2011–2013 søke å redusere kompleksiteten i forvaltningen, blant annet ved å redusere antallet typer obligasjoner som fondet investeres i. I aksjeforvaltningen vil vi søke å styrke analysene av enkeltelskaper og øke antallet spesialistmandater. Vi vil i tillegg øke andelen store aksjeinvesteringer. NBIM vil også utvikle kredittanalyser og makroøkonomiske analyser og i større grad fokusere på fondets samlede risikoprofil.

Fondets eierskapsutøvelse vil fortsatt ha en prinsippbasert og fokusert tilnærming. De seks satsingsområdene vil videreføres i perioden, men det vil også bli vurdert nye områder.

I tillegg til å styrke investeringsstrategien vil vi i perioden 2011–2013 forenkle prosesser og standardisere systemer.

Strategiplanen er tilgjengelig på NBIMs nettsted, [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

**10. mai:** EU og Det internasjonale valutafondet lanserer en tiltakspakke på inntil 750 milliarder euro for å stabilisere europeiske finansmarkeder og hindre en spredning av statlige gjeldsproblemer. Den europeiske sentralbanken åpner samtidig for å kjøpe statsgjeld for å bidra til mer normale markeder.

**23. juli:** Resultatene av stresstesten av banker i EU publiseres og viser at 7 av 91 europeiske banker trenger mer kapital.

OKTOBER 2009

MAI 2010

JUNI 2010

JULI 2010

AUGUST 2010

**19. oktober:** Den greske regjeringen dobler anslaget for budsjettunderskuddet i Hellas til 12,5 % i 2009. Kredittvurderingsbyrået Fitch nedgraderer gresk gjeld tre dager senere.

**19. juni:** Kinas sentralbank lar til en viss grad renminbien flyte etter to års fastkursregime mot dollaren.

**27. august:** USAs sentralbanksjef, Ben S. Bernanke, sier han er åpen for å bruke ytterligere kvantitative lettelselser for å stimulere den amerikanske økonomien, etter at veksten i andre kvartal ble svakere enn ventet.

## Finansmarkedenes utvikling

# Muligheter for en langsiktig investor

De globale markedene fortsatte i 2010 oppgangen etter finanskrisen i 2008, men utviklingen ble dempet av bekymringer over gjeldsbyrdene og underskuddene i enkelte eurostater.

Globalt steg prisene på aksjer og selskapsobligasjoner i 2010, hjulpet av bedre inntjeningstall fra selskaper, lave renter og stimulansetiltak fra den europeiske, den japanske og den amerikanske sentralbanken, som satte i gang en ny runde kvantitative lettelselser. Myndighetene i Kina, Sør-Korea og India tok til gjengjeld grep for å dempe økt inflasjon som følge av sterk vekst i sine økonomier. Veksten i Kina var på 10,3 prosent i 2010, som var det høyeste nivået på tre år.

Fondet fulgte prisbevegelsene i de internasjonale markedene og fikk høyest avkastning i Asia, fulgt av Amerika og Europa, der avkastningen ble holdt igjen av statsgjeldskrisen. Aksjemarkedene steg blant annet som følge av optimisme om fortsatt vekst i verdensøkonomien, særlig i de fremvoksende økonomiene. Det internasjonale valutafondet anslo i oktober at disse økonomiene kunne komme til å vokse nesten tre ganger så raskt som industrialiserte land i 2011. Aksjemarkedene i fremvoksende økonomier som Tyrkia, Israel, Colombia, Chile, Mexico, Brasil, India, Indonesia, Filippinene og Malaysia nådde i november sitt høyeste nivå noensinne.

I USA styrket markedene seg etter at sentralbanksjef Ben S. Bernanke i en tale i august signaliserte at landet ville gjennomføre sin andre runde med kvantitative lettelselser, eller kjøp av statsobligasjoner, for å sikre lave

langsiktige rentenivåer og stimulere økonomien. Sentralbanken annonserte i november kvantitative lettelselser på 600 milliarder dollar frem til utgangen av juni 2011.

VIX-indeksen, som er et viktig mål på forventede svingninger i det amerikanske aksjemarkedet, falt til det laveste nivået på mer enn tre år i desember 2010, og hadde et gjennomsnitt på 22,6 prosent for hele året, på linje med gjennomsnittet det seneste tiåret. Indeksen var på rekordhøyde 80,7 prosent etter Lehman-kollapsen i 2008 og nådde på sitt høyeste i fjor, i mai, 45,6 prosent.

Høy global etterspørsel etter råvarer, hovedsakelig fra Kina, drev råvareprisene opp og løftet aksjekursene i selskaper som produserer metall, gjødsel og kjemikalier. I tillegg ga stigende oljepriser for andre år på rad kursoppgang i de fleste oljeselskaper. Et unntak var den britiske oljeprodusenten BP. Selskapets aksjekurs falt etter utblåsningen og eksplosjonen ved Deepwater Horizon-brønnen i Mexicogolfen.

Aksjer i finanssektoren steg etter at sentralbankmyndighetene i Baselkomiteen for banktilsyn i september annonserte nye kapitalkrav til bankene som var mindre strenge enn investorene ventet. Reglene, som skal sikre stabilitet i sektoren og som vil ha full effekt fra 1. januar 2019, skjerpet kapitaldekningskravene for bankene og påla dem

SEPTEMBER 2010

**15. september:** Japans sentralbank intervensjoner i valutamarkedet for første gang siden 2004 for å hindre ytterligere styrking av yenen, som når sitt høyeste nivå mot dollaren på 15 år.

OKTOBER 2010

**19. oktober:** Kinas sentralbank setter opp styringsrenten for første gang på nesten tre år, med 25 basispunkter.

**20. oktober:** Storbritannias finansminister, George Osborne, legger frem et budsjettforslag med de største kuttene noensinne i landets offentlige forbruk.

NOVEMBER 2010

**3. november:** USAs sentralbank annonserer planer om en ny runde kvantitative lettelse, som går ut på å kjøpe statsobligasjoner for 600 milliarder dollar frem til slutten av juni 2011.

**28. november** EU og Det internasjonale valutafondet godkjenner finansiell hjelp på 85 milliarder euro til Irland.

DESEMBER 2010

**16. desember** EUs ministerråd blir enige om prinsippene for en ny permanent mekanisme for europeiske gjeldskriser som skal gjelde fra 2013.

å ha en buffer mot tap. Amerikanske bankaksjer steg i løpet av 2010, mens europeiske bankaksjer falt i samme periode på grunn av bekymringene rundt regionens statsgjeld.

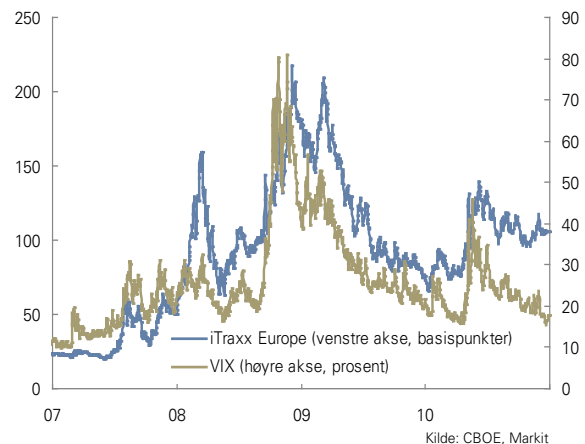
Ubalansene i verden, inkludert USAs store handelsunderskudd mot Kina, vedvarte i 2010, til tross for at kinesiske myndigheter i juni besluttet å la renminbien styrke seg mot dollaren. Samtidig ble en rekke land bekymret for at kvantitative lettelse i USA kunne svekke dollaren i forhold til deres egne valutaer. Land som Brasil, Sør-Korea, Thailand og Tyrkia iverksatte tiltak for å få bedre kontroll over kursutviklingen i sine valutaer. Brasil økte blant annet skatten på utenlandske kapitaltilførsler som skal gå til renteinvesteringer, for å dempe inngangen av utenlandsk kapital og hindre en videre styrking av den brasilianske valutaen. Faren for flere slike kapitalrestriksjoner bidro til økt usikkerhet blant internasjonale investorer.

Utviklingen i fondets viktigste marked, Europa, var splittet mellom en eksportdrevet økonomisk bedring i Tyskland som var sterkere enn forventet, og økende finanspolitiske problemer i land som Hellas, Irland, Portugal og Spania. Rentene på statsobligasjoner fra disse landene doblet seg nesten i 2010, uansett løpetid, på grunn av usikkerhet rundt landenes evne til å betjene gjelden sin. Det førte til økt etterspørsel etter tysk, britisk og amerikansk statsgjeld, som ble ansett som sikrere investeringer. Redningspakker til Hellas og Irland fra EU og Det internasjonale valutafondet dempet bekymringene noe i andre halvdel av året. I desember ble europeiske myn-

digheter i tillegg enige om prinsippene for en ny permanent mekanisme for håndtering av gjeldskriser i regionen.

Rentemarkedene var i 2010 preget av investorenes søken etter avkastning ettersom myndighetene holdt referanserentene ned mot null. Prisen på selskapsobligasjoner steg for andre år på rad, etter en rekordoppgang i 2009, ledet an av obligasjonene med høyest risiko. Verdien av realrenteobligasjoner gikk også opp ettersom globale stimulerings tiltak i andre halvdel av året skapte forventninger om økt inflasjon.

Figur 1-1 Forventet risiko i aksjemarkedet (VIX-indeksen) og i rentemarkedet (iTraxx-indeksen)



Kilde: CBOE, Markit

## Markedsverdi

# Over 3 000 milliarder kroner

Markedsverdien av fondet passerte 3 000 milliarder kroner i 2010, tre år etter at den først rundet 2 000 milliarder kroner.

Fondets markedsverdi steg med 437 milliarder kroner til 3 077 milliarder kroner ved utgangen av året. Aksjeinvesteringer utgjorde 1 891 milliarder kroner, mens investeringer i rentepapirer sto for 1 186 milliarder kroner. Fondet nådde 3 000 milliarder kroner 19. oktober 2010.

Markedsverdien påvirkes av størrelsen på fondets avkastning, kapitaltilførsler og endringer i valutakurser. Fondet fikk en avkastning på 264 milliarder kroner i 2010, mot rekordhøye 613 milliarder kroner året før. Tilførslene fra staten utgjorde 182 milliarder kroner i 2010, mot 169 milliarder kroner i 2009. En noe sterkere kronekurs reduserte isolert sett markedsverdien med 8 milliarder kroner i 2010.

Fondet har store plasseringer i euro, pund og amerikanske dollar. I 2010 falt verdien av euroen og pundet i forhold til kronen, med henholdsvis 5,9 prosent og 2,5 prosent. Dollaren steg 0,6 prosent mot kronen. Fondet har også mindre plasseringer i andre valutaer, først og fremst yen, som økte 15,5 prosent mot kronen i 2010.

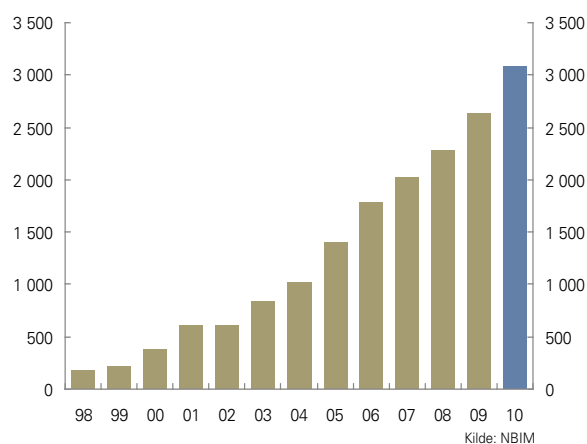
### Mest tilførsler til rentepapirer

Finansdepartementet ga 1. mars 2010 et mandat til gradvis å investere inntil 5 prosent av fondet i eiendom ved å redusere investeringer i rentepapirer tilsvarende. Fondet skal etter dette bestå av 60 prosent aksjer, 35–40 prosent rentepapirer og inntil 5 prosent eiendom.

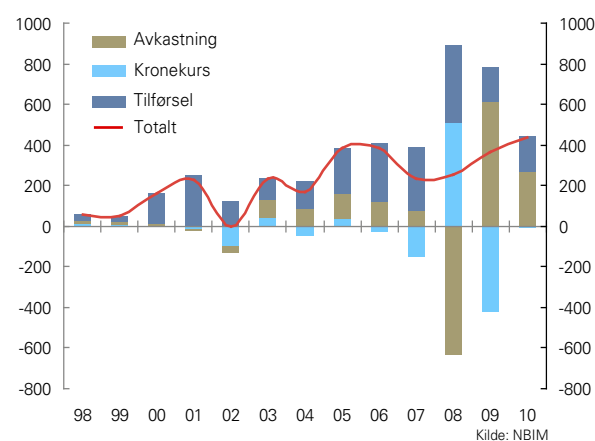
Aksjeandelen var på 61,5 prosent ved utgangen av 2010, ned fra 62,4 prosent ett år tidligere. Det er høyere enn det langsiktige målet på 60 prosent aksjer og henger sammen med sterk oppgang i aksjemarkedene siden 2009, da aksjeandelen først oversteg målet. For å bringe aksjeandelen ned mot målet gikk 85 prosent av fondets tilførsler på 182 milliarder kroner til kjøp av rentepapirer i 2010. Resten ble investert i aksjer. Fondet ble i tillegg tilført om lag 20 milliarder kroner i rentepapirer fra Statens petroleumforsikringsfond, som ble avviklet 31. desember 2010.

Fondets første investering i fast eiendom ble annonsert i november, med planlagt fullføring våren 2011.

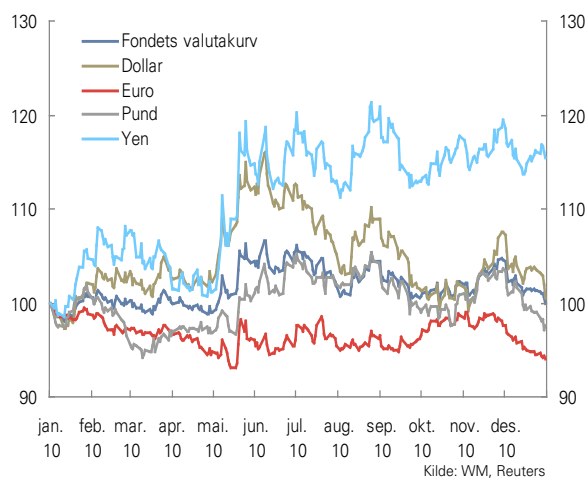
Figur 2-1 Markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



Figur 2-2 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



Figur 2-3 Utvikling i valutakurser i forhold til kronen. Indeksert



## Avkastning i internasjonal valuta

Fondet investeres i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Investeringene veksles ikke om til norske kroner i forbindelse med den fortløpende rapporteringen for fondet, og det gjennomføres ingen valutasikring av investeringene. Endringer i kronekursen har ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Fondets avkastning oppgis derfor ofte i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene som inngår i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv og besto av 35 valutaer ved utgangen av 2010.

Fondet var investert i 33 av valutaene i kurven ved utgangen av 2010. Totalt 85 prosent av fondets aksje- og renteinvesteringer var i dollar, euro, pund, yen og sveitsiske franc. Fondet var også investert i kinesiske renminbi, som ikke inngikk i kurven. Omtrent 0,2 prosent av fondet var investert i renminbi ved slutten av 2010. Kronen styrket seg 0,1 prosent i forhold til valutakurven i 2010.

Tabell 2-1 Nøkkeltall per 31. desember 2010

	2010	2009	4. kv. 2010	3. kv. 2010	2. kv. 2010	1. kv. 2010
<b>Markedsverdi (mrd. kroner)</b>						
Markedsverdien av aksjeinvesteringene	1 891	1 644	1 891	1 758	1 664	1 730
Markedsverdien av renteinvesteringene	1 186	996	1 186	1 150	1 128	1 033
Markedsverdien av eiendomsinvesteringene	0	0	0	0	0	0
Markedsverdien av fondet	3 077	2 640	3 077	2 908	2 792	2 763
<b>Tilførsel*</b>						
Tilførsel*	182	169	78	49	35	19
Avkastning	264	613	116	199	-155	103
Endring som følge av svingninger i NOK-kursen	-8	-418	-25	-132	149	0
Fondets totale endring	437	365	169	116	29	123
<b>Kostnader i forvaltningen (prosent)</b>						
Beregnete innfasingskostnader	0,01	0,09	0,01	0,00	0,00	0,00
Annualiserte forvaltningskostnader	0,11	0,14	0,11	0,10	0,10	0,10
<b>Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i mai 1996 (mrd. kroner)</b>						
Samlet brutto tilførsel	2 508	2 323	2 508	2 429	2 379	2 343
Samlede forvaltningskostnader	16	13	16	15	15	14
Samlet tilførsel etter forvaltningskostnader	2 492	2 310	2 492	2 413	2 365	2 329
Samlet avkastning	746	482	746	630	430	586
Kronekursjustering	-160	-152	-160	-135	-3	-152
Fondets markedsverdi	3 077	2 640	3 077	2 908	2 792	2 763
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	730	469	730	614	416	572

\* Tilførslene i denne tabellen avviker noe fra regnskapet (jf. note 3) på grunn av ulik behandling av forvaltningsgodtgjøring.

## Avkastning

# Femte beste resultat i fondets historie

Bred oppgang i de internasjonale aksje- og rentemarkedene ga fondet en avkastning på 9,6 prosent i 2010. Det er det femte beste resultatet siden fondets oppstart.

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 13,3 prosent i 2010, drevet av oppgang i de asiatiske, amerikanske og europeiske aksjemarkedene. Beholdningen av rentepapirer fikk en avkastning på 4,1 prosent, hjulpet av stigende priser på statsobligasjoner og selskapsobligasjoner. Avkastningstallene måles i internasjonal valuta.

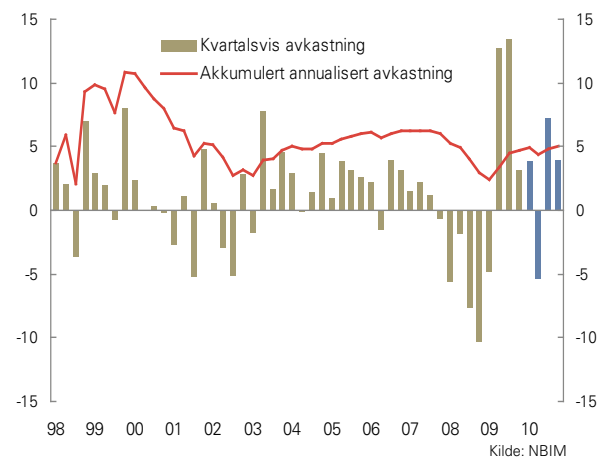
Avkastningen på fondet sammenlignes med avkastningen på fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Forskjellen betegnes som fondets meravkastning og utgjorde 1,1 prosentpoeng i 2010. Aksjeforvaltningen og renteforvaltningen fikk en meravkastning på henholdsvis 0,7 prosentpoeng og 1,5 prosentpoeng.

Fondet har hatt en annualisert brutto avkastning på 5 prosent fra 1. januar 1998 til 31. desember 2010, målt i internasjonal valuta. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning utgjør det en årlig netto realavkastning på 3,1 prosent i perioden.

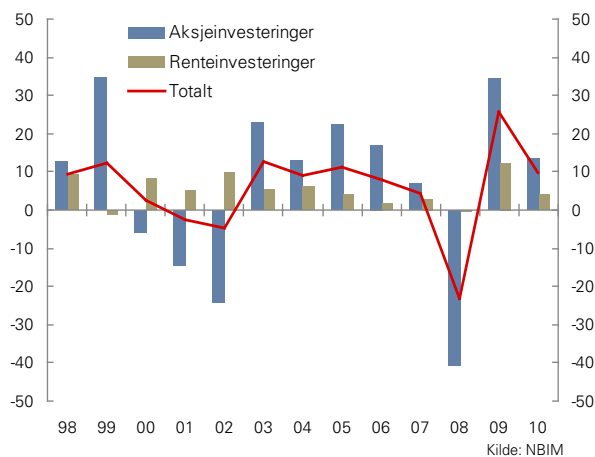
Det er transaksjonskostnader knyttet til innfasing av nye midler til Statens pensjonsfond utland og til omvekting av referanseindeksene. De direkte og indirekte tran-

saksjonskostnadene som er knyttet til innfasing av nye midler og omvekting, utgjorde 0,4 milliarder kroner i 2010. Det tilsvarer 0,21 prosent av de 182 milliarder kronene som fondet ble tilført i 2010, og 0,01 prosent av markedsverdien til fondet ved inngangen til året.

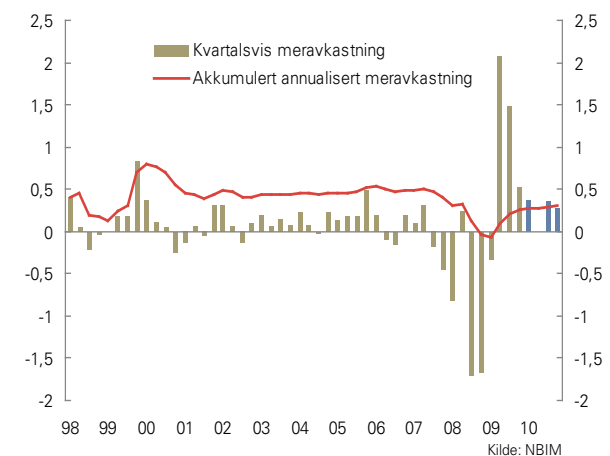
Figur 3-2 Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning siden 1998. Prosent



Figur 3-1 Fondets årlige avkastning siden 1998. Prosent



Figur 3-3 Fondets kvartalsvise meravkastning og akkumulerte annualiserte meravkastning siden 1998. Prosentpoeng



**Tabell 3-1 Avkastningstall per 31. desember 2010**

	2010	2009	4. kv. 2010	3. kv. 2010	2. kv. 2010	1. kv. 2010
<b>Avkastningen målt i internasjonal valuta</b>						
Aksjebeholdningens avkastning (prosent)	13,34	34,27	8,37	9,82	-9,23	4,93
Rentebeholdningens avkastning (prosent)	4,11	12,49	-2,48	3,46	1,03	2,15
Fondets avkastning (prosent)	9,62	25,62	3,99	7,26	-5,38	3,87
Referanseindeksenes samlede avkastning (prosent)	8,57	21,49	3,72	6,89	-5,38	3,49
Fondets meravkastning (prosentpoeng)	1,06	4,13	0,28	0,36	0,00	0,38
<b>Avkastningen målt i norske kroner (prosent)</b>						
Aksjebeholdningens avkastning	13,21	15,31	7,49	4,84	-4,29	4,96
Rentebeholdningens avkastning	3,99	-3,39	-3,28	-1,23	6,53	2,18
Fondets avkastning	9,49	7,88	3,15	2,39	-0,23	3,90
Referanseindeksenes samlede avkastning	8,43	4,34	2,87	2,04	-0,22	3,52

**Tabell 3-2 Historiske nøkkeltall per 31. desember 2010. Annualiserte tall målt i internasjonal valuta**

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden 1.1.1998
Fondets avkastning (prosent)	9,62	1,84	3,51	4,17	5,04
Referanseindeksenes samlede avkastning (prosent)	8,57	1,83	3,53	3,93	4,73
Fondets meravkastning (prosentpoeng)	1,06	0,00	-0,02	0,24	0,31
Standardavvik (prosent)	9,63	13,30	10,48	8,31	7,77
Faktisk relativ volatilitet (prosentpoeng)	0,36	1,53	1,23	0,89	0,82
Informasjonsrate (IR)*	2,95	0,00	-0,02	0,27	0,38
Fondets brutto årlige avkastning (prosent)	9,62	1,84	3,51	4,17	5,04
Årlig prisvekst (prosent)	1,81	1,69	2,06	1,96	1,83
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,11	0,12	0,11	0,10	0,10
Årlig netto realavkastning (prosent)	7,57	0,03	1,31	2,06	3,05

\*IR er et mål på risikojustert avkastning. IR beregnes som forholdstallet mellom meravkastningen og den faktiske relative volatiliteten som fondet har hatt. IR viser hvor mye meravkastning man har fått igjen for hver risikoenhet.

**Tabell 3-3 Dekomponering av fondets meravkastning i 2010. Bidrag fra forvaltningsområder. Prosentpoeng**

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt
Aksjeforvaltningen	0,15	0,27	0,42
Renteforvaltningen	0,25	0,38	0,63
Totalt	0,40	0,65	1,06

**Tabell 3-4 Fondets avkastning i 2010, målt i ulike valutaer**

	USD	EUR	GBP
Fondets avkastning (prosent)	8,8	16,4	12,2

## Aksjeforvaltningen

# Bred oppgang for fondets aksjer



Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 13,3 prosent i 2010, drevet av oppgang i de asiatiske, amerikanske og europeiske aksjemarkedene.

Nesten alle sektorene der fondet har aksjeinvesteringer steg i 2010, med unntak av kraft- og vannforsyningssektoren. Bedre inntjeningstall enn ventet fra en rekke selskaper og sterk vekst i fremvoksende økonomier som Kina, India og Brasil bidro til oppgangen.

Aksjeinvesteringene i materialektoren, som blant annet består av metall-, gjødsel- og kjemikalieprodusenter, økte mest med en avkastning på 25,2 prosent i 2010, målt i internasjonal valuta. Investeringene i industri- og konsumvaresektorene fulgte med en avkastning på henholdsvis 22,2 prosent og 20,4 prosent.

Fondets investeringer i olje- og gassektoren fikk en avkastning på 9,1 prosent. Royal Dutch Shell, BP, Exxon Mobil og Total sto for fire av fondets ti største aksjeinvesteringer ved utgangen av 2010 og var blant oljeprodusenter som leverte bedre inntjeningstall enn ventet etter en oppgang i olje- og gassprisene.

Investeringene i finansaksjer fikk en avkastning på 4 prosent i 2010 og var den nest svakeste sektoren. Finansaksjer ble til en viss grad holdt igjen av bekymringer for hvordan bankene ville tilpasse seg regulatoriske endringer og nye kapitalkrav, som ble fastsatt av Basel-

komiteen i september 2010. Usikkerhet rundt statsfinansene i europeiske land som Spania, Hellas, Portugal, Irland og Italia, der finanssektoren er den største eieren av statsgjeld, skapte også frykt for at bankene ville bli nødt til å skrive ned verdien av sine statspapirer. Det bidro til å øke bankenes finansieringskostnader og sette rentemarginene under press.

I Europa fikk fondets finansaksjer en avkastning på -6,1 prosent i 2010, mens investeringene i amerikanske og asiatiske finansaksjer fikk en avkastning på henholdsvis 14,8 prosent og 14 prosent, målt i internasjonal valuta. Med en andel på vel 20 prosent var finanssektoren størst blant fondets aksjeinvesteringer, etterfulgt av industri, konsumvarer, olje og gass og materialer.

### Resultat per region

Fondets aksjeinvesteringer er fordelt med om lag 50 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika, Afrika og Midtøsten og 15 prosent i Asia og Oseania. Målt i internasjonal valuta var avkastningen 8 prosent i Europa og 19 prosent i hver av de to andre regionene i 2010.

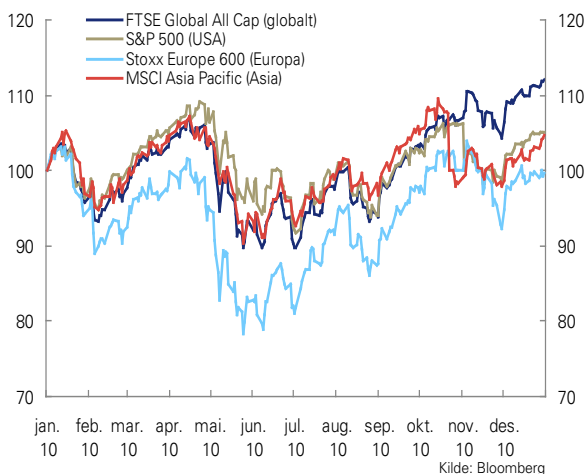
Bekymringer rundt evnen til å betjene statsgjeld i enkelte europeiske land og frykt for et økonomisk tilbakeslag i



Europa som følge av statlige innsparingstiltak, reduserte investorenes vilje til å ta risiko i det europeiske aksjemarkedet. Flere institusjonelle investorer økte investeringene i fremvoksende økonomier som Brasil, Kina, Russland, India og Mexico. MSCI Emerging Markets-indeksen, som måler utviklingen i aksjemarkedene i om lag 20 fremvoksende økonomier, steg 16,4 prosent i 2010. Til sammenligning økte Europas toneangivende Dow Jones Stoxx 600-indeks 8,6 prosent, mens den amerikanske Standard & Poor's 500-indeksen gikk opp 12,8 prosent.

Fondets største beholdning av aksjer i et enkeltland var i USA og utgjorde 30 prosent av den totale aksjeholdningen ved utgangen av 2010, fulgt av Storbritannia med 14,3 prosent, Frankrike med 7 prosent, Tyskland med 5,9 prosent og Sveits og Japan med 5,6 prosent hver. Aksjeinvesteringene i noen av de største fremvoksende økonomiene fordelte seg med 1,9 prosent i Brasil, 1,7 prosent i Kina, 1,6 prosent i Russland og 1 prosent i India.

Figur 4-1 Kursutviklingen i aksjemarkedene, målt i amerikanske dollar. Indeksert



Tabell 4-1 Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer

	Fondets avkastning (prosent)	Referanseindeksens avkastning (prosent)	Relativ avkastning (prosentpoeng)
1999	34,81	31,32	3,49
2000	-5,82	-6,31	0,49
2001	-14,60	-14,66	0,06
2002	-24,39	-24,47	0,07
2003	22,84	22,33	0,51
2004	13,00	12,21	0,79
2005	22,49	20,33	2,16
2006	17,04	17,13	-0,09
2007	6,82	5,67	1,15
2008	-40,71	-39,56	-1,15
2009	34,27	32,41	1,86
2010	13,34	12,61	0,73

## Enkeltinvesteringer

Enkeltinvesteringen som ga høyest avkastning målt i kroner, var i Nestlé. Deretter fulgte Apple og oljeprodu-senten Royal Dutch Shell. De største verdifallene kom fra spanske Banco Santander, oljeselskapet BP og Banco Bilbao Vizcaya Argentaria i Spania.

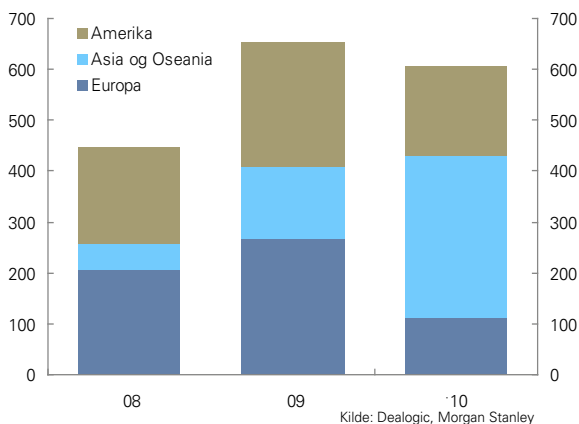
Globalt fikk børsnoterte selskaper inn omtrent 600 milliarder dollar gjennom salg av nye aksjer i 2010, ned fra om lag 650 milliarder dollar i 2009. Fondet deltok i de fem største emisjonene, som var i oljeselskapet Petroleo Brasileiro (Petrobras), Deutsche Bank, Agricultural Bank of China, bilprodusenten General Motors og AIA Group, et Hong Kong-notert forsikrings-selskap.

Kjøpet av 474,5 millioner dollar i aksjer i Petrobras, som utstedte rekordhøye 70 milliarder dollar i aksjer i september, var den største deltagelsen i en aksjeemisjon i fondets historie. I 2010 var fondets største kjøp av aksjer i et enkelt-selskap i BlackRock. Fondets beholdning av stemmeberettigede aksjer i det amerikanske forvaltnings-selskapet økte i løpet av året fra 0,3 prosent til 7,5 prosent, som tilsvarer 1,9 milliarder dollar.

## Meravkastning for aksjeforvaltningen

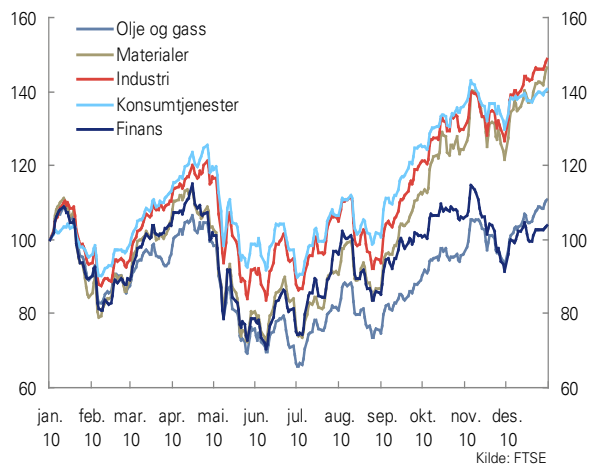
Fondet hadde aksjer i 8 496 børsnoterte selskaper i 58 land ved utgangen av 2010. Investeringene måles mot en global aksjeindeks som er utarbeidet av FTSE Group. Indeksen besto av aksjer i 7 207 børsnoterte selskaper i 46 land ved utgangen av året.

**Figur 4-2** Volum på åpne emisjoner og emisjoner med tilskudds- og tegningsrettigheter blant selskapene i referanseindeksen. Milliarder dollar



Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 0,7 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning i 2010. Omtrent to tredjedeler av denne meravkastningen kom fra internt forvaltede aksjeinvesteringer, mens resten kom fra eksternt forvaltede aksjeinvesteringer. Fondets investeringer i råvarebaserte aksjer og finansaksjer utviklet seg generelt sterkere enn sine respektive sektorer, mens investeringene i teknologiaksjer utviklet seg svakere. På landbasis bidro amerikanske og spanske aksjer mest til meravkastningen, mens aksjer i Hong Kong, Sør-Afrika og Australia ga de største negative bidragene.

**Figur 4-3** Utviklingen i fondets fem største aksjesektorer, målt i amerikanske dollar. Indeksert



**Tabell 4-2** Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer i 2010. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksje-beholdningens markedsverdi
Materialer	25,2	9,1
Industri	22,2	13,7
Konsumvarer	20,4	11,7
Konsumtjenester	18,1	8,5
Teknologi	12,5	8,1
Telekommunikasjon	10,4	4,5
Olje og gass	9,1	10,8
Helse	6,1	7,7
Finans	4,0	21,4
Kraft- og vannforsyning	-2,2	4,7



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

## Renteforvaltningen

# Stigning i alle sektorer

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 4,1 prosent i 2010, hjulpet av prisoppgang på statsobligasjoner og selskapsobligasjoner.

Samtlige av sektorene der fondet har renteinvesteringer steg i 2010. Sentralbankene i USA, Storbritannia og eurosonen kjøpte statsgjeld og andre obligasjoner for å senke rentenivået, stimulere økonomien og stabilisere markedene. Samtidig bidro usikkerhet rundt noen europeiske lands statsfinanser og frykt for et økonomisk tilbakeslag i Europa og USA til betydelige prissvingninger gjennom året i rentemarkedet.

Renten en investor krever for å låne ut penger gjennom en obligasjon vil normalt stige når forventningene om mislighold øker. I 2010 steg rentene på statsobligasjoner fra land som Hellas, Irland, Spania, Portugal og Italia, drevet av usikkerhet rundt landenes evne til å betjene sin gjeld. Økningen var størst i Hellas og Irland, som begge måtte benytte seg av finansielle redningspakker fra EU og Det internasjonale valutafondet i 2010. Renten på tiårige greske statsobligasjoner økte til rundt 12,5 prosent ved utgangen av året fra omtrent 5,8 prosent ved starten av året, mens renten på tiårig irsk statsgjeld steg til om lag 9 prosent fra rundt 4,8 prosent.

Usikkerheten rundt enkelte lands statsfinanser bidro til økt etterspørsel etter statsobligasjoner fra land som Tyskland, USA og Storbritannia, som ble ansett som sikrere investeringer. Renten på tiårig tysk statsgjeld, som ofte brukes som en referanse for europeisk statsgjeld, falt i løpet av 2010 til om lag 3 prosent fra omtrent 3,4 prosent.

### Stigende priser

Fondets investeringer i statsobligasjoner fikk en avkastning på 2,8 prosent i 2010, målt i internasjonal valuta, ettersom stigende priser på tyske, franske, britiske, amerikanske og japanske statsobligasjoner veide opp for kursfall på statsgjeld fra enkelte europeiske land. Beholdningen av britisk og amerikansk statsgjeld fikk en avkastning på henholdsvis 8,1 prosent og 6,1 prosent, målt i lokal valuta, mens eurodenominerte og japanske stats-

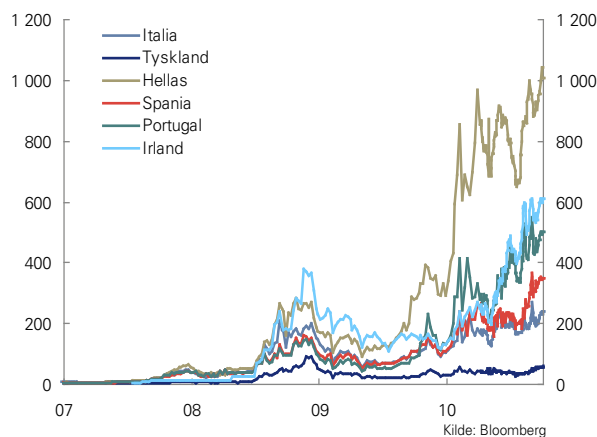
obligasjoner fikk en avkastning på henholdsvis 1,8 prosent og 2,7 prosent. Statsobligasjoner sto for vel 40 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av 2010.

Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte enheter som de amerikanske boliglånsinstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac, European Investment Bank, African Development Bank og Export-Import Bank of China. Statsrelaterte obligasjoner utgjorde omtrent 13 prosent av fondets renteinvesteringer og fikk en avkastning på 1,9 prosent i 2010.

### Selskapsobligasjoner

Fondets beholdning av selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 6,5 prosent i 2010, målt i internasjonal valuta. Lave renter på de antatt sikreste statsobligasjonene økte investorenes interesse for obligasjoner med høyere renter, som obligasjoner utstedt av selskaper med svakere kredittkvalitet. Globalt steg utstedelsen av slike obligasjoner til om lag 367 milliarder dollar i 2010 fra omtrent 211 milliarder dollar i 2009, ifølge data fra Bloomberg. Denne

Figur 5-1 Utviklingen i premier for kredittforsikring, statsgjeld. Basispunkter



Tabell 5-1 Avkastningen på fondets renteinvesteringer

	Fondets avkastning (prosent)	Referanseindeksens avkastning (prosent)	Relativ avkastning (prosentpoeng)
1999	-0,99	-1,00	0,01
2000	8,41	8,34	0,07
2001	5,04	4,96	0,08
2002	9,90	9,41	0,49
2003	5,26	4,77	0,48
2004	6,10	5,73	0,37
2005	3,82	3,46	0,36
2006	1,93	1,68	0,25
2007	2,96	4,26	-1,29
2008	-0,54	6,06	-6,60
2009	12,49	5,13	7,36
2010	4,11	2,58	1,53

typen høyrenteobligasjoner sto for omtrent 12 prosent av globale utstedelser av selskapsobligasjoner i 2010.

Fondet tjente i 2010 på stigende priser på selskapsgjeld utstedt av blant annet finansbransjen. Ansvarlige lån utstedt av banker bidro særlig til avkastningen i denne sektoren. Omtrent 17 prosent av fondets renteinvesteringer var selskapsobligasjoner ved utgangen av 2010.

### Pantesikrede obligasjoner

Fondets beholdning av pantesikrede obligasjoner fikk en avkastning målt i internasjonal valuta på 0,6 prosent i 2010, og var sektoren med svakest utvikling. Beholdningen besto for det meste av europeiske obligasjoner med fortrinnsrett, i tillegg til amerikanske boliglånsobligasjoner.

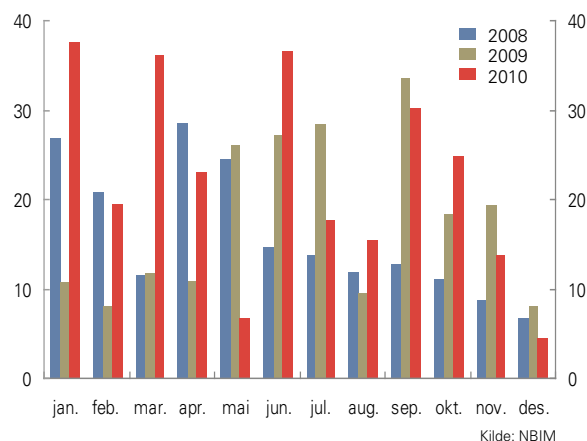
Pantesikrede obligasjoner er bankobligasjoner med pant i blant annet boliglån. I 2010 bidro bekymringene rundt statsfinansene i enkelte europeiske land til usikkerhet rundt bankenes finansieringsevne i disse landene. Rente-

differansen, eller kredittpåslaget, økte betydelig mellom pantesikrede obligasjoner fra land som Spania, Portugal og Irland og de antatt sikreste statsobligasjonene fra blant andre Tyskland, Frankrike og Nederland. Rentedifferansen i forhold til egne lands statsobligasjoner var til gjengjeld lite endret. Fondets avkastning på pantesikrede obligasjoner utstedt av blant andre Tyskland og Frankrike var i 2010 høyere enn på samme type obligasjoner fra land som Spania, Portugal og Irland.

Utstedelsen av pantesikrede obligasjoner var tidvis stor i 2010 fordi sektoren var den eneste delen av rentemarkedet der banker i deler av året kunne hente fremmedkapital. Utstedelsen av europeiske obligasjoner med fortrinnsrett steg mer enn 20 prosent fra 2009 til rekordhøye 266 milliarder euro i 2010.

Fondets beholdning av obligasjoner med fortrinnsrett utgjorde om lag 197 milliarder kroner ved utgangen av 2010. Omtrent 80 prosent av disse obligasjonene var eurodenominerte, og avkastningen var på 0,7 prosent i

Figur 5-2 Europeiske utstedelser av obligasjoner med fortrinnsrett. Milliarder euro



2010, målt i euro. Investeringene i amerikanske boliglånsobligasjoner utgjorde omtrent 62 milliarder kroner, og avkastningen var på 18,2 prosent, målt i dollar. Pantesikrede obligasjoner utgjorde om lag 22 prosent av fondets obligasjonsbeholdning ved utgangen av 2010.

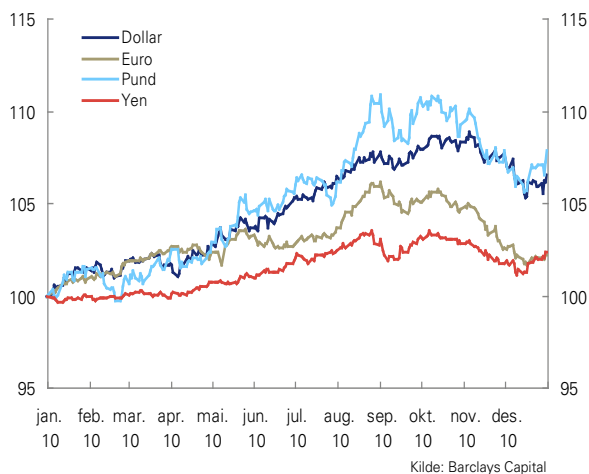
### Realrenteobligasjoner

Beholdningen av realrenteobligasjoner fikk en avkastning på 9,2 prosent i 2010, målt i internasjonal valuta, og var sektoren som steg mest blant fondets renteinvesteringer. Pengepolitiske tiltak fra sentralbankene i USA, Storbritannia

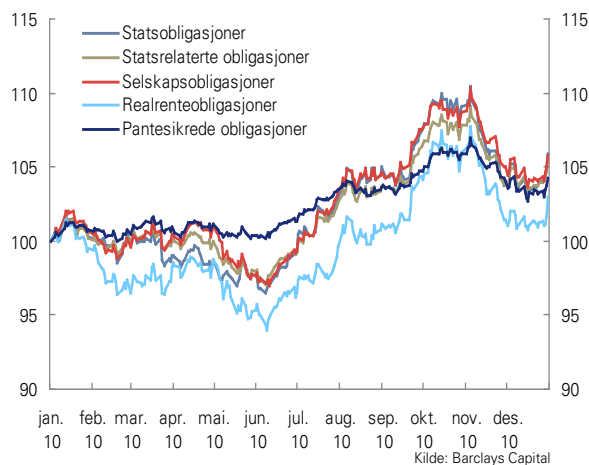
og Europa skapte forventninger om inflasjon og økte etterspørselen etter realrenteobligasjoner, som beskytter investorer mot uventede endringer i inflasjon.

Rentene på europeiske og amerikanske realrenteobligasjoner gikk betydelig ned i 2010. Renten på tiårige britiske realobligasjoner falt med nesten 0,6 prosentpoeng til under 0,5 prosent, mens renten på tiårige tyske realrenteobligasjoner gikk ned om lag 0,35 prosentpoeng til omtrent 1 prosent. Renten på tilsvarende obligasjoner i USA falt 0,5 prosentpoeng til under 1 prosent. I en auksjon i oktober ble femårige amerikanske realrenteobligasjoner for første gang solgt til en negativ realrente, som er den nominelle renten fratrukket inflasjon. Realrenteobligasjoner utgjorde rundt 8 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av 2010.

Figur 5-3 Kursutviklingen i rentemarkedene, målt i lokal valuta. Indeksert



Figur 5-4 Sektorvis utvikling i rentemarkedene, målt i amerikanske dollar. Indeksert



### Meravkastning for renteforvaltningen

Fondet var investert i 8 659 obligasjoner i 11 valutaer ved utgangen av 2010. Investeringene måles mot en global renteindeks som er utarbeidet av Barclays Capital. Denne besto av 11 201 obligasjoner i 11 valutaer ved utgangen av året.

Avkastningen på fondets renteinvesteringer var 1,5 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning i 2010. Omtrent to tredjedeler av denne meravkastningen kom fra internt forvaltede renteinvesteringer, mens resten var eksternt forvaltet. Fondets plasseringer i amerikanske pantesikrede obligasjoner og europeiske selskapsobligasjoner bidro særlig positivt til meravkastningen. Fondet tjente også på at beholdningen av statsgjeld fra flere sør-europeiske land var lavere enn i referanseindeksen.

Tabell 5-2 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i 2010. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av rentebeholdningens markedsverdi
Statsobligasjoner	2,8	40,5
Statsrelaterte obligasjoner	1,9	12,9
Selskapsobligasjoner	6,5	16,5
Pantesikrede obligasjoner	0,6	21,8
Realrenteobligasjoner	9,2	8,3

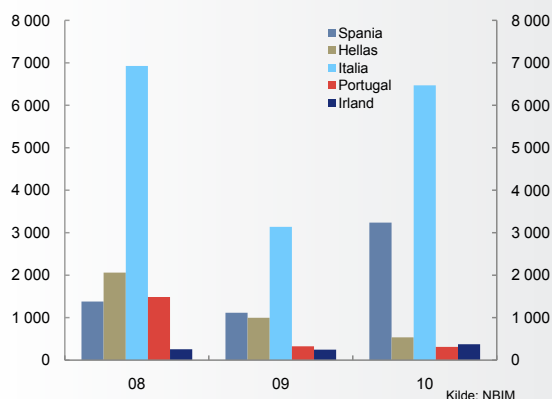
## Statsgjeldskrisen i Europa og fondets beholdninger

Verdens myndigheter bekjempet i 2009 den internasjonale finanskrisen og nedgangen i verdensøkonomien med massive tiltakspakker, som bidro til å øke offentlige underskudd og gjeldsnivåer i mange land. Usikkerhet rundt flere europeiske lands evne til å betjene gjelden sin førte til høyere renter og lavere priser på landenes statsgjeld. Renteoppgangen ble merkbart i Hellas høsten 2009 og spredte seg raskt til statsobligasjoner fra Irland, Portugal, Spania og Italia.

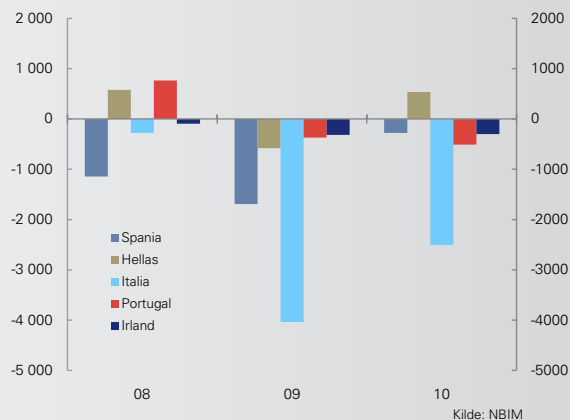
NBIM reduserte i 2009 fondets beholdning av statsgjeld fra disse landene. Den samlede beholdningen ble mer enn halvert til 5,8 milliarder euro ved utgangen av året, fra 12,1 milliarder euro ved inngangen av året.

Det betydelige prisfallet i 2010 på statsobligasjonene fra disse landene gjorde gjelden mer attraktiv. NBIM økte fondets samlede beholdning av statsgjeld fra disse landene til 10,9 milliarder euro ved utgangen av 2010. Beholdningen i hvert land var fortsatt betydelig lavere enn i referanseindeksen, med unntak av gresk statsgjeld som ble fjernet fra referanseindeksen i juni etter at to av de tre store kredittvurderingsbyråene nedgraderte gjelden.

Figur 5-5 Fondets beholdninger av statsgjeld i enkelte europeiske land. Millioner euro



Figur 5-6 Fondets beholdninger av statsgjeld i forhold til referanseindeksen. Millioner euro





## Eiendomsforvaltningen

# Inn i en ny aktivaklasse

Fondet annonserte i 2010 sin første investering i fast eiendom. Det nye investeringsområdet skal utnytte fondets langsiktighet og størrelse.

Avtalen om å investere i The Crown Estates portefølje av eiendommer i Regent Street i London ble annonsert 4. november 2010, drøyt åtte måneder etter at Norges Bank fikk mandatet til å investere inntil 5 prosent av fondet i fast eiendom. Med planlagt fullføring våren 2011 er investeringen på 452 millioner pund fondets første i den nye aktivaklassen.

NBIM har som langsiktig mål å bygge opp en beholdning av eiendomsinvesteringer i flere land som vil gi god avkastning og spre fondets investeringer og risiko over nye markeder. Vi vil hovedsakelig investere i velutviklede markeder og innenfor tradisjonelle eiendomstyper som kontorbygg og butikker. Vi vil se etter investeringsmuligheter med partnere som har sammenfallende interesser og god kjennskap til spesifikke markeder.

Oppbyggingen av eiendomsbeholdningen vil skje over flere år. Vi vil i startfasen investere i de største europeiske eiendomsmerkene, som Storbritannia, Frankrike og Tyskland, før vi ser etter muligheter i andre deler av

verden. Vi vil også rekruttere ansatte med kompetanse innen eiendom ved våre kontorer i London, New York og Singapore.

### **Private eiendomsmarkeder**

Beslutningen om å inkludere eiendom som et investeringsområde var en videreutvikling av strategien for å utnytte fondets langsiktige perspektiv og betydelige størrelse. Disse egenskapene gjør det mulig å holde investeringer som kan være vanskelige å omsette på kort sikt, men som kan gi god avkastning over tid.

Investeringer i private eiendomsmarkeder skiller seg betydelig fra investeringer i børsnoterte aksjer og obligasjoner. De fleste av eiendommene som fondet vil investere i, omsettes i private markeder med lite eller ingen offentlig tilgjengelig informasjon om prising, i motsetning til verdipapirer som handles på børsen.

Det finnes ingen standardiserte kontrakter for transaksjoner i eiendomsmarkedet. Hver kontrakt må forhandles

## Den første eiendomsinvesteringen

NBIM annonserte 4. november 2010 en avtale om å kjøpe 25 prosent av The Crown Estates portefølje av eiendommer i Regent Street i London. Investeringen på 452 millioner pund, tilsvarende 4,2 milliarder kroner, gir fondet 25 prosent av porteføljens nettoinntekter, som i stor grad kommer fra utleie av butikklokaler og kontorbygg. The Crown Estate vil fortsette å ha ansvaret for forvaltningen av porteføljen, som besto av 113 bygg spredt over 39 kvartaler ved utgangen av 2010. Eiendommene eies av The Crown Estate på vegne av den britiske staten. Avtalen, som varer i 150 år, var planlagt sluttført våren 2011.

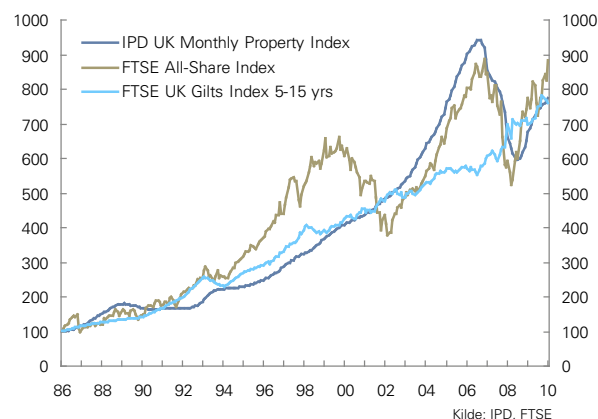


individuell, og det gir høyere transaksjonskostnader enn ved handel av børsnoterte verdipapirer. Eiendom er også mindre likvid enn aksjer og rentepapirer, som i stor grad handles daglig. Gjennomføringen av en eiendomstransaksjon kan typisk ta måneder.

### Juridiske strukturer og skatt

Investeringsrisikoen knyttet til børsnoterte aksjer og obligasjoner er normalt begrenset til det investerte beløpet. For å begrense potensielt ansvar for Norges Bank vil fondets investeringer i fast eiendom som regel, og i tråd med vanlig praksis i markedet, gjøres gjennom datterselskaper av Norges Bank. Selskapsstrukturene vil kunne variere fra investering til investering og fra land til land, og NBIM vil vurdere forhold som skattekostnader, kompleksitet og operasjonelle forhold før vi velger en struktur. Nevnte forhold er også viktige å vurdere før vi går inn i nye markeder eller i enkeltinvesteringer, blant annet for å se på effekten det kan ha på resten av eiendomsbeholdningen eller fondets øvrige investeringer.

Figur 6-1 Utviklingen over tid i det britiske eiendomsmarkedet (IPD-indeksen), aksjemarkedet (FTSE All-Share) og statsobligasjonsmarkedet (FTSE UK Gilts). Indeksert





## Ekstern forvaltning

# Et økende antall spesialistmandater

Fondet tildelte 14 nye mandater i 2010 til eksterne forvaltere med spesialkompetanse i et spesifikt land eller en sektor. Samtidig avsluttet vi 26 mandater, hvorav de fleste var brede mandater.

NBIM bruker eksterne forvaltere til å håndtere deler av fondets investeringer. Vi tildeler forvaltningsmandater til organisasjoner med spesialkompetanse innenfor klart definerte investeringsområder. Gjennom detaljerte og inngående analyser av spesifikke markeder og selskaper skal forvalterne søke å slå markedene de opererer i, og på denne måten skape meravkastning for fondet. De eksterne mandatene har levert meravkastning i ti av tolv år og fikk en meravkastning på 2,8 prosentpoeng i 2010.

Vi har over tid økt andelen spesialiserte land- og sektormandater, særlig i små og mellomstore markeder der det er en fordel å ha lokal tilstedeværelse. Av 14 nye spesialistmandater var åtte i enkeltmarkeder, som Hellas, Spania, Italia og Sverige, og seks innen spesifikke sektorer, som miljørelaterte investeringer. Samtidig avsluttet vi 26 investeringsmandater, hvorav 19 var hos større forvaltningsorganisasjoner med et bredt produkttilbud.

Av fondets midler var 283 milliarder kroner eksternt forvaltet ved utgangen av 2010. Det tilsvarte 9,2 prosent av fondets totale markedsverdi, mot 12 prosent ett år tidligere. Det var satt ut 62 mandater som ble forvaltet av 45 organisasjoner. Av disse var 59 aksjemandater.

### Eksterne aksjemandater

Den eksterne aksjeforvaltningen fikk en meravkastning på 1,3 prosent i 2010. Resultatet ble i stor grad drevet av investeringer i Russland, Brasil og Japan, samt mandater innen sektorene industri og naturressurser. Eksternt forvaltede aksjemandater utgjorde 258 milliarder kroner ved utgangen av 2010, som tilsvarte 13,7 prosent av markedsverdien på fondets aksjebeholdning.

NBIM tildeler eksterne aksjemandater i markeder og segmenter der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse. Mange av de eksterne mandatene er i markedssegmenter der vi mener det er et stort potensial

## Gjennom detaljerte og inngående analyser av spesifikke markeder og selskaper skal forvalterne søke å slå markedene de opererer i

for å skape meravkastning. Det gjelder særlig i små og mellomstore selskaper og i fremvoksende markeder.

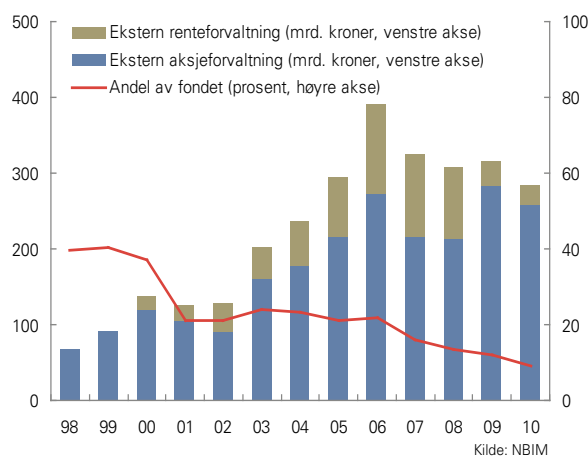
Forvalternes investeringsmandater er innenfor det geografiske området de er lokalisert i, eller innenfor et næringsområde der de har spesialkompetanse. Felles for forvalterne er at de gjennom spissede og konsentrerte investeringsmandater søker å levere meravkastning på grunnlag av fundamental analyse av enkeltbedrifter. Forvalterne bruker betydelig analysekapasitet på et begrenset antall aksjer innen sitt spesialområde.

### Eksterne rentemandater

Eksternt forvaltede rentemandater utgjorde 25 milliarder kroner, eller 2,1 prosent av markedsverdien på fondets rentebeholdning ved utgangen av 2010. Den eksterne renteforvaltningen er blitt trappet ned og restrukturert de seneste årene. Samtlige av de eksterne rentemandatene som var tildelt ved inngangen til finanskrisen, og som bidro til verdifall i 2007 og 2008, var avsluttet ved utgangen av 2010. NBIM hadde tre eksterne rentemandater hos én forvalter ved utgangen av 2010, og hovedvekten av investeringene var knyttet til amerikanske pantelånsobligasjoner. Mandatene fikk en meravkastning på 20,1 prosentpoeng i 2010.

For mer informasjon om den eksterne forvaltningen, se temaartikkelen på side 54–57.

Figur 7-1 Midler under eksterne forvaltning ved utgangen av året. Milliarder kroner og prosent





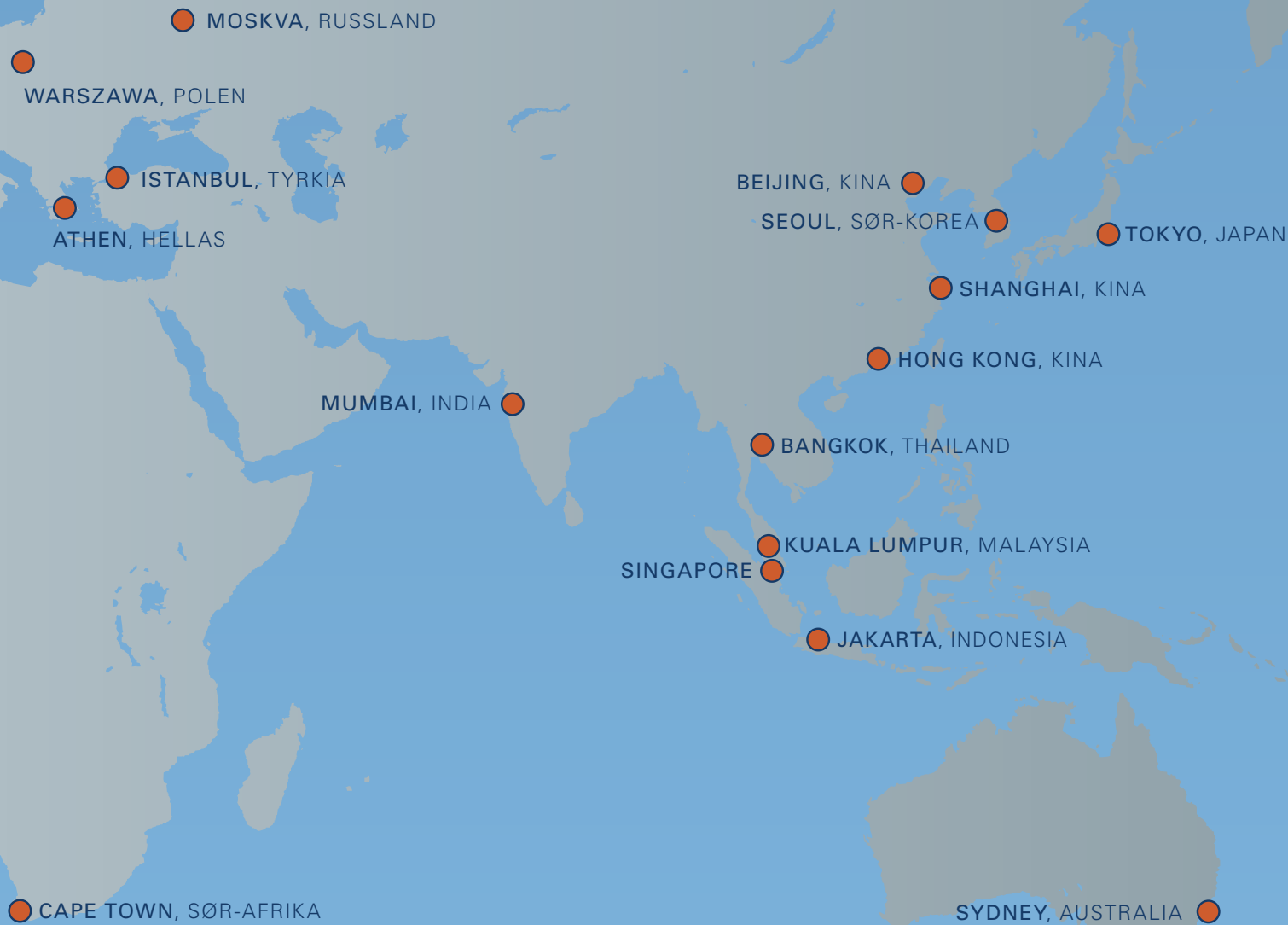
**Eksterne aksjeforvaltere per  
31. desember 2010**

Abax Investments  
 AEW Capital Management  
 Atlantis Fund Management  
 Ayudhya Fund Management  
 Bestinver Gestion  
 Black River Asset Management  
 BlackRock  
 BNY Mellon Asset Management

BPH TFI  
 Capital International Limited  
 Cephei Capital Management  
 Ecofin  
 Ellerston Capital  
 GAM International Management  
 HSBC (Hellas) AEDAK  
 Kairos Partners  
 Keywise Capital Management  
 Lannebo Fonder

Lazard Asset Management  
 Levin Capital Strategies  
 Marsico Capital Management  
 Martin Currie Investment Management  
 NWQ Investment Management  
 Old Mutual Investment Group  
 Passport Capital  
 Pheim Asset Management  
 PRIMECAP Management  
 Prosperity Capital Management

*Vi har over tid økt andelen spesialiserte land- og sektormandater, særlig i små og mellomstore markeder der det er en fordel å ha lokal tilstedeværelse*



Quantum Advisors Private Limited  
RHB Investment Management  
Rheos Capital Works  
Savitr Capital  
Scheer, Rowlett & Associates  
Schroder Investment Management  
Sectoral Asset Management  
SPARX Asset Management  
Squadra Investments

State Street Global Advisors  
T Rowe Price  
Templeton Asset Management  
Thames River Capital  
Toscafund Asset Management  
Troika Dialog  
Victoire Brasil Investimentos  
Water Asset Management

**Eksterne renteforvaltere per  
31. desember 2010**  
BlackRock

## Investeringsrisiko

# Økt risiko i rentemarkedet

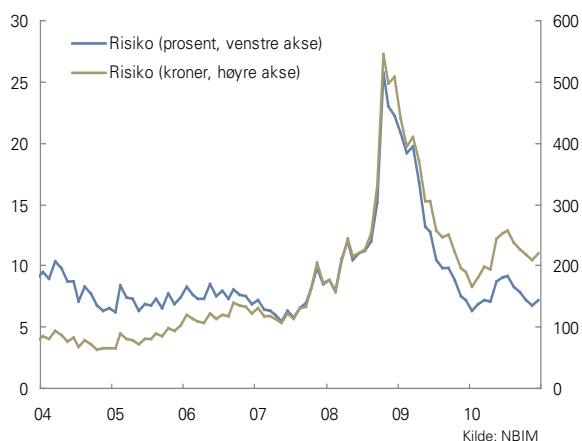


Økende bekymringer rundt enkelte europeiske lands statsfinanser og frykt for et økonomisk tilbakeslag i Europa og USA bidro til større bevegelser i kapitalmarkedene i deler av 2010.

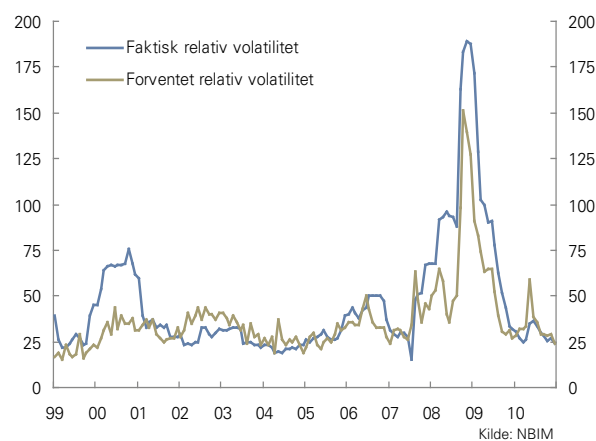
Store svingninger i kapitalmarkedene de seneste årene har vist at det er nødvendig å ha en bred plattform av målinger, rutiner og systemer for å overvåke og håndtere fondets risiko. NBIM ser i hovedsak på tre typer investeringsrisiko: markedsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko. Vi har etablert rammeverk innen hver kategori for hvordan risiko måles, kontrolleres og styres.

Markedsrisikoen bestemmes av sammensetningen av fondets investeringer og vil påvirkes av svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer og kredittrisiko påslag. Det finnes ikke noe enkeltmål som fullt ut kan beskrive fondets markedsrisiko, og vi bruker flere ulike måltall, som forventet volatilitet, faktoreksponering, konsentrasjonsanalyse og likviditetsrisiko.

**Figur 8-1** Forventet absolutt volatilitet for fondet. Prosent og milliarder kroner



**Figur 8-2** Forventet og faktisk relativ volatilitet for fondet. Basispunkter





### Uro i kapitalmarkedene

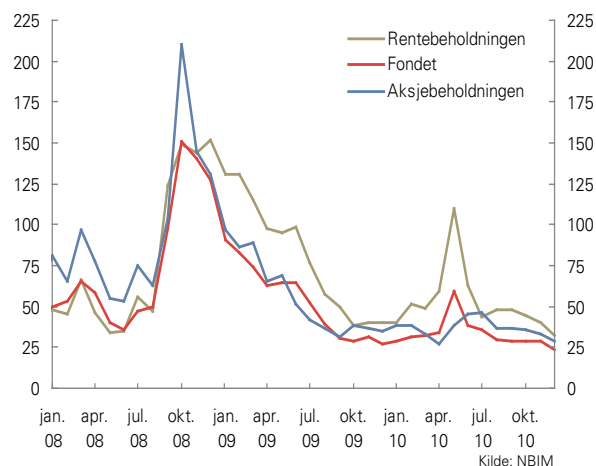
Svingningene i aksje- og rentemarkedene økte i første halvdel av 2010, drevet av usikkerhet rundt europeisk statsgjeld, finansieringsutfordringer hos bankene og frykt for et økonomisk tilbakeslag, særlig i Europa. Indeksen iTraxx Europe, som måler risikonivået i det europeiske rentemarkedet, steg fra 0,8 prosent ved inngangen av året til 1,4 prosent i juni, det høyeste nivået i 2010. VIX-indeksen, som måler forventede svingninger i det amerikanske aksjemarkedet, steg fra 21,7 prosent ved starten av året til en årstopp på 45,6 prosent i mai.

### VIX-indeksen

VIX-indeksen angir forventede svingninger i aksjekursene i det amerikanske aksjemarkedet de neste 30 dagene. Svingningene beregnes av Chicago Board Options Exchange ut fra prisene på en rekke kjøps- og salgsoptjoner i aksjeindeksen Standard & Poor's 500.

VIX-indeksen stiger når svingningene i aksjemarkedet forventes å øke. Indeksen lå på 10–15 prosent før finansuroen startet sommeren 2007, og den steg til rundt 80 prosent etter at kollapsen av Lehman Brothers utløste store kursfall og uro i de internasjonale aksjemarkedene høsten 2008. Indeksen var på 17,8 prosent ved utgangen av 2010.

Figur 8-3 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



### iTraxx-indeksen

iTraxx-indeksen måler prisen på å forsikre posisjoner i det europeiske obligasjonsmarkedet. Indeksen stiger typisk når investorenes tillit faller og behovet for sikring øker. Det finnes flere iTraxx-indeks. En av de mest brukte er iTraxx Europe, som består av 125 europeiske selskaper med en kredittvurdering på minst BBB- (høy kredittvurdering). Indeksen viser den gjennomsnittlige likevektede kredittforsikringspremien for selskapene. Før uroen i finansmarkedene startet sommeren 2007 lå indeksen på rundt 0,3 prosent, mens den på høsten 2008 hadde steget til 2,2 prosent. Ved utgangen av 2010 var indeksen på 1,05 prosent.

Lanseringen i mai av nye låneordninger til europeiske land med betalingsproblemer og bedre inntjeningsstall enn ventet i en rekke selskaper bidro til mindre uro i aksjemarkedet i andre halvdel av 2010. VIX-indeksen endte året ned 3,9 prosentpoeng på 17,8 prosent. Indeksen iTraxx Europe sluttet året på 1,05 prosent, opp 0,3 prosentpoeng siden starten av 2010.

### Fondets verdissingninger

Finansdepartementet har satt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksene NBIM kan ta i forvaltningen av fondet. En viktig grense er uttrykt ved begrepet forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye fondets avkastning kan forventes å avvike fra avkastningen til fondets referanseindekser. Den forventede relative volatiliteten skulle i 2010 ikke overstige 1,5 prosentpoeng. Fra 1. januar 2011 ble grensen endret til 1 prosentpoeng.

Ved utgangen av 2010 var fondets forventede relative volatilitet 0,24 prosentpoeng, mot 0,27 prosentpoeng ved starten av året. På sitt høyeste nivå, som var i mai, var den på 0,6 prosentpoeng.

Forventet volatilitet, uttrykt ved det statistiske målet standardavvik, bruker historisk prisutvikling for å anslå hvor store svingninger vi kan vente i fondets årlige avkastning. Fondets forventede volatilitet svingte mellom 6 prosent og 9 prosent i 2010. Ved utgangen av året var den på omtrent 7 prosent, eller om lag 200 milliarder kroner, som var samme nivå som ved inngangen til året.

### Faktoreksponering

NBIM måler også fondets eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer, som små selskaper, verdisselskaper og obligasjoner med kredittpremie. Risikofaktorer er fellestrekk som de fleste verdipapirer har i varierende grad, og som bidrar til både risiko og avkastning på ulike investeringer. Fondets eksponering mot slike faktorer kan analyseres ved å sammenligne den relative avkastningen på fondet med avkastningen på faktorene.

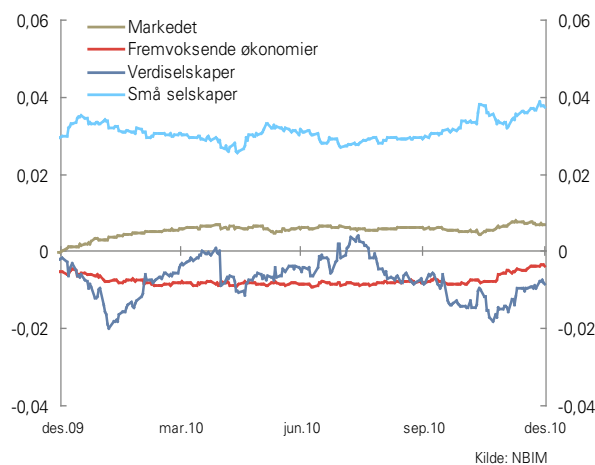
En analyse av faktoreksponeringen i 2010 indikerer blant annet at fondets aksjeinvesteringer var mer eksponert mot små selskaper enn referanseindeksen og mindre eksponert mot selskaper i fremvoksende økonomier. Analysen indikerer også at fondets renteinvesteringer var mindre eksponert mot obligasjoner med lang løpetid og

noe mer eksponert mot obligasjoner med kredittpremie enn referanseindeksen.

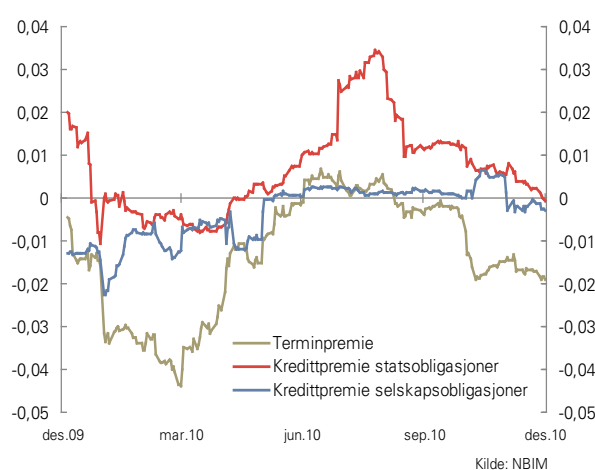
Resultatene fra slike statistiske analyser er usikre, og for 2010 gir analysen av hva som drev meravkastningen på renteinvesteringene ingen god forklaring. NBIM bruker flere supplerende innfallsvinkler for å analysere fondets faktoreksponeringer.

For mer informasjon om fondets investeringsrisiko, se note 12 i regnskapsrapporteringen.

Figur 8-4 Aksjebeholdningens faktoreksponeringer. Koeffisienter



Figur 8-5 Rentebeholdningens faktoreksponeringer. Koeffisienter



Tabell 8-1 Rentebeholdningen per 31. desember 2010 fordelt etter kredittvurdering\*. Prosent av beholdningen

	Aaa	Aa	A	Baa	Høyere risiko
Statsobligasjoner	31,19	8,75	0,56	0,73	0,35
Statsrelaterte obligasjoner	7,76	3,04	0,59	0,44	0,04
Realrenteobligasjoner	4,67	3,53	0,00	0,00	0,04
Selskapsobligasjoner	0,33	3,64	6,60	5,57	0,39
Pantesikrede obligasjoner	16,58	3,27	0,28	0,15	1,49
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>60,53</b>	<b>22,23</b>	<b>8,03</b>	<b>6,90</b>	<b>2,31</b>

\*Basert på kredittvurdering fra minst ett av kredittvurderingsbyråene Moody's, Standard & Poor's og Fitch.

Tabell 8-2 Nøkkeltall for risiko og eksponering. Prosent og prosentpoeng

Risiko	Grenser	Faktisk			
		31.12.2010	30.09.2010	30.06.2010	31.03.2010
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,24	0,29	0,38	0,32
Aktivafordeling	Aksjer 50–70%	61,5	60,4	59,6	62,6
	Rentepapirer 30–50%	38,5	39,6	40,4	37,4
	Eiendom 0–5%*	0,0	-	-	-
Markedsfordeling aksjer	Europa 40–60%	48,0	49,0	47,2	48,5
	Amerika og Afrika 25–45%	36,5	35,8	37,1	36,5
	Asia og Oseania 5–25%	15,5	15,2	15,7	15,0
Valutafordeling rentepapirer	Europa 50–70%	59,4	60,0	56,3	57,7
	Amerika 25–45%	35,3	34,5	37,8	36,6
	Asia og Oseania 0–15%	5,3	5,5	6,0	5,6
Eierandel	Maksimalt 10% av et børsnotert selskap	9,1	9,0	8,8	8,4

\*Fra og med 1. mars 2010

## Endret metode for beregning av forventet volatilitet

Forventede svingninger i fondets verdier måles ved hjelp av det statistiske måltallet forventet relativ volatilitet. Fra 1. januar 2011 er beregningsmetoden for forventet relativ volatilitet endret slik at den er bedre tilpasset fondets langsiktige investeringsperspektiv.

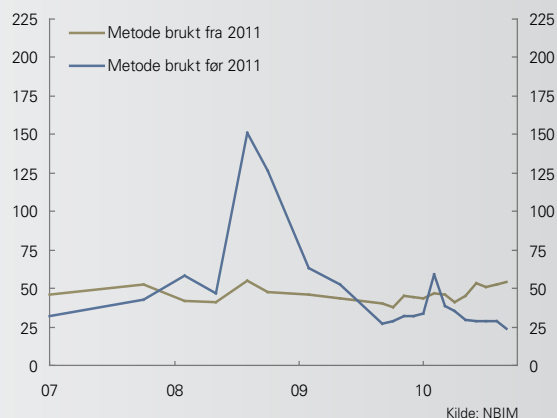
Frem til utgangen av 2010 var relativ volatilitet beregnet med utgangspunkt i daglige historiske prisobservasjoner i aksje- og rentemarkedene, der observasjonene de seneste dagene ble tillagt større vekt enn observasjonene lenger tilbake i tid. Det førte til at kortsiktige endringer i markedsforholdene raskt og sterkt slo ut på fondets forventede relative volatilitet. Den nye metoden vil beregne volatiliteten basert på ukentlige priser og med tre års prishistorikk, slik at følsomheten for generell markedsuro blir mindre. På denne måten vil endringer i forventet relativ volatilitet i større grad være et resultat av endringer i fondets investeringer og i mindre grad være et resultat av om markedene generelt er inne i en periode med store eller små avkastningsvariasjoner.

Figur 8-5 viser relativ volatilitet anslått ved bruk av metoden som ble brukt frem til 1. januar 2011 og den nye metoden som benyttes fra 1. januar 2011. Figuren viser at kortsiktige endringer i markedsforholdene raskt slår inn på den forventede relative volatiliteten med den gamle metoden, mens volatiliteten er mer stabil ved bruk av den nye metoden. Den nye metoden gir også generelt høyere tall for forventet relativ volatilitet enn den gamle metoden. Det kommer av at markedssvingningene under finanskrisen fortsatt er en del av beregningsgrunnlaget.

Med den tidligere metoden vil ikke observasjoner fra finanskrisen lenger være en viktig del av beregningsgrunnlaget.

Omlaggingen vil kunne dempe mulighetene for uheldige tilpasninger i forvaltningen, for eksempel at fondets eiendeler selges på ugunstige tidspunkter. Den nye metoden vil også i større grad samsvare med fondets langsiktige investeringsperspektiv. Videre vil den forenkle tolkningen og kommunikasjonen av risikomålet, og gi bedre innsikt i hvilke investeringer som påvirker risikomålingen.

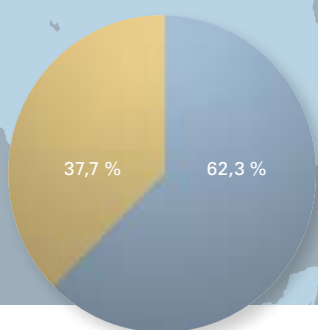
Figur 8-6 Forventet relativ volatilitet for fondet, målt ved bruk av to ulike metoder. Basispunkter



Kilde: NBIM

Våre investeringer

## Investeringer i 69 land



Amerika, Afrika og Midtøsten

Europa

Fondet gikk inn i flere nye markeder og annonserte sin første eiendomsinvestering i 2010.

Langsiktigheten og størrelsen på fondet gjør det naturlig å spre investeringene over et bredt utvalg av sektorer, land og regioner. Ved utgangen av 2010 eide fondet i gjennomsnitt 1 prosent av verdens børsnoterte aksjer, som var omtrent uendret fra samme periode året før.

Fondets aksjeinvesteringer skal fordeles med om lag 50 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika, Afrika og Midtøsten og 15 prosent i Asia og Oseania. I 2010 steg den gjennomsnittlige eierandelen i børsnoterte europeiske aksjer til 1,85 prosent fra 1,78 prosent. Eierandelen i de to andre regionene var uendret på 0,7 prosent hver.

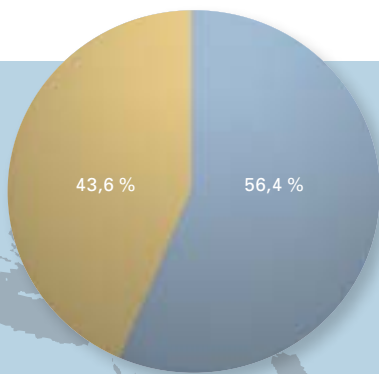
Av fondets renteinvesteringer skal omtrent 60 prosent være i Europa, 35 prosent i Amerika, Afrika og Midtøsten og 5 prosent i Asia og Oseania. Fondets gjennomsnittlige andel av verdens børsnoterte obligasjoner økte i 2010 til 0,56 prosent fra 0,51 prosent. Andelen var høyere i Europa enn i de to andre regionene der fondet er investert. Fondets eierandeler måles ut fra markedskapitaliseringen i aksjeindeksen FTSE All Cap og obligasjonsindeksene Barclays Global Aggregate og Barclays Global Inflation Linked.

### Fondets referanseindekser

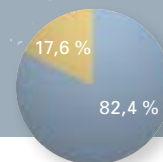
Fondet måles mot referanseindekser for aksjer, obligasjoner og eiendom som settes sammen av henholdsvis FTSE Group, Barclays Capital og Investment Property Databank (IPD). Indeksene består av et bredt utvalg av aksjer, obligasjoner og eiendom i flere land og valutaer.

Fondet investeres ikke nødvendigvis i alle landene eller valutaene som er i referanseindeksene. Operative forhold som usikre oppgjørssystemer eller kapitalreguleringer kan medføre en risiko for at investeringene ikke har tilstrekkelig sikkerhet eller ikke kan selges. På den annen side er fondet investert i markeder og verdipapirer som ikke er med i referanseindeksene. Fondet var for eksempel fortsatt investert i greske statsobligasjoner ved utgangen av 2010, selv om disse ble fjernet fra referanseindeksen i juni.

Ved utgangen av 2010 var fondet investert i verdipapirer som var registrert i 69 land. Fondets investeringer skal skje på anerkjente og regulerte markedsplasser. I 2010 ble De forente arabiske emirater lagt til listen over land med godkjente markedsplasser. Totalt 45 land var på listen ved utgangen av året.



## Asia og Oseania

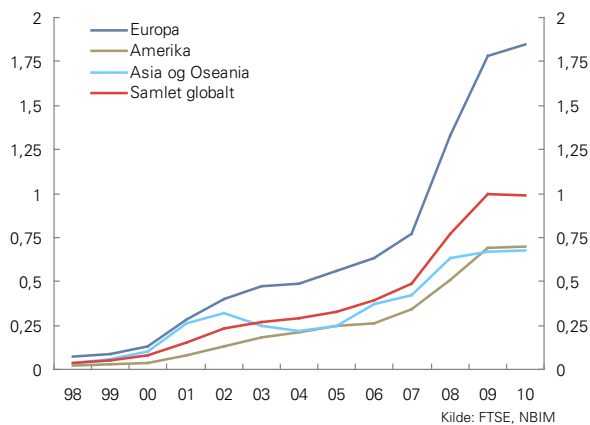


Aktivafordeling per region  
 ● Rentepapirer ● Aksjer

### Flere aksjeinvesteringer

Fondet var investert i 8 496 selskaper ved utgangen av 2010, opp fra 8 335 selskaper på samme tidspunkt året før. Aksjeinvesteringene består av store, mellomstore og små børsnoterte selskaper i utviklede og fremvoksende markeder. Investeringene i fremvoksende markeder har økt etter at flere slike markeder ble tatt med

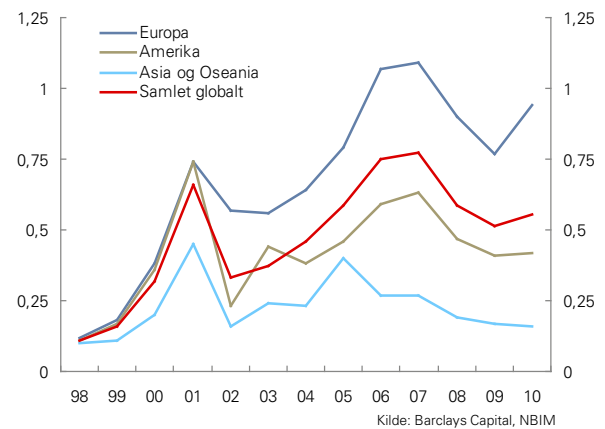
**Figur 9-1** Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markeds kapitaliseringen til indeksen FTSE Global All Cap



i referanseindeksen for aksjer i 2008. NBIM tildelte i 2010 nye eksterne aksjemandater i fremvoksende markeder som Russland og Brasil, og tildelte for første gang eksterne aksjemandater i Sverige, Spania, Italia og Hellas.

Obligasjonsbeholdningen besto av 8 659 verdipapirer

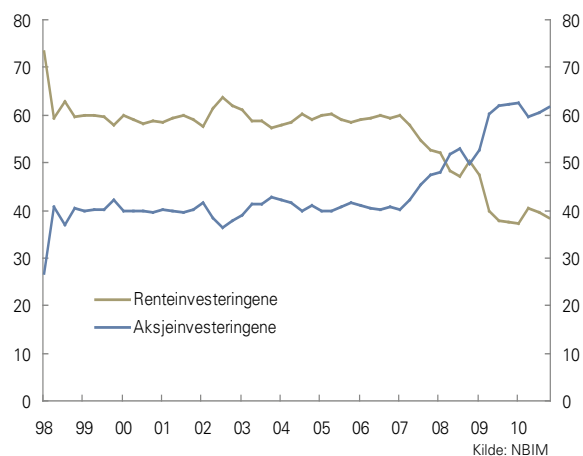
**Figur 9-2** Fondets eierandeler i rentemarkedene. Prosent av markeds kapitaliseringen til indeksene Barclays Global Aggregate og Barclays Global Inflation Linked



fra 1 686 utstedere ved utgangen av 2010, mot 9 163 verdipapirer og 1 954 utstedere ett år tidligere. Investeringene var utstedt i 11 valutaer og besto av statsobligasjoner, realrenteobligasjoner, selskapsobligasjoner, pantesikrede obligasjoner og obligasjoner utstedt av offentlige myndigheter som delstater, fylker og statselskaper. Totalt 95 prosent av beholdningen var obligasjoner utstedt i euro, dollar, pund og yen.

NBIM annonserte i november 2010 fondets første investering i fast eiendom, med planlagt fullføring våren 2011.

Figur 9-3 Fordeling på aktivaklasser. Prosent av fondet



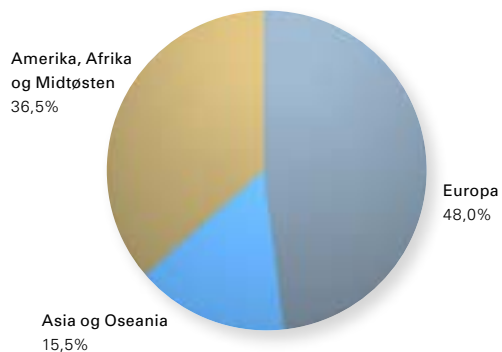
Tabell 9-1 Ti største beholdninger fordelt på land per 31. desember 2010

Land	Totalt (prosent)	Aksjer (prosent)	Rentepapirer (prosent)
USA	28,7	18,0	10,7
Storbritannia	14,7	8,6	6,0
Tyskland	7,7	3,5	4,2
Frankrike	7,7	4,2	3,5
Japan	5,2	3,4	1,8
Spania	4,6	1,4	3,2
Sveits	3,8	3,4	0,4
Italia	3,5	1,2	2,3
Canada	2,8	1,9	0,9
Nederland	2,6	1,2	1,4

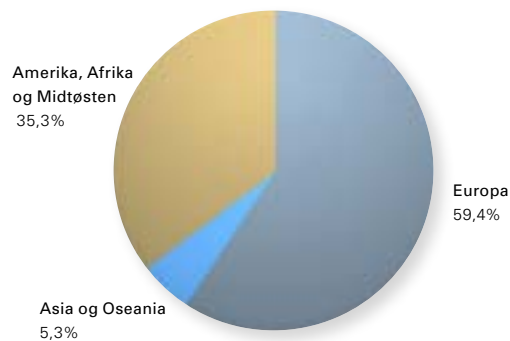
Tabell 9-2 Ti største beholdninger fordelt etter valuta per 31. desember 2010

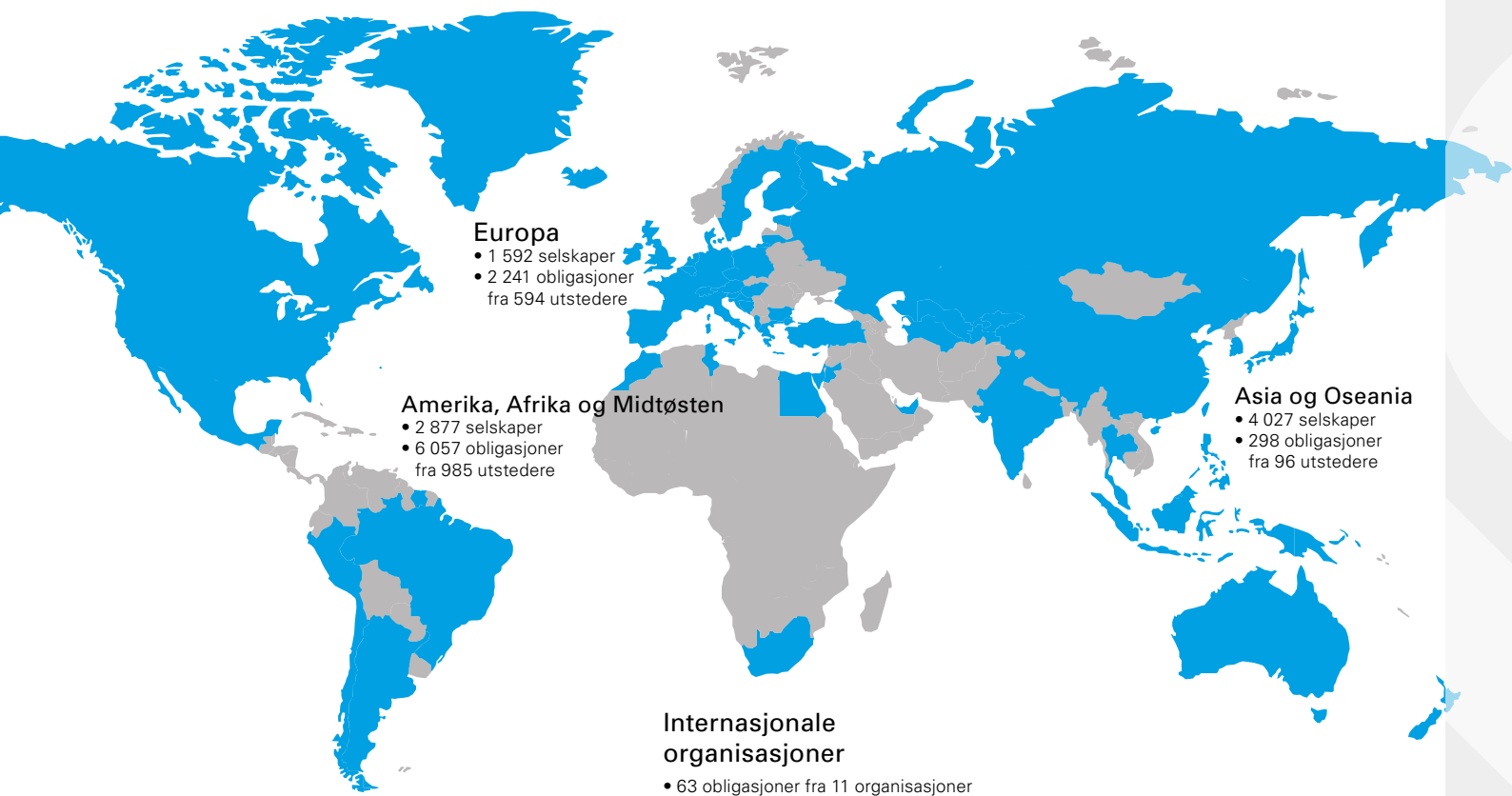
Valuta	Totalt (prosent)	Aksjer (prosent)	Rentepapirer (prosent)
USD	32,8	19,6	13,2
EUR	32,1	13,8	18,3
GBP	12,8	8,2	4,6
JPY	5,1	3,4	1,8
CHF	3,5	3,3	0,2
CAD	2,6	1,7	0,9
SEK	1,8	1,4	0,4
HKD	1,6	1,6	0,0
AUD	1,3	1,2	0,2
BRL	1,0	1,0	0,0

Figur 9-4 Regionfordeling av fondets aksjebeholdning 31. desember 2010. Prosent



Figur 9-5 Regionfordeling av fondets rentebeholdning 31. desember 2010. Prosent





## Singapore

- Sto for 0,4 prosent av fondets investeringer
- Investeringene var i 93 aksjeselskaper og obligasjoner fra 7 utstedere
- Viktige næringer: Elektronikk, kjemikalier, finansielle tjenester, oljeboringsutstyr, oljeraffinering, gummi-produkter, skipsreparasjoner, biovitenskap



## De forente arabiske emirater

- Sto for 0,05 prosent av fondets investeringer
- Investeringene var i 18 aksjeselskaper og obligasjoner fra 6 utstedere
- Viktige næringer: Olje og gass, petrokjemi, fiskeri, aluminium, gjødsel, skipsreparasjoner, byggevarer



## Enkeltposisjoner

# Høyere eierandel i flere selskaper

Antall selskaper der fondets eierandel var større enn 2 prosent, steg til 512 i 2010. Det er mer enn en fordobling på to år.

Fondets største aksjebeholdning i et enkeltstående selskap var i oljeprodusenten Royal Dutch Shell ved utgangen av 2010. Eierandelen på 1,8 prosent hadde en markedsverdi på 21,4 milliarder kroner. Fire av fondets ti største aksjeinvesteringer var i olje- og gasselskaper.

Finansdepartementet har bestemt at fondet kan eie inntil 10 prosent av et børsnotert selskap. Fondets største prosentvise eierandel var på 9,1 prosent i Hong Kongnoterte China Water Affairs Group. Fondet hadde en eierandel på over 5 prosent i totalt 17 selskaper ved utgangen av 2010, opp fra 6 selskaper i 2009 og 4 selskaper i 2008. Antall selskaper der eierandelen oversteg 2 prosent, økte til 512 ved utgangen av året, fra 342 selskaper i 2009 og 195 selskaper i 2008.

Fondet er en finansiell eier uten politiske eller strategiske motiver. Samtidig innebærer eierposter på 1 til 2 prosent at fondet ofte er blant de 20 største investorene

i store selskaper som har spredte eierstrukturer. Det gir fondets forvaltere og eierskapsavdeling tilgang til ledelsen og styret i et selskap. På samme tid er fondet som minoritetsaksjonær avhengig av andre investorer for å få gjennomslag for krav til styret eller ledelsen i et selskap. Likebehandling av aksjonærer er et viktig satsingsområde.

Nasjonalstater er de største utstederne i obligasjonsmarkedene, og fondet vil normalt ha store beholdninger av statsgjeld. USA, Storbritannia, Tyskland, Japan, Frankrike, Italia og Spania var utstederne av fondets syv største obligasjonsbeholdninger ved utgangen av 2010, etterfulgt av Fannie Mae, European Investment Bank og Bank of Scotland. Store statlige og halvstatlige institusjoner og internasjonale organisasjoner er ofte også blant de største utstederne av gjeld, mens private bedrifter stort sett har mindre lån i obligasjonsmarkedet, særlig utenfor USA.

**Tabell 10-1** Fondets største aksjebeholdninger per 31. desember 2010

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	21 403
Nestlé SA	Sveits	21 285
HSBC Holdings PLC	Storbritannia	21 152
BP PLC	Storbritannia	15 938
Vodafone Group PLC	Storbritannia	15 215
Novartis AG	Sveits	13 823
Apple Inc	USA	12 282
Exxon Mobil Corp	USA	11 942
Siemens AG	Tyskland	11 708
Total SA	Frankrike	11 582

**Tabell 10-2** Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2010

Utsteder	Land	Beholdning i millioner kroner
Amerikanske stat	USA	164 627
Britiske stat	Storbritannia	98 581
Tyske stat	Tyskland	73 609
Italienske stat	Italia	58 461
Japanske stat	Japan	54 991
Franske stat	Frankrike	52 345
Spanske stat	Spania	25 361
Fannie Mae	USA	22 828
European Investment Bank	Int. organisasjon	22 273
Bank of Scotland PLC	Storbritannia	17 996

## Flere miljørelaterte mandater

NBIM har siden 2009 tildelt sine interne og eksterne forvaltere mandater som er særlig innrettet mot miljørelaterte investeringer. Disse investeringene gjennomføres med samme krav til lønnsomhet som fondets øvrige investeringer. Samtidig sammenfaller de godt med fondets rolle som ansvarlig investor, der et mål er å sikre langsiktig finansiell avkastning gjennom bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand.

Antallet miljørelaterte mandater økte til ni ved utgangen av 2010 fra fire ett år tidligere. Midlene som var under forvaltning steg i samme periode til 25,7 milliarder kroner fra 7,3 milliarder kroner.

Tre av mandatene var for investeringer innen vannforvaltning. Det kan være investeringer i selskaper som utvikler teknologi for å bedre kvaliteten på vann eller utvikler infrastruktur for å rense og distribuere vann. Ytterligere tre av mandatene var for investeringer innen miljøteknologi som kan bidra til å effektivisere energiforbruk eller begrense miljøskadende utslipp. De siste tre mandatene var for investeringer innen ren energi, som kan omfatte selskaper som produserer fornybar energi eller utvikler utstyr til produksjon av fornybar energi.

Alle mandatene som ble tildelt i 2010 gikk til eksterne forvaltere, og totalt syv av ni mandater var eksternt forvaltet ved utgangen av året. De eksterne mandatene utgjorde totalt 11,2 milliarder kroner, mens de interne mandatene var på 14,5 milliarder kroner.

## På topp 10-listen over aksjonærer

Det er vanskelig å finne presise tall for hvor på aksjonærlisten fondet rangerer i alle selskaper. Det skyldes blant annet at ikke alle eierskapsregistre er offisielle, og at registrene oppdateres på ulike tidspunkter. I tillegg varierer praksis for konsolidering av aksjeklasser og aksjonærer.

NBIM har sett på fondets 1 000 største aksjebeholdninger ved utgangen av 2010. Med nevnte forbehold viser anslag at fondet var blant de 10 største aksjonærene i om lag 370 selskaper og på topp 20-listen i rundt 650 selskaper. De høyeste plasseringene var i Europa, hvor fondet hadde mer enn halvparten av sine investeringer ved utgangen av 2010.

Tabell 10-3 Fondets største eierandeler per 31. desember 2010. Prosent

Selskap	Land	Eierandel
China Water Affairs Group Ltd	Hong Kong	9,1
IVRCL Infrastructures & Projects Ltd	India	7,7
BlackRock Inc	USA	7,5
Telecity Group PLC	Storbritannia	7,3
UPM-Kymmene OYJ	Finland	7,3
KloECKner & Co SE	Tyskland	7,0
Smurfit Kappa Group PLC	Irland	6,7
Pioneer Corp	Japan	6,2
CSR PLC	Storbritannia	5,9
Sinclair Pharma PLC	Storbritannia	5,8

## China Water Affairs Group

- Investerer i, bygger og opererer vannrelaterte prosjekter i Kina
- Notert på Hong Kong-børsen
- Inntekter på 627 millioner Hong Kong-dollar i de seks månedene som endte 30. september 2010



## Siemens

- Tysk energi-, industri- og helseforetak med om lag 405 000 ansatte
- Inntekter på 76 milliarder euro i året som endte 30. september 2010
- Tilstedeværelse i omtrent 190 land



Eierskapsutøvelsen

## Seks strategiske satsingsområder



NBIM utøver et aktivt eierskap for å sikre finansielle verdier for fremtidige generasjoner. Vi fremmer aksjonærrettigheter og jobber for bedre sosiale og miljømessige forhold i selskaper.

Som en langsiktig investor i omtrent 8 500 selskaper arbeider NBIM for å utvikle bedre standarder for selskapsstyring. God selskapsstyring gir grunnlag for lønnsom forretning, trykker aksjonærenes rettigheter og sikrer en rettferdig fordeling av utbytte. Vi søker også å påvirke selskaper til å ta ansvar for å forbedre sosiale og miljømessige forhold som kan ha negativ virkning på deres rammebetingelser og utvikling, og på lengre sikt fondets investeringer. Vår eierskapsutøvelse består av seks strategiske satsingsområder:

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

Vi bruker en rekke virkemidler for å fremme våre interesser, som dialog med selskaper, investorer, myndigheter og andre standardsettere i markedet. Vi stemmer på generalforsamlinger, fremmer aksjonærforslag, deltar i høringsrunder og utgir dokumenter som kommuniserer

våre forventninger. Selskapene som vi investerer i, forventes å opptre i henhold til internasjonalt anerkjente, globale standarder for selskapsstyring.

### Likebehandling av aksjonærer

Vi arbeidet i 2010 for å beskytte våre rettigheter som aksjonær blant annet når selskaper ikke møtte våre krav til åpenhet rundt transaksjoner, og når NBIM og andre minoritetsaksjonærer ble forskjellsbehandlet.

Sammen med enkelte tyske investorer ba vi i juli en tysk domstol om en gransking av hvorvidt styret i Porsche opererte utenfor sine rammer og påførte selskapets minoritetsaksjonærer for høy risiko i sitt forsøk på å ta full kontroll over Volkswagen i perioden 2005–2009. Kravet ble begrunnet med at en gransking ville kunne avdekke om de kontrollerende familiene i Porsche hadde andre mål enn selskapets øvrige aksjonærer da oppkjøpsstrategien ble besluttet. For NBIM er det prinsipielt og økonomisk sett viktig å etablere god selskapsstyring for å unngå at kontrollerende eiere kan berike seg selv på bekostning av aksjonærfellesskapet.

Vi søkte i tillegg å beskytte våre rettigheter som minoritetsaksjonær i selskaper som ønsket å utvide sin aksje-



kapital. I våre vurderinger la vi vekt på å forsvare aksjonærenes fortrinnsrett ved emisjoner for å beskytte minoritetsaksjonærene mot utvanning. Vi benyttet aksjonærens rett til å blokkere emisjoner for å hindre transaksjoner som kunne være ulønnsomme eller gi selskapsledelsen eller utvalgte aksjonærer fordeler.

#### **Styrets ansvar**

NBIM arbeidet i 2010 for å hindre at samme person kan være både styreleder og administrerende direktør i et selskap. Styret i et selskap skal bidra til å fastsette langsiktig strategi og fremme verdiskaping samtidig som det overvåker aktivitetene og risikonivået i selskapet. Styret skal også utnevne og eventuelt avsette ledelsen i selskapet. For å kunne føre tilfredsstillende tilsyn med ledelsen, må styret være uavhengig av ledelsen.

Vi fremmet i 2010 aksjonærforslag for å få uavhengige styreledere i fem amerikanske selskaper. Ingen av forslagene fikk et flertall av stemmene på selskapenes generalforsamlinger, men oppslutningen i fire av selskapene økte fra 2009, da vi først la frem slike forslag.

#### **Velfungerende markeder**

NBIM samarbeider med investorer, myndigheter og andre markedsaktører for å fremme forretningspraksis som vil bidra til velfungerende markeder, og på sikt beskytte fondets investeringer. Vi leverte i 2010 uttalelser til en rekke revisjoner av regelverk og standarder der vi

blant annet foreslo tiltak for å styrke aksjonærenes rettigheter, øke aksjonærenes innflytelse og sikre at selskaper gir tilstrekkelig informasjon i sin rapportering. I august ba vi for eksempel EU-kommisjonen om å kreve at derivater med kontantoppgjør skal inkluderes i medlemslandenes flaggebestemmelser for å øke åpenheten rundt oppkjøp og hindre at slike derivater kan brukes til å omgå flaggeplikten ved kjøp av store aksjeposter.

Hong Kong-børsen introduserte i sine nye forskrifter i juni krav om at selskaper som utvinner mineralressurser, må rapportere om miljørisiko, helse- og sikkerhetsrisiko, i tråd med en oppfordring fra NBIM året før. Den brasilianske børsen forbød i sine nye forskrifter i september 2010 samme person å være både administrerende direktør og styreformann i et selskap. Det var i samsvar med en høringsuttalelse fra NBIM til børsen i 2009. I mai 2010 endret det britiske finansrapporteringstilsynets sin standard for valg av styremedlemmer slik at de velges for ett år av gangen i stedet for tre år. Det var også i henhold til en anbefaling fra NBIM.

Vi arbeidet i 2010 med et dokument som skal beskrive våre forventninger til hvordan legitime og effektive finansmarkeder bør fungere. Blant annet vil vi se på problemstillinger knyttet til selskapers åpenhet og rapportering. Andre temaer, som åpenhet rundt prising, forutsigbarhet, likebehandling og effektive oppgjørssystemer, vil også kunne bli vurdert.

## Hvordan NBIM stemmer i selskaper

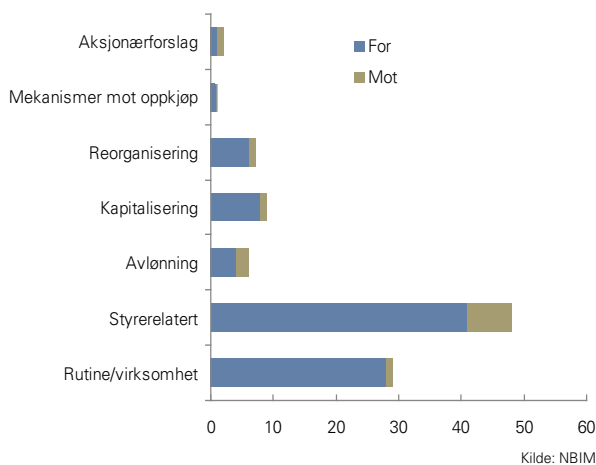
NBIM tar sikte på å stemme på alle generalforsamlingene i selskapene fondet er investert i. Stemmegivningen utføres ved hjelp av en elektronisk stemmeplattform hos en tredjepart som stemmer på vegne av oss og i henhold til våre instruksjoner og retningslinjer.

Vi identifiserer potensielt viktige, selskapsspesifikke forhold som kan gi grunnlag for å gjennomføre en utvidet analyse av agendaen for generalforsamlingen i et selskap. Slike forhold kan være forslag fra andre aksjonærer, motsetninger mellom styrets anbefalinger og våre retningslinjer, størrelsen på vår investering i et selskap, selskapets resultater, selskapets rangering på ulike faktorer for selskapsstyring og hvorvidt NBIM har en aktiv dialog med selskapet som har økt vår kunnskap om driften og ledelsen.

NBIM bruker den elektroniske stemmeplattformen til Institutional Shareholder Services (ISS). ISS sender stemmeinstruksjonene våre til vår globale depotbank J.P. Morgan, som ordner med stemmegivning på generalfor-

samlingene, ofte ved hjelp av lokale depotbanker eller andre representanter. Vi kjøper i tillegg tjenester fra spesialister som analyserer selskaper og saker som skal opp i en generalforsamling. Sammen med interne analyser danner det utgangspunktet for vår stemmegivning.

Figur 11-1 Saker der NBIM stemte for eller mot styrets anbefaling i 2010. Prosent



Tabell 11-1 Stemmegivning på aksjonærmøter

Region	2010			2009		
	Antall møter	Møter der NBIM stemte	Andel	Antall møter	Møter der NBIM stemte	Andel
Amerika	2 999	2 987	99,6 %	3 120	3 067	98,3 %
Europa	2 103	1 614	76,7 %	2 258	1 456	64,5 %
Asia/Oseania	6 416	6 347	98,9 %	5 843	5 572	95,4 %
<b>Total</b>	<b>11 518</b>	<b>10 948</b>	<b>95,1 %</b>	<b>11 221</b>	<b>10 095</b>	<b>90,0 %</b>

## Ansvarlige investeringer

Det overordnede målet for fondets forvaltning er å sikre finansielle verdier for fremtidige generasjoner. En god langsiktig avkastning er avhengig av bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og sosial forstand i de landene og selskapene fondet investeres i. Gjennom sin rolle som en ansvarlig investor skal NBIM sikre god avkastning over tid og ivareta verdiene som eierne av fondet representerer.

Forvaltningen vil innebære etiske utfordringer, som må møtes på en gjennomtenkt og ambisiøs måte. NBIM følger retningslinjer som er satt av Finansdepartementet, i tillegg til internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet. Vi har signert FNs Principles for Responsible Investment, og vi utøver vårt eierskapsarbeid med utgangspunkt i FNs Global Compact og OECDs Principles of Corporate Governance og Guidelines for Multinational Enterprises.

Forpliktelsen til å ivareta verdiene som fondets eiere representerer, fremmes gjennom eierskapsutøvelse og utelukkelse av selskaper fra fondets investeringsunivers.

NBIM har høye krav og forventninger til eierskapsutøvelsen. Samtidig ser vi at resultatene sjelden vil vise seg på kort sikt, og at eierskapsutøvelsen er et langsiktig arbeid. Beslutninger om å utelukke selskaper blir tatt av Finansdepartementet basert på råd fra Etikkrådet, som opererer uavhengig av NBIM.

NBIM søker å fremme ansvarlig investering i forvaltningen. Blant annet utfører vi analyser av de miljømessige og samfunnsmessige risikoene som finnes i selskapene og markedene vi investerer i. Analysene kan avdekke forhold som vi vil søke å endre gjennom dialog med ledelsen i et selskap eller stemmegivning i et selskap. Slike analyser utføres av og brukes på tvers av avdelingene i NBIM. Analytikere som jobber innen eierskapsutøvelsen og forvalterne i NBIM deler på informasjon, blant annet fra møter med selskaper.

Vi har siden 2009 tildelt forvaltningsmandater som er særlig innrettet mot miljørelaterte investeringer. Disse investeringene gjennomføres med samme krav til lønnsomhet som fondets øvrige investeringer.

## Søksmål som virkemiddel for å beskytte fondets interesser

NBIM har i svært få tilfeller gått til direkte søksmål mot et selskap for å beskytte fondets interesser. I september 2010 anla NBIM, på vegne av Norges Bank, et individuelt krav mot Citigroup og enkelte personer i selskapets tidligere og nåværende ledelse. Vi mener Citigroup fra januar 2007 til januar 2009 ga markedet villedende regnskapsopplysninger om sine plasseringer. Da selskapets virkelige eksponering ble kjent, falt aksjekursen i Citigroup, med den følge at investorer som Norges Bank led betydelige tap. Det er tatt ut gruppesøksmål mot Citigroup som i stor grad tilsvarende vår sak, men vi mener våre interesser er bedre tjent med å føre et direkte krav. Det kan ta flere år før saken er avklart.

NBIM har også tidligere gått til direkte aksjonærsøksmål på vegne av Norges Bank, som i 2010 også var part i direktesøksmål mot medieselskapet Vivendi og farmasi-

selskapet Merck og enkelte personer i selskapenes tidligere ledelser. Saken mot Vivendi ble reist i 2007 og vi søker erstatning for tap som følge av at selskapet i perioden 2000–2002 ga markedet villedende regnskapsopplysninger om Vivendi og dets datterselskaper. Saken mot Merck & Co. ble reist i 2007 og vi søker erstatning for tap som følge av at selskapet i perioden 2001–2004 holdt tilbake informasjon om mulige alvorlige konsekvenser ved bruk av selskapets viktigste produkt, Vioxx.

I tillegg til direkte søksmål er Norges Bank som aksjonær hvert år medlem av en rekke gruppesøksmål tatt ut i USA mot selskaper fondet er aksjonær i. I 2010 meldte NBIM inn krav i om lag 50 forskjellige saker, inkludert en sak i Nederland, og mottok i overkant av 7,7 millioner dollar fra tidligere innmeldte krav.

Eierskapsutøvelsen

## Fokus på barn, klima og vann



NBIM arbeider for å sikre at selskaper håndterer risiko knyttet til barns rettigheter, klimaendringer og knappe vannressurser for å minske potensielle negative virkninger for selskapenes virksomheter, og følgelig for fondets investeringer.

Vi har utarbeidet forventningsdokumenter som beskriver hvordan vi mener selskapene bør håndtere disse risikoene. Basert på offentlig tilgjengelig informasjon evaluerer vi årlig og systematisk i hvilken grad selskapene innfrir våre forventninger. Resultatene offentliggjøres i årlige statusrapporter og brukes i dialog med selskaper som vi har identifisert som spesielt utsatte for sosiale eller miljømessige risikoer. Vi har regelmessige møter med norske og internasjonale eksperter og frivillige organisasjoner for å utvide vår kunnskap innen disse områdene.

### **Barns rettigheter**

NBIM forventer at selskaper forebygger de verste formene for barnearbeid og fremmer barns rettigheter både i sin egen virksomhet og i sine leverandørkjeder. Vi har identifisert sektorene landbruk (hybridfrø og kakao), gruvedrift, tekstil, teknologiprodukter, stål og leketøy som spesielt utsatte for slike risikoer.

På grunnlag av statusrapporten for 2009 innledet vi dialog med 80 selskaper om hvordan de håndterer risiko knyttet til barns rettigheter. I en ny evaluering i 2010 hadde 29 prosent av disse selskapene forbedret sin rapportering

om hvordan de håndterer barns rettigheter. Vi så særlig en økning i antall selskaper som hadde retningslinjer om barnearbeid, og vi registrerte en større åpenhet rundt håndteringen av barnearbeid i leverandørkjedene.

Vi hadde dialog med selskaper innen sektorene frø, tekstil og gruvedrift. Vi så fremgang i håndteringen av barnearbeid i leverandørkjeden og i selskapenes praksis for kartlegging og inspeksjoner av arbeidsforhold, særlig innen klesindustrien.

I 2008 innledet NBIM og en stor europeisk investor dialog med noen av verdens største kakaoleverandører og sjokoladeprodusenter om risikoen for bruk av barnearbeid i Vest-Afrika. Høsten 2010 var disse selskapene med på å lansere en handlingsplan mot barnearbeid og starte et samarbeid mellom industrien, det amerikanske arbeidsdepartementet og myndighetene i Ghana og Elfenbenskysten.

### **Håndtering av klimarisiko**

NBIM forventer at selskaper skal håndtere risiko rundt årsakene til og virkningene av klimaendringer. I desember 2010 utga vi en ny versjon av vårt forventningsdokument



om håndtering av risiko knyttet til klimaendringer for å gjenspeile et økt fokus på klimaendringer i selskapenes forretningsstrategier, praksis og risikostyringssystemer. Dokumentet viser at vi legger mer vekt på selskapenes styringsstrukturer og på hvordan styrene integrerer klimaendringsfaktorer i sin risikostyring. Blant annet forventer vi at selskaper skal bedre sin rapportering om klimarisiko, og at selskaper skal informere om hvilke tiltak de har iverksatt for å håndtere risikoen.

På grunnlag av funnene i evalueringen for 2009 korresponderte vi med 40 selskaper om klimarisiko. I en oppfølging i 2010 så vi indikasjoner på at 18 selskaper i større grad enn før oppfylte våre forventninger til håndtering av klimarisiko, mens rapporteringen til 10 selskaper var blitt dårligere.

### **Vannforvaltning**

Knappe vannressurser er en økende risiko for mange selskaper. Vi evaluerte for første gang i 2010 i hvilken grad selskaper innfridde våre forventninger til vannforvaltning, som beskrives i vårt forventningsdokument om vannforvaltning. Vi så på 431 selskaper innen gruvedrift, elektrisitets- og gassforsyning, vannverk, legemidler, nærings-

og nytelsesmidler, skogbruk og papirindustri. Resultatene viste at 44 prosent av selskapene rapporterte om vannforvaltning, vannforbruk og tilhørende risikoer, og det viser at selskapene er opptatt av slike spørsmål. Kun 9 prosent av selskapene rapporterte om hvordan de forvaltet vannressursene i forsyningskjeden.

NBIM ble hovedsponsor for CDP Water Disclosure i 2009, et initiativ for å øke tilgjengeligheten til og kvaliteten på informasjon om selskapenes vannforvaltning. Den første rapporten, CDP Water Disclosure 2010 Global Report, ble offentliggjort i fjor på grunnlag av vannrelaterte data fra verdens største selskaper. De viktigste funnene fra denne rapporten er at deltakerne har en god generell bevissthet om vannrisiko og vannforbruk i egen virksomhet, men mye mindre kunnskap om forsyningskjedene. Det er i tråd med funnene i fondets egen vurdering. Informasjon innhentet av CDP Water Disclosure er blant kildene vi bruker i evalueringsarbeidet vårt.

NBIM

278





25

278 ansatte fra 25 nasjoner



NBIM

## Utvikling av global kompetanse

NBIM åpnet i 2010 et nytt kontor i Singapore og fikk 29 nye fast ansatte fra 11 land. Behovet for global tilstedeværelse og spesialisert kompetanse har økt i takt med fondets vekst.

Tilstedeværelse i markedene der fondet er investert, gir NBIM bedre tilgang til investeringsmuligheter og en større rekrutteringsbase. Det sørger også for at vi har ansatte som passer på fondets investeringer til alle døgnets tider. Åpningen av Singapore-kontoret i juni 2010 brakte oss nærmere viktige vekstmarkeder i Asia og supplerte kontorene våre i Shanghai, London, New York og Oslo.

Antallet fast ansatte økte med 29 personer til 278 ved utgangen av 2010. Av de ansatte var 32 prosent utenlandske statsborgere, mens resten var norske. Et stadig mer omfattende forvaltningsoppdrag har økt behovet for ressurser de seneste årene, ikke minst i form av internasjonal kompetanse og spesialisering. Antall ansatte ved våre utenlandskontorer utgjorde 22 prosent av arbeidsstokken.

Våre medarbeidere må ha et globalt perspektiv for å kunne forvalte et fond som er investert over hele verden. En aksjeforvalter med kompetanse innen en spesifikk sektor må for eksempel se på globale investeringsmuligheter

innen sektoren. Våre ansatte flytter mellom de utenlandske kontorene og får på denne måten mer internasjonal erfaring.

Kjernen i vår virksomhet er investering, og målet er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor mandatet vårt. For å gjennomføre dette oppdraget er vi avhengige av å ha engasjerte og høyt kvalifiserte medarbeidere. NBIM satser derfor på å styrke kompetansen i organisasjonen og gi spesialister, eksperter og ledere gode utviklingsmuligheter. Vi etablerte i 2010 NBIM Academy, som tilbyr opplæring til de ansatte. Høsten 2010 startet vi i tillegg et fireårig trainee-program for nyutdannede som vil satse på en karriere i internasjonal fondsforvaltning.

### System for avlønning i 2010

Lønns- og personalpolitikken er et virkemiddel for å nå de strategiske målene NBIM har satt. Hovedstyret setter rammene for lønnsystemet, som bygger på både fastlønn og prestasjonslønn. Vi følger nøye med på markedsutvik-

Tabell 12-1 Ytelser til ledende ansatte i NBIM i 2010

Stilling	Navn	Utbetalt lønn	Verdi av andre fordeler	Pensjons-optjening	Personallån
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	4 181 678	27 929	345 792	905 944
Deputy CEO (til 1.10.2010)	Stephen Hirsch	5 306 396	145 181	769 502	0
Chief Risk Officer	Trond Grande	2 681 654	26 723	241 591	0
Chief Operating Officer	Age Bakker	2 384 688	20 192	299 660	0
Chief Compliance Officer	Jan Thomsen	2 766 665	66 594	259 640	0
Chief Strategic Relations Officer	Dag Dyrdal	2 165 563	35 746	302 746	0
Chief Treasurer	Jessica Irschick	4 903 500	13 319	490 350	0
Chief Administrative Officer	Mark Clemens	2 237 125	29 609	239 701	260 000
Chief Investment Officer	Bengt Ove Enge	4 526 286	20 690	202 939	81 336

Ytterligere informasjon om pensjons- og låneordninger finnes i Norges Banks årsregnskap for 2010, note 10.

lingen for kompensasjon og kompensasjonssystemer for å være tilpasset områdene der vi opererer.

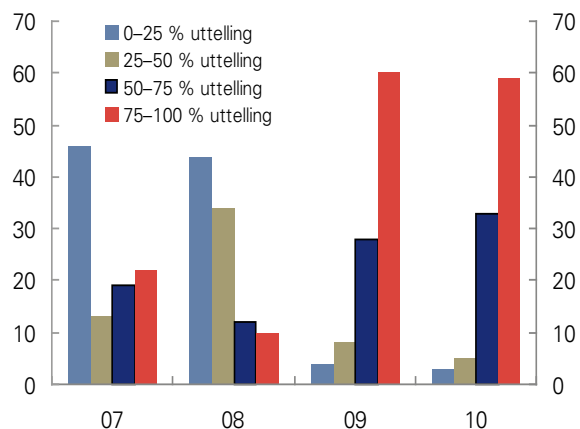
Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte mål. Ansatte som tar investeringsbeslutninger måles kvantitativt ut fra avkastningsresultatene, og prestasjonslønnen var en vesentlig del av kompensasjonen i 2010. Prestasjonslønn gis ikke til medlemmer av NBIMs toppledergruppe, som kun mottar fastlønn.

Investeringsavdelingene hadde 96 ansatte med prestasjonsbasert lønn i 2010. Deres samlede fastlønn utgjorde 91,5 millioner kroner i året, mens den samlede øvre rammen for prestasjonslønn var på 155,2 millioner kroner. Ansatte innen investeringsavdelingene fikk i gjennomsnitt utbetalt 64 prosent av den samlede øvre rammen for prestasjonslønn i 2010.

NBIMs andre avdelinger hadde 146 ansatte med prestasjonsbasert lønn i 2010. Deres samlede fastlønn var på 100,6 millioner kroner, mens den samlede øvre rammen for prestasjonsbasert lønn var 35,4 millioner kroner. Ansatte utenfor investeringsavdelingene fikk i gjennomsnitt utbetalt 78 prosent av den totale øvre rammen for prestasjonslønn.

Den totale prestasjonslønnsutbetalingen i 2010 utgjorde 67 prosent av den øvre rammen. Totalt gikk prestasjonslønnrammen ned med 6,4 prosent fra 2009. Den gjennomsnittlige utbetalingen per ansatt var 25 prosent lavere enn året før.

Figur 12-1 Ansatte fordelt etter utbetalt prestasjonslønn som andel av øvre ramme. Prosent



Kilde: NBIM



Hege jobber med intern strategiutvikling. Hun har vært ansatt i NBIM siden 2004.

*«NBIM har gitt meg utviklingsmuligheter og mange utfordrende oppgaver. Det er et spennende og internasjonalt miljø med faglig dyktige og hyggelige kollegaer.»*



Emil er trader i NBIM. Han har vært ansatt siden 2005.

*«Som trader i NBIM kan jeg gå utover finansiell teori og ta avgjørelser som har betydning. Vi deltar i de fleste av verdens aksjemarkeder, og jeg blir daglig utfordret, stimulert og inspirert av å jobbe i dette internasjonale miljøet.»*



Gavin arbeider innen eierskapsutøvelsen og har vært ansatt i NBIM siden 2009.

*«Jeg valgte NBIM på grunn av det klare mandatet til å integrere arbeidet med å fremme god selskapsstyring og bedre sosiale og miljømessige forhold i investeringsvirksomheten. Sammen med fondets langsiktighet og størrelse gjør dette at fondet blir verdens beste på effektiv eierskapsutøvelse.»*



Birgitte har vært trainee i NBIM siden høsten 2010.

*«Jeg begynte i NBIM for å lære mer om internasjonal kapitalforvaltning i en organisasjon som vektlegger profesjonalitet og det å være en ansvarlig investor. Trainee-programmet gir meg muligheten til å jobbe i forskjellige deler av NBIM og til å arbeide og studere i utlandet.»*

Operasjonell risikostyring

## Senket risikoen på en rekke områder



NBIM arbeider kontinuerlig med å forbedre prosesser for å hindre at uønskede hendelser oppstår. Få av de uønskede hendelsene i 2010 fikk finansielle konsekvenser, og vi senket risikoen på en rekke områder.

NBIM identifiserer uønskede hendelser systematisk og arbeider for å forbedre prosesser slik at hendelsene ikke skal inntreffe. Vi definerer potensielle uønskede hendelser som risikofaktorer, og vi gjennomfører tiltak for å redusere risikoen etter en vurdering av kostnaden av en hendelse i forhold til nytten av et tiltak og hovedstyrets grenser for operasjonell risiko i NBIM. Vi registrerer i tillegg uønskede hendelser som har inntruffet, og vi iverksetter tiltak for å hindre at de gjentar seg. Vår løpende rapportering og oppfølging av slike hendelser er en viktig del av det kontinuerlige arbeidet med å forbedre NBIMs prosesser og risikostyring.

Hovedstyret fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i NBIM. I 2010 vedtok styret at det i løpet av en tolv måneders-periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer samlet sett vil gi NBIM 500 millioner kroner eller mer i tap og gevinster. Denne grensen betegnes som hovedstyrets toleranse for operasjonell risiko i NBIM.

### Uønskede hendelser i 2010

NBIM hadde 320 uønskede hendelser i 2010. De fleste av hendelsene fikk ingen finansielle konsekvenser, enten

fordi de ble oppdaget tidsnok til å rette opp feil som kunne ha ført til tap eller gevinster, eller fordi hendelsene kun hadde potensielle følger for NBIMs omdømme. I sum fikk hendelsene en anslått finansiell konsekvens på 38 millioner kroner, hvorav 24 millioner kroner utgjorde tap og 14 millioner kroner var gevinster. Beløpet var godt innenfor hovedstyrets fastsatte grense for risikotoleranse.

I 2010 var 38 prosent av de uønskede hendelsene i NBIM knyttet til tekniske feil. Noen av de viktigste prosessene i NBIM, som allokering av midler, kjøp og salg av aktiva, rapportering og kontroll av investeringsresultater, er avhengige av til dels komplekse teknologiske systemer. Flere av de viktigste systemene ble i 2010 rammet av midlertidige driftstanser, som stort sett førte til kortere operasjonelle brudd og i mindre grad finansielle tap. Vi arbeidet i 2010 med å redusere kompleksiteten og å øke standardiseringen i NBIMs IT-løsninger.

Totalt 30 prosent av de uønskede hendelsene i 2010 skyldtes brudd på eller feil i våre prosesser, rutiner og prosedyrer. Få av hendelsene i denne kategorien var knyttet til våre kjerneaktiviteter innen kapitalforvaltning.

Svikt hos våre leverandører og i vårt samarbeid med dem forårsaket 16 prosent av de uønskede hendelsene i 2010. NBIM utkontraherer tjenester som er knyttet til blant annet IT-drift, depotfunksjoner, oppgjørsfunksjoner, aksje- og renteforvaltning og administrasjon av stemmegivning. I 2010 stemte våre leverandører av stemmegivningstjenester feil på vegne av NBIM på 228 av totalt 10 948 aksjonærmøter, og det ble avgitt feil stemme i 502 av totalt 93 011 saker. For å hindre at slike feil skjer igjen, gikk vi gjennom prosessene, systemene og avtalene hos NBIM og leverandørene og gjorde endringer.

Menneskelige feil hos ansatte i NBIM forårsaket 13 prosent av de uønskede hendelsene i 2010. For eksempel ble under 1 promille av handlene i investeringsvirksomheten gjennomført på grunnlag av feil instruksjoner i 2010. De fleste tilfellene ble raskt oppdaget av kontroller i NBIMs systemer, og få av hendelsene medførte tap.

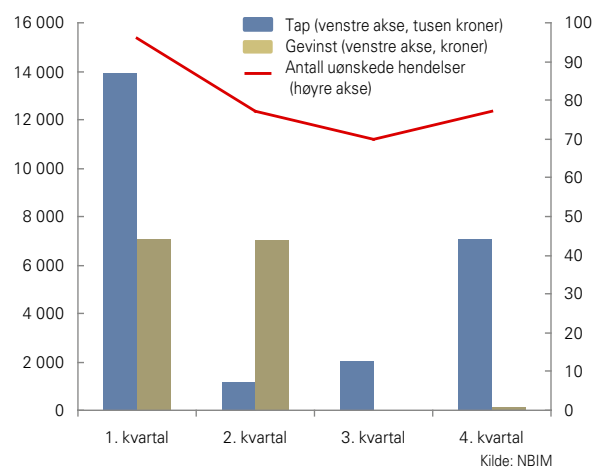
NBIM tar også høyde for risiko knyttet til eksterne forhold som naturkatastrofer og terrorisme. Denne kategorien omfatter hendelser som i all hovedsak har svært lav sannsynlighet, men til gjengjeld kan få store konsekvenser hvis de først inntreffer. Slike hendelser dekkes av NBIMs beredskapsplaner, og risikonivået innen dette området ble vurdert som moderat i 2010.

### Brudd på retningslinjer

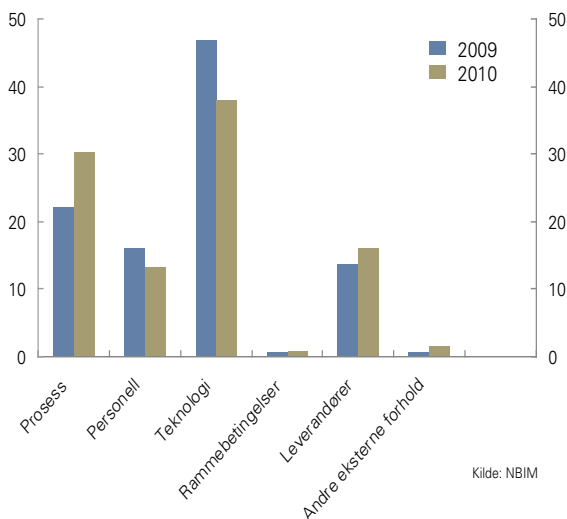
Finansdepartementet har satt omfattende regler for fondets forvaltning. I 2010 var det fem mindre brudd på retningslinjene. Alle bruddene skjedde da NBIM ved en feil ble i besittelse av verdipapirer fra selskaper som var utelukket fra fondets investeringsunivers. Tre av bruddene skjedde da NBIM ved en feil midlertidig mottok utelukkede verdipapirer som sikkerhet mot andre utlånte verdipapirer. To av bruddene skjedde da det ble kjøpt verdipapirer i utelukkede selskaper. Alle feilene ble raskt oppdaget og rettet.

For mer informasjon om operasjonell risikostyring, se temaartikkelen på side 58–61.

Figur 13-1 Uønskede hendelser i NBIM i 2010. Tusen kroner og antall



Figur 13-2 Uønskede hendelser i NBIM. Årsakskategorier. Prosent



# Ekstern forvaltning i Statens pensjonsfond utland

Ved utgangen av 2010 var rundt 10 prosent av Statens pensjonsfond utland forvaltet eksternt. De eksterne mandatene var hovedsaklig tildelt innen spesifikke næringssektorer eller geografiske markeder, med krav til spisskompetanse og lokalkunnskap som det i dag ikke er hensiktsmessig for NBIM å bygge opp selv. Erfaringene så langt med denne typen eksternforvaltning er gode.

Mange av dagens spesialistmandater er i form av enkeltland i fremvoksende markeder. NBIMs erfaring er at forståelsen av og tilgangen til informasjonsflyten rundt et selskap er bedre for forvaltere som er basert der selskapet er etablert og notert. Muligheten for forvaltere til å oppsøke virksomheten og møte ledelsen vil da være bedre. Samtidig har fondet en øvre grense for eierandel i et selskap på 10 prosent og vil alltid være en minoritetsaksjonær. En slik rolle er en særlig utfordring i fremvoksende økonomier som har en kortere historie med vel fungerende kapitalmarkeder. NBIM har derfor identifisert lokale forvaltningsselskaper som vi oppfatter som dyktige investorer med høy etisk standard i disse markedene. Lokalt baserte forvaltningsselskaper er godt posisjonert til å ivareta våre interesser, og reduserer dermed risikoen i våre investeringer i slike markeder.

For spesialiserte aksjemandater innen enkelt næringer er helsesektoren størst. Her forsøker forvalterne å finne bedrifter som ligger i forkant av utviklingen, og mange av investeringene er rettet mot mindre bedrifter innen bioteknologi eller teknologisk utstyr. Våre eksterne helseforvalterne har for tiden store investeringer i selskaper som utvikler nye medisiner mot kreft. Det krever omfattende kompetanse innen medisinsk forskning. Et annet område er ny teknologi for fornybar energi og vannforvaltning. Selv om vi her bygger opp intern kompetanse, krever det også ekspertise hos eksterne forvaltere. Vi må vite hva vi investerer i, og trenger innsikt og kompetanse for å finne de riktige selskapene.

## Grunnleggende krav til eksterne forvaltningsselskaper

NBIM stiller en rekke krav før et forvaltningsselskap til-

deles mandat på vegne av fondet. Kravene er nedfelt i retningslinjene for eksternforvaltningen.

### *Etisk og juridisk grunnlag*

Forvaltningsselskapet må ha lisens i et land med tilfredsstillende regulering og tilsyn med finanssektoren. Forvalteren må ha et tilfredsstillende etisk regelverk for virksomheten, en god ansvarsfordeling mellom avdelinger og en hensiktsmessig intern organisering.

Alle som søker et mandat må gjennom en omfattende kontroll utført av NBIMs personell. Det innebærer flere stedlige besøk i selskapets lokaler før og etter kontraktsinngåelse, gjennomgang av omfattende dokumentasjon og innhenting av informasjon fra offentlige registre. I tillegg har NBIM engasjert et internasjonalt revisjonsselskap for uavhengige evalueringer av forvalternes bakgrunn, omdømme og integritet.

Hvis det avdekkes forhold hos en ekstern forvalter som ikke er i samsvar med mandatet eller bankens forventninger, iverksettes det tiltak. I alvorlige tilfeller blir mandatet avsluttet. NBIMs standardavtale for forvalteroppdrag ligger til grunn for samtlige avtaler med eksterne forvaltere. I enhver situasjon der NBIM finner det nødvendig, avsluttes avtalen på dagen og hele porteføljen overføres umiddelbart til annen forvaltning.

### *Operasjonelt rammeverk*

NBIMs tette oppfølging av de eksterne forvalterne krever at forvaltningsselskapene er organisert med et godt operasjonelt rammeverk. Eksterne forvaltere må investere i Norges Banks navn. Forvalterne har bare fullmakt til å

disponere verdipapirkontoer og bankkontoer administrert av Norges Banks egen deponent. Alle handler skal registreres, og alle beholdninger kontrolleres daglig.

En slik oppfølging sikrer NBIM full oversikt over samtlige posisjoner til enhver tid. Vi kan kontinuerlig analysere transaksjoner og eksponeringer mot enkeltaksjer, sektorer og ulike risikofaktorer. Dataene benyttes også til å analysere faktorene som ligger bak oppnådd avkastning og til å kontrollere at forvalterne overholder tildelt mandat og investeringsunivers.

#### *Spesialiserte forvaltningsselskaper*

NBIM mener at en detaljert forståelse av selskapers underliggende virksomhet må ligge til grunn for å kunne skape reelle verdier gjennom aktive investeringsvalg.

NBIM har flere kriterier for valg av eksterne forvaltere som bygger på spesialistkravet. Først og fremst søker vi organisasjoner som spesialiserer seg på akkurat de segmentene hvor vi trenger forvaltere. Det er en forutsetning at organisasjonen har både analytikere og forvaltere med hovedfokus på den aktuelle strategien. Det er gjennom en grundig og selvstendig innsamling og analyse av informasjon at forvalterne kan skape et informasjonsfortrinn.

Mye av informasjonsflyten rundt et selskap er kun mulig å forstå dersom man er basert i det lokale markedet hvor selskapet er etablert og notert. Muligheten for forvaltere til å oppsøke virksomheten og møte ledelsen vil da

også være bedre, noe som bidrar til å gi en inngående forståelse av selskapet.

#### **Prosess for valg av en eksterntforvalter**

Valg av forvalter er en prosess som består av informasjonsinnhenting, analyser, møter og vurderinger. Normalt tar prosessen fra seks til åtte måneder fra det første møtet mellom NBIM og forvalter til beslutningen om tildeling av mandat treffes.

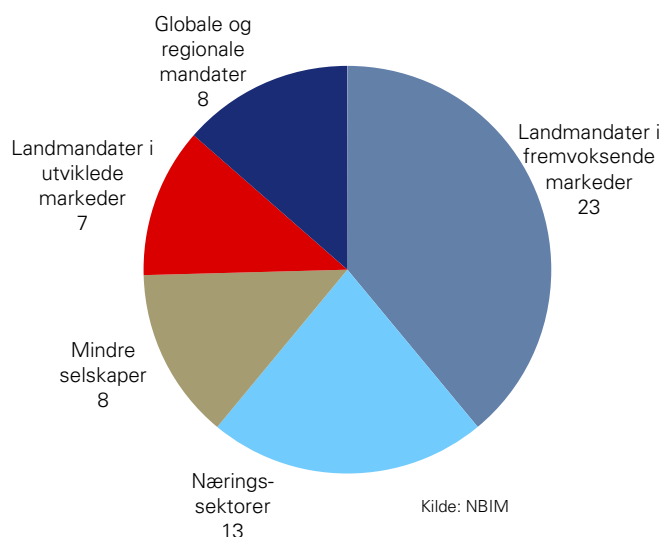
Før NBIM starter prosessen, analyseres informasjonsflyten i det aktuelle markedet. NBIM benytter en rekke uavhengige kilder, som markedsaktører, observatører og databaser, for å finne kandidater til et oppdrag. For å komme i betraktning må forvaltningsselskapet fylle ut et spørreskjema hvor det opplyses om eierstruktur, forvaltningskapital, investeringsprosess, personell og porteføljesammensetning. Normalt er det NBIM som initierer kontakt med selskapet og ber det om å søke.

De innledende undersøkelsene danner grunnlag for hvilke selskaper NBIM møter. Vi treffer gjerne 20-30 ulike forvaltningsselskaper i de innledende fasene. Alle møter foregår hos forvaltningsselskapet. Stedlige møter gir kunnskap om lokale forhold og gjør det mulig å treffe alle som har innflytelse over investeringsbeslutningene – forvaltere, analytikere, risikoansvarlige, operasjonelle ressurser og ledere.

Et begrenset antall selskaper blir så fulgt opp i en grundigere prosess, der vi krever mer informasjon om organiseringen og henter inn detaljerte historiske data om forvalternes porteføljer og aktivitet. Gjennom flere møter hos forvaltningsselskapet søker vi å danne oss et mer helhetlig bilde av forvalternes og organisasjonens kompetanse.

En endelig konklusjon om valg av forvaltningsselskaper baseres på forventningen om forvaltningsselskapets evne til å skape merverdier over tid. Viktig for vurderingen er detaljgraden i forvalternes kjennskap til selskapene i sin portefølje, hvilke informasjonskilder som benyttes og hvordan selskapsanalyser og synspunkter skiller seg fra andre aktører. I denne prosessen er analyser av porteføljens utvikling over tid sammenstilt med diskusjoner med forvaltningsselskapets ansatte om enkelt-selskaper det viktigste beslutningsgrunnlaget.

Figur 14-1 Eksterne aksjemandater per strategi i 2010



## Erfaringer med bruk av eksterne forvaltere

Erfaringene med å engasjere eksterne forvaltningsselskaper til å gjennomføre forvaltningen av deler av aksjeporteføljen er svært gode. Meravkastningen fra eksterne aksjeforvaltere har gitt et stabilt positivt bidrag til fondets totale meravkastning. Til og med 2010 var det samlede bidraget fra den eksterne aksjeforvaltningen til fondets meravkastning på 22,4 milliarder kroner, mens honorarer til disse forvalterne utgjorde 6,9 milliarder kroner i den samme perioden.

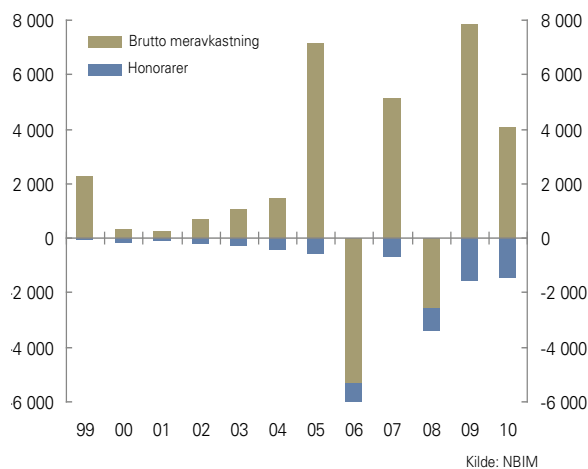
Den detaljerte forståelsen av aksjeinvesteringenes underliggende virksomhet er svært viktig for fondet. Derfor er det viktig med eksterne spesialister i geografiske områder, markedssegmenter og næringssektorer der det så langt ikke er hensiktsmessig for NBIM å bygge opp intern kompetanse.

Strategien som lå til grunn for den eksterne renteforvalt-

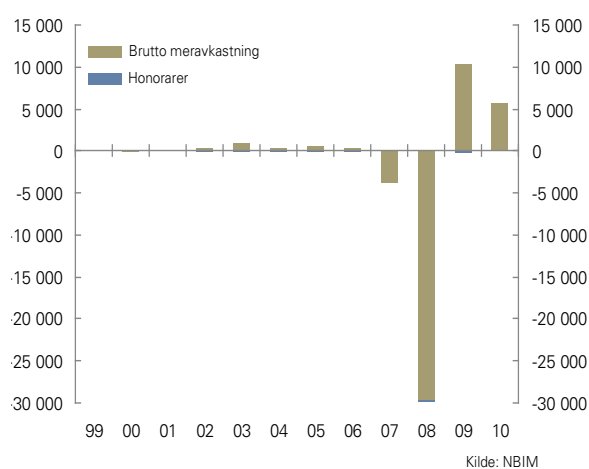
ningen har vært en annen enn for aksjeforvaltningen. Mindreavkastningen for eksterne rentemandater har primært vært drevet av eksponering mot markedssegmenter, mens meravkastningen innen aksjemandatene drives av investeringer i utvalgte aksjeselskap. Erfaringene med eksterne rentemandater er langt fra så gode som på aksjesiden og fondets eksterne renteforvaltning er nå i all hovedsak avsluttet. Den eksterne renteforvaltningen er fylldig omtalt i årsrapportene for 2008 og 2009.

Fondet har redusert eksternt forvaltede rentemandater fra 128 milliarder kroner i 2007 til 25 milliarder kroner i 2010. De resterende rentemandatene ble beholdt og ga i 2010 et bidrag på 5,8 milliarder kroner. I tillegg har fondet beholdt en betydelig andel av posisjonene som initielt ble kjøpt inn av de eksterne forvalterne. Disse bidro også til fondets gode resultat i 2009 og 2010.

Figur 14-2 Ekstern aksjeforvaltning. Meravkastning og honorarer. Millioner kroner



Figur 14-3 Ekstern renteforvaltning. Meravkastning og honorarer. Millioner kroner



Tabell 14-1 Meravkastning og honorarer for eksterne aksjeforvaltere. Millioner kroner

Ekstern aksjeforvaltning	Brutto meravkastning	Honorarer
2010	4 103	1 432
Siden oppstart	22 438	6 864

Tabell 14-2 Meravkastning og honorarer for eksterne renteforvaltere. Millioner kroner

Ekstern renteforvaltning	Brutto meravkastning	Honorarer
2010	5 824	6
Siden oppstart	-14 728	1 011

## Honorarer

De siste to årene har NBIM innført en ny honorarstruktur for ytterligere å fremme den langsiktige investeringshorisonten hos eksterne forvaltere. Honorarene til eksterne forvaltere er i hovedsak satt sammen av to elementer: faste og avkastningsavhengige honorarer. Alle mandater som er tildelt fra og med slutten av 2009 er underlagt den nye strukturen.

Faste honorarer skal i utgangspunktet dekke kostnadene knyttet til det konkrete mandatet, og er gjennomgående betydelig under markedsstandard for mandatet.

For å nå det langsiktige målet for forvaltningen benytter NBIM i stor grad avkastningsavhengige honorarer for den eksterne forvaltningen. Avkastningsavhengige honorarer beregnes med basis i differansen mellom avkastning fra mandatet på den ene siden, og avkastningen på en sammenlignbar indeks pluss en gitt prosentsats og det faste honoraret på den andre.

I den nye strukturen vil forvaltere bare få utbetalt en viss andel av sitt opptjente honorar de første fem årene. Utbetalingsandelen øker jo lengre mandatet har vært aktivt. Systemet med å holde tilbake deler av honoraret bidrar til at forvalternes insentiver blir mer på linje med fondets målsetting, som er en langsiktig realavkastning til en moderat risiko.

Den nye strukturen innebærer også at det avkastningsavhengige honoraret er knyttet til hele historikken for mandatet. Dersom en forvalter opplever en periode med lavere avkastning enn sin referanse, må selskapet tjene all mindreavkastning tilbake før det igjen blir beregnet avkastningsavhengige honorarer. Samlet utbetalt honorar til et mandat, selv over mange år, vil derfor normalt ikke være høyere enn en fast andel av meravkastningen som er skapt i mandatet.

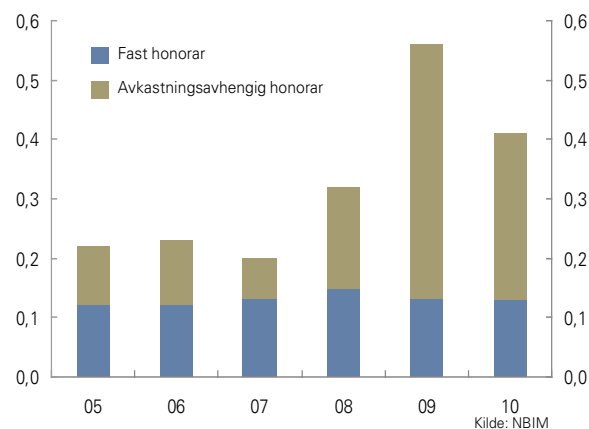
Honorarer som utbetales i et enkelt år har i noen tilfeller vært høye. De to høyeste årlige honorarene som har blitt utbetalt til forvaltningsselskaper kom begge i 2009, og de var på henholdsvis 530 millioner kroner og 170 millioner kroner. I løpet av 2009 ble det innført et tak på årlige honorarer i samtlige mandatavtaler. Honorar som opptjenes utover taket vil kunne komme til utbetaling

senere, men bare dersom meravkastningen siden starten da fortsatt er positiv. Slik sett ivaretar avtalen mandatets langsiktige insentiver også etter at avkastningen når taket. Med de endringene som er gjennomført, vil ikke fremtidige honorarer i enkeltår komme opp til de nevnte nivåene fra 2009.

Forvaltningsavtaler inngås med det formål å holde de totale honorarene så lave som mulig, gitt en målsetting om meravkastning. Hvor langt NBIM er villig til å strekke seg i forhandlingene om honorarer, avhenger av vurderingen av forvalterens evne til å skape meravkastning over tid. NBIM har som en stor, langsiktig og anerkjent investor normalt gode kort i forhandlingene med eksterne forvaltningsorganisasjoner. Konkurransen om mange forvalteres kapasitet er imidlertid hard, og ikke alle forvaltere er villige til å godta NBIMs vilkår.

Da en stor andel av eksterne forvaltningshonorarer er avhengig av oppnådd meravkastning, vil totale forvaltningskostnader normalt være høyere i år med gode resultater. Det er også slik at spesialiserte forvaltningsmandater krever flere ressurser og noe høyere honorarer. NBIM har de siste årene økt andelen spesialistmandater og samtidig oppnådd gode resultater. Våre kostnader knyttet til ekstern aktiv aksjeforvaltning er likevel på et lavt nivå sammenlignet med markedet for tilsvarende mandater.

Figur 14-4 Honorarer til eksterne forvaltere som andel av eksternt forvaltet kapital. Prosent



# Operasjonell risikostyring i NBIM

Den operasjonelle risikostyringen i NBIM handler om systematisk å identifisere hva som kan gå galt, vurdere hvor galt det kan gå, jobbe for å redusere sannsynligheten for at det går galt, og minimere konsekvensen dersom det går galt.

Hovedstyret i Norges Bank tallfestet i 2010 toleransen for operasjonell risiko i NBIM.

Det vil si at det i løpet av ett år skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at uønskede hendelser vil ha økonomiske konsekvenser på 500 millioner kroner eller mer.

Operasjonell risiko defineres som risiko for økonomisk tap eller tap av omdømme som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil eller systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i Statens pensjonsfond utland. Operasjonell risikostyring innebærer å avdekke risikofaktorer som kan føre til tap, og anslå sannsynligheter for og konsekvenser av mulige uønskede hendelser.

Hovedstyret i Norges Bank fastsetter risikostyringsprinsipper for NBIM på bakgrunn av krav og forventninger fra Stortinget og Finansdepartementet. Størrelsen på Statens pensjonsfond utland betyr at selv tilsynelatende små og uviktige hendelser kan få store økonomiske konsekvenser. NBIM har i henhold til god forretningspraksis og gjeldende lovverk etablert et rammeverk for operasjonell risikostyring og internkontroll. Rammeverket inkluderer mekanismer for ledelse og styring, prosesser, kompetanse og bevisstgjøring i tillegg til gode verktøy.

## Hva er operasjonell risikostyring?

Operasjonell risikostyring omhandler alle aktivitetene i NBIM. I alle deler av organisasjonen ser vi systematisk på hva som kan gå galt (risiko), og hvor galt det kan gå (risikonivå), og søker å redusere risikoen til et så lavt nivå

som praktisk mulig (risikoreduserende tiltak). Dersom noe går galt (hendelser), og det gjør det fra tid til annen, søker vi å redusere konsekvensen så godt vi kan. Vi ser på risikostyring som en integrert del av virksomhetsstyringen, der risikoer med tilhørende risikonivå gir innspill til beslutninger som tas.

La oss tenke oss følgende situasjon: Vi ser for oss en prosess knyttet til å gjennomføre aksjehandler. En porteføljeforvalter bestemmer hva vi skal investere i. En trader sørger for at handelen blir gjennomført i markedet på best mulig måte. Støttefunksjoner sørger for at handelene gjennomføres korrekt og til riktig tid, at vi får det vi har betalt for, og at våre beholdningsdata oppdateres slik at de reflekterer handelen. Denne prosessen gjennomføres flere tusen ganger per måned i NBIM.

Disse er veldefinerte prosesser, og risikoene er vanligvis lave. Likevel er det mye som kan gå galt. Er vi sikre på at forvalteren handler innenfor sitt mandat? Hva skjer hvis den som skal utføre handelen misforstår beskjeden som kommer fra porteføljeforvalteren? Hva om noen ved uhell legger inn feil verdier i systemene? Hva om noen (interne eller eksterne) forsøker å svindle oss? Hva om systemene ikke fungerer slik de skal? Hva slags intern-

kontroll skal vi ha på plass for å sikre at denne kjeden av aktiviteter gjennomføres på en så robust måte som mulig? Det vil aldri være null risiko, så hva er akseptabelt?

Utfordringen med operasjonell risikostyring er å gi svar på disse og tilsvarende spørsmål og å få til en systematisk tilnærming til å identifisere hva som kan gå galt og finne de riktige tiltakene på tvers av hele organisasjonen. Samtidig må risikoen balanseres med kostnaden av risiko-reducerende tiltak.

Toleransegrensen som hovedstyret har fastsatt, innebærer at den finansielle konsekvensen av alle uønskede hendelser i NBIM i løpet av et normalår skal være godt under 500 millioner kroner. Dette er et brutto-tall som omfatter gevinster og tap. Et eksempel på en gevinst etter en hendelse er dersom aksjekursen har steget etter at en forvalter har kjøpt en aksjepost utenfor sitt mandat. Når posisjonen reverseres, kan NBIM bokføre en gevinst for fondet. Selv om dette finansielt gir en gevinst, er det like fullt en uønsket hendelse.

De totale finansielle konsekvensene ventes å utgjøre 200–300 millioner kroner som årlig gjennomsnitt. Det tilsvarer om lag ett øre per hundre kroner under forvaltning.

### Identifisering av risiko

Kjernen i rammeverket for operasjonell risikostyring og internkontroll er arbeidet for å identifisere, vurdere og redusere operasjonell risiko. NBIM ser på operasjonell risiko knyttet til strategi og handlingsplaner, og løpende knyttet til arbeidsprosesser.

Strategi og handlingsplaner medfører endring. Endring påvirker risikonivå, enten i positiv eller negativ forstand.

Vi ser derfor på overordnede målsettinger, og identifiserer hva som kan hindre oss i nå målene. På samme måte vurderer vi hvordan tilhørende tiltak påvirker det eksisterende risikobildet. Kanskje har det seg slik at noen planer vil påvirke det operasjonelle risikobildet på en måte som ikke er akseptabelt?

Samtidig er definerte arbeidsprosesser grunnlag for løpende identifisering og oppfølging av risiko i hele organisasjonen. Prosessene sier noe om hvordan vi jobber internt på tvers av avdelinger. De synliggjør også hvordan vi forholder oss til eksterne leverandører, hvordan vi bruker systemer og verktøy og hvordan leveransene fra én prosess bidrar i en annen. På bakgrunn av prosessene forsøker vi systematisk å identifisere risikofaktorene: enkeltstående uønskede hendelser som kan inntruffe.

### Vurdering av risikonivå

For hver av de identifiserte uønskede hendelsene anslår vi et iboende risikonivå. Dette er risikonivået før internkontroll er etablert. I aksjeforvaltningen er det ulikt iboende risikonivå i de forskjellige markedene vi investerer i, blant annet fordi noen markedsplasser er bedre regulert og mer modne enn andre. Det iboende risikonivået varierer også mellom ulike typer aktivaklasser. For eksempel er iboende risiko for eiendomsinvesteringer høyere enn for aksjeinvesteringer fra et operasjonelt ståsted, siden prosessene i større grad er manuelle og utsatt for menneskelige feil.

Vi undersøker så hvilke risikoreducerende tiltak som allerede er etablert for de enkelte risikofaktorene. Slike tiltak omfatter gjerne gode prosesser og kontrollrutiner. Summen av kontrolltiltakene representerer vårt totale internkontrollmiljø.



Til slutt vurderer vi risikonivå for den enkelte risikofaktor der etablerte kontrolltiltak tas med i vurderingen. Dette gir oss et nåværende risikonivå for de enkelte risikofaktorene.

### Risikoreducerende tiltak

Dersom en enkel risikofaktor eller det totale nåværende risikonivået ligger utenfor risikotoleransen satt av hovedstyret, må ytterligere tiltak iverksettes for å redusere risikoen. Dette kan skje enten ved å redusere sannsynligheten for at en uønsket hendelse inntreffer eller ved å redusere konsekvensene dersom den inntreffer. Generelt kan vi si at vi ønsker å redusere risiko til et så lavt nivå som praktisk gjennomførbart. I dette ligger normalt en vurdering av nytte og kostnad. Vi ønsker ikke at kostnaden ved å redusere en risiko overgår et potensielt tap, med mindre andre hensyn veier tyngre, for eksempel mulige renommémessige forhold.

Et eksempel på sannsynlighetsreducerende tiltak er å bygge inn feilhåndtering i handelssystemene slik at feiltasting stoppes før noe galt skjer. Dersom hendelsene er av en slik art at sannsynlighet ikke kan reduseres ytterligere, for eksempel ved naturkatastrofer, vil risikoreducerende tiltak primært være beredskapsplaner.

Andre ganger kan et uakseptabelt risikonivå bety at vi

må velge ikke å gjennomføre noe. Dette kan for eksempel skje ved beslutninger om å engasjere eksterne forvaltere. I noen markeder eller tilfeller vurderer vi risikoen som for høy, slik at vi velger å holde mandatene internt i NBIM.

### Oppfølging og rapportering av hendelser

Risikostyringen og internkontrollen i NBIM har tre forsvarslinjer. Den første linjen består av de utførende enhetene selv. Det er her eierskapet både til risiko, hendelser og tiltak ligger. Andrelinjen utgjøres av avdelingen for kontroll og etterlevelse. Denne påser at førstelinjen gjennomfører prosesser og kontrollrutiner innenfor fastsatte rammer. Internrevisjonen i Norges Bank fungerer som den tredje forsvarslinjen, og vurderer kontinuerlig både første- og andrelinjens risikostyring og kontrollrutiner.

Uansett hvor god internkontroll vi har eller hvor mange risikoreducerende tiltak vi iverksetter, vil likevel uforutsette hendelser skje fra tid til annen. NBIM rapporterer og følger opp avvikshendelser løpende, både de som faktisk inntreffer og de som betraktes som "nestenhendelser." Hendelsene inkluderer både interne og eksterne hendelser som får finansiell eller omdømmemessig konsekvens for NBIM. Alle slike hendelser følges opp, og dersom de er alvorlige, iverksettes umiddelbart undersøkelser. For hver enkel hendelse estimerer vi hvorvidt



det medfører faktiske tap. Vi summerer totalt tap basert på alle hendelser, og sammenligner dette med hovedstyrets risikotoleranse.

### **Rapportering til hovedstyret**

Operasjonell risiko og hendelser rapporteres løpende som del av ledelsesrapportering internt i NBIM. I tillegg rapporteres statusbildet for operasjonell risiko og internkontroll til hovedstyret hvert kvartal. Rapporten tar for seg hendelser som har inntruffet, vurdering av tilstanden for internkontrollen i organisasjonen og et fremoverskuede risikobilde med planlagt risikoreducerende tiltak. NBIM anslår og rapporterer i tillegg en forventet tapsverdi for risikofaktorene.

### **Holdninger og kultur**

Innstillingen og holdningene hos NBIMs ansatte er avgjørende for god operasjonell risikostyring. NBIM søker derfor å bygge en kultur som fremmer bevisstgjøring rundt operasjonell risiko. Dette er en kultur der alle feil rapporteres, der vi tåler at feil begås, men hvor vi forsøker å lære av feilene. Vi ønsker størst mulig grad av åpenhet, både internt og eksternt. Vi vil ha en kultur der den enkelte ansatte skal kunne varsle sine overordnede ved mistanke om feil og bli tatt på alvor, og der vi kontinuerlig jobber for å forbedre arbeidsprosesser med bevissthet for de operasjonelle risikoene som følger med.

# Driftskostnadene ved forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

Forvaltningskapitalen i Statens pensjonsfond utland har vokst sterkt på kort tid. Investeringsuniverset er blitt utvidet, og øvrige rammebetingelser endret. NBIM har bygget opp en global organisasjon som er tilpasset disse endringene. Kostnadene har økt, men det er samtidig indikasjoner på at vi drar nytte av stordriftsfordeler innenfor flere områder. Sammenlignet med andre fond er forvaltningskostnadene i Statens pensjonsfond utland lave.

## Innledning

Statens pensjonsfond utland har vokst til et av verdens største fond på få år. I takt med denne veksten har NBIM, som forvalter fondet, bygget opp en organisasjon med om lag 300 ansatte fordelt på kontorer i Europa, USA og Asia. Fondets investeringsunivers er blitt betydelig utvidet siden NBIMs oppstart i 1998, og det har økt kravene til infrastrukturen og kontrollprosessene i alle deler av organisasjonen. NBIM har valgt å sette ut en rekke støttefunksjoner for å effektivisere driften og fokusere på kjerneoppgavene i forvaltningen.

Etableringen av organisasjonen, den sterke veksten i kapital under forvaltning og endringer i rammebetingelsene har ført til en betydelig økning i kostnadene. Vi ser nå imidlertid flere indikasjoner på stordriftsfordeler ved at kostnadsveksten er blitt lavere enn veksten i kapital under forvaltning.

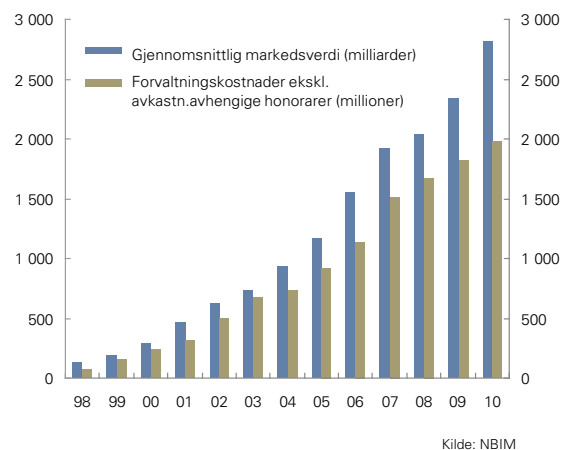
Å fokusere på kostnadene alene vil ikke gi et fullstendig bilde av virksomheten. Høyere kostnader kan potensielt gi større inntekter eller bedre kvalitet på arbeidet som utføres. Fondet har en lett målbar resultatside, og økt bruk av ressurser kan gi betydelige merinntekter i form av høyere avkastning på fondet. En viktig målsetting med forvaltningen er å maksimere langsiktig avkastning etter fratrukk av kostnader.

Driftskostnadene ved forvaltningen av fondet var 2 959 millioner kroner eller 0,11 prosent av den gjennomsnittlige kapitalen under forvaltning i 2010. Av dette utgjorde honorarer til eksterne forvaltere for oppnådd meravkastning 986 millioner kroner. Fratrukket disse honorarene var kostnaden 0,07 prosent av fondets gjennomsnittlige kapital.<sup>1</sup>

NBIM bruker eksterne forvaltere til å håndtere deler av fondets investeringer. Felles for de fleste av forvalterne er at de skal søke å slå markedene de opererer i, og på denne måten skape meravkastning for fondet. Forvalternes honorarer bestemmes i stor grad av meravkastningen de oppnår. Det betyr at et høyt honorar motsvares av en enda høyere inntekt for fondet. Siden denne typen kostnad skiller seg klart fra NBIMs øvrige driftskostnader, har vi valgt å se bort fra slike honorarer i den videre gjennomgangen av kostnadene.

Figuren under viser utviklingen i kostnader og kapital under forvaltning over tid. I perioden 1998–2010 var de samlede driftskostnadene 16,1 milliarder kroner. Av dette utgjorde avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere 4,4 milliarder kroner.

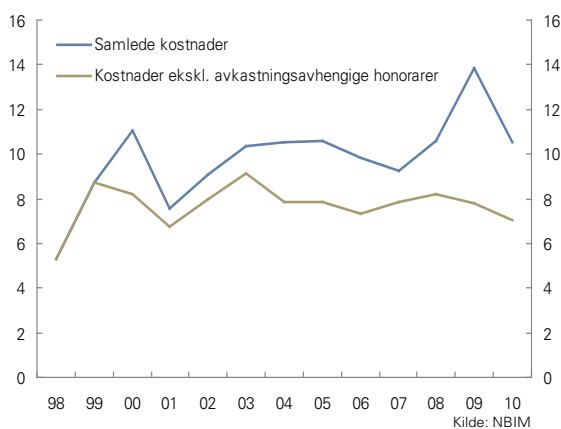
Figur 16-1 Utvikling i markedsverdi og forvaltningskostnader i perioden 1998–2010



<sup>1</sup> I tillegg til Statens pensjonsfond utland forvalter NBIM Norges Banks langsiktige valutareserver og frem til utgangen av 2010 Statens petroleumsforsikringsfond på vegne av Olje- og energidepartementet. Honorarer til eksterne forvaltere og til oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres og betales separat for hvert fond. De øvrige driftskostnadene er felles for forvaltningen av alle fond og fordeles ved hjelp av en fordelingsnøkkel som i hovedsak bygger på markedsverdier og aktivklassesammensetning.

Figuren under viser kostnadsutviklingen sett i forhold til utviklingen i kapital under forvaltning målt ved basispunkter. Den nederste linjen i grafen viser kostnadsutviklingen når vi ser bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Fra 2003 til 2010 falt kostnaden målt som andel av kapital under forvaltning fra 9,1 basispunkter til 7,0 basispunkter.

**Figur 16-2** Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning i perioden 1998–2010. Basispunkter



### Forhold som har betydning for kostnadsnivået

For å få et fullstendig bilde av kostnadsutviklingen over tid er det nødvendig å ta hensyn til at det fra 1998 har vært store endringer i investeringsuniverset og øvrige rammebetingelser. Enkelte av disse endringene har hatt stor betydning for kostnadsnivået. Siden den første tilførselen til fondet i 1996 har det vært flere slike endringer.

Fondets aksjeandel ble besluttet økt til 40 prosent i 1998 og til 60 prosent i 2007. I 2007 ble også små og mellomstore bedrifter inkludert i fondets referanseindeks for aksjer. Ett år senere ble dessuten en rekke fremvoksende markeder lagt til aksjeindeksen. I 2002 ble obligasjoner utstedt av private institusjoner inkludert i referanseindeksen for obligasjoner. Tidligere inngikk kun obligasjoner utstedt av stater eller av supranasjonale organisasjoner i referanseindeksen for obligasjoner. Fast eiendom ble etablert som en egen aktivaklasse i 2010.

### Aktivafordeling

Anslag gjort av NBIM viser at den interne aksjeforvaltningen over tid har kostet om lag dobbelt så mye som den interne renteforvaltningen. Oppgjørs- og depotkostnadene er høyere for aksjer enn for obligasjoner. Det kreves også en mer kompleks infrastruktur for å handle i aksjemarkedene og for å følge opp spesifikke selskaps-hendelser og skattemessige forhold, i tillegg til å utøve eierskap. Økningen av aksjeandelen fra 40 prosent til 60 prosent har anslagsvis bidratt til å øke enhetskostnaden med 1 basispunkt, eller i underkant av 300 millioner kroner, alt annet like.

### Utvidelse av investeringsuniverset

Utvidelser av investeringsuniverset siden 1998 har ført til en betydelig vekst i antall verdipapirer som er inkludert i fondets referanseportefølje. En mer sammensatt referanseportefølje og et utvidet investeringsunivers krever mer ressursbruk i alle deler av organisasjonen og medfører høyere kostnader.

Inkluderingen av små og mellomstore selskaper i aksjeindeksen har økt antallet selskaper i indeksen fra om lag 2 400 til 7 200. Inkluderingen av private obligasjoner i referanseindeksen for obligasjoner førte til en betydelig økning i antall verdipapirer. I 2010 inngikk 11 200 verdipapirer i referanseindeksen for obligasjoner, mot i underkant av 1 000 verdipapirer i 1998.

### Valutakursutvikling

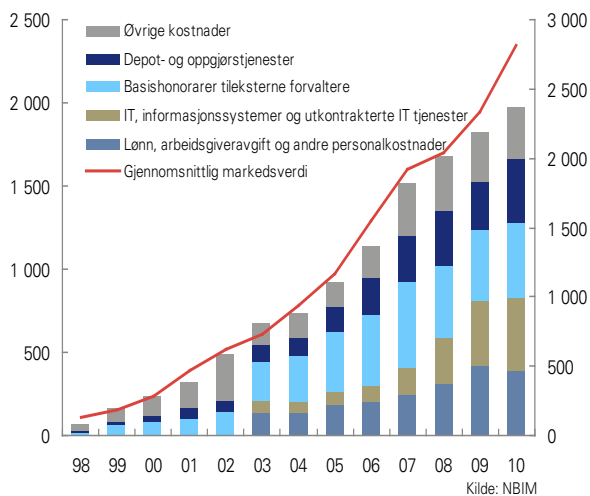
Om lag 75 prosent av NBIMs driftskostnader faktureres og betales i utenlandsk valuta. Siden regnskapet føres i norske kroner, vil svingninger i valutakurser kunne gi betydelige regnskapsmessige utslag, selv om den faktiske kostnaden i utenlandsk valuta er uendret.

### Driftskostnadene i 2010

Note 2 i regnskapsdelen av denne rapporten gir en oversikt over driftskostnadene som er blitt belastet fondet i 2009 og 2010. Hovedbestanddelene i driftskostnadene er personalkostnader, IT-kostnader, forvalterhonorarer, depot- og oppgjørskostnader, samt andre kjøp av eksterne tjenester.

Figuren under viser utviklingen i de enkelte kostnads-kategoriene i perioden 1998–2010. Datagrunnlaget frem til og med 2002 er litt mindre detaljert, slik at oppdelingen er noe mer aggregert de første årene.

**Figur 16-3** Utvikling i de enkelte kostnadsbestanddelene i perioden 1998–2010. Kostnader (millioner kroner, venstre akse) og markedsverdi (milliarder kroner, høyre akse)



NBIM hadde ansatte fordelt på fem kontorer ved utgangen av 2010. Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader har over tid økt i takt med veksten i antall ansatte. Prestasjonsbasert lønn, som blant annet er avhengig av meravkastningen som den enkelte forvalter oppnår, inngår i lønnsstallet. Denne komponenten kan derfor variere betydelig fra år til år på grunn av variasjoner i prestasjonsbasert lønn. Fra utgangen av 2003 til utgangen av 2010 økte antallet fast ansatte i NBIM fra 118 til om lag 300. Det tilsvarer en økning på 156 prosent. Kapital under forvaltning økte i samme periode med 255 prosent. Mer kapital under forvaltning per ansatt innebærer at NBIM drar nytte av stordriftsfordeler innenfor personalområdet.

Kostnadene ved IT-, informasjons- og beslutningsstøttesystemer består av innkjøp og utskiftning av maskinvare og programvare, i tillegg til kostnader til linjer og kommunikasjonsutstyr. Denne posten omfatter også en rekke informasjons- og beslutningsstøttesystemer som

brukes i mange av NBIMs avdelinger. Kostnader til informasjonssystemer har hatt den sterkeste veksten innenfor denne kategorien. Veksten har sammenheng med økningen i antall ansatte, men også med at NBIM investerer i nye aktivklasser, instrumenter og markeder. Denne kostnadskomponenten har økt omtrent i samme takt som veksten i kapital under forvaltning, til tross for at endringer i investeringsuniverset og rammebetingelser skulle tilsi en høyere kostnadsvekst. Særlig når det gjelder kostnader til maskinvare, programvare, linjer og kommunikasjonsutstyr, drar NBIM nytte av stordriftsfordeler.

Fra 2007 har NBIM inngått flere avtaler om utkontrahering av tjenester innen IT-området. Det gjelder i første rekke drift, vedlikehold og utvikling av IT-infrastruktur med globale og døgnbaserte tjenesteleveranser. I tillegg er det inngått avtaler om drift og utvikling av IT-applikasjoner. Kostnader i forbindelse med disse avtalene har sammenheng med en globalisering av virksomheten, og kjøp av disse tjenestene eksternt er mer kostnadseffektivt enn en intern oppbygging. Arbeidet med å tjenestestutsette IT ble i hovedsak gjennomført i perioden 2007–2009. Kostnadene vokste sterkt i den perioden, for så å flate ut. I samme periode ble omfanget av den interne konsulentbruken på IT-siden betydelig redusert, noe som reduserte denne kostnadskomponenten betraktelig. Beslutningen om å utkontrahere en rekke IT-tjenester vil legge til rette for å kunne dra nytte av stordriftsfordeler i årene fremover.

I honorarstrukturen som er avtalt med eksterne forvaltere, inngår det vanligvis en fast komponent, som er uavhengig av om forvalteren har bidratt med meravkastning eller ikke. Disse faste honorarene har hatt en langt lavere vekst enn den delen av kapitalen som er forvaltet eksternt.

Tjenestene knyttet til oppgjør av transaksjoner og deponering av verdipapirer utføres av utenlandske banker og finansinstitusjoner. Kostnadene som påløper i forbindelse med disse tjenestene, avhenger dels av størrelsen på verdipapirbeholdningen som er deponert, og dels av antall transaksjoner som blir utført. I avtalene med tjenesteleverandørene er det avtalt priser for depot og

oppgjør i hvert marked. Prisene varierer fra marked til marked, slik at en endring i markedssammensetningen vil påvirke de samlede kostnadene. Generelt er det betydelig lavere kostnader knyttet til oppgjør og depot i utviklede markeder enn i fremvoksende markeder. Inkluderingen av en rekke fremvoksende markeder og små og mellomstore bedrifter i investeringsuniverset har bidratt til høyere kostnader innenfor dette området.

For depot- og oppgjørskostnader har NBIM inngått avtaler som innebærer fallende enhetskostnader knyttet til volumet på fondet og antallet transaksjoner. I en typisk avtale vil det gis et prosentvis prisavslag når verdien av de deponerte midlene overstiger et visst nivå. I tillegg er det inngått avtaler der prisen per transaksjon blir lavere når antall transaksjoner overstiger et visst volum. Vi har dermed oppnådd betydelige besparelser som følge av økningen i kapital under forvaltning. Samlet sett har depot- og oppgjørskostnadene hatt en noe høyere vekst enn veksten i kapital under forvaltning de senere årene. Det har sammenheng med endringene i investeringsuniverset. Korrigert for dette, har vi også dratt nytte av stordriftsfordeler innenfor dette området.

NBIM blir belastet en andel av kostnadene til kontroll- og støttefunksjoner som utføres i andre deler av Norges Bank. Det gjelder blant andre kostnader knyttet til intern og ekstern revisjon, fellesfunksjoner og pensjon.

I øvrige kostnader inngår drift av NBIMs kontorer i utlandet. NBIM har etablert to kontorer i Asia, i henholdsvis 2007 og 2010, og dessuten utvidet kontorene i London og New York. Det har bidratt til en økning i kostnader i denne kategorien.

### Sammenligning med andre fond

CEM Benchmarking Inc. (CEM) utarbeider på oppdrag fra Finansdepartementet en omfattende årlig rapport

som sammenlikner forvaltningskostnadene i Statens pensjonsfond utland med andre store fond. Forskjeller i fondenes kostnadsnivåer kan skyldes ulik grad av kostnadseffektivitet, men kan også ha sammenheng med at de har forskjellige størrelser, aktivaklassesammensetninger og ulike investeringsstiler.

Norges Banks totale forvaltningskostnader for Statens pensjonsland utland var 0,14 prosentpoeng (det vil si om lag 14 basispunkter) av fondets gjennomsnittlige forvaltningskapital i 2009. En direkte sammenligning med kostnadene i øvrige store fond gir ikke et fullgodt bilde av om Norges Banks forvaltning er kostnadseffektiv. CEM har derfor utarbeidet en kostnadsreferanse basert på aktivassammensetningen for Statens pensjonsfond utland. Kostnadsreferansen indikerer hvilke kostnader sammenligningsgruppen ville hatt med fondets aktivassammensetning.

Sammenlikningsgruppen består av de største fondene i CEM-undersøkelsen (syv amerikanske, tre kanadiske, to europeiske og et asiatiske pensjonsfond). Statens pensjonsfond utlands gjennomsnittlige markedsverdi i 2009 var betydelig større enn den gjennomsnittlige markedsverdien til sammenligningsgruppen.

Analysen til CEM viser at fondets faktiske forvaltningskostnader i 2009 var 0,015 prosentpoeng lavere enn kostnadsreferansen. Det tilsvarer i underkant av 310 millioner kroner. De lavere kostnadene skyldes i hovedsak at Norges Bank har valgt en lavere andel eksternforvaltning enn sammenligningsgruppen. Intern forvaltning koster betydelig mindre enn ekstern forvaltning. I tillegg viser analysen at Norges Banks internforvaltning har kostet mindre enn internforvaltningen til sammenlignbare fond. Tabell 16-1 viser at kostnadene ved forvaltningen av Statens pensjonsfond utland har vært lavere enn for sammenligningsgruppen hvert år siden 2003.

Tabell 16-1 Kostnadsutviklingen for Statens pensjonsfond utland og sammenligningsgruppen i perioden 2003–2009. Basispunkter

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Statens pensjonsfond utland	10,3	10,5	10,6	9,8	9,4	10,6	14,0
Sammenligningsgruppe (median)	13,1	12,0	13,4	10,8	11,3	13,6	15,5

# Regnskapsrapportering

Norges Banks årsregnskap, som omfatter Statens pensjonsfond utland, ble fastsatt av representantskapet 17. mars 2011. Som en del av dette årsregnskapet inngår spesifisert regnskapsoppstilling med tilleggsinformasjon for Statens pensjonsfond utland, presentert i en egen note. Denne, og utdrag av regnskapsprinsippene til Norges Bank, er gjengitt under.

## Resultat

Tall i millioner kroner	Note	2010	2009
<b>Resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer</b>			
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker		377	462
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler		350	696
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:			
- Aksjer og andeler		207 070	488 082
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer		60 316	118 971
- Finansielle derivater		-3 552	7 398
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		-574	-2 571
Andre rentekostnader		-105	-60
Andre kostnader		-9	-193
<b>Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer</b>	1	<b>263 873</b>	<b>612 785</b>
Valutakursreguleringer		-8 498	-417 607
<b>Sum resultat</b>		<b>255 375</b>	<b>195 178</b>
Forvaltningsgodtgjøring	2	-2 959	-3 228
<b>Årsresultat</b>		<b>252 416</b>	<b>191 950</b>

## Balanse

Tall i millioner kroner per 31 desember	Note	2010	2009
<b>EIENDELER</b>			
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>			
Innskudd i utenlandske banker		6 303	4 644
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	3,4	255 501	191 473
Avgitt kontantsikkerhet	3	0	140
Aksjer og andeler	5	1 733 378	1 496 759
Utlånte aksjer	4,5	162 483	150 847
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	3,4,5	1 038 793	918 500
Utlånte obligasjoner	4,5	215 090	161 990
Finansielle derivater	6	3 068	2 263
Uoppgjorte handler		4 864	17 572
Andre fordringer	7	1 358	251
<b>SUM FINANSIELLE EIENDELER</b>	9,11, 12	<b>3 420 838</b>	<b>2 944 439</b>
<b>GJELD OG EIERS KAPITAL</b>			
<b>FINANSIELL GJELD</b>			
Kortsiktig innlån		2 939	6 238
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	3	132 992	109 536
Mottatt kontantsikkerhet	4	172 309	154 676
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	5	809	10 278
Finansielle derivater	6	9 372	8 118
Uoppgjorte handler		20 358	11 925
Annen gjeld	7	4 639	3 625
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	2	2 959	3 228
<b>SUM FINANSIELL GJELD</b>	9,11, 12	<b>346 377</b>	<b>307 624</b>
Eiers kapital	8	3 074 461	2 636 815
<b>SUM GJELD OG EIERS KAPITAL</b>		<b>3 420 838</b>	<b>2 944 439</b>

Statens pensjonsfond utland blir presentert på følgende måte i Norges Banks balanse:

Tall i millioner kroner	2010	2009
<b>EIENDELER</b>		
Plasseringer for Statens pensjonsfond utland	3 074 461	2 636 815
<b>GJELD</b>		
Innskudd kronekonto Statens pensjonsfond utland	3 074 461	2 636 815

# Noter til regnskapsrapportering

## Note 0 Regnskapsprinsipper

Regnskapsprinsippene for Norges Bank er vedtatt av representantskapet. Regnskapsprinsippene for Norges Bank er etter avtale med Finansdepartementet også fulgt for regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland. Et utdrag av disse regnskapsprinsippene er gjengitt under.

### 1 Generelt

#### 1.1 Grunnlag for utarbeidelse av årsregnskapet

Norges Bank er underlagt lov om Norges Bank og pengevesenet, og er ikke pålagt å følge norsk regnskapslovgivning. Regnskapet er likevel, med enkelte unntak, utarbeidet i samsvar med regnskapsloven 1998 og god regnskapsskikk i Norge. Avvikene er i all hovedsak begrunnet ut fra sentralbankspesifikke forhold.

Regnskapsloven fravikes hovedsakelig på følgende områder:

- Oppstillingsplan for resultat og balanse er tilpasset bankens virksomhet.
- Kontantstrømsanalyse er ikke utarbeidet.
- Noteopplysningene er tilpasset Norges Banks virksomhet.
- Alle aksjer, obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer samt finansielle derivater vurderes til virkelig verdi.

#### 1.2 Nytt regnskapsrammeverk for Norges Bank fra 2011

Norges Bank er etter en endring av sentralbankloven pålagt å følge norsk regnskapslovgivning fra 1. januar 2011. Finansdepartementet har samtidig fastsatt en egen årsregnskapsforskrift for Norges Bank. Forskriften gjelder fra og med regnskapsåret for 2011 og fastsetter at regnskapet til Norges Bank skal utarbeides i henhold til de internasjonale regnskapsstandardene IFRS som er godkjent av EU. Forskriften fastsetter at Norges Banks regnskap skal omfatte regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland, og at denne skal utarbeides i samsvar med IFRS. Norges Banks delårsregnskap fra første kvartal 2011, som kun vil omfatte kvartalsvis regnskapsrapportering av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, vil bli avlagt i henhold til IAS 34 Delårsrapportering. Sammenligningstall for tilsvarende periode i 2010 vil bli omarbeidet til IFRS. For regnskapsrapporteringen av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland vil overgangen til IFRS ikke medføre endringer i eiers kapital per åpningsbalansetidspunkt.

#### 1.3 Presentasjon av Statens pensjonsfond utland

Finansdepartementet har et kroneinnskudd i Norges Bank vedrørende Statens pensjonsfond utland. Motverdien av kroneinnskuddet blir forvaltet av Norges Bank og investert i utenlandsk valuta i en egen øremerket portefølje. Den oppnådde avkastningen ved forvaltningen henføres i sin helhet til kronekontoen. Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i Statens pensjonsfond utland. Oppnådd resultat for Statens pensjonsfond utland påvirker derfor ikke Norges Banks resultat eller Norges Banks egenkapital. Plasseringer for Statens pensjonsfond utland presenteres netto på egen linje som en eiendel. Kronekontoen presenteres som tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet. Det utarbeides en separat regnskapsrapportering for Statens pensjonsfond utland som inngår som egen note i Norges Banks årsregnskap.

## 2 Bruk av estimater ved utarbeidelsen av årsregnskapet

Utarbeidelse av Norges Banks regnskap innebærer bruk av estimater og vurderinger som kan påvirke eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og skjønsmessige vurderinger vurderes løpende og er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet. Estimaten er basert på beste skjønn, men faktisk resultat kan avvike fra estimatene. I de tilfellene hvor det foreligger særskilt usikre estimater, er dette spesielt omtalt i de respektive notene.

## 3 Valuta

Norges Banks funksjonelle valuta er norske kroner. Transaksjoner i utenlandsk valuta regnskapsføres til valutakursen på transaksjonstidspunktet. 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 finansielle instrumenter skilt ut og presentert på egen linje. Periodens valutakursregulering estimeres basert på opprinnelig kostpris i valuta og endring i valutakurser mellom kjøpstidspunktet, eller forrige balanse-dag for finansielle instrumenter kjøpt i tidligere perioder, og balansedagen. Ved realisasjon legges valutakursen på transaksjonstidspunktet til grunn.

## 4 Finansielle instrumenter

#### 4.1 Innregning og fraregning

Finansielle eiendeler eller forpliktelser innregnes i balansen når Norges Bank blir part i instrumentets kontraktsmessige bestemmelser. Transaksjoner blir innregnet på handelsdato.

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktsmessige rettene til kontantstrømmene utløper, eller når den finansielle eiendelen og det vesentligste av risiko og avkastning knyttet til eierskap av eiendelen overføres. Ved fraregning tilordnes gjennomsnittlig anskaffelseskost.

Finansielle forpliktelser blir fraregnet når forpliktelsen har opphørt.

## 4.2 Verdivurdering

### *Første gangs regnskapsføring*

En finansiell eiendel eller forpliktelse innregnes til anskaffelseskost inklusive direkte transaksjonskostnader. Direkte transaksjonskostnader omfatter kurtasje, stempelavgift og kommisjon betalt under kommisjonsdelingsavtaler (CSA).

### *Etterfølgende verdimåling*

Alle aksjer, obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer samt finansielle derivater regnskapsføres til virkelig verdi på balansedagen. Virkelig verdi er det estimerte beløpet en eiendel kan omsettes for eller en forpliktelse gjøres opp med i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter.

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

For verdipapirer som ikke omsettes i et aktivt marked, benyttes verdsettingsmetoder for å estimere virkelig verdi. Verdsettingsmetoder omfatter bruk av nylig foretatte markedstransaksjoner på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter, dersom slike er tilgjengelige, henvisning til løpende virkelig verdi av et annet svært likt instrument, diskontert kontantstrømsberegning og opsjonsprisinde modeller. Dersom det er en verdsettingsmetode som er i vanlig bruk av deltakerne i markedet for å prissette instrumentet, og denne teknikken har vist seg å gi pålitelige estimater av priser oppnådd i faktiske markedstransaksjoner, benyttes denne teknikken. Det benyttes markedsinformasjon i verdsettingsmetodene så langt som mulig.

Endringer i virkelig verdi resultatføres. Direkte transaksjonskostnader knyttet til finansielle instrumenter som måles til virkelig verdi, presenteres da i resultatregnskapet på samme linje som det instrumentet de respektive transaksjonskostnadene tilhører.

Fordringer og kortsiktige gjeldsposter, som ikke er derivater, måles til amortisert kost, og den effektive renten resultatføres.

## 4.3 Utlån av verdipapirer

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

Utlånte verdipapirer fraregnes ikke fra Norges Banks balanse. I avtaleperioden regnskapsføres det etter de ordinære regnskapsreglene for verdipapirer. Utlånsgebyr inntektsføres løpende, og presenteres netto i resultatet.

Mottatt sikkerhetsstillelse i form av kontanter innregnes i balansen med en tilhørende forpliktelse som måles til amortisert kost. Sikkerhet i form av verdipapirer innregnes ikke da de ikke er reinvestert. Urealisert og realisert gevinst og tap på reinvesteringene målt til virkelig verdi er ført i resultatregnskapet.

## 4.4 Gjenkjøps-/gjensalgavtaler

Ved gjenkjøpsavtaler fraregnes ikke verdipapiret ved inngåelse av gjenkjøpsavtalen. I avtaleperioden regnskapsføres det etter de ordinære regnskapsreglene for verdipapirer. Mottatt kontantbeløp innregnes som en finansiell eiendel og med en tilsvarende kortsiktig finansiell forpliktelse til amortisert kostpris.

Ved gjensalgavtaler vil ikke det underliggende verdipapiret bli innregnet i balansen fordi det ikke er reinvestert. Det avgitte kontantbeløpet fraregnes fra balansen, og en tilsvarende fordring på å få tilbake kontantbeløpet innregnes i balansen.

## 4.5 Opptjente og påløpte renter

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

## 5 Skatt

Norges Bank er ikke skattepliktig for sin virksomhet i Norge.

## 6 Forvaltningsgodtgjøring

Norges Banks kostnader knyttet til forvaltning av Statens pensjonsfond utland dekkes av Finansdepartementet innenfor en øvre grense. Forvaltningsgodtgjøring er tatt hensyn til ved avslutningen av regnskapet, men blir først gjort opp i påfølgende år.

## Note 1 Resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer

Tabell 1.1: Spesifikasjon resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer

Tall i millioner kroner, 2010	Renter	Utbytte	Netto inntekt/ kostnad*	Realiserte gevinster/tap	Urealiserte gevinster/tap	Sum
Renteinntekter på innskudd i utenlandske banker	377	.	.	.	.	377
Renteinntekter på utlån knyttet til gjensalgsvtaler	350	.	.	.	.	350
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:						
- Aksjer og andeler	.	42 775	1 446	30 494	132 355	207 070
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	47 077	.	274	5 273	7 692	60 316
- Finansielle derivater	-2 519	.	.	-538	-495	-3 552
Rentekostnad innlån	-574	.	.	.	.	-574
Andre rentekostnader	-105	.	.	.	.	-105
Andre kostnader	.	.	-9	.	.	-9
<b>Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer</b>	<b>44 606</b>	<b>42 775</b>	<b>1 711</b>	<b>35 229</b>	<b>139 552</b>	<b>263 873</b>

\* Se også note 4 Utlån av verdipapirer.

## Note 2 Forvaltningsgodtgjøring

Tabell 2.1: Spesifikasjon forvaltningsgodtgjøring\*

	2010		2009	
	Tall i tusen kroner	Prosent	Tall i tusen kroner	Prosent
Andel lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	389 260	.	416 360	.
IT, informasjons- og beslutningsstøttesystemer	223 335	.	203 604	.
Faste honorarer til eksterne forvaltere	452 151	.	431 931	.
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	986 143	.	1 401 762	.
Kostnader til depot og oppgjør	382 255	.	289 279	.
Utkontrakterte IT- og analysetjenester	213 488	.	186 699	.
Konsulenter og juridiske tjenester	116 304	.	124 960	.
Fordelte felleskostnader Norges Bank	115 258	.	105 463	.
Øvrige kostnader	81 300	.	67 921	.
<b>Forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>2 959 494</b>	<b>0,11</b>	<b>3 227 979</b>	<b>0,14</b>
<b>Forvaltningsgodtgjøring, eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>1 973 351</b>	<b>0,07</b>	<b>1 826 217</b>	<b>0,08</b>

\* Tabellen viser totale kostnader i Norges Bank som er godtgjort av Finansdepartementet som oppdragsgiver for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Honorarer til eksterne forvaltere og til oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres og betales separat for hver portefølje som forvaltes av Norges Bank. Alle andre kostnader som inngår i grunnlaget for forvaltningsgodtgjøringen, er felles for forvaltningen av alle porteføljer og fordeles til den enkelte porteføljen ved hjelp av en fordelingsnøkkel som i hovedsak bygger på markedsverdier og aktivklassesammensetning.

## Note 3 Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler

Norges Bank benytter markedene for gjenkjøps- og gjensalgsvtaler direkte og under programmer for verdipapirutlån (se note 4 Utlån av verdipapirer) som ledd i likviditetsstyringen og for å generere merinntekter gjennom plasseringer. Til enhver tid vil banken ha utlånt eller overført deler av sine beholdninger i obligasjoner gjennom gjenkjøpsavtaler (repos og sell buy backs) mot å motta tilsvarende verdi i kontanter. Dette kan være en form for finansiering av verdipapirforvaltningen (lån av kontanter) eller utlån av verdipapirer med formål å reinvestere mottatte kontanter til en høyere rente og således skape merinntekter. I tillegg har Norges Bank posisjoner i gjensalgsvtaler hvor motparten har overført obligasjoner eller aksjer til banken (reverse repo, buy sell backs og triparties), og hvor banken har overført tilhørende kontanter til motparten. Slike posisjoner benyttes i forbindelse med plassering av likviditet og også gjennom utlånsagentene ved reinvestering av mottatt kontantsikkerhet i forbindelse med verdipapirutlån. Når det gjelder gjenkjøpsavtaler i form av repos og sell buy backs, fraregnes ikke det utlånte verdipapiret fra Statens pensjonsfond utlands balanse. Mottatte kontanter er innregnet som Innskudd i utenlandske banker, med en tilhørende forpliktelse til å betale tilbake midlene Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler. For gjensalgsvtaler i form av reverse repo, buy sell backs og triparties er det mottatte verdipapiret ikke innregnet i balansen, mens overførte kontanter er fraregnet fra Innskudd i utenlandske banker. En tilhørende fordring på å få tilbake midlene er innregnet som en eiendel Utlån knyttet til gjensalgsvtaler.

For gjenkjøpsavtaler kan overførte verdipapirer ses på som sikkerhet stilt fra Norges Banks side for å låne kontanter, se "Obligasjoner stilt som sikkerhet (eiendel)" i tabell 3.1. Denne posten inneholder også utlån av verdipapirer, hvor mottatte kontanter er sikkerhet mottatt av Norges Bank. Alle posisjoner under gruppen gjenkjøpsavtaler fremstår i tabellen som lån av kontanter mot stilt sikkerhet i form av verdipapirer.

Tilsvarende kan mottatte verdipapirer i forbindelse med gjensalgavtaler ses på som mottatt sikkerhet for utlånte/plasserte kontanter, se "Obligasjoner mottatt som sikkerhet" i tabell 3.1. I enkelte tilfeller vil dette være lånte verdipapirer hvor overførte kontanter er sikkerhet stilt av Norges Bank. Alle posisjoner i gruppen gjensalgavtaler fremstår i tabellen som plassering av kontanter hvor mottatte verdipapirer er sikkerhet. Det er nedfelt regler om hvilke typer verdipapirer som kan mottas som sikkerhet. Obligasjoner skal ha en kredittvurdering på minst A eller tilsvarende fra minst ett av kredittvurderingsbyråene Fitch, Moody's og Standard & Poor's for å kunne benyttes som sikkerhet.

I tillegg til sikkerheter knyttet til den enkelte transaksjon har banken etablert en prosess for overvåking av nettoverdien av posisjonene ved å sammenligne sikkerhetenes markedsverdi med transaksjonenes verdi per motpart, hvor det stilles eller mottas tilleggssikkerhet i form av enten verdipapirer eller kontanter dersom eksponeringen overstiger en terskelverdi. Banken hadde innenfor Statens pensjonsfond utland ikke mottatt eller stilt slik kontantsikkerhet ved årsskiftet. Stilt og mottatt tilleggssikkerhet i form av verdipapirer er vist separat i tabell 3.1, og er behandlet i regnskapet på lik linje med annen verdipapirsikkerhet.

Tabell 3.1 viser totale posisjoner i gjenkjøps- og gjensalgavtaler i Statens pensjonsfond utland ved utgangen av 2010, med sammenlignbare tall fra 2009, og tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer. Linjene Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler og Utlån knyttet til gjensalgavtaler viser balanseført verdi av avtalene (amortisert kost / kontantbeløp overført). Dette inkluderer uoppgjorte handler basert på at handlene innregnes på handledato. Verdipapirsikkerheten er vist målt til virkelig verdi. For gjenkjøpsavtaler er dette verdien verdipapirene er balanseført til (se note 5 Aksjer og andeler/obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer). Når det gjelder gjensalgavtaler, er ikke mottatte verdipapirer innregnet i balansen. For å vise den totale eksponeringen for posisjonene er uoppgjorte handler vist separat under mottatt og stilt sikkerhet. Denne verdipapirsikkerheten er ennå ikke overført og inngår således ikke i linjene Obligasjoner stilt som sikkerhet (eiendel) og Obligasjoner/Aksjer mottatt som sikkerhet i tabell 3.1, mens det tilhørende kontantbeløpet som skal overføres, er inkludert i Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler og Utlån knyttet til gjensalgavtaler.

Tabell 3.1: Spesifikasjon gjenkjøps- og gjensalgavtaler

Tall i millioner kroner	31.12.2010		31.12.2009	
	Balanseført verdi	Virkelig verdi	Balanseført verdi	Virkelig verdi
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler (kontanter lånt inn)	132 992	132 992	109 536	109 536
Obligasjoner stilt som sikkerhet (eiendel)	130 198	130 198	107 265	107 265
Uoppgjorte handler (eiendel), sikkerhet ikke overført ennå	205	205	0	0
<b>Netto overdekning (underdekning) gjenkjøpsavtaler</b>	<b>2 589</b>	<b>2 589</b>	<b>2 271</b>	<b>2 271</b>
Utlånte kontanter utenom gjennom program for verdipapirutlån	101 990	101 990	65 824	65 824
Utlånte kontanter gjennom programmer for verdipapirutlån (reinvestering)	153 511	153 511	125 649	125 649
<b>Utlån knyttet til gjensalgavtaler (Sum utlånte kontanter)</b>	<b>255 501</b>	<b>255 501</b>	<b>191 473</b>	<b>191 473</b>
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	-	243 481	-	185 774
Aksjer mottatt som sikkerhet	-	5 813	-	4 378
<b>Sum mottatte sikkerheter</b>	<b>-</b>	<b>249 294</b>	<b>-</b>	<b>190 152</b>
Uoppgjorte handler (gjeld), sikkerhet ikke mottatt ennå	7 820	7 820	2 058	2 058
<b>Netto overdekning (underdekning) gjensalgavtaler</b>	<b>-</b>	<b>1 613</b>	<b>-</b>	<b>737</b>
<i>Tilleggssikkerheter</i>				
Avgitt kontantsikkerhet (tilleggssikkerhet)	-	-	140	140
Stilt sikkerhet i form av obligasjoner	505	505	-	-
Mottatt sikkerhet i form av obligasjoner	-	384	-	-
<b>Sum tilleggssikkerhet</b>	<b>-</b>	<b>121</b>	<b>-</b>	<b>140</b>
<b>Netto overdekning (underdekning) gjenkjøps-/gjensalgavtaler</b>	<b>-</b>	<b>4 081</b>	<b>-</b>	<b>2 868</b>

Tabell 3.1 viser at Norges Bank innenfor Statens pensjonsfond utland har en netto overdekning innenfor gjenkjøpsavtaler på 2 589 millioner kroner ved utgangen av 2010. Det innebærer at banken har overskudd på nevnte beløp av mottatte kontanter i forhold til stilt sikkerhet. På samme måte har Norges Bank en netto overdekning innenfor gjensalgavtaler på 1 613 millioner kroner, ved at banken har overskudd på mottatt verdipapirsikkerhet i forhold til plasserte kontanter på dette beløpet. Total overdekning på tvers av disse avtaletypene, inkludert tilleggssikkerhet, er 4 081 millioner kroner per 31. desember 2010.

Utenom program for verdipapirutlån hadde Norges Bank lånt inn netto 31 milliarder kroner for Statens pensjonsfond utland ved slutten av året. Det består av netto effekt av innlånte kontanter på 132 992 millioner kroner og utlånte kontanter på 101 990 millioner kroner. Jf. ytterligere beskrivelse av belåning i note 12 Risiko samt i note 4 Utlån av verdipapirer som omtaler belåningseffekt av aktiviteten innenfor utlånsprogrammene.

## Note 4 Utlån av verdipapirer

Norges Bank har inngått avtaler med eksterne agenter om verdipapirutlån. Disse agentene har tilgang til porteføljens verdipapirbeholdninger, og kan låne ut disse til andre markedsaktører med lånebehov. Både aksjer og obligasjoner lånes ut gjennom utlånsprogrammene. Formålet med utlånsaktiviteten er både å tilføre markedet bedre tilgang på verdipapirer og derved øke effektiviteten og å skape merinntekt for Statens pensjonsfond utland basert på dets beholdninger. Når et verdipapir lånes ut, overfører låntager sikkerhet i form av kontanter eller verdipapirer til agenten. Sikkerheten holdes på vegne av Norges Bank. Avtalene med utlånsagentene har bestemmelser som sikrer bankens og porteføljens interesser dersom låntageren av verdipapirene ikke kan levere dem tilbake, og dersom den sikkerheten som er stilt for utlånet, ikke er tilstrekkelig til å dekke eventuelle tap. Kontantsikkerheten reinvesteres i all hovedsak i renteinstrumenter til en høyere rente enn det som betales på mottatte kontanter. Reinvesteringene gjøres av agenten både i form av posisjoner i repomarkedet (gjensalgssavtaler: reverse repo, buy sell backs og triparties, se note 3 Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler) og i form av obligasjoner. Ved årsskiftet var 70 prosent av disse obligasjonsinvesteringene innenfor Statens pensjonsfond utland kredittvurdert til Aaa fra Moody's. Obligasjoner som andel av reinvesteringene har falt fra 36 prosent til 10 prosent i løpet av de siste to årene.

Utlånte verdipapirer er vist på egne linjer i balansen. Mottatt kontantsikkerhet er innregnet i balansen som "Innskudd i utenlandske banker" med en tilhørende forpliktelse "Mottatt kontantsikkerhet" på bakgrunn av at banken har disponeringsrett over disse midlene. Mottatt sikkerhet i form av verdipapirer blir ikke innregnet i balansen, fordi disse ikke gjenbrukes, men blir liggende i depot. Reinvesteringer i form av gjensalgssavtaler og obligasjoner er innregnet i balansen på lik linje med ordinære tilsvarende investeringer.

Norges Bank får en netto gebyrinntekt i forbindelse med disse utlånsprogrammene. Den netto inntekten består av det rene utlånsgebyret, kostnader knyttet til mottatt kontantsikkerhet samt renter og realiserte resultater fra reinvesteringer. Agentens andel som vederlag for gjennomføring av transaksjonene inngår i denne nettoinntekten. Netto inntekt knyttet til verdipapirutlån fremkommer på resultatlinjene Netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra aksjer og andeler og Netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer. Inntekten forbundet med utlån av aksjer innen Statens pensjonsfond utland beløp seg til 1 446 millioner kroner i 2010, mens tilsvarende inntekt for obligasjoner beløp seg til 274 millioner kroner i 2010 (se også note 1 Resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer). I tillegg til nevnte resultatelementer kommer urealiserte gevinster og tap knyttet til reinvesteringer i form av obligasjoner som måles til virkelig verdi. Dette elementet inngår ikke i gebyrinntekten, men fremkommer også på resultatlinjen Netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre verdipapirer. Det er inntektsført 1 010 millioner kroner som endring i urealisert tap i løpet av 2010 for disse investeringene.

Tabell 4.1 og 4.2 viser en oversikt over posisjoner innenfor programmene for verdipapirutlån ved utgangen av 2010 og 2009.

Tabell 4.1: Utlån av verdipapirer

Tall i millioner kroner	31.12.2010		31.12.2009	
	Balansført verdi	Virkelig verdi	Balansført verdi	Virkelig verdi
<b>Utlånte verdipapirer</b>				
Utlånte aksjer	162 483	162 483	150 847	150 847
Utlånte obligasjoner	215 090	215 090	161 990	161 990
<b>Sum utlånte verdipapirer</b>	<b>377 573</b>	<b>377 573</b>	<b>312 837</b>	<b>312 837</b>
<b>Mottatte sikkerheter</b>				
Mottatt kontantsikkerhet	172 309	172 309	154 676	154 676
Aksjer mottatt som sikkerhet	-	123 995	-	92 191
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	-	98 962	-	79 896
<b>Sum sikkerheter knyttet til utlån av verdipapirer</b>	<b>172 309</b>	<b>395 266</b>	<b>154 676</b>	<b>326 763</b>
<b>Netto overdekning etter sikkerheter</b>	<b>-</b>	<b>17 693</b>	<b>-</b>	<b>13 926</b>

Tabell 4.2: Reinvesteringer av kontantsikkerhet knyttet til utlån av verdipapirer

Tall i millioner kroner	31.12.2010	31.12.2009
	Balansført verdi	Balansført verdi
<b>Reinvesteringer knyttet til utlån av verdipapirer</b>		
Gjensalgssavtaler	153 511	125 649
Asset-backed securities	13 541	22 030
Andre rentebærende verdipapirer	3 831	4 600
<b>Sum reinvesteringer i form av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>17 372</b>	<b>26 630</b>
<b>Sum reinvesteringer av kontantsikkerhet</b>	<b>170 883</b>	<b>152 279</b>
<b>Urealisert tap obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>1 341</b>	<b>2 351</b>

Tabell 4.2 viser at Norges Bank gjennom Statens pensjonsfond utland ved utgangen av 2010 har investeringer i obligasjoner til en verdi av 17 milliarder kroner som er gjort ved å benytte mottatt kontantsikkerhet som finansiering. Dette kan ses på som en belåning av porteføljen, og inngår i målet for netto belåning som fremgår av note 12 Risiko. Reinvesteringer utover dette er gjort med formål å dekke rentekostnader på mottatte kontanter ved å benytte lavrisikoinstrumenter (gjensalgsvtaler), og anses ikke som netto belåning. Hensikten med utlånsprogrammene er primært å oppnå merinntekter i form av gebyr på verdipapirutlån, i motsetning til å få tilgang til ytterligere midler for investering.

## Note 5 Aksjer og andeler/obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer

Tabell 5.1: Spesifikasjon av aksjer og andeler/obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer

Tall i millioner kroner, 31. desember 2010	Anskaffelses- kost	Virkelig verdi	Opptjente renter/utbytte	Sum virkelig verdi
<i>Aksjer og andeler:</i>				
Børsnoterte aksjer og andeler	1 746 534	1 893 714	2 147	1 895 861
<b>Sum aksjer og andeler</b>	<b>1 764 534</b>	<b>1 893 714</b>	<b>2 147</b>	<b>1 895 861</b>
<i>Herav utlånte aksjer</i>				162 483
<i>Statsobligasjoner:</i>				
Statsobligasjoner	537 015	514 337	6 658	520 995
<b>Sum statsobligasjoner</b>	<b>537 015</b>	<b>514 337</b>	<b>6 658</b>	<b>520 995</b>
<i>Statsrelaterte obligasjoner:</i>				
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	33 977	33 142	667	33 809
Obligasjoner utstedt av supranasjonale enheter	26 899	27 565	441	28 006
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	89 286	85 615	1 345	86 960
<b>Sum statsrelaterte obligasjoner</b>	<b>150 162</b>	<b>146 322</b>	<b>2 453</b>	<b>148 775</b>
<i>Realrenteobligasjoner:</i>				
Realrenteobligasjoner utstedt av statlige myndigheter	92 062	102 835	502	103 337
<b>Sum realrenteobligasjoner</b>	<b>92 062</b>	<b>102 835</b>	<b>502</b>	<b>103 337</b>
<i>Selskapsobligasjoner:</i>				
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	21 592	21 013	384	21 397
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	122 414	108 892	2 060	110 952
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	74 963	73 468	1 363	74 831
<b>Sum selskapsobligasjoner</b>	<b>218 969</b>	<b>203 373</b>	<b>3 807</b>	<b>207 180</b>
<i>Verdipapiriserte obligasjoner:</i>				
Obligasjoner med fortrinnsrett	201 887	192 780	4 210	196 990
Mortgage-backed securities	61 201	55 356	246	55 602
Asset-backed securities	18 031	14 117	19	14 136
Commercial mortgage-backed securities	6 487	6 026	33	6 059
<b>Sum verdipapiriserte obligasjoner</b>	<b>287 606</b>	<b>268 279</b>	<b>4 508</b>	<b>272 787</b>
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer*</b>	<b>1 285 814</b>	<b>1 235 146</b>	<b>17 928</b>	<b>1 253 074</b>
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>				215 090

\* Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer på 1 253 074 millioner kroner i tabellen inkluderer gjeldspost på 809 millioner kroner, som er short posisjoner i obligasjoner. Fra og med regnskapsåret 2010 er shortsalg obligasjoner ikke lenger motregnet mot obligasjoner og andre rentebærende papirer. Shortsalg obligasjoner er presentert på egen linje under gjeld i balansen som Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer. Sammenligningstall for 2009 er omarbeidet.

## Note 6 Finansielle derivater

Tabell 6.1 viser de finansielle derivatenes nominelle verdier for kjøpte (lange) og solgte (korte) posisjoner, som eksponering. Nominelle verdier er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinster og tap for kontraktene. I tillegg er eiendel (positive) og gjeld (negative) til markedsverdi vist.

Tabell 6.1: Eksponering – finansielle derivater

Tall i millioner kroner	Eksponering				Virkelig verdi		
	31.12.2010		Gjennomsnitt 2010		31.12.2010		
	Kjøp	Salg	Kjøp	Salg	Eiendel	Gjeld	Netto
<b>Valutahandler</b>	<b>29 849</b>	<b>0</b>	<b>27 468</b>	<b>0</b>	<b>402</b>	<b>316</b>	<b>86</b>
<b>Børsnoterte futureskontrakter</b>	<b>16 791</b>	<b>17 056</b>	<b>20 557</b>	<b>16 267</b>	<b>43</b>	<b>22</b>	<b>21</b>
Rentebytteavtaler	25 002	74 689	14 035	70 908	1 847	7 300	-5 453
Kredittbytteavtaler	37 092	2 246	30 926	2 434	41	749	-708
Aksjebytteavtaler	39	128	823	85	21	77	-56
<b>Sum bytteavtaler</b>	<b>62 133</b>	<b>77 063</b>	<b>45 784</b>	<b>73 427</b>	<b>1 909</b>	<b>8 126</b>	<b>-6 217</b>
<b>Opsjoner</b>	<b>33 845</b>	<b>15 217</b>	<b>24 829</b>	<b>15 840</b>	<b>714</b>	<b>908</b>	<b>-194</b>
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>142 618</b>	<b>109 336</b>	<b>118 638</b>	<b>105 534</b>	<b>3 068</b>	<b>9 372</b>	<b>-6 304</b>

### Valutahandler

Dette omfatter valutahandler (terminkontrakter) med vanlig oppgjør og med fremtidig levering. Eksponering er sum nominell verdi av inngåtte kontrakter.

### Børsnoterte futureskontrakter

Eksponering er nominell verdi av kontraktene.

### Ikke børsnoterte finansielle derivater (OTC)

#### Rentebytteavtaler

Inkludert i denne posten er rentebytteavtaler og rente- og valutabytteavtaler.

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

#### Kredittbytteavtaler

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

Underliggende kreditt for kredittbytteavtalene er selskapsobligasjoner, verdipapirer utstedt av nasjonalstater, indeks bestående av selskapsobligasjoner, ABS-indeks (Asset-backed securities) og CMBS indekser (Commercial mortgage-backed securities).

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

#### Aksjebytteavtaler

Aksjebytteavtaler er avtaler mellom to motparter om å bytte betalingsstrømmer basert på endringer i underliggende verdipapir, som kan være en aksje, gruppe av aksjer eller en indeks. I tillegg til den periodiske kontantstrømmen mottar man innbetalinger i forbindelse med dividende og selskapsendelser.

Eksponering tilsvarer nominell verdi av kontraktene.

#### Opsjoner

Eksponering uttrykker nominell verdi av kontraktene. Opsjonskontrakter som Norges Bank har skrevet, er plassert under solgte kontrakter. Opsjoner hvor Norges Bank betaler en premie, ligger under kjøpte kontrakter.

Tabell 6.2 viser mottatt og stilt sikkerhet knyttet til posisjoner i finansielle derivater.

Tabell 6.2: Sikkerheter knyttet til finansielle derivater

Tall i millioner kroner	31.12.2010	31.12.2009
<i>Ikke børsnoterte finansielle derivater (OTC)</i>		
Netto virkelig verdi OTC (balanseført verdi)	-6 355	-5 887
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til OTC-posisjoner	-1	0
<i>Futureskontrakter samt aksjebytteavtaler</i>		
Virkelig verdi futureskontrakter	21	-289
Virkelig verdi aksjebytteavtaler	-56	172
Innskudd hos clearing brokers (avgitt sikkerhet)	331	639
Obligasjoner stilt som sikkerhet hos clearing brokers	620	560

Norges Bank avgir eller mottar kontantsikkerhet i forbindelse med posisjoner i ikke børsnoterte finansielle derivater (rentebytteavtaler, kredittbytteavtaler og opsjoner). Overvåkingen skjer per motpart, og dersom netto markedsverdi av posisjoner mot motparten overskrider en gitt grenseverdi, skal parten med negativ markedsverdi stille sikkerhet til den andre parten. Banken hadde ved årsskiftet kun mottatt sikkerhet på 1 million kroner fra en motpart, fordi få av Statens pensjonsfond utlands posisjoner hadde positiv markedsverdi. Det var en overvekt av negative markedsverdier ved utgangen av året, men banken hadde ikke stilt sikkerhet innenfor Statens pensjonsfond utland, fordi grenseverdien for dette er høy på grunn av bankens høye kredittverdighet.

Øvrig mottatt kontantsikkerhet, som er innregnet på linjen Mottatt kontantsikkerhet ved utgangen av 2010, er knyttet til verdipapirutlån, se Note 4 Utlån av verdipapirer.

Futureskontrakter og aksjebytteavtaler (CFD – Contracts for Difference) handles via clearing brokers, og for slike posisjoner stilles sikkerhet hos clearing brokerne. Dette kan gjøres i form av kontanter (margininnskudd) og/eller verdipapirer. Verdien av kontantinnskuddene er innregnet i balansen på linjen Innskudd i utenlandske banker. Overførte verdipapirer er ikke fraregnet.

## Note 7 Andre fordringer / Annen gjeld

Tabell 7.1: Andre fordringer

Tall i millioner kroner	31.12.2010	31.12.2009
Kildeskatt	1 239	176
Opptjente renter utlån verdipapir	119	75
<b>Sum andre fordringer</b>	<b>1 358</b>	<b>251</b>

Tabell 7.2: Annen gjeld

Tall i millioner kroner	31.12.2010	31.12.2009
Skyldig skatt på gevinst aksjer i utlandet	88	256
Annen gjeld i utlandet	229	176
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning*	4 322	3 193
<b>Sum annen gjeld</b>	<b>4 639</b>	<b>3 625</b>

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

## Note 8 Eiers kapital

Tabell 8.1: Eiers kapital

Tall i millioner kroner	31.12.2010	31.12.2009
Innskudd kronekonto per 01.01.	2 636 815	2 273 289
Tilførsel i løpet av året*	185 230	171 577
Forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	-2 959	-3 228
Resultat tilført/fratrukket kronekonto	255 375	195 178
<b>Eiers kapital – innskudd kronekonto</b>	<b>3 074 461</b>	<b>2 636 815</b>

\*Statens petroleumforsikringsfond ble avvirket 31.12.2010, og midlene på 19 838 millioner kroner er overført til Statens pensjonsfond utland og inngår i Tilførsel i løpet av året. Av totale tilførsler til Statens pensjonsfond utland i 2010 ble 3,2 milliarder kroner av tilførselene i første kvartal benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2009, mens 182 milliarder kroner gikk til porteføljens plasseringer.

## Note 9 Valutafordeling

Tabell 9.1: Valutafordeling av balanse

Tall i millioner kroner	31.12.2010							
	USD	CAD	EUR	GBP	CHF	JPY	Andre	Sum
Innskudd i utenlandske banker	422	41	681	170	-11	50	4 950	6 303
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	67 503	277	168 506	7 365	0	7 231	4 619	255 501
Aksjer og andeler	592 971	53 984	394 203	236 938	98 658	84 194	272 430	1 733 378
Utlånte aksjer	25 418	917	38 477	22 662	6 115	21 370	47 524	162 483
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	357 578	24 941	459 350	113 462	5 125	55 429	22 908	1 038 793
Utlånte obligasjoner	57 586	2 085	116 823	30 340	45	0	8 211	215 090
Finansielle derivater	-7 660	-32	-1 061	-2 312	-2	-162	14 297	3 068
Uoppgjorte handler	1 487	33	2 523	31	60	288	442	4 864
Andre fordringer	122	0	291	12	932	0	1	1 358
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>1 095 427</b>	<b>82 246</b>	<b>1 179 793</b>	<b>408 668</b>	<b>110 922</b>	<b>168 400</b>	<b>375 382</b>	<b>3 420 838</b>
Kortsiktige innlån	2	0	0	0	1 706	359	872	2 939
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	34 392	462	66 482	19 521	0	7 831	4 304	132 992
Mottatt kontantsikkerhet	54 398	0	116 713	1 198	0	0	0	172 309
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	809	0	0	0	0	0	0	809
Finansielle derivater	201	63	3 877	2 540	-192	7 508	-4 625	9 372
Uoppgjorte handler	11 374	479	7 383	198	36	270	618	20 358
Annen gjeld	207	-48	1 547	2 571	-50	358	54	4 639
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	.	.	.	.	.	.	2 959	2 959
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>101 383</b>	<b>956</b>	<b>196 002</b>	<b>26 028</b>	<b>1 500</b>	<b>16 326</b>	<b>4 182</b>	<b>346 377</b>

## Note 10 Eiendomsinvesteringer

13. januar 2011 signerte Norges Bank kontraktene for den første eiendomsinvesteringen innenfor Statens pensjonsfond utland. Transaksjonen antas gjennomført 1. april 2011. Investeringen gir rettigheter til en 25 prosent andel av netto inntekter fra eiendommer som er lokalisert på og i nærheten av Regent Street i London, Storbritannia. Denne eiendomsporteføljen forvaltes av The Crown Estate på vegne av Storbritannia, og The Crown Estate vil forsette som forvalter etter 1. april 2011. Partene er blitt enige om en kjøpesum på 452 millioner pund (4,2 milliarder kroner). Et depositum på 22,4 millioner pund (204 millioner kroner) ble betalt til The Crown Estate 13. januar 2011. Det resterende skal betales 1. april 2011.

## Note 11 Måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter

### Kontrollmiljø

Kontrollmiljøet for måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter er organisert rundt en formalisert og dokumentert verdsettelsespolicy og retningslinjer som er støttet opp av arbeids- og kontrollprosedyrer. Policydokumentet for verdsettelse refererer til prishierarkier som er etablert for de forskjellige aktivklassene.

Verdsettelsesmiljøet er etablert, og justeres, i samsvar med ledende markedspraksis for verdifastsettelse. Den operasjonelle gjennomføringen av prinsipper fra slik praksis er gjort på en måte som skal sørge for en oversiktlig, skalerbar og sammenhengende verdifastsettelse av alle beholdninger på daglig basis gjennom bruk av prosesser basert på interne og eksterne dataløsninger.

I prinsippet er all verdsettelse av beholdninger i verdipapirer og andre instrumenter gjort av uavhengige verdsettelsespecialister. Disse tjenesteleverandørene innen prising har blitt valgt basert på grundige analyser av den interne enheten i Norges Bank som er ansvarlig for den operative verdifastsettelsen, og følges løpende opp gjennom regelmessig dialog, kontroller og forespørsler knyttet til priser på enkeltpapirer. Priser på finansielle instrumenter fra de uavhengige prisingsleverandørene er basert på observerbare priser og/eller på modeller som bruker observerbare og i noen tilfeller ikke observerbare datapunkter.

På daglig basis er verdifastsettelsen gjenstand for flere kontroller i den interne verdsettelsesenheten og hos regnskapsføreren som fokuserer på definerte terskler og sensitiviteter. Nivåene på disse tersklene og sensitivitetene overvåkes og justeres i overensstemmelse med rådende markedsforhold. Ved månedsslutt blir det utført ytterligere omfattende kontroller for å sikre at de etablerte prisingsrutinene og prinsippene for målingen av virkelig verdi som følger av verdsettelsespolicy, har blitt fulgt. Dette inkluderer verifisering av at den eksterne regnskapsføreren bruker eksterne priser i samsvar med det til enhver tid gjeldende prisingshierarkiet, samt at resulterende verdier reflekterer virkelig verdi på det aktuelle tidspunktet, det vil si

hva beholdningen kan omsettes for i en armlengdes avstand-transaksjon mellom to velinformerte og frivillige parter. Gjennom denne prosessen gis det spesiell oppmerksomhet til illikvide finansielle instrumenter, strukturerte produkter og spesielle instrumenter i porteføljen som er forbundet med ytterligere verdsettelsesutfordringer. Illikvide instrumenter identifiseres ved hjelp av sektor og valuta, prisforskjeller mellom prisleverandører, grad av dekning av instrumentet av prisleverandører, kredittvurderingsindikatorer, spread mellom kjøps- og salgskurser og aktivitet i markedet.

Det utarbeides et verdsettelsesnotat og en rapport ved hver kvartalslutt som dokumenterer resultatene av de utførte kontrollene, status for verddivurderingen og de største prisusikkerhetskildene og medfølgende verdsettelsesrisikoer samt annen relevant informasjon for verdsettelsen.

Denne dokumentasjonen gjennomgås i en verdsettelseskomité som er et forum for behandling av større prisingssspørsmål, og som formelt godkjenner verdifastsettelsen. Komiteen møtes minst hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapet. Komiteen består av ledergruppen i NBIM.

### Verdsettelsesmetoder

Norges Bank har definert hierarkier for uavhengige priskilder som brukes som basis i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene, prises normalt i henhold til indekssleverandørenes prisfastsettelse, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner prises nesten utelukkende av anerkjente eksterne, uavhengige prisleverandører. Det utføres prisverifiseringsanalyser som sammenligner prisene i henhold til de etablerte hierarkiene med alternative tilgjengelige priskilder. Der alternative priskilder anses å være mer representative for virkelig verdi, gjøres prisendringer for å bringe verdsettelsen nærmere forventet virkelig verdi.

Aksjer verdsettes nesten utelukkende basert på offisielle sluttkurser fra børs eller sist omsatte børskurser. Dette er således observerbare markedskurser. Det samme gjelder over halvparten av obligasjonsbeholdningene. Over 80 prosent av investeringene for Statens pensjonsfond utland består ved utgangen av 2010 av beholdninger som har høy likviditet og dermed er forbundet med lav verdsettelsesrisiko.

For både deler av obligasjonsporteføljen og de fleste rentederivatene gjøres verdsettelsen ved hjelp av verdsettelsesmodeller, fordi det ikke finnes tilstrekkelig observerbare priser tilgjengelig på grunn av varierende grad av begrenset likviditet og aktivitet i markedet. Dette er både modeller som benytter observerbare markedsdata, og modeller som benytter stor grad av ikke observerbare markedsdata. Verdsettelsesmodeller som er benyttet av uavhengige prisingsspesialister for obligasjoner og derivater, er normalt en kombinasjon av markedsstandardiserte og interne egenutviklede modeller, men basert på standardiserte verdsettelsesprinsipper. Modellene er kombinert med omfattende daglige undersøkelser og analyse av prisingsgruppene for å kunne generere høykvalitet verdsettelser. Metodene varierer med aktivaklasse og undergruppe. For obligasjoner inkluderer dette, men er ikke begrenset til, kredittspreader basert på observerbare priser på lignende instrumenter, ikke-justerte og opsjonsjusterte diskontert kontantstrømsmodeller for obligasjoner med opsjonselementer og modeller med diskonteringsmargin for obligasjoner med flytende rente. I det ikke-børsnoterte derivatmarkedet er det hovedsakelig etablerte opsjonprismodeller samt implisitte rentekurver og kredittspreader som inngår i verdsettelsesmetodene.

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

- Obligasjonspriser – priser basert på kursstillelse samt relevant markedsaktivitet i både nytstedelser og transaksjoner i annenhåndsmarkedet
- Kredittspreader – disse er hentet fra kredittderivatmarkedet samt fra handel i mer likvide obligasjoner.
- Rentekurver – referanserentekurver er ofte fundamentet i verdsettelsesmatrisen og blir hentet inn fra diverse markedsdata som inkluderer statsobligasjonsmarkedene, swaprentemarkedene, futuresmarkedene samt interbankmarkedene.
- Valutakurser – hentet fra forskjellige børser og handelsplasser for bruk i verdsettelse av spot-, forward- og futureskontrakter.
- Aksjepriser.
- Prepaymentratrater – forskuddsvis tilbakebetaling av hovedstol. Estimerer som er basert på både historiske og forventede nivåer kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av enkelte obligasjonstyper hvor slik forskuddsbetaling er mulig. Slike data er hentet av prisleverandørene fra diverse markedsdata, som rapporter fra markedsaktører og datakilder som Bloomberg/Reuters.
- Mislighold og gjenvinningsestimater – antagelser rundt forventet mislighold og tap ved et eventuelt mislighold er viktige datapunkter i modellene som priser strukturerte instrumenter og som estimerer de relaterte størrelsene og tidspunktene for kontantstrømmer for de forskjellige transjone. Datakilde er som for prepaymentratrater.
- Strukturerings- og kontantstrømsdetaljer per transje – analyse av strukturerte obligasjoner produserer estimerte kontantstrømmer som blir brukt som input i verdsettelsesmodellene. Datakilde er som for prepaymentratrater.
- Volatilitet – dette er graden av hvor mye prisen på et verdipapir svinger. Volatilitet er en av nøkkeldataene i verdsettelse av opsjonsderivater. Datakilde er som for prepaymentratrater.
- Samvariasjon – dette er graden av hvor mye endringer i en variabel har sammenheng med en annen. Positiv samvariasjon indikerer at variablene beveger seg i samme retning, mens negativ samvariasjon betyr at de beveger seg i motsatt retning. Datakilde er som for prepaymentratrater.
- Motpartsrisiko – prisene er basert på antagelsen om risikofrie motparter. Dette er en rimelig forutsetning på grunn av at det eksisterer nettingavtaler, og at det benyttes sikkerhetsstillelser.

### Prisusikkerhet

Alle aksjer, obligasjoner og finansielle derivater har blitt inndelt i kategorier for vurdert prisusikkerhet. Nivå 1 består av investeringer som er verdsett basert på observerbare markedspriser i aktive markeder og anses å ha svært begrenset verdsettelsesrisiko. Investeringer allokert til nivå 2 har en prisfastsettelse som er basert på modeller med observerbare markedsdata. Disse beholdningene innehar noe prisusikkerhet i forhold til etableringen av virkelig verdi, men totalt sett er denne verdsettelsesrisikoen ansett å være begrenset. Beholdninger som ligger i nivå 3, er modellpriset med vesentlig bruk av ikke observerbare data, noe som innebærer en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi. Det er likevel verdt å merke seg at storparten av disse investeringene er priset av eksterne profesjonelle prisingsleverandører som er ansett for å fastsette beste tilgjengelige anslag på virkelig verdi, og hvor den totale verddivurderingen fra ulike prisleverandører avviker forholdsvis lite. Usikkerhet knyttet til verdsettelse medfører en risiko for både for høye og for lave verdier. Dette er søkt motvirket gjennom et omfattende kontrollmiljø.

Tabell 11.1 inndeler investeringene i kategorier for vurdert prisusikkerhet per 31. desember 2010.

Tabell 11.1: Spesifisering av investeringer på nivåer for prisusikkerhet

Tall i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009
<b>Aksjer</b>	<b>1 894 319</b>	<b>1 646 147</b>	<b>1 454</b>	<b>1 453</b>	<b>88</b>	<b>5</b>	<b>1 895 861</b>	<b>1 647 606</b>
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>726 521</b>	<b>514 290</b>	<b>501 291</b>	<b>522 404</b>	<b>25 262</b>	<b>33 518</b>	<b>1 253 074</b>	<b>1 070 212</b>
Statsobligasjoner	496 468	307 416	24 527	5 010	0	0	520 995	312 426
Statsrelaterte obligasjoner	72 362	71 964	76 149	82 090	264	0	148 775	154 054
Realrenteobligasjoner	75 182	32 293	28 155	56 321	0	0	103 337	88 615
Selskapsobligasjoner	1 389	0	204 077	225 232	1 714	3 092	207 180	228 324
Verdipapiriserte obligasjoner	81 120	102 616	168 383	153 750	23 284	30 427	272 787	286 793
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>21</b>	<b>-289</b>	<b>-6 325</b>	<b>-5 566</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-6 304</b>	<b>-5 855</b>
Eiendeler	43	105	3 025	2 158	0	0	3 068	2 263
Gjeld	-22	-394	-9 350	-7 724	0	0	-9 372	-8 118
<b>Totalt</b>	<b>2 620 861</b>	<b>2 160 148</b>	<b>496 421</b>	<b>518 291</b>	<b>25 350</b>	<b>33 523</b>	<b>3 142 631</b>	<b>2 711 963</b>

Tabell 11.2 viser ytterligere spesifikasjon av nivå 3-beholdninger.

Tabell 11.2: Ytterligere spesifisering nivå 3

Tall i millioner kroner	31.12.2010	31.12.2009
<b>Aksjer</b>	<b>88</b>	<b>5</b>
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>25 262</b>	<b>33 518</b>
Statsrelaterte obligasjoner	264	0
Obligasjoner utstedt av føderale kredittinstitusjoner	200	0
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	64	0
Selskapsobligasjoner	1 714	3 092
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	1 651	3 091
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	63	1
Verdipapiriserte obligasjoner	23 284	30 427
Asset-backed securities (ABS)	3 878	6 673
Commercial mortgage-backed securities (CMBS)	465	2 442
Mortgage-backed securities (CMO)	18 941	21 311
<b>Sum nivå 3</b>	<b>25 350</b>	<b>33 523</b>

Nesten alle aksjebeholdningene er klassifisert som nivå 1-posisjoner med liten verdsettelsesrisiko da det normalt foreligger offisielle sluttkurser fra børs basert på et aktivt transaksjonsmarked som gir et riktig bilde av virkelig verdi. Aksjebeholdninger klassifisert som nivå 2 består hovedsakelig av forholdsvis illikvide aksjeposter hvor prisfastsettelsen er modellert fra lignende, mer likvide aksjeposter utstedt av samme selskap. Verdsettelsesrisikoen er generelt forholdsvis begrenset også her da modelleringen er enkel og markedsdataene som inngår i modellen er observerbare. Aksjer klassifisert i kategori 3 består av et fåtall beholdninger hvor prisfastsettelsen er spesielt usikker grunnet et manglende observerbart transaksjonsmarked samt poster med suspensjon av omsetning over lengre tid grunnet spesielle situasjoner som konkurs, nasjonalisering, avvikling o.l.

Når det gjelder obligasjonsinvesteringene, er prisusikkerhetsbildet betydelig mer nyansert. Norges Bank gjør analyser for å avdekke i hvilken grad det har vært faktiske transaksjoner og pristransparens med tilhørende likviditet i markedet for forskjellige typer obligasjoner og for en rekke enkelt-papirer på rapporteringstidspunktene. Prisfastsettelsen for de fleste statsobligasjonene er basert direkte på observerbare markedspriser i et aktivt marked for kursstillelse og med hyppige transaksjoner, altså nivå 1. Statsrelaterte obligasjoner og realrenteobligasjoner er fordelt på nivå 1 og 2 basert på bankens analyser av likviditet og grad av handel og pristransparens i markedene. Analysen viser en relativt høy grad av observert likviditet for disse obligasjonene. De fleste selskapsobligasjoner er vurdert priset av modeller med observerbare datapunkter, mens enkelte spesielt illikvide selskapsobligasjoner er allokert til nivå 3, og noen svært likvide obligasjoner tilhører nivå 1. Verdipapiriserte obligasjoner er fordelt på alle tre kategorier basert på kompleksitet knyttet til modelldatapunkter og grad av likviditet, faktiske transaksjoner og pristransparens i markedene. Obligasjoner med fortrinnsrett er kategorisert i de observerbare nivåene 1 og 2 basert på grad av likviditet og pristransparens i markedene. Enkelte svært likvide garanterte boliglånsobligasjoner tilhører nivå 1 med observerbare markedspriser i aktive markeder. Andre garanterte boliglånsobligasjoner som ikke er transjet, er klassifisert som priset med modeller med observerbare markedsdata, det vil si nivå 2. Verdipapiriserte obligasjoner som er vurdert transjet slik at de har spesielt høy eksponering mot modelldatapunkter som ikke er observerbare, er allokert til nivå 3. Andre verdipapiriserte obligasjoner er fordelt på modellpringsnivåene 2 og 3 basert på observert grad av prisingensighet mellom tilgjengelige prisleverandører.

Norges Banks analyser tyder på at verdsettelsesrisikoen er noe redusert i løpet av 2010, samt også isolert i årets fjerde kvartal. Samlet eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til korrekt prisfastsettelse, var 25,3 milliarder kroner ved årsslutt 2010, mot 33,5 milliarder kroner ved utgangen av 2009. Dette bestod fortsatt hovedsakelig av verdipapiriserte obligasjoner (23,3 milliarder kroner), hvorav amerikanske verdipapiriserte obligasjoner stod for 23,1 milliarder kroner av dette. Det var spesielt verdipapiriserte obligasjoner som ikke er garantert av en føderal kredittinstitusjon, som var forbundet med høy grad av prisusikkerhet (16,4 milliarder kroner). De resterende 6,7 milliarder kronene bestod av strukturerte verdipapiriserte obligasjoner hvor de underliggende lånene er garantert, men hvor det er spesielt stor sensitivitet mot andre estimerte forutsetninger i prisingmodellene, i hovedsak forskuddsvis nedbetaling av hovedstol. Nedgangen i nivå 3-beholdninger gjennom 2010 skyldtes hovedsakelig rekategorisering av en del verdipapiriserte obligasjoner til nivå 2 på grunn av noe forbedret prisdatakvalitet og prisnøyhet mellom alternative pris-kilder. Forfall og nedbetaling av hovedstol bidro også noe til den reduserte eksponeringen mot nivå 3-beholdninger.

Størrelsen på prisusikkerheten for nivå 3-beholdningene er vanskelig å beregne eksakt. Mens den gjennomsnittlige prisusikkerheten på enkelt-papirer i denne kategorien er forventet å være rundt +/- 10 prosent, er gruppen som helhet forventet å inneha noe lavere prisusikkerhet grunnet diversifiseringseffekter. Estimert usikkerhet rundt verdifastsettelsen var derfor beregnet til +/- 1,5 til 2 milliarder kroner i denne kategorien mot 2 til 3 milliarder kroner ved utgangen av 2009.

Resultatet av verdifastsettelsen basert på de ordinære priskildene i henhold til det etablerte prisingsskemaet per 31. desember 2010 anses likevel å gi et riktig bilde av markedsverdiene i henhold til virkelig verdi-prinsippet. Det var derfor ikke behov for regnskapsmessige pris-usikkerhetsavsetninger i året.

## Note 12 Risiko

### Forvaltningsmandat for Statens pensjonsfond utland

Finansdepartementet har delegert forvaltningsansvaret for Statens pensjonsfond utland til hovedstyret i Norges Bank. Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i valutakurven til faktisk referanseindeks.

Finansdepartementet har plassert Statens pensjonsfond utland som et kroneinnskudd i Norges Bank. Banken skal i eget navn investere midlene i en portefølje av aksjer, obligasjoner, eiendom og kontanter. Referanseindeksene på aktivklassenivået er tilpasset med strategisk allokering til regioner, regelbaserte justeringer for enkelte sektorer på rentesiden, utvalgte selskaper er ekskludert fra investeringsuniverset, og eiendomsindeksen er justert for faktisk belåning innen aktivklassen og forventede forvaltnings- og skattekostnader. Verdipapirer utstedt i norske kroner eller av norske utstedere er ekskludert fra porteføljen og referanseindeksen. Posisjoner i finansielle derivater inngår i den relevante aktivklassen, mens de vises separat i porteføljens resultat og balanse.

### Norges Banks styringsstruktur

Hovedstyret i Norges bank har delegert ansvaret for implementering av forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet til Chief Executive Officer (CEO) i Norges Bank Investment Management (NBIM), som er en organisatorisk enhet i Norges Bank.

CEO i NBIM er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse, et investeringsmandat, samt at hovedstyret har godkjent prinsipper for risikostyring i NBIM som dekker styring av operasjonell risiko og investeringsrisiko. I tillegg til denne klare delegeringen må NBIM etterleve internasjonalt anerkjente standarder innen avkastningsmåling og verdsettelse, og ledende praksis innen bransjen.

Rapporteringskrav fra hovedstyret til NBIM er gitt i CEO's stillingsbeskrivelse. Rapportering til hovedstyret gjøres månedlig og mer utfyllende kvartalsvis. Sentralbanksjefen skal gjøre oppmerksom på spesielle hendelser eller alvorlige avvik fra investeringsmandatet uten opphold.

### Styringsstruktur i NBIM

I NBIM er investeringsansvar delegert videre gjennom investeringsmandater. Ansvar for prosesser og personale er delegert gjennom stillingsbeskrivelser, mens krav til prosesser er detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Sammensetningen av ledergruppen i NBIM og delegeringen av ansvar reflekterer et ønske og krav om å sikre ansvarsdeling mellom investering, handleenheter, risikostyring, etterlevelse (compliance) og driftsenheter.

Markedsrisikokomiteen, kreditt- og motpartsrisikokomiteen og investeringsuniverskomiteen komplementerer delegeringen ved å gi råd om styring av investeringsrisiko, samt om investeringsuniverset.

Krav til intern risikorapportering er gitt av CEO i stillingsbeskrivelser innenfor risikoområdet. Rapportering til CEO gjøres daglig, ukentlig og månedlig. CEO skal gjøre oppmerksom på spesielle hendelser eller alvorlige avvik fra investeringsmandatet uten opphold.

### Investeringsprosesser i NBIM

Deling av roller og ansvar er et grunnprinsipp i utforming av prosesser i NBIM. Prosesser som styring av investeringsmandater, porteføljehierarki og motparter er delegert til Chief Risk Officer (CRO). Endringer av og tillegg til eksisterende investeringsmandater, porteføljehierarkiet eller nye motparter krever godkjenning av CRO.

### Investeringsmandater i NBIM

I forvaltningsmandatet for Statens pensjonsfond utland som er gitt til Norges Bank, er det gitt flere rammer og begrensninger for den kombinerte aksje- og obligasjonsaktivaklassen, samt innen hver aktivklasse. Disse begrensningene regulerer i hvilken grad Norges Bank kan utøve aktiv forvaltning i tillegg til den regelbaserte kapitalallokeringen.

### NBIMs rammeverk for investeringsrisiko

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

#### Risikostyringsprosessen

NBIM utformer måling, prosesser og systemer på en måte som motvirker faren for å støtte seg i for stor grad til en gitt målemetode, prosess eller system for å kontrollere investeringsrisiko. Som et tillegg til robuste "best of breed" risikostyringssystemer og -prosesser benytter NBIM internt utviklede målemetoder og prosesser for å sikre overlapping mellom bransjeløsninger og smidige alternative løsninger og risikostyringsprosesser.

#### Risikostyring i NBIM er definert som:

- styring av markedsrisiko
- styring av kredittrisiko
- styring av motpartsrisiko, og
- styring av operasjonell risiko

De tre førstnevnte er i NBIM definert som investeringsrisiko. I NBIM har investeringsområdet ansvar for å investere, ta og styre risiko i porteføljen og i det enkelte mandat, mens risikostyringsområdet på uavhengig basis måler, styrer og rapporterer investeringsrisiko på tvers av portefølje, på aktivaklassenivå og andre nivåer som reflekterer investeringsprosessen. Operasjonell risiko styres separat fra investeringsrisiko.

#### Investeringsrisiko – markedsrisiko

NBIM definerer markedsrisiko som risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller en delmengde av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene. Det inkluderer endring i kredittspreader. Markedsrisiko i NBIM måles etter dimensjonene absolutt eksponering og relativ eksponering mot referanseindeks, volatilitet og samvariasjonsrisiko, som estimerer den økonomiske risikoen knyttet til hele eller deler av porteføljen, systematisk faktorrisiko og likviditetsrisiko. Markedsrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

#### Investeringsrisiko – kredittrisiko

NBIM definerer kredittrisiko som risiko for tap som følge av at en utsteder ikke kan oppfylle sine betalingsforpliktelser. Innenfor kredittrisiko måler NBIM risiko som kredittrisiko knyttet til enkeltutstedere der risikomålet tar hensyn til sannsynlighet for mislighold og tap ved mislighold, samt 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 investeringsmandater.

#### Investeringsrisiko – motpartsrisiko

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

#### Måling av markedsrisiko

Markedsrisiko er risiko for endringer i porteføljens verdi på grunn av endring i renter, aksjekurser, valutakurser og kredittspreader. Norges Bank måler risiko både i absolutt form, for den faktiske porteføljen, og den relative markedsrisikoen for plasseringer for Statens pensjonsfond utland.

Måling og vurdering av markedsrisiko gjøres langs flere risikodimensjoner og ved bruk av flere metoder og angrepsvinkler. Ved å kombinere forskjellige og utfyllende risikomål får man økt innsikt i risikoprofilen til plasseringene for Statens pensjonsfond utland.

#### Aktivaklasse per region

Porteføljen er investert på tvers av flere aktivaklasser og regioner som vist i tabell 12.1.

Tabell 12.1: Fordeling per aktivaklasse og region

	Region	Markedsverdi* i prosent	Egenkapital før forvaltningsgodtgjøring (Tall i millioner kroner)
Aksjer	Amerika og Afrika	36,7%	
	Europa	48,0%	
	Asia og Oseania	15,2%	
Aksjer totalt		60,2%	1 891 250
Obligasjoner	Amerika og Afrika	35,2%	
	Europa	59,8%	
	Asia og Oseania	5,0%	
Obligasjoner totalt		39,8%	1 186 170

\* Omfatter kun beholdninger i aksjer og obligasjoner

#### Konsentrasjonsrisiko

Innenfor plasseringene for Statens pensjonsfond utland er det store investeringer i obligasjoner utstedt av stater. Det er også vanlig for private selskaper å utstede både aksjer og obligasjoner. I tabellene under vises konsentrasjonen til de største utstederne av statsobligasjoner og øvrige utstedere.

Tabell 12.2 viser de største eksponeringene i obligasjoner utstedt av stater, disse inkluderer nominelle statsobligasjoner utstedt i egen valuta, fremmed valuta og realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 12.2: Største posisjoner innenfor segmentet statsobligasjoner og realrenteobligasjoner utstedt til stater

	Markedsverdi i millioner kroner
USA	164 627
Storbritannia	98 581
Tyskland	73 609
Italia	58 461
Japan	54 991
Frankrike	52 345
Spania	25 361
Belgia	14 229
Nederland	12 940
Østerrike	11 224

Tabell 12.3 viser porteføljens største beholdninger av ikke-statlige utstedere, for både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger. Obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner er inkludert i obligasjonskolonnen.

Tabell 12.3: Største totalposisjoner utenom stat, både obligasjoner og aksjer

Tall i millioner kroner	Sektor	Obligasjoner	Aksjer	Totalt
HSBC Holdings PLC	Finans	2 780	21 152	23 932
Fannie Mae	Statsrelatert	22 828	-	22 828
European Investment Bank	Statsrelatert	22 273	-	22 273
Royal Dutch Shell PLC	Energi	-	21 403	21 403
Nestlé SA	Forbruker/ikke-syklisk	-	21 285	21 285
Bank of Scotland PLC	Finans	17 996	-	17 996
Kreditanstalt fuer Wiederaufbau	Statsrelatert	17 108	-	17 108
Vodafone Group PLC	Kommunikasjon	1 346	15 215	16 561
BP PLC	Energi	499	15 938	16 437
Banco Santander SA	Finans	5 854	8 794	14 648

#### Volatilitet og samvariasjonsrisiko

Norges Bank benytter risikomodellering for å kvantifisere den økonomiske risikoen, knyttet til hele eller deler av en portefølje. Eksempler på risikomål som benyttes, er Value at Risk og tracking error. Value at Risk og tracking error er standard risikomål basert på statistiske mål som standardavvik. Risikomålet gir et estimat på hvor mye man kan forvente at porteføljens verdi endres basert på normale markedsforhold. Forventet volatilitet kan uttrykkes i form av porteføljens risiko eller aktiv risiko. Tabell 12.4 og 12.5 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative/aktive risikoen.

Tabell 12.4: Porteføljrisiko i form av forventet standardavvik gjennom 2010 (i %)

Risikomål	Forventet volatilitet – responsiv					Forventet volatilitet – langsiktig				
	31.12. 2010	Min 2010	Max 2010	Snitt 2010	31.12. 2009	31.12. 2010	Min 2010	Max 2010	Snitt 2010	31.12. 2009
Portefølje Standardavvik	7,2%	6,2%	9,8%	7,7%	7,2%	13,2%	13,1%	15,8%	13,6%	14,5%
Aksjer Standardavvik	9,7%	9,2%	15,9%	11,9%	10,0%	21,1%	21,0%	25,2%	21,7%	22,4%
Obligasjoner Standardavvik	8,3%	6,3%	13,9%	9,6%	10,0%	12,3%	11,2%	13,4%	12,2%	11,8%

Tabell 12.5: Aktiv risiko i form av forventet tracking error gjennom 2010 (i basispunkter)

Risikomål	Forventet volatilitet – responsiv					Forventet volatilitet – langsiktig				
	31.12. 2010	Min 2010	Max 2010	Snitt 2010	31.12. 2009	31.12. 2010	Min 2010	Max 2010	Snitt 2010	31.12. 2009
Portefølje Tracking error	23,86	23,86	59,19	34,10	26,88	54,06	37,41	58,47	47,72	40,01
Aksjer Tracking error	28,49	27,18	46,84	37,95	34,50	60,51	44,79	70,93	58,11	56,98
Obligasjoner Tracking error	32,00	30,75	114,44	55,12	40,10	76,80	50,74	90,41	76,43	55,71

Ved slutten av 2010 var total risiko for Statens pensjonsfond utlands plasseringer og risiko i aktivklassen aksjer på samme nivå som ved utgangen av 2009, mens risikoen i aktivklassen obligasjoner var redusert fra 10 til 9 prosent. Gjennom 2010 varierte risikonivåene og nådde et toppunkt i andre kvartal ved at standardavvik for porteføljen totalt, for aksjer og for obligasjoner var henholdsvis 9,8 prosent, 15,9 prosent og 13,9 prosent. Volatiliteten i både aksje- og rentemarkedene økte på grunn av usikkerhet i markedet for europeiske statspapirer, finansieringsutfordringer for banker og frykt for økonomisk nedgang. I andre halvdel av 2010 gikk frykten for ny resesjon tilbake, og fluktasjonen i aksjemarkedene avtok.

I den responsive modelleringen som er vist i tabellen over, har Norges Bank benyttet en parametriske beregningsmetode basert på daglige avkastningsdata med en "decay faktor" på 0,97, som innebærer at nyere data tillegges mer vekt enn eldre data. Denne målemetoden er benyttet i 2010 og tidligere år for målinger mot rammen for forventet tracking error på 150 basispunkter gitt av Finansdepartementet. Mandatet for Statens pensjonsfond utland som gjelder fra 2011, har en ramme på 100 basispunkter forventet tracking error. Oppfølgingen mot denne rammen vil gjøres basert på ny langsiktig modellering som benytter likt fordelte ukentlige avkastningsdata over de siste tre år og en parametriske beregningsmetode. Den langsiktige modellen er bedre avstemt mot den langsiktige investeringshorisonten for Statens pensjonsfond utlands plasseringer. Samme modeller benyttes for både porteføljerisiko og tracking error. Tracking error basert både på en responsiv avkastningsserie og beregnet med den langsiktige modellen har vært innenfor den gjeldende og den nye rammen i 2010.

#### Styrker og svakheter

En styrke ved denne typen risikomodeller er at man kan estimere risiko knyttet til en portefølje på tvers av forskjellige aktivklasser, markeder, valutaer, verdipapirbeholdninger og derivater, og uttrykke risikoen gjennom ett enkelt tall som hensyntar samvariasjon mellom de forskjellige aktivklassene, verdipapirene og risikofaktorene.

Modellbaserte risikoestimerer er basert på historiske sammenhenger i markedene. Modeller som benytter ny historikk, har gode prognoseevner i normale markeder. På den annen side vil estimatene være mindre pålitelige i perioder med vesentlige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Videre estimerer modellene risiko over en gitt tidsperiode og forutsetter at eksponeringene er likvide og kan lukkes innenfor denne perioden. Beregnet volatilitet gir et punkttestimat på risiko, og sier lite om den samlede risikoprofilen (halerisikoen). Annualisering innebærer at det antas at volatilitet og porteføljesammensetning er konstant over tid. For å veie opp for disse svakhetene benytter NBIM komplementære modeller og metoder og diverse stresstester.

#### Etterfølgende testing av modeller (back testing)

Det gjennomføres en etterfølgende testing av modellene ("back testing") for å validere modellens evne til å estimere risiko. En av metodene benyttet i back testing er å sammenligne risiko estimert av modellene mot den faktiske risiko som blir observert i porteføljens faktiske avkastning.

Tabellen nedenfor oppsummerer antall observasjoner hvor faktisk tap overstiger den forventede risiko, den forventede frekvens og forholdstallet mellom dem. Kun nedsiderisiko har blitt hensyntatt. Jo nærmere forholdstallet er til 1, jo bedre fungerer modellen. Tre forskjellige konfidensintervaller er vurdert. Et forholdstall over 1 indikerer at risiko er underestimert.

Tabell 12.6: Sammenligning mellom forventet tapsfrekvens på porteføljen og faktisk tapsfrekvens

Risikomål	Periode	Forventet	Observert	Observert/Forventet
Standardavvik	2 år	83	65	0,78
Value at Risk 95%	2 år	26	19	0,73
Value at Risk 99%	2 år	5	4	0,77

Tabell 12.7: Sammenligning mellom forventet tapsfrekvens på relativ avkastning og faktisk tapsfrekvens

Risikomål	Periode	Forventet	Observert	Observert/Forventet
Standardavvik	2 år	83	42	0,50
Value at Risk 95%	2 år	26	13	0,50
Value at Risk 99%	2 år	5	4	0,77

I mandatet for forvaltning av Statens pensjonsfond utland gis anledning til å være eksponert mot flere systematiske risikofaktorer. Risikofaktorer er felles karakteristika som de fleste verdipapirer er eksponert mot i varierende grad, og som bidrar til både risiko og avkastning knyttet til verdipapirene. Denne typen faktoranalyse er basert på porteføljens observerte avkastning og forsøker å forklare denne ved å se på flere faktorer, som markedsporteføljen, fremvoksende markeder, verdiaksjer ("value stocks") og små selskaper, over lange tidsserier.

#### 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 ("investment grade") av et av de store kredittvurderingsbyråene, Standard & Poor's (S&P), Moody's eller Fitch. Kredittvurderingen reflekterer utstederens forventede kredittverdighet. Obligasjoner i referanseindeksen for aktivklassen obligasjoner er "investment grade" og dermed forventet å representere lav kredittrisiko. I tabell 12.8 er 2,3 prosent av den faktiske porteføljen kategorisert som ikke "investment grade" (høyere kredittrisiko, "Høyere risiko" i tabellen) ved utgangen av 2010.

Tabell 12.8 bryter den faktiske obligasjonsporteføljen ned i forskjellige kredittvurderingskategorier per 31. desember 2010.

Tabell 12.8: Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Tall i millioner kroner	Aaa	Aa	A	Baa	Høyere risiko	Totalt
Statsobligasjoner	390 840	109 658	6 989	9 106	4 402	520 995
Statsrelaterte obligasjoner	97 246	38 097	7 410	5 576	446	148 775
Realrenteobligasjoner	58 558	44 260	-	-	519	103 337
Selskapsobligasjoner	4 139	45 576	82 693	69 837	4 935	207 180
Pantesikrede obligasjoner	207 742	40 997	3 549	1 880	18 619	272 787
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>758 525</b>	<b>278 588</b>	<b>100 641</b>	<b>86 399</b>	<b>28 921</b>	<b>1 253 074</b>

Etter finanskrisen i 2007 og 2008 økte konkurs- og misligholdsratene. Ved slutten av 2010 hadde porteføljen til Statens pensjonsfond utland misligholdte obligasjoner til en markedsverdi på 2,9 milliarder kroner eller 0,2 prosent av porteføljen av renteinstrumenter i beholdningen, den nominelle størrelsen av misligholdte obligasjoner var 13,3 milliarder kroner. Norges Bank benytter en misligholdsdefinisjon på linje med kredittvurderingsbyråene for verdipapiriserte obligasjoner. Misligholdte obligasjoner er gruppert under "Høyere risiko" i tabellen over.

Tabell 12.9 nedenfor viser aktivklassen renteinstrumenter brutt ned etter kredittvurdering og valuta. På linje med den regelbaserte kapitalallokeringen utgjør europeiske valutaer en høyere andel av aktivklassen enn markedsverdi i referanseporteføljen skulle tilsi.

Tabell 12.9: Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta

	Aaa	Aa	A	Baa	Høyere risiko	Totalt
EUR	26,0 %	14,1 %	3,3 %	2,1 %	0,5 %	46,0 %
USD	21,3 %	2,5 %	3,6 %	4,0 %	1,7 %	33,1 %
GBP	9,2 %	0,6 %	1,0 %	0,6 %	0,0 %	11,4 %
JPY	0,0 %	4,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,4 %
CAD	1,4 %	0,6 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	2,2 %
Andre valutaer	2,8 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	2,9 %
<b>Totalt</b>	<b>60,7 %</b>	<b>22,2 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>100,0 %</b>

Kredittrisikoen i porteføljen kan styres gjennom bruk av kredittderivater. Kredittrisikoen i obligasjonsporteføljen er redusert ved bruk av denne typen derivater, det henvises til Note 6 Finansielle derivater for ytterligere detaljer.

I tillegg til kredittvurderingsmetoden har Norges Bank begynt å ta i bruk to andre metoder for å måle kredittrisiko. Disse modellbaserte metodene utfyller kredittvurdering og benyttes for å overvåke kredittrisiko i aktivklassen obligasjoner uavhengig av kredittvurdering. Disse metodene er sammenlignbare med Value at Risk og tracking error på den måten at de kvantifiserer kredittrisiko i form av ett tall og er en funksjon av observerbare kredittspreader og aksjepriser. Norges Bank vil utvide bruken av disse metodene fremover.

### Motpartsrisiko

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

Norges Bank reduserer konsentrasjon av motpartsrisiko ved å benytte mange motparter og ved bruk av strenge krav til kredittverdighet. Krav til kredittverdighet er høyere for motparter som har usikrede bankinnskudd på Norges banks vegne, enn der det stilles sikkerhet. Det benyttes motregningsavtaler både for handler i ikke børsnoterte derivater og for valutakontrakter for å redusere motpartseksponering. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv markedsverdi av nettoposisjonen mot motparten. For å redusere konsentrasjonen er det implementert rammer for å holde eksponeringen lav per motpart.

Metoden som er benyttet for å beregne motpartsrisiko, brutto og netto eksponering, er i tråd med anbefalinger fra UK Financial Services Authority. To metoder benyttes. For ikke børsnoterte derivater, tidsinnskudd, bankinnskudd og valutakontrakter benyttes en intern motpartsrisikomodell som ble implementert i 2010. Modellen priser disse posisjonene under forskjellige forutsetninger for å hensynta mulige fremtidige markedsbevegelser. Modellen gir et mål på forventet fremtidig eksponering. Motregningsavtaler og sikkerheter hensyntas ved beregning av netto eksponering.

For gjengkjøpsavtaler og verdipapirutlån gjennom eksterne agenter benyttes en utvidet finansiell sikkerhet-metode. Denne metoden innebærer å beregne markedsverdi og legge til et internt påslag som skal reflektere posisjonens volatilitet. For disse posisjonene er det også justert for motregning og faktisk mottatt og stilt sikkerhet i beregning av netto eksponering. I tabell 12.10 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet / instrumenttype som anses å være forbundet med motpartsrisiko. I tillegg til tall i henhold til den interne risikomodellen fremkommer motpartsrisiko i henhold til balansen, justert for både balanseførte og ikke balanseførte sikkerheter.

Tabell 12.10: Motpartsrisiko per type posisjon

	Balansført verdi justert for sikkerheter	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd	2 796	2 708	-	-	2 708
Usikrede bankinnskudd	3 279	3 281	-	-	3 281
Ikke børsnoterte derivater inkl. valutakontrakter	-6 098	8 523	5 462	1 581	1 480
Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler*	-4 081	5 756	579	-	5 177
Verdipapirutlånstransaksjoner**	-16 352	30 965	-	17 597	13 368
<b>Totalt</b>		<b>51 233</b>	<b>6 041</b>	<b>19 178</b>	<b>26 014</b>

\*Kolonnen Balansført verdi justert for sikkerheter hensyntar alle posisjoner i repomarkedet, inkludert reinvesteringer av kontantsikkerhet, jf. note 3 Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler. Den interne målingen og oppfølgingen av motpartsrisiko for denne typen instrumenter inkluderer ved årsskiftet ikke disse reinvesteringene.

\*\*Kolonnen Balansført verdi justert for sikkerheter inkluderer utlånte verdipapirer og mottatte sikkerheter, jf. note 4 Utlån av verdipapirer, samt at det er justert for urealisert tap knyttet til reinvesteringer i form av obligasjoner.

I tabell 12.10 er balanselinjen Innskudd i utenlandske banker (6 303 millioner kroner per 31. desember 2010) fordelt på tidsinnskudd på 2 796 millioner kroner, bankinnskudd (nostro og margin futures) på 3 279 millioner kroner og 227 millioner kroner i margininnskudd for aksjebytteavtaler. Sistnevnte inngår i linjen ikke børsnoterte derivater inkl. valutakontrakter i tabellen. Denne linjen består utover dette av netto markedsverdi av valutakontrakter (86 millioner kroner), bytteavtaler (-6 217 millioner kroner) og Opsjoner (-194 millioner kroner), jf. note 6 Finansielle derivater. Motpartsrisiko for derivatposisjoner følges opp på netto basis i Norges Bank.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer. Kun i tilfeller hvor motpartsrisikoen regnes som svært lav, kan en intern kredittvurdering benyttes som grunnlag for godkjenning av en motpart. Kredittvurderingen for bankens motparter overvåkes og komplementeres av alternative kredittrisikoinndikatorer. Tabell 12.11 viser Norges Banks motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori.

Tabell 12.11: Motparter fordelt på kredittvurdering

	Norges Banks motparter (ikke brokere)	Brokere
Aaa	3	3
Aa	55	57
A	23	36
Baa	-	21
Ba	-	6
B	-	3
<b>Totalt</b>	<b>81</b>	<b>126</b>

### Belåning

Belåning benyttes i hovedsak for å sikre effektiv forvaltning av investeringene. Bruken er regulert i investeringsmandatet fra Hovedstyret i Norges Bank til NBIM. Belåning måles i form av netto belåning i prosent av netto markedsverdi av porteføljen til Statens pensjonsfond utland. Begrepet hensyntar nettoverdien av kontanter, kontantinstrumenter samt derivater konvertert til underliggende verdipapir og kontantstørrelser. Når nettoverdien av disse er negativ, fremkommer dette som belåning. Med kontantinstrumenter forstås innskudd og lån, fordringer og kortsiktig gjeld samt gjenkjøps- og gjensalgssavtaler. Netto kontanteffekt måles deretter som prosentandel av porteføljens nettoverdi. Det henvises til Note 3 Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler og Note 4 Utlån av verdipapirer for ytterligere informasjon om de aktivitetene som i hovedsak bidrar til belåning. Disse sto for nærmere 80 prosent av belåningseffekten ved årsskiftet. Utover dette er det i hovedsak kortsiktige gjeldsposter for eksempel i form av uoppgjorte handler og lån i pengemarkedet som normalt bidrar til belåning. Belåning i porteføljen til Statens pensjonsfond utland er redusert noe i 2010 og har vært stabilt lav i perioden.

Tabell 12.12: Netto belåning

	Utgang 2009	1. kvartal 2010	2. kvartal 2010	3. kvartal 2010	Utgang 2010
Netto belåning i prosent av markedsverdi	3,1%	3,0%	2,7%	1,9%	2,1%

### Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier, kan kun benyttes dersom banken har etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i svært liten grad.

## Til Norges Banks representantskap

# Revisors beretning

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Regnskapsrapporteringen, som består av balanse per 31. desember 2010 og resultat som viser et årsresultat på kr 252.416 millioner, for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

### *Ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen*

Ledelsen er ansvarlig for utarbeidelsen av regnskapsrapporteringen og for at den gir en dekkende fremstilling i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge med de justeringer som fremgår av note om regnskapsprinsipper, og for slik intern kontroll som ledelsen finner nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av en regnskapsrapportering som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

### *Revisors oppgaver og plikter*

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

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

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

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

### *Konklusjon*

Vi mener at regnskapsrapporteringen i det alt vesentlige gir en dekkende fremstilling av den finansielle stillingen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2010 og av resultatet for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge med de justeringer som fremgår av note om regnskapsprinsipper.

Oslo, 2. mars 2011

### **Deloitte AS**

Aase Aa. Lundgaard  
Statsautorisert revisor

ISSN 1891-1331

**Design:** Burson-Marsteller v/ Erik Sand

**Foto:** NBIM, The Crown Estate (Regent Street) og iStockphoto.

**Illustrasjoner:** Erik Sand

**Papir:** Galerie Art Matt 250/150

**Produksjon:** 07 Gruppen AS

**Opplag:** 2500



**Norges Bank Investment Management (NBIM)**

Bankplassen 2

Postboks 1179 Sentrum

N-0107 Oslo

Tel.: +47 24 07 30 00

[www.nbim.no](http://www.nbim.no)