

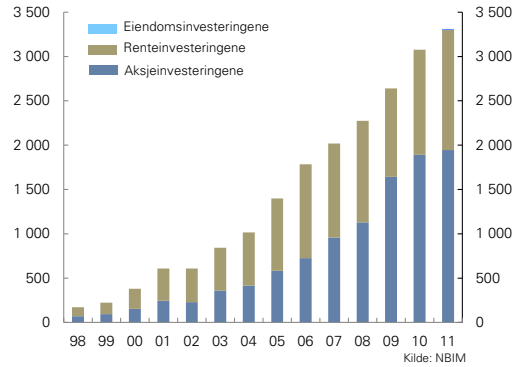
STATENS PENSJONSFOND UTLAND ÅRSRAPPORT



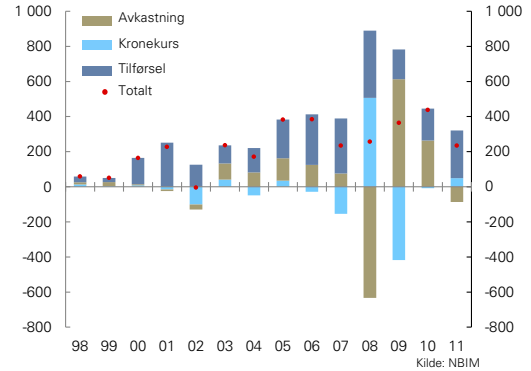
Hovedpunkter i 2011

- *Nedgang i de internasjonale aksjemarkedene ga Statens pensjonsfond utland en avkastning på -2,5 prosent, tilsvarende -86 milliarder kroner, i 2011.*
- *Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var -8,8 prosent, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på 7 prosent. Samlet var resultatet 0,1 prosentpoeng lavere enn avkastningen på fondets referanseindekser.*
- *Markedsverdien av fondet steg med 234 milliarder kroner til 3 312 milliarder kroner i 2011. Fondet ble tilført 271 milliarder kroner fra staten, som var de høyeste tilførslene siden 2008.*
- *Fondet gjennomførte i 2011 sine første investeringer i fast eiendom, og hadde ved utgangen av året andeler i 114 bygninger i London og Paris.*
- *Andelen av fondet som var eksternt forvaltet ble i løpet av året redusert til 145 milliarder kroner, eller 4,4 prosent av fondet, fra 283 milliarder kroner.*
- *Ved utgangen av 2011 var fondet investert med 58,7 prosent i aksjer, 41 prosent i rentepapirer og 0,3 prosent i eiendom.*

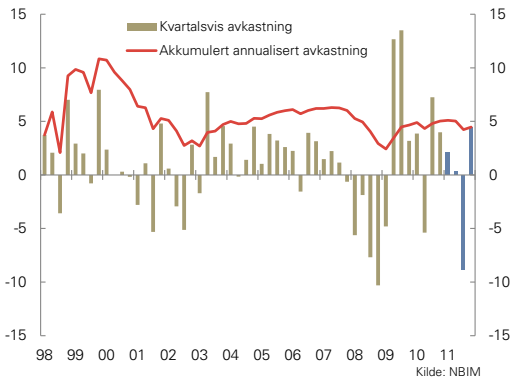
Markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



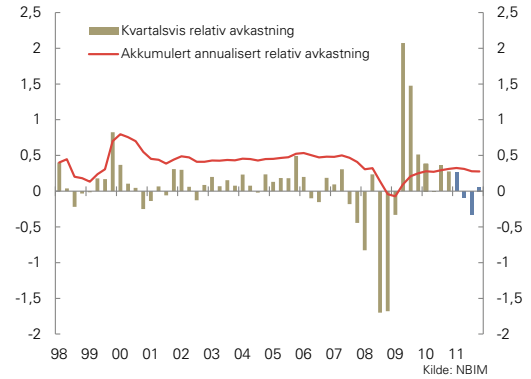
Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



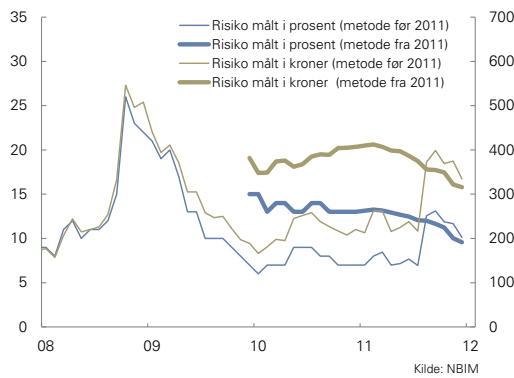
Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosentvis



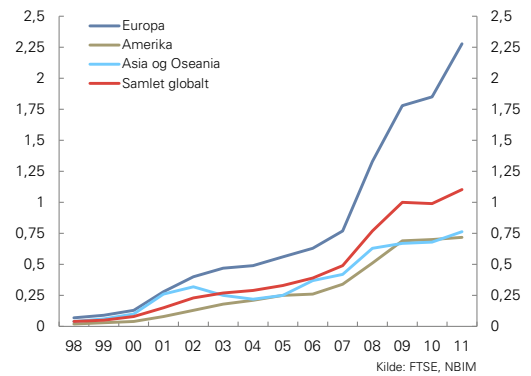
Kvartalsvis relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning for fondet, eksklusive eiendom. Prosentpoeng



Forventet absolutt volatilitet for fondet eksklusive eiendom. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse)



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



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



Innhold

Ledelsen	Øystein Olsen	En effektiv og åpen forvaltning	2
	Yngve Slyngstad	Enda et urolig år	4
Strategi	Styringsmodellen	Effektive systemer for kontroll og tilsyn	6
	Investeringsstrategien	Investerer for fremtidens generasjoner	8
Hovedtrekk i 2011	Finansmarkedenes utvikling	Økt uro i verdens kapitalmarkeder	10
	Markedsverdi	Stigning i fondets markedsverdi	14
	Avkastning	Aksjefall trekker resultatet ned	16
Forvaltningen	Aksjeforvaltningen	Europeisk uro gir aksjefall	18
	Renteforvaltningen	Oppgang for obligasjoner	22
	Eiendomsforvaltningen	Kjøper bygg i London og Paris	26
	Ekstern forvaltning	Nedgang i antall eksterne mandater	28
	Investeringsrisiko	Store svingninger i fondets verdier	32
Investeringene	Våre investeringer	En større aksjeeier i Europa	38
	Enkeltinvesteringer	Høyere eierandel i en rekke selskaper	42
Eierskapsutøvelsen	Satsingsområder	Sikrer langsiktige interesser	46
		Søkelys på barn, klima og vann	48
Organisasjonen	NBIM	Styrker organisasjonen for videre vekst	52
	Operasjonell risikostyring	Antallet uønskede hendelser falt med en tredjedel	56
Temaartikler	Eiendom	Eiendomsinvesteringer i Statens pensjonsfond utland	58
	Referanseindekser	Bruk av indekser i forvaltningen	66
Regnskap	Regnskapsrapportering		70
	Noter til regnskapsrapportering		75
	Revisjonsuttalelse		110

Publisert på www.nbim.no

[Beholdningslister](#)

[Stemmelister](#)

[Sammensetningen av referanseindeksene](#)

[Metoder for avkastningsberegning](#)

[GIPS-rapport](#)

[Vesentlige eksterne tjenesteleverandører](#)

[Månedlige avkastningstall](#)

Styringsmodellen og retningslinjene for fondets forvaltning er også tilgjengelige på våre nettsider



Øystein Olsen

En effektiv og åpen forvaltning

Statens pensjonsfond utland vokser. Både forvaltningen og rapporteringen tilpasses endringer i landskapet og rammebetingelsene. I 2011 investerte fondet for første gang i eiendom. Regnskapsrapporteringen for dette året er den første som avlegges etter den internasjonale standarden IFRS.

Gjennom Statens pensjonsfond utland investerer Norge en stor del av oljeinntektene i internasjonale markeder. Velferden i Norge må også i fremtiden bygge på den verdiskapingen som skjer innenfor landets grenser. Investeringene i fondet gjør at vi i tillegg vil motta en del av inntektene som skapes i verden rundt oss.

Regjering og Storting har fastsatt rammene for risiko i Statens pensjonsfond utland. Innenfor disse skal

forvaltningen skape høyest mulig avkastning. Norges Banks hovedstyre fastsetter nærmere retningslinjer for NBIMs forvaltning av fondet. Bankens målsetting er å skape merverdier gjennom forvaltningen. Vi skal ivareta eiernes langsiktige økonomiske interesser ved aktiv eierskapsutøvelse og ved å gjennomføre forvaltningsstrategiene effektivt.

Norges Bank har realisert stordriftsfordeler i forvaltningen

Vi er i stand til å forvalte fondet med et langsiktig perspektiv – til å ha is i magen i perioder med stor usikkerhet

de siste årene. Forvaltningskostnadene som andel av fondet har falt, selv om fondet investerer mer i aksjer og mer i fremvoksende markeder.

I 2011 er det tatt nye skritt for økt åpenhet i forvaltningen. Styrets mandat til NBIMs leder er revidert og publisert. Det samme er dokumenter som beskriver risikostyring, eierskapsutøvelse, organisasjon, ledelse og godtgjøring i NBIM. Regnskapsrapporteringen for 2011 er den første som avlegges fullt ut etter den internasjonale regnskapsstandarden IFRS. Dette gjør det lettere å sammenligne våre regnskaper med rapporteringen fra store internasjonale selskaper. Harmoniseringen gjelder også noteopplysningene, som er utvidet. Her finnes nå viktig informasjon blant annet når det gjelder gjenkjøpsavtaler, verdsettelse og sikkerheter.

Som investor skiller Statens pensjonsfond utland seg fra de fleste andre. Fondet er ikke avhengig av å låne for å investere, og det er ingen kortsiktige krav til likviditet. Vi er i stand til å forvalte fondet med et langsiktig perspektiv – til å ha is i magen i perioder med stor usikkerhet. Samtidig betyr størrelsen at vi kan utnytte investeringsmuligheter over hele verden, i mange typer aktivaklasser. Investeringer i realaktiva er i startfasen. I henhold til mandatet skal inntil 5 prosent av fondet plasseres i fast eiendom. Investeringer i realaktiva vil over

tid gi en god beskyttelse mot inflasjon, samtidig som den direkte avkastningen kan antas å være ganske stabil. Slike investeringer byr samtidig på nye utfordringer for å begrense risikoen og ansvaret for Norges Bank.

En av Norges Banks oppgaver i forvaltningen er å gi Finansdepartementet råd i strategiske spørsmål. Det siste året har banken gitt råd om investeringsstrategien på viktige områder. Dette gjelder både fordelingen mellom ulike aktivaklasser, fordelingen mellom de store regionene og ansvarsfordelingen mellom forvalter og eier. Målsettingen er å oppnå den best mulige avveiningen mellom risiko og forventet avkastning.

Oslo, 29. februar 2012



Øystein Olsen
leder for hovedstyret



Yngve Slyngstad

Enda et urolig år

2011 var enda et urolig år i verdens kapitalmarkeder. Tredje kvartal var det nest svakeste i fondets historie, med økende usikkerhet i gjeldsmarkedene og nedgang i aksjemarkedene. Denne utviklingen snudde i fjerde kvartal, og fondet endte året med en avkastning på -2,5 prosent, tilsvarende -86 milliarder kroner. Vi er forberedt på at fondets verdier kan svinge betydelig fra år til år.

Gjeldskrisen i euroområdet forsterket seg gjennom året, og rentene på statsgjeld i Sør-Europa steg ytterligere. Til gjengjeld falt rentene på tiårig statsgjeld fra store økonomier som USA, Tyskland og Storbritannia til rekordlave nivåer. Ved utgangen av året var de nominelle rentene på statsobligasjoner fra disse

landene under 2 prosent, mens realrentene var negative.

Vi kjøpte fra sommeren og ut året aksjer for mer enn 150 milliarder kroner i Europa. Dette var en del av den langsiktige strategien om å investere i aktiva som faller i pris, når vi tror de vil gi en høy avkastning på lang sikt.

Fondet investeres for fremtidige generasjoner, og i 2011 videreutviklet vi investeringsvirksomheten slik at vi i større grad kan dra nytte av fondets langsiktighet

Med noe over halvparten av fondet investert i Europa, har vi en betydelig interesse av at myndighetene lykkes i å håndtere de store strukturelle og monetære utfordringene som eurolandene står overfor.

Fondet investeres for fremtidige generasjoner, og i 2011 videreutviklet vi investeringsvirksomheten slik at vi i større grad kan dra nytte av fondets langsiktighet. Vi bygget opp en forvaltningsgruppe som allokterer midler til investeringsområder basert på langsiktige utviklingstrekk og risikoegenskaper. Vi styrket også analysekapasiteten innen aksjer, eiendom, kreditt og makroøkonomi. I tillegg dannet vi en gruppe som arbeider med det finasteoretiske grunnlaget for ulike deler av forvaltningen, og etablerte Det norske finansinitiativet.

Fondet ble i løpet av året tilført 271 milliarder kroner av statens oljeinntekter og hadde en markedsverdi på 3 312 milliarder kroner ved utgangen av 2011.

Forvaltningen av fondet skal sikre at disse betydelige verdiene kommer fremtidige generasjoner til gode, og vi bygger opp organisasjonen og investeringsstrategien med dette i sikte.

Oslo, 29. februar 2012



Yngve Slyngstad
leder for NBIM

Styringsmodellen

Effektive systemer for kontroll og tilsyn

Fondets styringsmodell sikrer kontroll og tilsyn, og gir gode rammer for den løpende forvaltningen.

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.

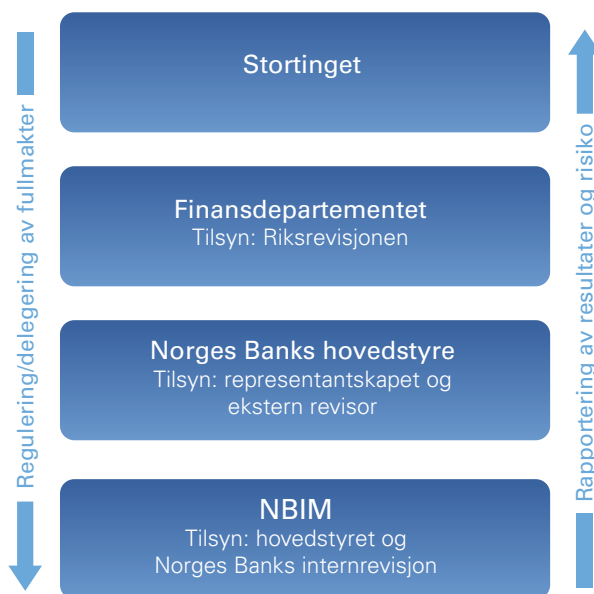
Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning, og har fastsatt de overordnede rammene i *Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland*. Norges Bank utfører forvaltningen av fondet, og bankens hovedstyre har delegert gjennomføringen av forvaltningen til Norges Bank Investment Management (NBIM). Bankens internrevisjon utfører oppfølging og tilsyn på vegne av hovedstyret.

Hovedstyrets rolle

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 strategi og retningslinjer for NBIMs forvaltningsvirksomhet. NBIM har som mål å skape verdier, ivareta eierens langsiktige finansielle interesser ved aktiv selskapsstyring og gjennomføre eierens forvaltningsstrategi på en kostnadseffektiv, betryggende og tillitvekkende måte. I tillegg til Statens pensjonsfond utland forvalter NBIM sentralbankens langsiktige valutareserver. NBIMs leder har ansvar og myndighet som daglig leder av forvaltningsenheten og rapporterer direkte til hovedstyret. Lederen mottar råd fra komiteer for ulike deler av forvaltningen.

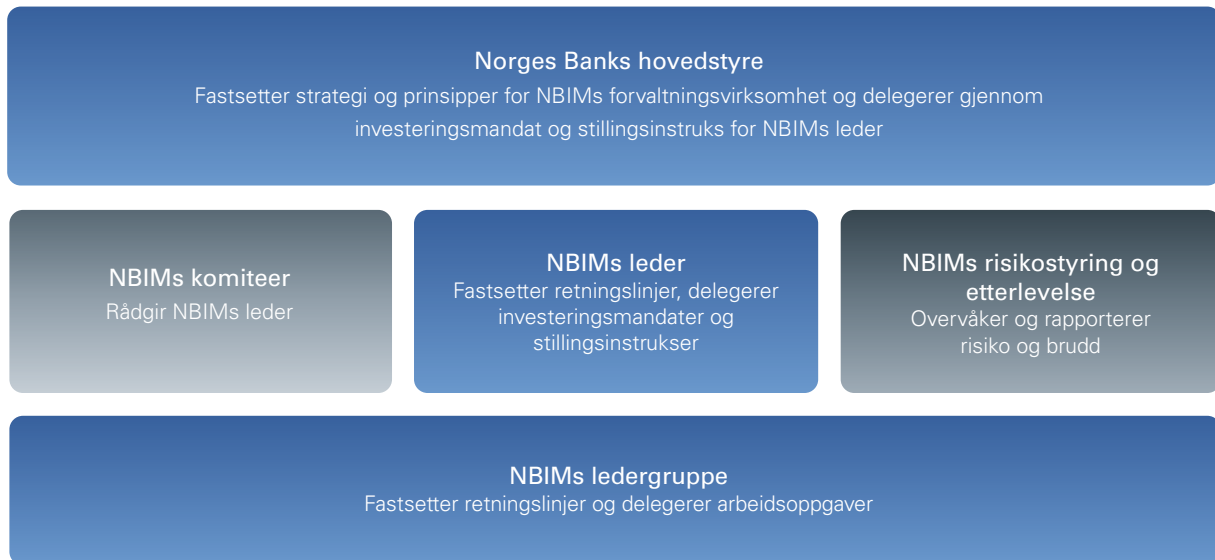
Hovedstyret mottar rapporter om fondets avkastning og risiko, i tillegg til rapporter om operasjonell risikostyring, intern kontroll og etterlevelse av regelverket for NBIM. Styret godkjenner også de offentlige kvartals- og årsrapportene om fondets forvaltning.



Hovedstyret har egne underutvalg for henholdsvis revisjon og kompensasjon, som er saksforberedende organer for hovedstyret. Kompensasjonsutvalget utarbeider blant annet innstillinger til hovedstyret om lønn 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 de samlede rammene for utbetalingen av slik kompensasjon. Revisjonsutvalget arbeider med saker knyttet til risikostyring og kontroll, i tillegg til regnskapsbehandling. Bankens internrevisjon er utvalgets sekretariat.

Representantskapet, tilsyn og revisjon

Representantskapet har 15 medlemmer som er oppnevnt av Stortinget. Det fører tilsyn med bankens drift, og med at reglene for bankens virksomhet blir fulgt.



Dette innebærer at representantskapet fører tilsyn med at hovedstyret har tilfredsstillende styring og kontroll med bankens virksomhet, og at det er etablert hensiktsmessige rutiner for å sikre at bankens virksomhet utøves i samsvar med lover, avtaler, vedtak og rammeverk

for øvrig. Representantskapet velger bankens eksterne revisor, godkjenner revisors godtgjørelse, vedtar bankens budsjett og fastsetter bankens årsregnskap. Det avgir også årlige rapporter til Stortinget om sitt arbeid.

Styrende dokumenter for kapitalforvaltningen

Hovedstyret reviderte i 2011 strukturen og innholdet i de styrende dokumentene for kapitalforvaltningen, som ble publisert på NBIMs nettsider. Enkelte av dokumentene fastsetter prinsipper for risikostyring, eierskapsutøvelse, organisasjon, ledelse og godtgjøring. I andre dokumenter delegerer styret ansvar og myndighet for forvaltningen av fondet til NBIMs leder.

Prinsipper for risikostyring i NBIM gir retningslinjer for identifisering, måling, styring og rapportering av risiko i forvaltningen. Dokumentet beskriver hvordan risikostyringen skal organiseres. Risiko deles i fire kategorier: markedsrisiko, kredittisiko, motpartsrisiko og operasjonell risiko. Innen hver av disse kategoriene pålegges NBIM spesifikke krav.

Prinsipper for eierskapsutøvelse i NBIM beskriver overordnede oppfatninger om selskapenes og styrenes rolle og ansvar, i tillegg til satsingsområdene og verktøyene i NBIMs eierskapsutøvelse.

Prinsipper for organisasjon og ledelse i NBIM gir bestemmelser om hvordan kapitalforvaltningen skal styres, inklusive rapporteringskrav. Dokumentet inneholder overordnede krav til den interne organiseringen av NBIM.

Prinsipper for godtgjøring av ansatte i NBIM beskriver strukturen i og vesentlige krav til godtgjøringssystemet i NBIM.

I *Stillingsinstruks for leder av NBIM* delegerer hovedstyret ansvar for alle NBIMs aktiviteter til NBIMs leder.

I *Investeringsmandatet for Statens pensjonsfond utland* delegerer hovedstyret et investeringsansvar til NBIMs leder. Mandatet bygger på fondets strategi og på forvaltningsmandatet som Finansdepartementet har fastsatt. Det inneholder blant annet utfyllende grenser for styring av investeringsrisiko.

Investeringsstrategien

Investerer for fremtidens generasjoner



NBIM søker å utnytte fondets langsiktighet og størrelse for å skape god avkastning og sikre verdier for fremtidige generasjoner.

Fondets overordnede investeringsstrategi fastsettes av Finansdepartementet, som bestemmer hvilke aktivaklasser og regioner det skal investeres i. Fondet skal være bredt investert, og 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.

Målet med forvaltningen er å oppnå en god avkastning på lang sikt ved å ta moderat risiko. NBIMs strategiplan for 2011–2013 legger vekt på forholdet mellom avkastning og risiko, og søker å dra større nytte av investeringsmulighetene som fondets størrelse og langsiktige perspektiv gir.

Langsiktige investeringer

Fondet investeres med tanke på fremtidige generasjoner.

Det har ingen klart definerte forpliktelser, er ikke avhengig av kortsiktig finansiering og er ikke underlagt særskilte reguleringer som kan tvinge frem uønskede tilpasninger på uheldige tidspunkter. Fondet kan derfor stå gjennom perioder med store bevegelser i kapitalmarkedene. Det kan også utnytte mulighetene som oppstår når andre investorer tvinges til å ha et kort investeringsperspektiv. Dette skjedde under finanskrisen i 2007–2009 og høsten 2011, da fondet foretok store aksjekjøp etter nedgang i aksjemarkedene.

NBIM videreutviklet i 2011 forvaltningen slik at vi i større grad kan dra nytte av fondets langsiktighet og størrelse. Vi bygget opp en forvaltningsgruppe som allokterer midler til investeringer i ulike regioner og aktiva, basert på deres langsiktige utviklingstrekk. Vi økte også antallet selskaper der vi har større langsiktige investeringer. I tillegg

Våre investeringsvalg er basert på grundige analyser, og vi styrket i 2011 analysekapasiteten innenfor aksjer, eiendom, kreditt og makroøkonomi

gjennomførte vi fondets første eiendomsinvesteringer og utviklet forvaltningen på dette området. Samtidig etablerte vi en ny operasjonell referanseportefølje for obligasjonsinvesteringer, og reduserte antallet obligasjoner fondet investeres i.

En god langsiktig avkastning på fondet avhenger av en bærekraftig økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig utvikling. Risiko knyttet til forhold som angår miljø, samfunn og styring av selskaper, vurderes ved større investeringer og i fondets eierskapsutøvelse. Vi etablerte i 2011 en database med informasjon om slik risiko. Omtrent 4 000 av de største selskapene fondet var investert i, var lagt inn i databasen ved utgangen av året.

Styrket analysekapasitet

Våre investeringsvalg er basert på grundige analyser, og vi styrket i 2011 analysekapasiteten innenfor aksjer, eiendom, kreditt og makroøkonomi. Vi etablerte en enhet for kredittanalyse og en enhet for analyse av den makroøkonomiske utviklingen i markedene. I tillegg dannet vi en gruppe som arbeider med det teoretiske grunnlaget for ulike deler av forvaltningen. I forbindelse med dette startet vi Det norske finansinitiativet (NFI), som skal fremme forskning og utdanning innenfor finans på områder som er av betydning for fondets langsiktige forvaltning. Slike områder omfatter aktivaprisering og porteføljeteori, selskapsfinansiering, eierstyring og selskapsledelse, i tillegg til mikrostrukturer i markedene.

Våre forvaltere analyserer aksjer, obligasjoner og eiendom innenfor sine spesialområder for å finne investeringer

som skal gi god avkastning over tid. Hver forvalter tar investeringsvalg innenfor rammene av et klart definert mandat, og resultatene måles løpende. For å øke kunnskapen om relevante bransjer har forvalterne og analytikerne i NBIM jevnlig kontakt med ledelsen og styret i bedriftene fondet investeres i. Vi hadde mer enn 2 200 møter med om lag 1 300 selskaper i 2011.

Operativ referanseportefølje

NBIM har utformet interne operative referanseporteføljer for aksjer og obligasjoner. De gjenspeiler hvilke typer verdipapirer vi mener representerer en nøytral og hensiktsmessig investeringsstrategi for fondet. Referanseporteføljene er utformet for å unngå uønsket risiko i deler av kapitalmarkedet som det ikke er naturlig å investere i, tatt i betraktning fondets størrelse, langsiktighet og formål. Referanseporteføljene er ikke basert på valg av enkelte verdipapirer som følger av aktiveinvesteringsstrategier, men på ulike grupper av verdipapirer som er valgt med utgangspunkt i sine avkastnings- og risikoegenskaper.

Vi endret i 2011 den interne operative referanseporteføljen for obligasjoner. Blant annet reduserte vi antall obligasjoner i referanseporteføljen til omtrent 5 000 fra om lag 11 000. Samtidig gikk vi over fra en markedsvekting til en BNP-vekting på eurodenominert statsgjeld i porteføljen. Det førte til en reduksjon i investeringene i statsobligasjoner fra noen av de mest gjeldstyngede europeiske landene. Vi økte også antall valutaer og land i referanseporteføljen, og inkluderte obligasjoner fra land som Kina, India og Indonesia.

14. januar: Et folkeopprør fører til at Tunisias regjering går av. Den såkalte arabiske våren fører i løpet av året til regimeendringer i land som Egypt og Libya.

17. mars: G7-landene gjennomfører koordinerte valutaintervensjoner for å hjelpe Japan med å unngå en videre styrking av yenen.

7. april: ESB hever styringsrenten med 25 basispunkter til 1,25%.

4. mai: EU og IMF kommer til enighet med Portugal om en redningspakke på 75 milliarder euro.

JANUAR 2011

MARS 2011

APRIL 2011

MAI 2011

11. mars: Japan rammes av et kraftig jordskjelv, med påfølgende tsunami og atomkraftulykke.

8. april: Prisen på Nordsjø-olje stiger til over 125 dollar per fat.

Finansmarkedenes utvikling

Økt uro i verdens kapitalmarkeder

Gjeldskrisen i Europa og svakere vekst i verdensøkonomien tynget aksjemarkedene i 2011, særlig i finanssektoren og i fremvoksende markeder. Investorenes søk etter tryggere investeringer ga oppgang for obligasjoner, som var aktivaklassen med sterkest utvikling.

Den to år lange statsgjeldskrisen gikk inn i en ny fase i 2011. Portugal ble i mai det tredje eurolandet etter Hellas og Irland som fikk finansiell støtte fra EU og Det internasjonale valutafondet (IMF). Frykt for at større økonomier som Italia og Spania også ville få betalingsproblemer, førte til betydelige prissvingninger i aksje- og rentemarkedene.

IMF advarte i september om alvorlige konsekvenser hvis europeiske myndigheter ikke lyktes i å hindre en spredning av gjeldskrisen. Valutafondet senket samtidig sine estimater for global vekst til 4 prosent i 2011 og 2012, ned fra tidligere prognoser på 4,3 prosent i 2011 og 4,5 prosent i 2012. I november sa Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling (OECD) at den var bekymret for euroens evne til å overleve, og kuttet vekstestimatene for de 34 OECD-landene til 1,9 prosent i 2011 og 1,6 prosent i 2012. Det var ned fra tidligere anslag på henholdsvis 2,3 prosent og 2,8 prosent.

Kredittvurderingsbyrået Standard & Poor's (S&P) reduserte 5. august USAs kredittverdighet til AA+ fra AAA, på grunn av bekymringer rundt håndteringen av landets gjeld. Nedgraderingen skjedde tre dager etter at USAs president Barack Obama og den amerikanske kongressen etter ukelange diskusjoner ble enige om å heve landets gjeldstak på 14 300 milliarder dollar. Partene avtalte også

å kutte offentlige utgifter i USA med 2 400 milliarder dollar over de neste ti årene.

VIX-indeksen, et viktig mål på forventede prissvingninger i det amerikanske aksjemarkedet, steg 8. august med 16 prosentpoeng til 48 prosent. Det var indeksens høyeste nivå siden mars 2009 og den største daglige økningen siden februar 2007. Ved utgangen av året var indeksen på 23 prosent, mot 18 prosent ved inngangen til året. Europas tilsvarende VStoxx-indeks økte i løpet av året med 8 prosentpoeng til 32 prosent.

I fremvoksende økonomier som Kina, verdens nest største økonomi, gikk myndighetene i løpet av 2011 over fra å bekjempe inflasjon gjennom rentehevinger til å forsøke å stimulere økonomien gjennom rentekutt og andre pengepolitiske tiltak. Den kinesiske sentralbanken hevet styringsrenten tre ganger for å bekjempe inflasjon, som i juli nådde det høyeste nivået på tre år. I november senket sentralbanken reservekravene for landets banker for første gang på tre år, for å stimulere økonomien etter svakere vekst mot slutten av året.

Prisene på metaller som kobber, aluminium og nikkel falt i løpet av året, drevet av forventninger om at lavere økonomisk vekst ville svekke etterspørselen. Kina sto for om lag 40 prosent av verdens kobberforbruk i 2011, mens

11. juli: Finansministrene fra de 17 eurolandene signerer traktaten som etablerer den europeiske stabilitetsmekanismen (ESM). Med en utlånsramme på 500 milliarder euro skal ESM fra 2013 gi finansiell støtte til europeiske land.

2. august: Et nytt gjeldstak vedtas i USA, etter at politisk uenighet forsinket beslutningen og bidro til usikkerhet i markedene.

5. august: Kredittvurderingsselskapet Standard & Poor's (S&P) nedgraderer USAs kredittverdighet for første gang i historien.

7. august: ESB sier at den vil gjenoppta kjøp av gjeld i dysfunksjonelle markeder for å sikre prisstabilitet.

8. august: VIX-indeksen stiger til 48 prosent, det høyeste nivået siden mars 2009.

31. august: Brasils sentralbank kutter styringsrenten bare seks uker etter sin siste pengepolitiske innstramning.

JULI 2011

7. juli: ESB hever styringsrenten med 25 basispunkter.

AUGUST 2011

31. juli: Inflasjonen i Kina når 6,5%. For å dempe inflasjonspresset hever sentralbanken reservekravet overfor bankene seks ganger i løpet av 2011. Banken hever også styringsrenten tre ganger.

11. august: Renten på tiårige italienske statsobligasjoner stiger over 7% for første gang i euroens historie.

eurolandene representerte rundt 20 prosent. Til gjengjeld steg referanseprisene for olje notert på børsene i London og New York for tredje år på rad, med henholdsvis 9 prosent og 17 prosent. Politisk uro i Midtøsten og Nord-Afrika vekket bekymringer om lavere oljeforsyninger fra disse regionene.

Nedgang i aksjemarkedene

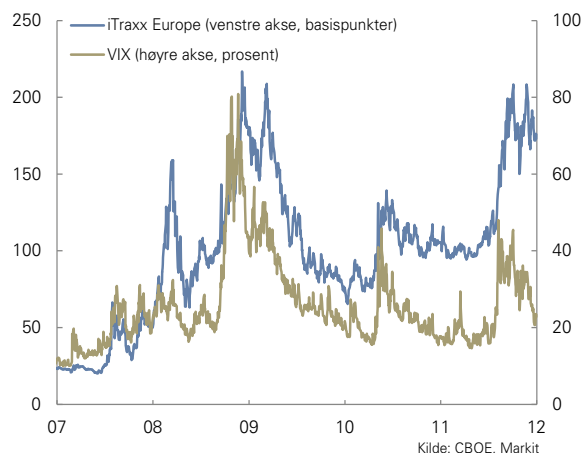
Den globale aksjeindeksen MSCI All-Country World Index falt 9 prosent i 2011 etter en oppgang på 10 prosent i 2010 og 32 prosent i 2009.

Bekymringene rundt statsfinansene smittet over på europeiske banker, som ble mindre villige til å gi hverandre lån. Differansen mellom rentenivået som bankene tilbød hverandre for usikrede lån i euro og det forventede rentenivået på innskudd i den europeiske sentralbanken mer enn doblet seg til 97 basispunkter ved utgangen av 2011, fra 41 basispunkter ved inngangen til året. Renten som bankene tilbød hverandre for lån i dollar, steg i desember til det høyeste nivået siden juli 2009.

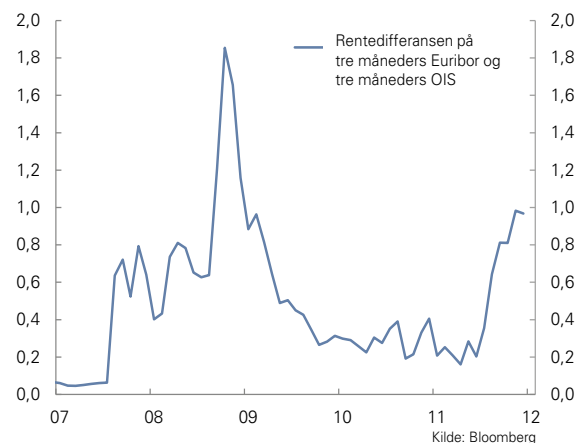
Europas toneangivende aksjeindeks Stoxx Europe 600 falt 11 prosent i 2011, ledet an av nedgang i banksektoren. Økende bekymringer rundt evnen til å betale statsgjeld i enkelte eurostater og frykt for banktap ved mislighold av slik gjeld sendte den europeiske banksektoren ned 32 prosent i året.

Det europeiske aksjemarkedet styrket seg noe etter å ha nådd et bunnpunkt i september. Myndighetene i eurolandene ble i andre halvår enige om å øke den finansielle støtten til land med betalingsproblemer.

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



Figur 1-2 Utviklingen i bankenes kostnader for å låne i euro, målt gjennom differansen mellom pengemarkedsrenten Euribor og swaprenten Overnight Indexed Swap (OIS). Prosentpoeng



5. september: Nigerias sentralbank varsler at den vil holde en andel av valutareservene i kinesiske yuan, for å diversifisere seg vekk fra dollaren.

21. september: FED lanserer Operasjon Twist fra oktober og frem til juni 2012, hvor kortere papirer for 400 milliarder dollar skal byttes mot obligasjoner med lengre løpetid.

6. oktober: Storbritannias sentralbank annonserer ytterligere kvantitative lettelser. Planlagte kjøp av statsobligasjoner økes med 75 milliarder til 275 milliarder pund.

SEPTEMBER 2011

6. september: Den sveitsiske sentralbanken annonserer at den vil intervensjonere for å holde francen svakere enn 1,20 mot euroen. Francen ble nesten like mye verdt som euroen i august på grunn av frykt for en kollaps av eurosamarbeidet.

OKTOBER 2011

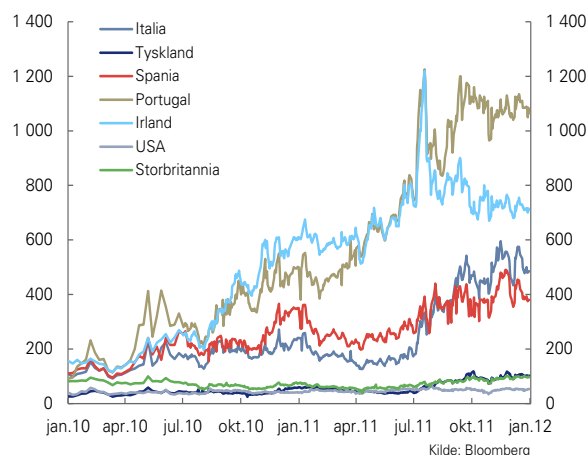
22. september: Renten på tiårige amerikanske statsobligasjoner faller til rekordlave nivåer.

I tillegg kuttet Den europeiske sentralbanken (ESB) styringsrenten i november og desember med totalt 50 basispunkter til 1 prosent for å stimulere veksten i økonomien. For å bedre bankenes finansieringsmuligheter og hindre kredittlstramminger gikk seks sentralbanker, inkludert den europeiske og den amerikanske, sammen i november om å tilby bankene billigere nødlån i dollar. ESB annonserte i tillegg i desember at den ville gi rekordhøye 489 milliarder euro i treårige lån til mer enn 500 banker.

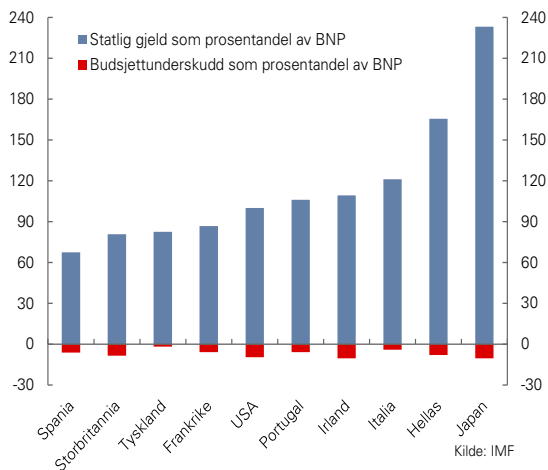
Den amerikanske aksjeindeksen Standard & Poor's 500 endte året uendret i 2011, etter oppgang i 2010 og 2009. Fallende aksjekurser på finansinstitusjoner og råvare-selskaper ble motvirket av stigende priser på selskaper i sektorene helse og konsumvarer. I begynnelsen av oktober falt S&P-indeksen til sitt laveste nivå for året, ned 14 prosent siden starten av året, etter at flere institusjoner senket vekstanslagene for USA og uroen rundt europeisk gjeld økte. Indeksen styrket seg mot slutten av året, hjulpet av tegn til bedring i den amerikanske økonomien og ESBs likviditetstiltak i desember.

I Asia falt aksjemarkedet for første gang på tre år i 2011, drevet av bekymringer rundt ringvirkningene av den europeiske gjeldskrisen og svakere vekstutsikter, særlig etter jordskjelvet og tsunamien som rammet Japan 11. mars. Naturkatastrofen stanset produksjonen ved en rekke fabrikker i Japan og forårsaket den alvorligste atomkraftulykken siden Tsjernobyl-eksplosjonen i 1986, på atomkraftverket Fukushima Daiichi. Aksjekursen til eieren av kraftverket, Tokyo Electric Power Co. (Tepco), falt 91 prosent i 2011. Aksjeindeksen MSCI Asia Pacific endte året ned 17 prosent.

Figur 1-3 Utviklingen i premier for kredittforsikring, statsgjeld. Basispunkter



Figur 1-4 Estimert statlig bruttogjeld og budsjettunderskudd i en rekke land i 2011, som andel av bruttonasjonalproduktet. Prosent



1. november: Mario Draghi overtar etter Jean-Claude Trichet som ny sentralbanksjef i ESB. To dager senere senker ESB styringsrenten i eurosonen med 25 basispunkter.

6. november: Den greske statsministeren George Papandreou går av. Hellas danner 11. november en koalisjonsregjering, ledet av ESBs tidligere vise-president, Lucas Papademos.

30. november: Seks sentralbanker gjennomfører en koordinert aksjon for å bedre likviditeten i bankmarkedene og unngå kredittilstramminger.

30. november: Kinas sentralbank kutter reservekravet til bankene for første gang på nesten tre år.

5. desember: Kredittvurderingsselskapet S&P advarer om en mulig nedgradering av Tyskland, Frankrike og 13 andre euro-medlemsland.

NOVEMBER 2011

16. november: Silvio Berlusconi fratrer som Italias statsminister. Mario Monti danner kort tid etter en teknokratregjering.

28. november: Israels sentralbank, som var den første til å heve styringsrenten i 2009, kutter styringsrenten med 25 basispunkter.

DESEMBER 2011

8. desember: ESB senker styringsrenten med ytterligere 25 basispunkter, og tilbyr bankene ubegrensede lån med tre års varighet.

Shanghai Composite-indeksen, som måler utviklingen i det kinesiske aksjemarkedet, gikk ned 22 prosent i 2011. Kinas økonomiske vekst avtok til 8,9 prosent i fjerde kvartal, det laveste nivået på ti kvartaler, som følge av tiltakene for å motvirke inflasjon.

Sterkt år for obligasjoner

Obligasjoner var aktivaklassen med høyest avkastning i 2011, drevet av økt etterspørsel etter antatt sikre statsobligasjoner fra blant annet USA, Storbritannia og Tyskland. Rentene på slike obligasjoner falt i løpet av året til rekordlave nivåer. Rentene på statsobligasjoner fra Italia og Spania, euroregionens tredje og fjerde største økonomier, steg til gjengjeld i andre halvår til de høyeste nivåene siden euroen ble innført, på grunn av økt frykt for mislighold av landenes gjeld.

ESB begynte i august å kjøpe statsgjeld fra land som Italia og Spania for å dempe uroen og stanse renteoppgangen på obligasjonene. Renten på tiårig spansk statsgjeld falt til 5,1 prosent ved utgangen av året, ned fra en topp på 6,7 prosent i november og 5,4 prosent ved starten av året. Renten på tiårige italienske statsobligasjoner steg derimot til 7,1 prosent fra 4,8 prosent i løpet av året. Ved utgangen av året hadde ESB kjøpt statsgjeld for om lag 215 milliarder euro siden banken begynte slike kjøp i mai 2010. Omtrent 140 milliarder euro ble kjøpt i 2011.

I Europa var utviklingen sterkest for britiske statsobligasjoner, som fikk en gjennomsnittlig avkastning på 17 prosent i 2011. Det var omtrent 7 prosentpoeng

høyere enn avkastningen på tysk statsgjeld, som ble holdt igjen av frykt for at eurosamarbeidet skulle kollapse. Standard & Poor's advarte i desember om en mulig nedgradering av kredittverdigheten til Tyskland, Frankrike og 13 andre euroland.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på omtrent 10 prosent i 2011, den høyeste siden 2008. I august varslet USAs sentralbank at den ville holde styringsrenten lav til midten av 2013 for å stimulere veksten i økonomien. I påfølgende måned annonserte banken at den ville bytte ut 400 milliarder dollar i kortsiktig gjeld i sine investeringer med obligasjoner med lengre løpetid for å få ned langsiktige rentenivåer. Tiltaket ble satt i gang etter at sentralbanken hadde hatt to runder med kvantitative lettelse, eller kjøp av obligasjoner, for totalt 2 300 milliarder dollar mellom mars 2009 og juni 2011.

I valutamarkedet falt verdien av euroen 3,3 prosent mot dollaren i 2011, og ble i desember handlet for under 100 yen for første gang siden 2001. Samtidig steg Japans yen 5,4 prosent mot dollaren, mens Kinas renminbi økte 4,7 prosent mot dollaren i løpet av året.

Markedsverdi

Stigning i fondets markedsverdi

Fondets markedsverdi steg med 234 milliarder kroner til 3 312 milliarder kroner i 2011, etter de høyeste tilførslene av nye midler på tre år.

Aksjeinvesteringenes markedsverdi økte med 54 milliarder kroner til 1 945 milliarder kroner ved utgangen av året, mens renteinvesteringene gikk opp 170 milliarder kroner til 1 356 milliarder kroner. Fondets første eiendomsinvesteringer ble gjennomført i 2011, og hadde en markedsverdi på 11 milliarder kroner ved utgangen av året.

Markedsverdien påvirkes av størrelsen på fondets avkastning, kapitaltilførsler og endringer i valutakurser. Fondet fikk en avkastning på -86 milliarder kroner i 2011. Tilførslene fra staten utgjorde 271 milliarder kroner, som var det høyeste nivået siden 2008. Kronekursen svekket seg mot flere av valutaene fondet investeres i, og det økte isolert sett markedsverdien med 49 milliarder kroner.

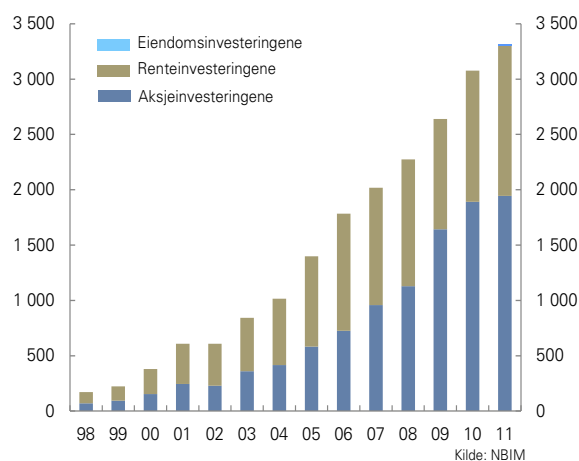
Ved utgangen av året var 83 prosent av fondets investeringer i pund, dollar, yen og euro. Verdien av kronen falt 1,9 prosent mot pundet, 2,7 prosent mot dollaren og 8,2

prosent mot yenen i løpet av året. Den styrket seg i samme periode 0,7 prosent mot euroen.

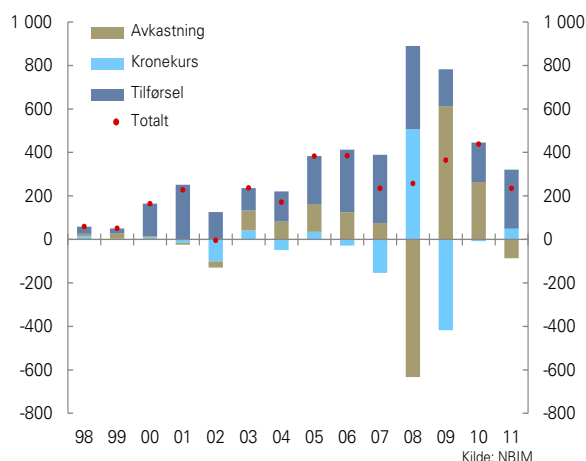
Fondet skal gradvis investeres i eiendom, slik at det etter hvert består av 60 prosent aksjer, 35 prosent rentepapirer og 5 prosent eiendom. Ved utgangen av 2011 var investeringene fordelt med 58,7 prosent i aksjer, 41 prosent i rentepapirer og 0,3 prosent i eiendom.

Aksjeandelen var lavere enn det langsiktige målet på 60 prosent fordi et sterkt fall i de globale aksjemarkedene reduserte verdien av beholdningen. Fondet bruker tilførslene først og fremst til å kjøpe aktivaklassen med svakest utvikling. Av fondets tilførsler på 271 milliarder kroner ble 69 prosent investert i aksjer, 27 prosent i rentepapirer og 4 prosent i eiendom i 2011.

Figur 2-1 Markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



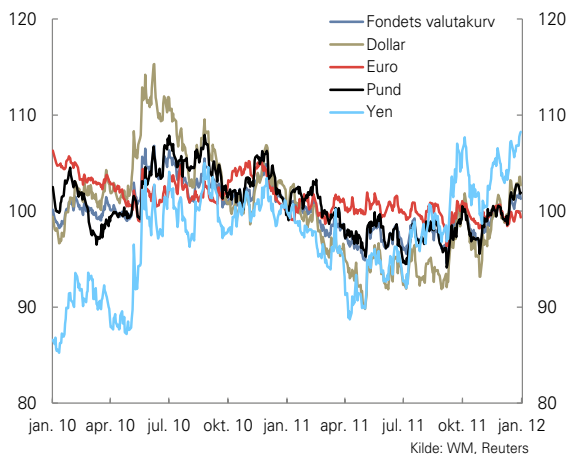
Figur 2-2 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



Tabell 2-1 Akkumulert avkastning siden 1996. Milliarder kroner

	2011	2010	4. kv. 2011	3. kv. 2011	2. kv. 2011	1. kv. 2011
Avkastningen på aksjeinvesteringene	226,0	394,8	226,0	103,6	432,2	446,9
Avkastningen på renteinvesteringene	434,2	351,4	434,2	421,3	376,8	357,8
Avkastningen på eiendomsinvesteringene	-0,2	-	-0,2	-0,4	-0,2	-
Fondets avkastning	659,9	746,2	659,9	524,6	808,8	804,7

Figur 2-3 Utviklingen i valutakurser i forhold til kronen. Indeksert 31.12.2010 = 100



Avkastning i internasjonal valuta

Fondet investeres i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Investeringene veksles ikke om til norske kroner i forbindelse med fondets fortløpende rapportering, og investeringene valutaskres ikke mot norske kroner. Endringer i kronekursen har ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Fondets avkastning måles derfor primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv og besto av 35 valutaer ved utgangen av 2011. Kronen svekket seg 1,2 prosent mot valutakurven gjennom året.

Avkastningstallene i tabell 2-1 og tabell 2-2 er målt i fondets valutakurv og oppgitt i kroner.

Tabell 2-2 Nøkkeltall per 31. desember 2011

	2011	2010	4. kv. 2011	3.kv. 2011	2.kv. 2011	1.kv. 2011
Markedsverdi (mrd. kroner)*						
Markedsverdien av aksjeinvesteringene	1 945	1 891	1 945	1 699	1 881	1 900
Markedsverdien av renteinvesteringene	1 356	1 186	1 356	1 346	1 226	1 197
Markedsverdien av eiendomsinvesteringene	11	-	11	10	4	4
Markedsverdien av fondet	3 312	3 077	3 312	3 055	3 111	3 102
Tilførsel*						
Tilførsel*	271	182	102	78	53	38
Fondets avkastning	-86	264	135	-284	4	59
Endring som følge av svingninger i kronekursen	49	-8	19	150	-48	-73
Endring i markedsverdien	234	437	257	-56	9	24
Kostnader i forvaltningen (prosent)						
Beregnete innfasingskostnader	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Annualiserte forvaltningskostnader	0,08	0,11	0,08	0,08	0,08	0,08
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996 (mrd. kroner)						
Samlet brutto tilførsel	2 782	2 508	2 782	2 679	2 601	2 547
Samlede forvaltningskostnader	19	16	19	18	17	17
Samlet tilførsel etter forvaltningskostnader	2 763	2 492	2 763	2 661	2 583	2 530
Samlet avkastning	660	746	660	525	809	805
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-111	-160	-111	-131	-281	-233
Fondets markedsverdi	3 312	3 077	3 312	3 055	3 111	3 102
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	641	730	641	507	791	788

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

Avkastning

Aksjefall trekker resultatet ned

Nedgang i de internasjonale aksjemarkedene ga fondet en avkastning på -2,5 prosent i 2011. Det var det tredje svakeste året i fondets historie.

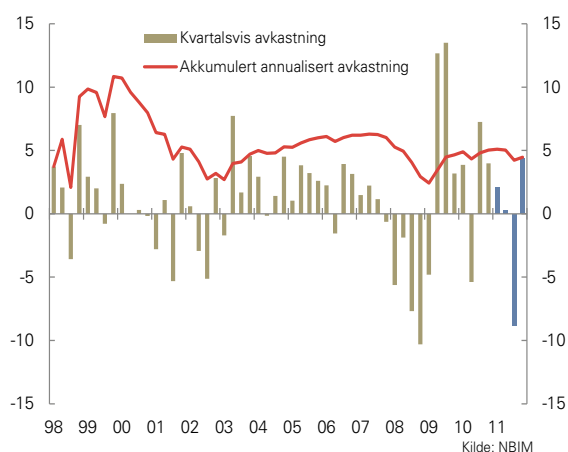
Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var -8,8 prosent, målt i internasjonal valuta, drevet av kursfall i aksjemarkedene i Asia, USA og særlig Europa. Renteinvesteringene fikk en avkastning på 7 prosent, hjulpet av stigende priser på obligasjoner. Avkastningen på eiendomsinvesteringene var -4,4 prosent som følge av engangskostnader ved transaksjoner. Totalt var årsresultatet det tredje svakeste siden fondets oppstart.

Avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for aksjer og obligasjoner, som er utarbeidet av henholdsvis FTSE Group og Barclays Capital. I 2011 var avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer 0,1 prosentpoeng lavere enn referanseindeksenes avkastning.

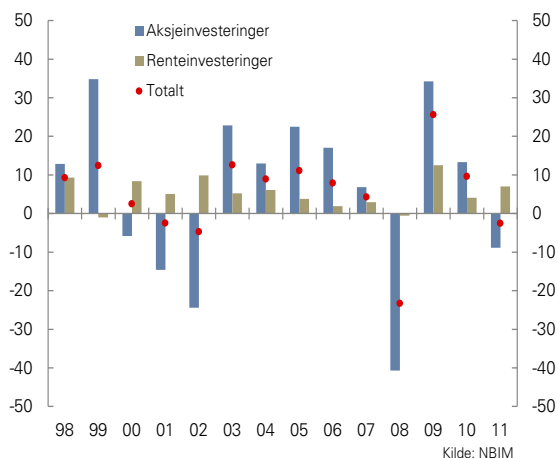
Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 0,48 prosentpoeng under referanseindeksens avkastning, mens avkastningen på fondets renteinvesteringer var 0,52 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning. Den relative avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer oppgis ikke fordi investeringene var i en oppbyggingsfase i 2011.

Fondet hadde i perioden 1. januar 1998 til 31. desember 2011 en brutto årlig avkastning på 4,5 prosent, målt i internasjonal valuta. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning utgjorde det en netto årlig realavkastning på 2,4 prosent.

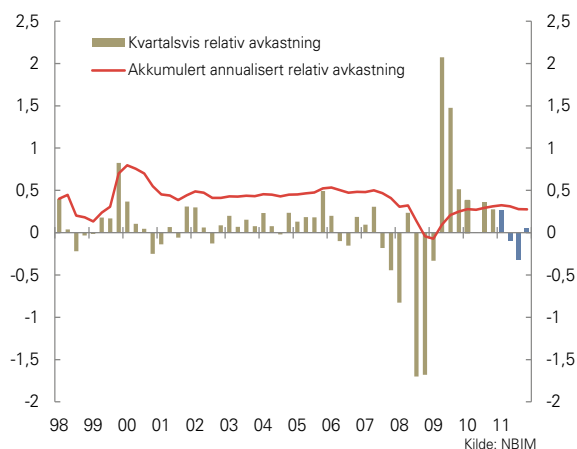
Figur 3-2 Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



Figur 3-1 Fondets årlige avkastning siden 1998. Prosent



Figur 3-3 Kvartalsvis relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning for fondet, eksklusive eiendom. Prosentpoeng



Tabell 3-1 Avkastningstall per 31. desember 2011

	2011	2010	4. kv. 2011	3. kv. 2011	2. kv. 2011	1. kv. 2011
Avkastning målt i internasjonal valuta						
Avkastningen på aksjeinvesteringene (prosent)	-8,84	13,34	7,36	-16,95	-0,65	2,91
Avkastningen på renteinvesteringene (prosent)	7,03	4,11	0,74	3,65	1,78	0,72
Avkastningen på eiendomsinvesteringene (prosent)	-4,37	-	0,44	-0,10	-4,70	-
Fondets avkastning (prosent)	-2,54	9,62	4,39	-8,80	0,29	2,06
Fondets avkastning eksklusive eiendom (prosent)						
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	-2,42	8,57	4,35	-8,49	0,39	1,80
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,13	1,06	0,06	-0,33	-0,09	0,27
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,48	0,73	0,12	-0,50	-0,16	0,13
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,52	1,53	-0,01	-0,00	0,03	0,48
Forvaltningskostnader (prosentpoeng)						
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,11	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	-2,63	9,52	4,37	-8,82	0,27	2,04
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Avkastningen på aksjeinvesteringene	-7,77	13,21	7,94	-12,85	-2,32	0,37
Avkastningen på renteinvesteringene	8,30	3,99	1,28	8,76	0,07	-1,76
Avkastningen på eiendomsinvesteringene	-0,79	-	0,99	4,83	-6,30	-
Fondets avkastning	-1,39	9,49	4,96	-4,30	-1,39	-0,45
Fondets avkastning eksklusive eiendom	-1,39	9,49	4,97	-4,32	-1,38	-0,45

Tabell 3-2 Historiske nøkkeltall per 31. desember 2011. Annualiserte tall målt i internasjonal valuta

	Siste 12 måneder	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden 1.1.1998
Fondets avkastning (prosent)	-2,54	10,30	1,42	4,16	4,48
Avkastningen på aksje- og renteinvesteringene (prosent)	-2,55	10,30	1,42	4,16	4,48
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner	-2,42	8,78	1,49	3,95	4,20
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,13	1,52	-0,07	0,21	0,28
Standardavvik (prosent)					
	8,42	10,53	11,01	8,45	7,82
Faktisk relativ volatilitet på aksje- og renteinvesteringene (prosentpoeng)					
	0,44	0,83	1,23	0,90	0,79
Informasjonsrate (IR)* på aksje- og renteinvesteringene					
	-0,30	1,83	-0,06	0,24	0,35
Fondets brutto årlige avkastning (prosent)					
	-2,54	10,30	1,42	4,16	4,48
Årlig prisvekst (prosent)					
	2,77	2,19	2,22	2,14	1,91
Årlige forvaltningskostnader (prosent)					
	0,08	0,11	0,10	0,10	0,10
Årlig netto realavkastning (prosent)					
	-5,25	7,83	-0,89	1,87	2,42

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

Tabell 3-3 Bidraget fra forvaltningsområdene til fondets relative avkastning i 2011. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt*
Aksjeforvaltning	-0,02	-0,33	-0,34
Renteforvaltning	-0,02	0,24	0,21
Totalt	-0,04	-0,09	-0,13

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

Tabell 3-4 Fondets avkastning i 2011, målt i ulike valutaer. Prosent

	USD	EUR	GBP
Fondets avkastning	-3,96	-0,75	-3,25

Aksjeforvaltningen

Europeisk uro gir aksjefall



Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på -8,8 prosent i 2011, i stor grad drevet av nedgang i Europa, der fondet hadde halvparten av sine aksjer ved utgangen av året.

Frykten for en forverring av den europeiske gjeldskrisen og tegn til svakere vekst i verdensøkonomien reduserte i 2011 investorenes risikoappetitt. Dette førte til nedgang i de fleste av fondets aksjesektorer.

Investeringene i sektorene materialer og industri, som er særlig sensitive for økonomisk vekst, fikk en avkastning på henholdsvis -22,2 prosent og -13,8 prosent, målt i internasjonal valuta. En rekke institusjoner, inkludert Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling (OECD), nedjusterte sine anslag for vekst i verdensøkonomien etter svakere utvikling enn ventet i Europa og USA. OECD advarte i november også om faren for et større globalt tilbakeslag hvis myndighetene ikke gjennomførte tiltak som stimulerte vekst og hindret en forverring av gjeldskrisen.

Fondets finansaksjer fikk en avkastning på -19,2 prosent i 2011, og var sektoren med svakest utvikling etter materialer. Nedgangen var størst i Europa, der anslag for bankenes inntjening ble senket på grunn av faren for lavere økonomisk vekst og eventuelle tap ved mislighold av statsgjeld. Fondets europeiske finansaksjer fikk en avkastning på -24,8 prosent, målt i internasjonal valuta, mens amerikanske og asiatiske finansaksjer fikk en avkastning på henholdsvis -11,1 prosent og -17,7 prosent. Finans var fondets største aksjesektor og sto for 19,8 prosent av beholdningen ved utgangen av året.

Olje- og gassaksjer utgjorde 11,6 prosent av aksjeinvesteringene, og fikk en avkastning på -2,4 prosent. Referanseprisene for olje notert på børsene i London og New York økte med henholdsvis 8,6 prosent og



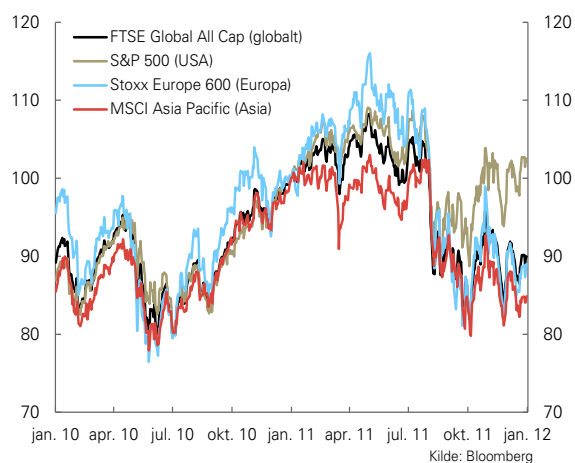
17 prosent i 2011, drevet av bekymringer for lavere oljeforsyninger fra Midtøsten og Nord-Afrika som følge av politisk uro i regionene. Aksjekursene til oljeprodusentene Royal Dutch Shell og Exxon Mobil steg med henholdsvis 13,8 prosent og 15,9 prosent i 2011. Selskapene var blant fondets ti største aksjeinvesteringer ved utgangen av året.

Investeringene i helsesektoren fikk en avkastning på 10,2 prosent i 2011, og var det eneste aksjeområdet med oppgang. Sektoren, som sto for 9,5 prosent av aksjebeholdningen ved utgangen av året, anses ofte som en tryggere investering i urolige markeder.

Resultat per region

Fondets aksjeinvesteringer fordeles med 50 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika, Afrika og Midtøsten og 15

Figur 4-1 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder, målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2010 = 100



prosent i Asia og Oseania. I 2011 var den regionale avkastningen på henholdsvis -12,1 prosent, -2,4 prosent og -15,5 prosent, målt i internasjonal valuta.

Den største beholdningen av aksjer i et enkeltland var i USA og utgjorde 30,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer ved utgangen av 2011. Deretter fulgte Storbritannia med 16,3 prosent, Frankrike med 6,9 prosent, Sveits med 6,3 prosent, Tyskland med 5,8 prosent og Japan med 5,6 prosent.

Japanske aksjer sto for 40 prosent av fondets aksjeinvesteringer i Asia og Oseania og fikk en avkastning på -18,7 prosent i 2011, målt i lokal valuta. Jordskjelvet og tsunamien som rammet Japan 11. mars, stanset produksjonen ved fabrikkene til blant annet Toyota, Honda, Fujitsu og Sony. I tillegg ble atomkraftverket Fukushima Daiichi, som ligger nord for Tokyo, utsatt for en alvorlig ulykke. Aksjekursen til Tokyo Electric Power Co. (Tepco), eieren av kraftverket, gikk ned 91 prosent og sto for fondets største verdifall i et japansk selskap i 2011.

Aksjeinvesteringene i de fire største fremvoksende økonomiene, Brasil, Russland, India og Kina, utviklet seg

svakt ettersom investorenes risikovilje avtok. Investeringer i fremvoksende markeder svinger typisk mer i verdi enn i utviklede økonomier. MSCI Emerging Markets-indeksen, som måler utviklingen i aksjemarkedene i 21 fremvoksende økonomier, falt 20,4 prosent i 2011 etter en oppgang på 16,4 prosent året før. Til sammenligning falt Europas toneangivende Stoxx 600-indeks 11,3 prosent i 2011, mens den amerikanske Standard & Poor's 500-indeksen avsluttet året uendret. Fondets aksjer fikk i samme periode en avkastning på -10,1 prosent i Brasil, -19,5 prosent i Russland, -34,4 prosent i India og -21,8 prosent i Kina, målt i lokale valutaer. Investeringene i disse landene sto for 5 prosent av aksjebeholdningen ved utgangen av året.

I Midtøsten og Nord-Afrika gikk aksjemarkedene ned etter folkeopprøret som startet i Tunisia i begynnelsen av 2011 og spredte seg til blant annet Algerie, Egypt, Bahrain, Libya og Syria. Opprøret førte til regimeendringer i flere land, inkludert Egypt, som stengte børsen i nesten to måneder. Fondets aksjeinvesteringer i Midtøsten og Nord-Afrika sto for 0,2 prosent av aksjebeholdningen og fikk en avkastning på -28,5 prosent i 2011, målt i internasjonal valuta.

Tabell 4-1 Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer

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

Tabell 4-2 Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer i 2011. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastningen i internasjonal valuta	Andel av aksjebeholdningen
Finans	-19,17	19,76
Industri	-13,77	13,13
Konsumvarer	-3,61	12,72
Olje og gass	-2,37	11,56
Helse	10,23	9,52
Konsumtjenester	-2,92	8,98
Teknologi	-5,32	7,87
Materialer	-22,24	7,82
Telekommunikasjon	-2,32	4,40
Kraft- og vannforsyning	-9,75	4,25

Enkeltinvesteringer

Enkeltinvesteringen som bidro mest til fondets avkastning i 2011, var Apple, produsenten av blant annet iPad og iPhone. Deretter fulgte den britiske legemiddelprodusenten GlaxoSmithKline og oljeselskapet Exxon i USA. Det største verdifallet i et enkeltstående selskap var i den franske banken Société Générale, fulgt av den tyske bilprodusenten Daimler og HSBC Holdings, en britisk bank.

Globalt hentet børsnoteringer av nye selskaper omtrent 162 milliarder dollar i 2011, en nedgang på 42 prosent fra 2010, ifølge Bloomberg. Avtagende risikovilje blant investorene fikk selskaper til å avlyse eller utsette planlagte børsnoteringer for om lag 48 milliarder dollar i 2011, det meste siden 2008. Disse inkluderte noteringen av den spanske lotterioperatøren Sociedad Estatal Loterías & Apuestas del Estado, Siemens lysenhet Osram og den kinesiske aluminiumsprodusenten China Hongquiao. Totalt falt børsnoterte selskapers salg av nye og eksisterende aksjer til omtrent 560 milliarder dollar i 2011 fra 804 milliarder dollar i 2010.

Det største aksjesalget fondet deltok i som kjøper, var

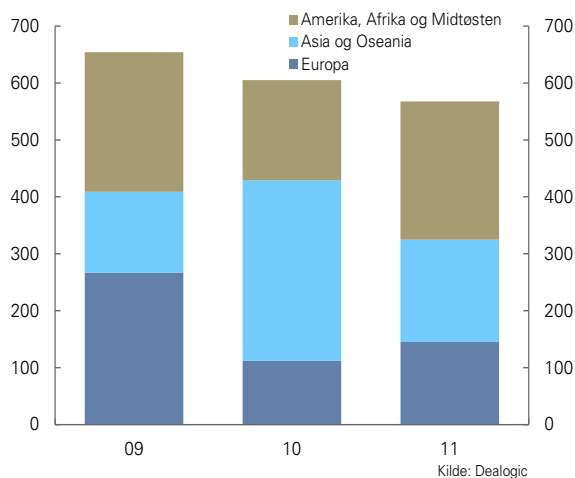
i den sveitsiske råvareleverandøren Glencore International, som i mai utstedte aksjer for 6 milliarder pund, tilsvarende 54 milliarder kroner. Deretter fulgte det amerikanske forsikringsselskapet American International Group og tyske Commerzbank, som solgte aksjer for henholdsvis 8,7 milliarder dollar og 5,3 milliarder euro.

Aksjeforvaltningens relative avkastning

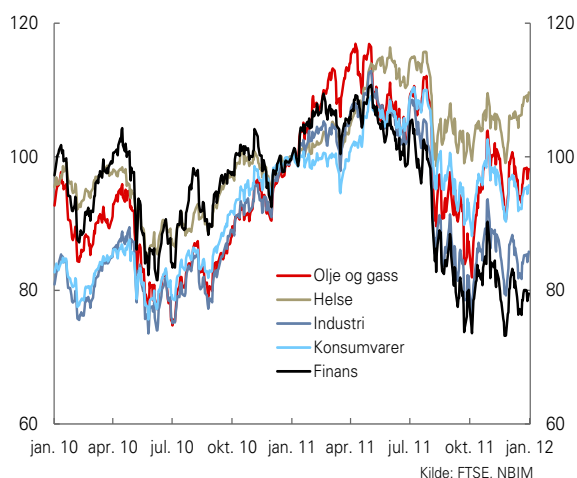
Fondet eide aksjer i 8 005 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2011. Investeringene måles mot en indeks fra FTSE Group, som besto av 7 265 børsnoterte selskaper.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 0,48 prosentpoeng lavere enn referanseindeksens avkastning i 2011. Det er aksjeforvaltningens nest svakeste resultat i forhold til referanseindeksen siden fondets oppstart. Blant de ulike sektorene fondet investeres i, var avkastningen på investeringene i materialesektoren og olje- og gasssektoren mest negativ i forhold til referanseindeksen, mens avkastningen på teknologiaksjer og finansaksjer var mest positiv. Blant de ulike landene fondet investeres i, var avkastningen på aksjer i USA og Hong Kong mest negativ i forhold til referanseindeksen, mens avkastningen på spanske og franske aksjeinvesteringer var mest positiv.

Figur 4-2 Volum på åpne emisjoner og emisjoner med tilskuddsrettigheter blant selskapene i aksjeindeksen. Milliarder dollar



Figur 4-3 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2010 = 100



Renteforvaltningen

Oppgang for obligasjoner

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 7 prosent i 2011, hjulpet av prisoppgang på de antatt sikreste statsobligasjonene.

Rentene på statsobligasjoner fra land som USA, Tyskland og Storbritannia falt i løpet av året til rekordlave nivåer på grunn av økt etterspørsel fra investorer som søkte tryggere investeringer. Til gjengjeld var rentene på greske, portugisiske, italienske, spanske og irske statsobligasjoner i perioder opp på de høyeste nivåene siden euroen ble innført, drevet av usikkerhet rundt landenes evne til å betjene sin gjeld. Renten en investor krever for å låne ut penger gjennom en obligasjon, vil normalt stige når forventningene om mislighold øker. Prisen på obligasjonen vil samtidig falle.

Renten på tiårige italienske statsobligasjoner steg til 7,1 prosent ved utgangen av 2011 fra 4,8 prosent ett år tidligere, mens renten på tiårige portugisisk statsgjeld økte i samme periode til 13,4 prosent fra 6,6 prosent. Den europeiske sentralbankens kjøp av enkelte lands statsobligasjoner i andre halvår bremsset noe av renteoppgangen. Renten på tiårige spansk statsgjeld falt til 5,1 prosent ved utgangen av året fra en topp på 6,7 prosent i november.

Renten på tiårige tysk statsgjeld, som brukes som en referanse for europeisk statsgjeld, falt i løpet av året til 1,8 prosent fra 3 prosent.

Prisoppgang på statsobligasjoner

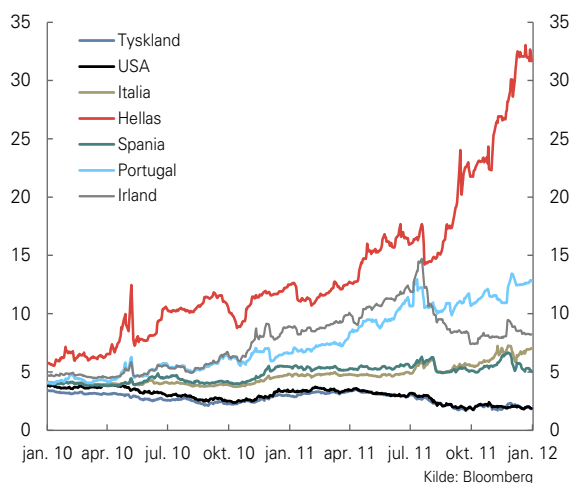
Fondets beholdning av statsobligasjoner fikk en avkastning på 10,5 prosent i 2011, målt i internasjonal valuta. Stigende priser på tyske, franske, amerikanske, britiske og japanske statsobligasjoner veide opp for prisfall på statsobligasjoner fra enkelte europeiske land. Avkastningen på eurodenominerte statsobligasjoner var på 4,1 prosent, mens avkastningen på britisk, amerikansk og japansk statsgjeld var på henholdsvis 21,4 prosent, 16,6 prosent og 1,7 prosent, målt i sine respektive valutaer. Statsobligasjoner sto for 46,1 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som European Investment Bank, Kreditanstalt für Wiederaufbau og Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale. Slike verdipapirer sto for 13,4 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året og fikk en avkastning på 5,9 prosent, målt i internasjonal valuta.

Sterkest for realrenteobligasjoner

Realrenteobligasjoner, som nesten utelukkende utstedes av stater, var sektoren som steg mest av fondets renteinvesteringer med en avkastning på 11 prosent i 2011,

Figur 5-1 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Tabell 5-1 Avkastningen på fondets renteinvesteringer

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

Tabell 5-2 Avkastningen på fondets obligasjoner i 2011. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastningen i internasjonal valuta	Andel av obligasjonsbeholdningen
Statsobligasjoner	10,52	46,14
Statsrelaterte obligasjoner	5,87	13,35
Realrenteobligasjoner	10,95	7,96
Selskapsobligasjoner	5,52	14,19
Pantesikrede obligasjoner	3,48	18,36

målt i internasjonal valuta. Økt etterspørsel etter de antatt sikreste investeringene løftet prisene på amerikanske, britiske og tyske realrenteobligasjoner, som sto for 60 prosent av fondets investeringer i sektoren. Mot slutten av året bidro forventninger om lavere inflasjon i disse landene til å dempe noe av prisoppgangen på obligasjonene, som skal beskytte investorer mot stigende inflasjon.

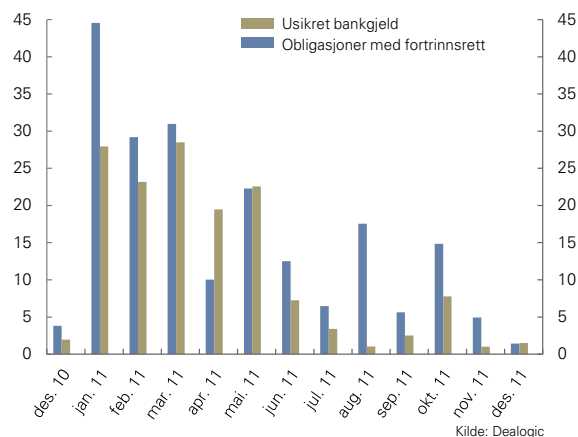
Renten en investor mottar fra en realrenteobligasjon, er en realrente som er justert for løpende inflasjon. I 2011 falt realrenten på tiårige amerikanske realrenteobligasjoner til -0,11 prosent ved utgangen av året fra 0,97 prosent ved inngangen til året. Realrenten på tiårige britiske realrenteobligasjoner gikk i samme periode ned til -0,58 prosent fra 0,59 prosent, mens realrenten på tiårige tyske realrenteobligasjoner falt til -0,13 prosent fra 1,04 prosent. Realrenteobligasjoner utgjorde 8 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

Pantesikret og selskapsgjeld svakest

Pantesikrede obligasjoner, som er obligasjoner utstedt av banker med pant i blant annet boliglån, var sektoren med lavest avkastning blant fondets renteinvesteringer, fulgt av selskapsobligasjoner. Obligasjoner i begge sektor-ene steg i pris i 2011, men oppgangen var mindre sammenlignet med de antatt sikreste statsobligasjonene.

Eurodenominerte obligasjoner med fortrinnsrett sto for omtrent 70 prosent av fondets investeringer i pantesikrede obligasjoner ved utgangen av 2011. Spanske

Figur 5-2 Utstedelser av eurodenominerte obligasjoner med fortrinnsrett og usikret bankgjeld. Milliarder euro



obligasjoner med fortrinnsrett var den største beholdningen for et enkeltland og utgjorde 23 prosent av investeringene i denne sektoren. Gjennom 2011 var det økende bekymringer for banktap på grunn av mislighold av spansk statsgjeld. Det bidro til at investorene krevde en stadig høyere rente som kompensasjon for å kjøpe obligasjoner utstedt av spanske banker. Rentedifferansen mellom spanske obligasjoner med fortrinnsrett og antatt sikrere tysk statsgjeld økte i løpet av året med omtrent 1,6 prosentpoeng.

Frykten for mulige tap på grunn av mislighold av statsgjeld reduserte også investorenes interesse for usikret gjeld utstedt av finansinstitusjoner, som sto for 43 prosent av fondets selskapsobligasjoner ved utgangen av 2011. Utstedelser av usikret eurodenominert bankgjeld falt til 146 milliarder euro i 2011 fra 242 milliarder euro i 2010. Utstedelser av eurodenominerte obligasjoner med fortrinnsrett var på 200 milliarder euro i 2011, mot 194 milliarder euro året før, i følge Dealogic.

Pantesikrede obligasjoner utgjorde 18,4 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av 2011 og fikk en avkastning på 3,5 prosent, målt i internasjonal valuta. Selskapsobligasjoner sto for 14,2 prosent av obligasjonsbeholdningen og fikk en avkastning på 5,5 prosent, målt i internasjonal valuta.

Nedgang i nye gjeldsutstedelser

Globalt falt utstedelser av nye obligasjonslån til 10 787 milliarder dollar i 2011 fra 11 126 milliarder dollar i 2010, ifølge Dealogic. Nasjonale stater sto for 5 750 milliarder dollar, ned fra 6 182 milliarder dollar året før. Obligasjoner utstedt av finanssektoren utgjorde 3 481 milliarder dollar, mot 3 474 milliarder dollar ett år tidligere.

I 2011 var fondets tre største deltagelser i enkeltutstedelser av nye obligasjoner utenom statspapirer i Canadian Imperial Bank, Swedbank og Bank of Nova Scotia. Samtlige utstedelser var av obligasjoner med fortrinnsrett.

Fondet reduserte i 2011 beholdningen av italienske og spanske statsobligasjoner, og økte investeringene i amerikanske og britiske statsobligasjoner. I tillegg solgte fondet det meste av beholdningen av obligasjoner utstedt av de amerikanske boliglåninstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac.

Renteforvaltningens relative avkastning

Fondet var investert i 5 215 obligasjoner fra 1 404 utstedere ved utgangen av 2011. Investeringene måles mot en indeks fra Barclays Capital, som besto av 11 430 obligasjoner fra 2 315 utstedere.

Avkastningen på fondets renteinvesteringer var 0,52 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning

i 2011. Siden fondets oppstart er det renteforvaltningens tredje høyeste meravkastning i forhold til referanseindeksen. Fondets investeringer i usikrede obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner og investeringer i japanske realrenteobligasjoner bidro særlig positivt til meravkastningen, mens statsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner i Europa bidro negativt.

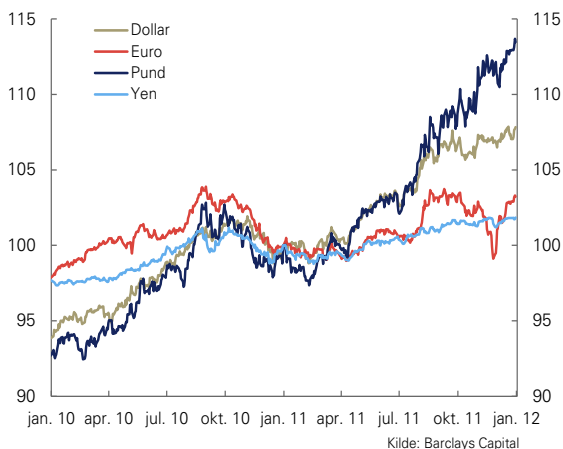
Den operative referanseporteføljen

NBIMs interne operative referanseportefølje for obligasjoner gjenspeiler hvilke obligasjoner vi mener det er naturlig for fondet å investere i over tid. I 2011 reduserte vi antall typer obligasjoner i referanseporteføljen, og tok blant annet ut amerikanske boliglånobligasjoner og obligasjoner basert på pakker av billån. Samtidig gikk vi over fra en markedsvektning til en BNP-vektning på euro-denominert statsgjeld i porteføljen, for å redusere investeringene i statsobligasjoner fra noen av de mest gjeldstyngede europeiske landene. Endringene ble gjennomført fra midten av april.

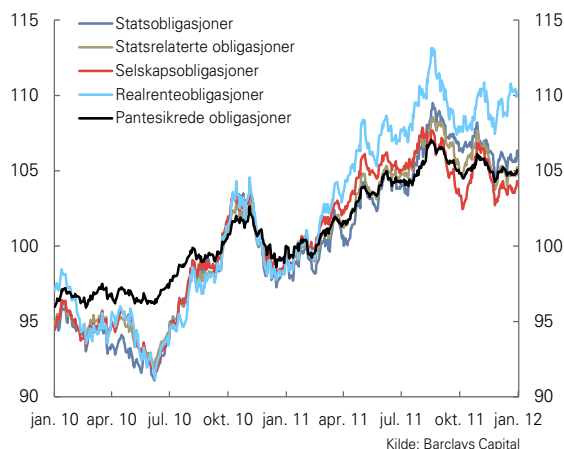
Den operative referanseporteføljen besto av 4 916 obligasjoner ved utgangen av året. Fra midten av april til utgangen av 2011 fikk porteføljen en avkastning på 6,2 prosent. Det var 0,19 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

For mer informasjon om den operative referanseporteføljen, se temaartikkelen på side 66.

Figur 5-3 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer, og som inngår i Barclays Global Aggregate-indeksen. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2010 = 100

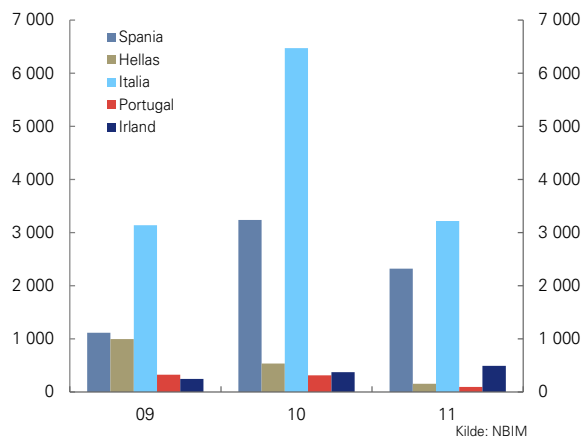


Figur 5-4 Kursutviklingen for ulike obligasjoner i Barclays Global Aggregate-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2010 = 100

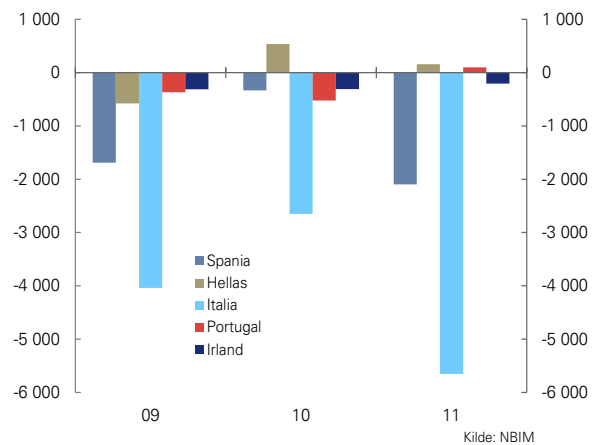




Figur 5-5 Fondets beholdning av statsgjeld i noen europeiske land. Millioner euro



Figur 5-6 Fondets beholdning av statsgjeld i noen europeiske land sammenlignet med referanseindeksen. Millioner euro



Eiendomsforvaltningen

Kjøper bygg i London og Paris



Fondet gjennomførte i 2011 sine første investeringer i fast eiendom, og eide andeler i 114 bygg i London og Paris ved slutten av året.

Omtrent 0,3 prosent av fondet var investert i eiendom ved utgangen av 2011. Over tid skal denne andelen økes til inntil 5 prosent, gjennom en tilsvarende reduksjon i obligasjonsinvesteringer. Nye eiendomsinvesteringer skal stort sett gjennomføres i velutviklede markeder og innenfor eiendom som kontorbygg og butikklokaler. I startfasen vil NBIM se etter investeringsmuligheter med partnere som har god kjennskap til et konkret marked.

Fondets første eiendomsinvestering var kjøpet i april av 25 prosent av The Crown Estates Regent Street-portefølje i London. Den ble fulgt i juli av kjøpet av 50 prosent av syv eiendommer i og omkring Paris fra AXA Group. I løpet av 2011 ble investeringene utvidet med to bygg i Regent Street og tre i Paris, slik at fondet eide andeler i

totalt 114 bygninger ved utgangen av året. De fleste av disse besto av kontor- og butikklokaler.

Steget inn i denne aktivaklassen bidrar til å spre fondets risiko og investeringer over flere markeder. Eiendomsinvesteringer kan også beskytte mot inflasjon, fordi leieinntekter fra slike investeringer ofte justeres i takt med utviklingen i inflasjonen.

Eiendomsmarkedet i Europa

Avkastningen på eiendom i Europa var generelt lavere i 2011 enn i 2010. Eiendommer av antatt høy kvalitet og med ettertraktet beliggenhet hadde best utvikling. Her var avkastningen omtrent 9 prosent i 2011, mot om lag 15 prosent i 2010, ifølge eiendomsrådgiverne AXA Real Estate Research og DTZ.

Eiendom i London og Paris

Fondets første investering i fast eiendom ble gjennomført i april 2011. Investeringen på 452 millioner pund, tilsvarende 4,2 milliarder kroner, ga fondet 25 prosent av The Crown Estates Regent Street-portefølje i London. Deretter fulgte kjøpet i juli av 50 prosent av syv eiendommer i og omkring Paris fra AXA Group til 702,5 millioner euro, eller om lag 5,5 milliarder kroner. I begge tilfeller inngikk NBIM og motparten et partnerskap, som gjennomførte ytterligere investeringer før året var omme. Regent Street-partnerskapet, som fordeler inntektene og kostnadene i porteføljen med 25 prosent til fondet og 75 prosent til The Crown Estate, kjøpte i tredje kvartal to bygninger ved Regent Street for 28 millioner pund. Partnerskapet med AXA kjøpte i desember tre bygg i Paris for 290 millioner euro. Investeringene var fordelt med 50 prosent til fondet og 50 prosent til AXA.

Prisene på kontorbygg i London og Paris steg i 2011 etter en økning i leiepriser. Leieprisene på kontorbygg i London West End, hvor Regent Street befinner seg, steg 5,7 prosent i året, mens leieprisene på kontorbygg i Paris steg 3,8 prosent, ifølge eiendomsrådgiveren CBRE. Prisene på butikklokaler i London West End økte også i 2011, etter at leieprisene for slike lokaler steg 5,6 prosent i året. I Paris var prisene på butikklokaler uendret.

Årlige verddivurderinger

Den bokførte verdien av fondets eiendomsinvesteringer skal gjenspeile den antatte markedsverdien, og skal vurderes eksternt minst én gang i året. For nye investeringer vil normalt kjøpsprisen være det beste anslaget på verdien i en periode etter at kjøpet er gjennomført, med mindre utviklingen i markedet eller andre forhold skulle tilsi en vesentlig endring i verdien.

Ved utgangen av 2011 ble kjøpsprisen vurdert som det beste anslaget på verdien av fondets franske eiendomsinvesteringer. Verdien av eiendomsinvesteringene i Storbritannia ble oppjustert med 3,2 prosent i forhold til kjøpsprisen etter at leieprisene på eiendom steg i Regent Street-området.

Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer bestemmes i stor grad av leieinntekter og endringer i eiendommenes verdi. Kostnader og eventuelle andre inntekter

påvirker også resultatet. I 2011 var avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer -4,4 prosent, målt i internasjonal valuta. Det negative resultatet skyldtes i hovedsak offentlige engangsavgifter i forbindelse med transaksjoner. Målt i pund var avkastningen på London-investeringen 1,8 prosent for året, etter at verdien av Regent Street-eiendommene ble oppjustert. Investeringen i Paris fikk en avkastning på -3,1 prosent, målt i euro, som følge av transaksjonskostnader.

Begrensning av risiko

Fondets eiendomsinvesteringer vil som regel foretas gjennom datterselskaper av Norges Bank, slik at det økonomiske ansvaret begrenses til den innskutte kapitalen i datterselskapene. Dette er i tråd med markedspraksis og støtter bankens mål om å sikre fondets verdier gjennom en betryggende risikostyring.

Norges Bank opprettet i mai 2011 datterselskapet NBIM S.à r.l. i Luxembourg. Mange av fondets eiendomsinvesteringer i Fastlands-Europa vil skje gjennom NBIM S.à r.l., som vil få eierinteresser i selskaper som direkte eller indirekte er investert i eiendom. Selskapets oppgaver vil også omfatte regnskapsføring, bokføring og overføring av leieinntekter til Norges Bank.

For mer informasjon om fondets eiendomsinvesteringer, se temaartikkelen på side 58 og note 10 i regnskapet.

Ekstern forvaltning

Nedgang i antall eksterne mandater



Andelen av fondet som var eksternt forvaltet, ble mer enn halvert til 4,4 prosent i 2011, etter at 18 investeringsmandater ble avsluttet.

NBIM tildeler investeringsmandater til eksterne forvaltere som har spesialkompetanse innenfor klart definerte områder. I 2011 avsluttet vi 18 mandater innen aksje- og renteforvaltningen. Vi tildelte på samme tid åtte nye mandater med fokus på aksjeinvesteringer i spesifikke sektorer eller land. Ved utgangen av året var totalt 52 mandater satt ut hos 45 organisasjoner, mot 62 mandater hos 45 organisasjoner året før.

Eksternt forvaltede midler var på 145,5 milliarder kroner, eller 4,4 prosent av fondet, ved utgangen av året. Det var en nedgang fra 283,5 milliarder kroner, eller 9,2 prosent, ved inngangen til året. Andelen av fondets eksternt forvaltede midler forventes å være lav også etter 2011.

Eksterne aksjemandater

NBIM tildeler eksterne aksjemandater i markeder og

segmenter der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse. Mandatene er i markedssegmenter der vi mener det er store muligheter for å skape meravkastning. Det gjelder særlig i små og mellomstore selskaper og i fremvoksende markeder. Vi hadde 51 eksterne aksjemandater forvaltet ut fra 31 byer ved utgangen av 2011, mot 59 mandater ett år tidligere.

Vi tildelte tre aksjemandater i fremvoksende markeder i 2011. Ved utgangen av året var 59 milliarder kroner under ekstern forvaltning i fremvoksende økonomier som Brasil, Russland, India, Kina, Sør-Afrika, Malaysia, Indonesia, Thailand, Tyrkia og Polen.

Vi satte ut fire mandater med fokus på mindre selskaper i utviklede økonomier, inkludert Frankrike, Tyskland og Belgia. Ved utgangen av året var 54 milliarder kroner

Honorarer til eksterne forvaltere

Honorarene til eksterne forvaltere er delt i to: faste og avkastningsavhengige honorarer. Avkastningsavhengige honorarer er basert på forskjellen mellom avkastningen til et mandat og avkastningen til en sammenlignbar indeks.

NBIM innførte i 2009 et tak på årlig utbetaling av honorarer i avtaler med eksterne forvaltere. Taket ble i 2011 satt til maksimalt 25 millioner dollar årlig per investeringsmandat. Honorarer som opptjenes utover dette taket, holdes tilbake og vil kunne utbetales senere dersom en forvalter har oppnådd en samlet meravkastning siden mandatets oppstart som er større enn da honorarene ble tilbakeholdt. Hensikten med å holde tilbake deler av honoraret er å fremme langsiktighet i forvaltningen.

I 2011 ble det bokført 917 millioner kroner i samlede forvaltningshonorarer til de 45 organisasjonene som forvaltet midler for fondet. Det høyeste forvaltningshonoraret var på 108 millioner kroner (19 millioner dollar) og skyldtes god avkastning over de tre siste årene.

under ekstern forvaltning innen denne kategorien.

Vi tildelte også ett nytt mandat innen miljørelaterte investeringer og hadde ved utgangen av året 8,5 milliarder kroner under ekstern forvaltning innen fornybar energi og vannforsyning.

Avkastningen på fondets eksternt forvaltede aksjeinvesteringer var 0,6 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksene som forvalterne ble målt mot i 2011. Investeringene i mindre selskaper i utviklede markeder bidro mest til mindreavkastningen.

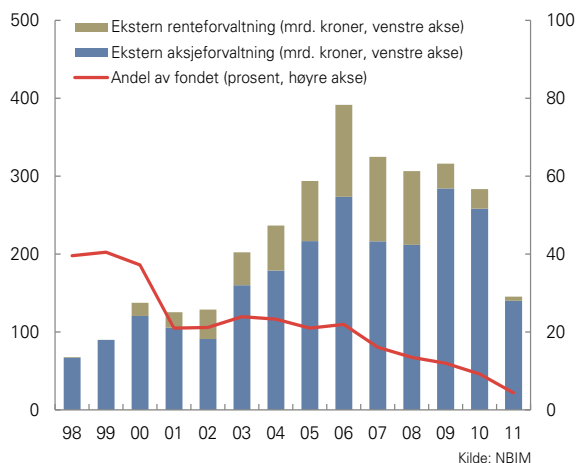
Eksterne rentemandater

Det var kun ett eksternt rentemandat ved utgangen av 2011, som utgjorde 0,1 prosent av fondet, ned fra tre mandater ett år tidligere. Mandatet omfattet investeringer i amerikanske pantesikrede obligasjoner.

Avkastningen på fondets eksternt forvaltede renteinvesteringer var 4,7 prosentpoeng lavere enn avkastningen

på referanseindeksene som de eksterne forvalterne ble målt mot i 2011.

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





Eksterne forvaltere per 31. desember 2011

Abax Investments
 Atlantis Fund Management
 Bestinvest Gestion
 Black River Asset Management
 BlackRock
 BNY Mellon Asset Management
 BPH TFI
 Capital International Limited
 Cephei Capital Management
 DNB Asset Management

Ecofin
 Ellerston Capital
 Financiere de l'Echiquier
 FPM Frankfurt Performance Management
 GAM International Management
 Kairos Partners
 Kenanga Investors
 Keywise Capital Management
 Krungsri Asset Management
 Landmark Asset Management

Lannebo Fonder
 Lazard Asset Management
 Levin Capital Strategies
 Marsico Capital Management
 Neuberger Berman Asia
 NWQ Investment Management
 Old Mutual Investment Group
 Passport Capital
 Primecap Management
 Prosperity Capital Management

De eksterne mandatene er i markedssegmenter der vi mener det er store muligheter for å skape meravkastning



Quantum Advisors Private Limited
Rheos Capital Works
Savitr Capital
Schroder Investment Management
Sectoral Asset Management
Selectum Vermogensbeheer
Sparx Asset Management
Squadra Investments

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

Investeringsrisiko

Store svingninger i fondets verdier



Usikkerhet rundt statsfinansene i flere europeiske land og svakere globale vekstutsikter bidro til større bevegelser i aksje- og rentemarkedene i 2011.

NBIM ser hovedsakelig på tre typer investeringsrisiko: markedsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko. Vi har etablert rammeverk innen hver kategori for hvordan risiko måles, styres og kontrolleres.

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

Større svingninger i markedene

Svingningene i aksje- og rentemarkedene økte i 2011, drevet av usikkerhet rundt europeisk statsgjeld, svakere

globale vekstutsikter og finansieringsproblemer hos bankene, særlig i Europa. VIX-indeksen, som måler forventede svingninger i det amerikanske aksjemarkedet, steg så høyt som til 48 prosent i august, fra 17,8 prosent ved inngangen til året. Det skjedde etter at kredittvurderingsbyrået Standard & Poor's kuttet USAs kredittverdighet til AA+ fra AAA. Rentene på spansk og italiensk statsgjeld gikk på samme tid opp på grunn av økt frykt for mislighold av landenes gjeld. Indeksen iTraxx Europe, som måler kredittforsikringspremien for 125 europeiske selskaper med høy kredittvurdering, nådde en topp på 2,1 prosent i oktober og november, opp fra 1,1 prosent ved starten av året. Indeksen stiger typisk når investorenes tillit faller og behovet for sikring øker.

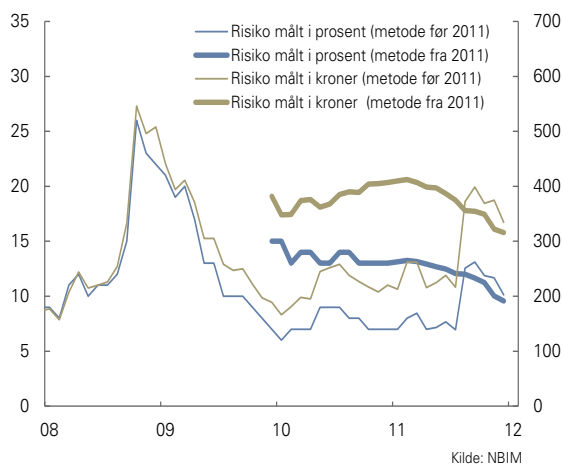
Svingningene i aksjemarkedet ble mindre mot slutten av året etter at flere sentralbanker, inkludert den amerikanske



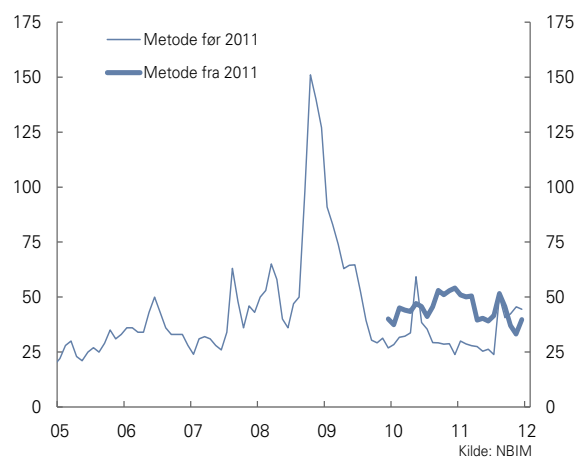
og den europeiske, annonserte en rekke tiltak for å hindre en spredning av gjeldskrisen, avverge en kredittlstramming blant bankene og stimulere veksten i økonomien.

I tillegg viste den amerikanske økonomien tegn til bedring. Ved utgangen av året var VIX-indeksen på 23,4 prosent, og iTraxx-indeksen var på 1,7 prosent.

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



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



Kilde: NBIM

Kilde: NBIM

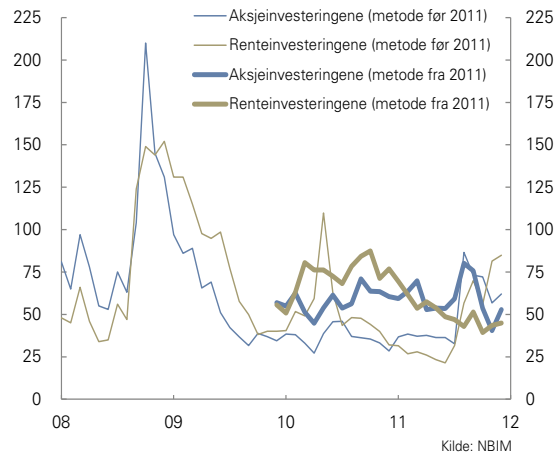
Fondets verdissingninger

For å angi forventede svingninger i det amerikanske aksjemarkedet, bruker VIX-indeksen prisene som til enhver tid gjelder på en rekke kjøps- og salgsoptjoner i aksjeindeksen Standard & Poor's 500. Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer vil svinge. Metoden er mindre følsom for kortvarig markedsuro enn VIX-indeksen. Ved utgangen av 2011 var fondets forventede absolutte volatilitet på 9,6 prosent, eller om lag 300 milliarder kroner, mot 13,2 prosent ved inngangen til året.

Finansdepartementet har satt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksene NBIM kan ha i forvaltningen av fondets aksje- og renteinvesteringer. En av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen til fondets referanseindekser. Forvaltningen skal legges opp med sikte på at

den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1 prosentpoeng. Ved utgangen av 2011 var den forventede relative volatiliteten på 0,4 prosentpoeng, ned fra 0,5 prosentpoeng ett år tidligere. På sitt høyeste nådde den 0,7 prosentpoeng i september.

Figur 8-3 Forventet relativ volatilitet for fondets aksje- og renteinvesteringer. Basispunkter



Beregning av forventet volatilitet

Forventede svingninger i verdien av fondets aksje- og renteinvesteringer måles ved hjelp av det statistiske måltallet forventet volatilitet. Fra 1. januar 2011 ble beregningsmetoden for forventet volatilitet endret slik at den var bedre tilpasset fondets langsiktige investeringsperspektiv. Frem til utgangen av 2010 var forventet 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 den forventede volatiliteten for fondets aksje- og renteinvesteringer. Den nye metoden beregner volatiliteten basert på ukentlige priser og med tre års prishistorikk, slik at følsomheten for kortvarig markedsuro blir mindre. På denne måten vil endringer i forventet 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.

Tabell 8-1 Risiko og eksponering for fondet

Risiko	Grenser fastsatt av Finansdepartementet og hovedstyret i Norges Bank	Faktisk		
		31.12.2011	30.9.2011	30.6.2011
Netto markedsverdi*	Aksjer 50–70% av fondet*	58,7	55,6	60,5
	Obligasjoner 30–50%	41,0	44,1	39,4
	Eiendom 0–5% av fondet	0,3	0,3	0,1
Eksponering	Aksjer 50–70% av fondet**	58,6	56,0	60,5
	Obligasjoner 30–50% av fondet	39,5	44,1	39,4
	Eiendom 0–7,5% av fondet***	0,3	0,3	0,1
Motpartsrisiko	Maksimalt 0,75% for en enkelt motpart	0,2	0,2	0,1

* Netto markedsverdi er verdiene av alle verdipapirer, finansielle instrumenter og kontanter innenfor respektive aktivklasser.

** Ved beregning av eksponering benyttes den fulle underliggende verdien av derivater. Derfor kan tallet for faktisk aksjeandel noen ganger avvike fra forholdstallet i netto markedsverdi.

*** For eiendom vil grensen for netto eksponering også inkludere eventuell belåning.

Tabell 8-2 Risiko og eksponering for fondets aksje- og renteinvesteringer

Risiko	Grenser	Faktisk		
		31.12.2011	30.9.2011	30.6.2011
Grenser fastsatt av Finansdepartementet				
Markedsrisiko	1 prosentpoeng forventet relativ volatilitet	0,4	0,5	0,4
Kredittrisiko	Inntil 3% av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori Baa3/BBB-	1,1	1,2	1,2
Høyeste eierandel	Maksimalt 10% av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap	9,6	9,5	9,5
Grenser fastsatt av hovedstyret i Norges Bank				
Kredittrisiko	En enkelt utsteder av obligasjoner med lavere kredittvurdering enn kategori Baa3/BBB- kan maksimalt utgjøre 1% av renteinvesteringene	0,1	0,2	0,3
Sammenfall mellom faktiske investeringer og referanseindeksene	Aksjer minimum 60%	84,2	84,5	83,0
	Obligasjonsutstedere minimum 60%	76,4	76,9	79,3
Likviditetskrav	Minst 10% i statsobligasjoner utstedt av USA, Storbritannia, Tyskland, Frankrike, Italia, Nederland og Japan	15,3	16,5	13,9
Belåning	Maksimalt 5% av aksje- og renteinvesteringene	0,0	0,0	0,0
Verdipapirutlån	Maksimalt 35% av aksje- og renteinvesteringene	4,2	13,8	16,3
Utstedelse av opsjoner	Maksimalt 2,5% av aksje- og renteinvesteringene	0,0	0,5	0,5
Innlån av verdipapirer gjennom låneprogrammer	Maksimalt 5% av aksje- og renteinvesteringene	0,0	0,0	0,0
Investering i ett enkelt aksjeselskap	Maksimalt 1% av aksje- og renteinvesteringene	0,9	0,8	0,7
Midler forvaltet av en enkelt ekstern forvaltningsorganisasjon	Maksimalt 1% av aksje- og renteinvesteringene	0,4	0,6	0,7

Tabell 8-3 Risiko og eksponering for fondets eiendomsinvesteringer

Risiko	Grenser	Faktisk		
		31.12.2011	30.9.2011	30.6.2011
Grenser fastsatt av Finansdepartementet*				
Landfordeling	Frankrike, Storbritannia og Tyskland: ingen grense	100,0	100,0	100,0
	Andre land: inntil 25% av eiendomsinvesteringene	0,0	0,0	0,0
Sektorfordeling	Kontorbygg 0-100% av eiendomsinvesteringene	63,2	51,8	37,0
	Detaljhandel 0-100% av eiendomsinvesteringene	35,4	46,7	61,0
	Bolig 0-25% av eiendomsinvesteringene	0,4	0,7	1,0
	Industri 0-25% av eiendomsinvesteringene	0,0	0,0	0,0
	Øvrig eiendom 0-25% av eiendomsinvesteringene	1,0	0,8	1,0
Grenser fastsatt av hovedstyret i Norges Bank**				
Investeringer i eiendom under utvikling	Maksimalt 20% av eiendomsinvesteringene	0,9	1,6	3,7
Investeringer i eiendom som ikke er utleid	Maksimalt 25% av eiendomsinvesteringene	8,1	4,2	4,0
Investeringer i rentebærende instrumenter	Maksimalt 20% av eiendomsinvesteringene, men ikke over 5 milliarder kroner	0,0	0,0	0,0
Investeringer i noterte eiendomsaksjer	Maksimalt 20% av eiendomsinvesteringene, men ikke over 5 milliarder kroner	0,0	0,0	0,0
Gjeldsgrad	Maksimalt 50% av eiendomsinvesteringene	0,0	0,0	0,0
	Maksimalt 70% for hver investering	0,0	0,0	0,0
Midler forvaltet av en enkelt ekstern forvaltningsorganisasjon	Maksimalt 15% av eiendomsinvesteringene, men ikke over 5 milliarder kroner	0,0	0,0	0,0

* Land- og sektorfordelingen gjelder inntil nettoverdien av eiendomsinvesteringene utgjør 1 prosent av fondets verdi.

** Hovedstyret har i tillegg fastsatt at maksimalt 2 prosent av fondet i ett enkelt år kan investeres i eiendom.

Tabell 8-4 Fondets obligasjonsinvesteringer per 31. desember 2011 fordelt etter kredittvurdering*. Prosent av beholdningen

	Aaa	Aa	A	Baa	Høyere risiko	Totalt
Statsobligasjoner	37,3	6,0	2,1	0,5	0,3	46,1
Statsrelaterte obligasjoner	8,3	3,0	1,0	0,9	0,2	13,3
Realrenteobligasjoner	5,8	1,6	0,5	0,0	0,0	8,0
Selskapsobligasjoner	0,0	1,9	7,1	4,9	0,2	14,2
Pantesikrede obligasjoner	13,9	2,7	0,9	0,5	0,4	18,4
Sum obligasjoner	65,3	15,2	11,7	6,8	1,1	100,0

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

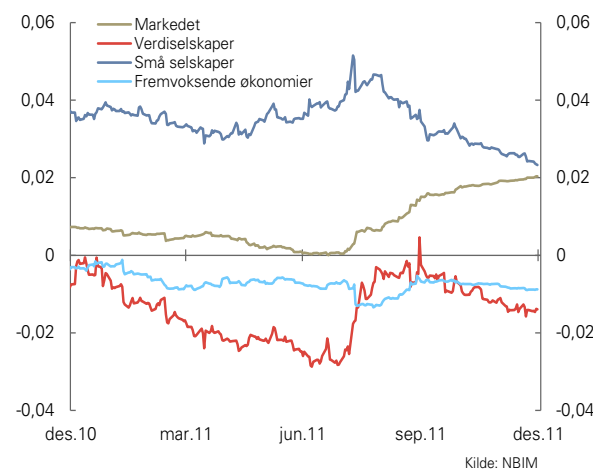
Faktoreksponering

NBIM måler fondets eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer, som små selskaper, verdiselskaper og obligasjoner med kredittpremier. Risikofaktorer er fellestrekk som verdipapirer i varierende grad har over tid, og som bidrar til både risiko og avkastning på ulike investeringer. Fondets relative eksponering mot slike faktorer kan anslås ved å sammenligne den relative avkastningen på fondet med avkastningen på faktorene.

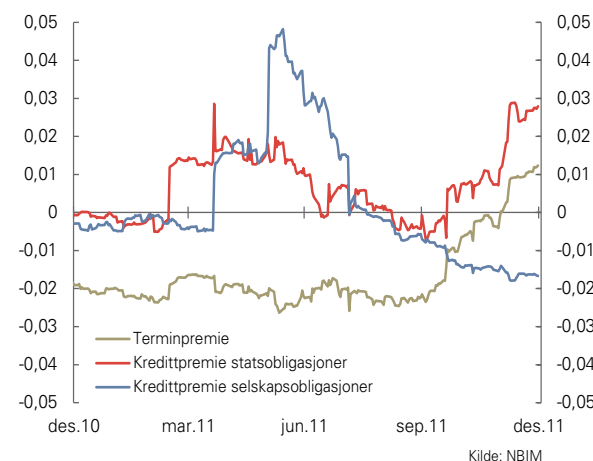
En analyse av faktoreksponeringen for 2011 indikerer blant annet at fondets aksjeinvesteringer var mer eksponert mot små selskaper enn referanseindeksen gjennom året, og noe mer eksponert mot den generelle utviklingen i aksjemarkedet enn referanseindeksen i andre halvår. Analysen viser at den relative avkastningen på fondets aksjeinvesteringer i økende grad ble forklart av fire risikofaktorer: markedet, verdiselskaper, små selskaper og fremvoksende økonomier. Analysen viser at mer enn 70 prosent av svingningene i aksjeinvesteringenes relative avkastning kunne forklares av disse risikofaktorene ved utgangen av året, mot om lag 35 prosent ved inngangen til året. En tilsvarende analyse av renteinvesteringenes relative avkastning i 2011 hadde derimot en veldig lav forklaringsgrad. Analysen ga få holdepunkter for at den relative avkastningen på renteinvesteringene var drevet av systematiske faktoreksponeringer gjennom året. Resultatene fra slike statistiske analyser er usikre, og NBIM bruker flere supplerende innfallsvinkler for å analysere fondets faktoreksponeringer.

For mer informasjon om fondets investeringsrisiko, se note 14 i regnskapsrapporteringen.

Figur 8-4 Aksjeinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter

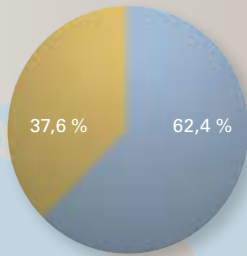


Figur 8-5 Obligasjonsinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter





Europa



Amerika, Afrika og Midtøsten

Våre investeringer

En større aksjeeier i Europa

Fondets eierandel i børsnoterte europeiske selskaper steg til 2,3 prosent i 2011 etter de første store aksjekjøpene på to år.

Fondet kjøpte fra juni til november aksjer for 185 milliarder kroner, som er i tråd med strategien om å investere tilførsler av nye midler i aktivklassen med svakest utvikling. Det meste av kjøpene var i Europa, der aksjemarkedene falt så mye som 26 prosent i perioden. Sist fondet gjennomførte store aksjekjøp var under finanskrisen i 2007–2009.

Fondets gjennomsnittlige eierandel i børsnoterte europeiske selskaper steg til 2,3 prosent ved utgangen av 2011, fra 1,9 prosent ett år tidligere. Eierandelen i Amerika, Afrika og Midtøsten var i samme periode uendret på 0,7 prosent, mens andelen i Asia og Oseania steg til 0,8 prosent fra 0,7 prosent. Samlet eide fondet i gjennomsnitt 1,1 prosent av verdens børsnoterte aksjer ved utgangen av 2011, mot 1 prosent året før. Fondets aksjeinvesteringer var fordelt med omtrent 50 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika, Afrika og Midtøsten og 15 prosent i Asia og Oseania.

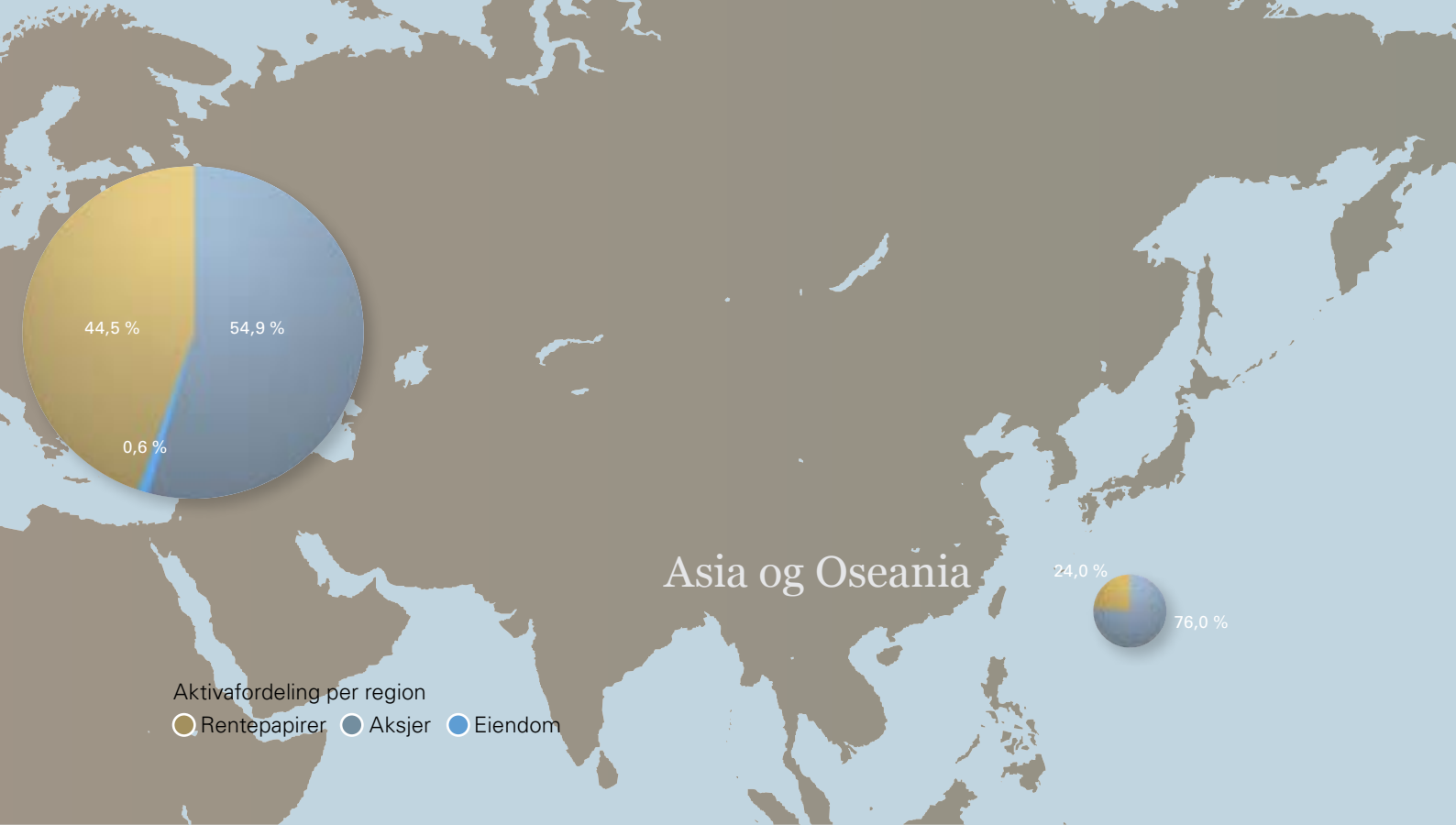
Eierandelen i obligasjonsmarkedene endret seg lite i 2011,

og fondet eide i gjennomsnitt 0,6 prosent av verdens obligasjoner ved utgangen av året. Fondets eierandeler måles ut fra markeds kapitaliseringen i aksjeindeksen FTSE All Cap og obligasjonsindeksene Barclays Global Aggregate og Barclays Global Inflation Linked.

Investeringer i 68 land

Fondet er investert i et bredt utvalg av sektorer, land og regioner. Ved utgangen av 2011 var investeringene fordelt over aksjer, obligasjoner og eiendom som var registrert i 68 land.

Aksjeinvesteringene skal skje på anerkjente og regulerte markeds plasser. I 2011 ble Colombia lagt til listen over land med godkjente markeds plasser, og totalt 47 land var på listen ved utgangen av året. USA var det største enkeltmarkedet og sto for 30 prosent av aksjebeholdningen. Deretter fulgte Storbritannia med 16 prosent og Frankrike med 7 prosent. Fondet har de seneste årene økt aksjeinvesteringene i fremvoksende økonomier, og tildelte i 2011 nye investeringsmandater til eksterne



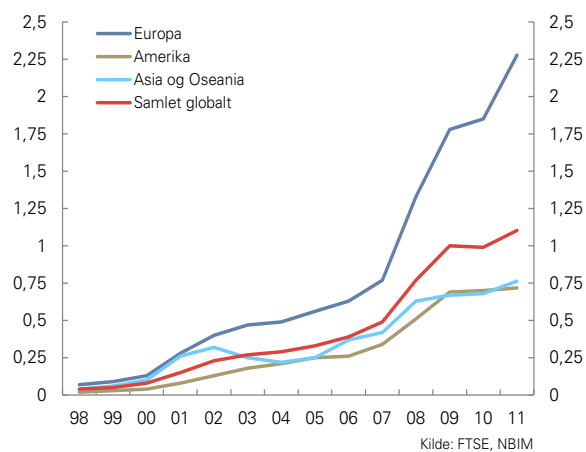
aksjeforvaltere i Kina og Malaysia. Ved utgangen av året var fondet investert i 8 005 selskaper, ned fra 8 496 selskaper ett år tidligere.

Obligasjonsbeholdningen var satt sammen av statsobligasjoner, realrenteobligasjoner, selskapsobligasjoner, pantelikrede obligasjoner og obligasjoner utstedt av offentlige myndigheter som delstater, fylker og stats-selskaper. Statsobligasjoner utgjorde 46 prosent av

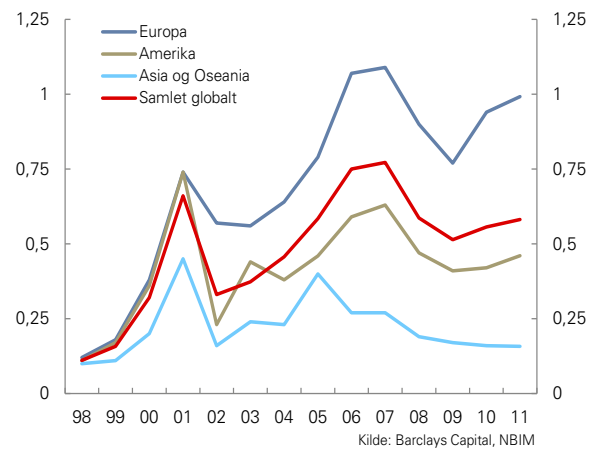
beholdningen, fulgt av pantelikrede obligasjoner med 18 prosent og selskapsobligasjoner med 14 prosent. Ved utgangen av året var fondet investert i 5 215 obligasjoner fra 1 404 utstedere, mot 8 659 obligasjoner fra 1 686 utstedere ett år tidligere. Totalt 94 prosent av obligasjonene var utstedt i euro, dollar, pund og yen.

Fondets første eiendomsinvesteringer ble gjennomført i 2011 og var i London og Paris.

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



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



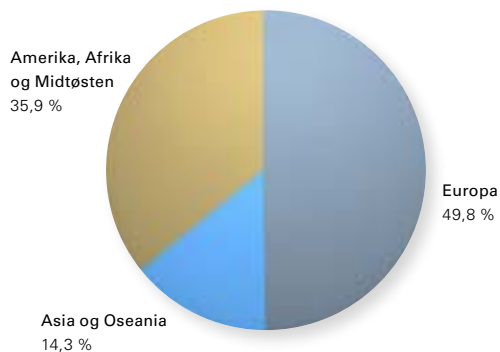
Tabell 9-1 Fondets ti største beholdninger fordelt på land per 31. desember 2011. Prosent

Land	Totalt (prosent)	Aksjer (prosent)	Rentepapirer (prosent)
USA	29,2	18,0	11,2
Storbritannia	15,5	9,7	5,8
Frankrike	8,6	4,2	4,4
Tyskland	7,0	3,5	3,5
Japan	5,5	3,4	2,1
Sveits	4,1	3,7	0,4
Spania	4,1	1,4	2,7
Canada	2,8	1,6	1,2
Nederland	2,8	1,2	1,6
Sverige	2,6	1,5	1,1

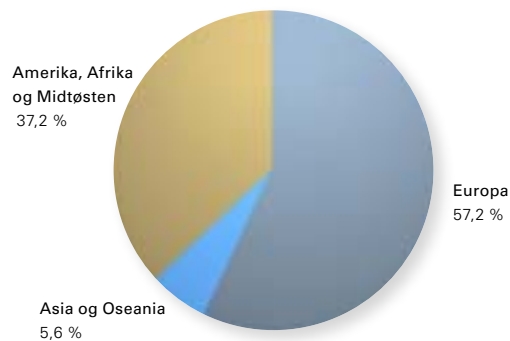
Tabell 9-2 Fondets ti største beholdninger fordelt etter valuta per 31. desember 2011. Prosent

Valuta	Totalt (prosent)	Aksjer (prosent)	Rentepapirer (prosent)
USD	33,5	19,3	14,2
EUR	30,5	13,3	17,2
GBP	13,7	9,1	4,6
JPY	5,5	3,4	2,1
CHF	3,8	3,7	0,1
CAD	2,4	1,5	0,9
SEK	2,3	1,5	0,8
HKD	1,4	1,4	0
AUD	1,1	1,0	0,1
DKK	1,0	0,6	0,4

Figur 9-3 Fondets aksjeinvesteringer fordelt på regioner per 31. desember 2011. Prosent



Figur 9-4 Fondets renteinvesteringer fordelt etter valuta i ulike regioner per 31. desember 2011. Prosent



Japan

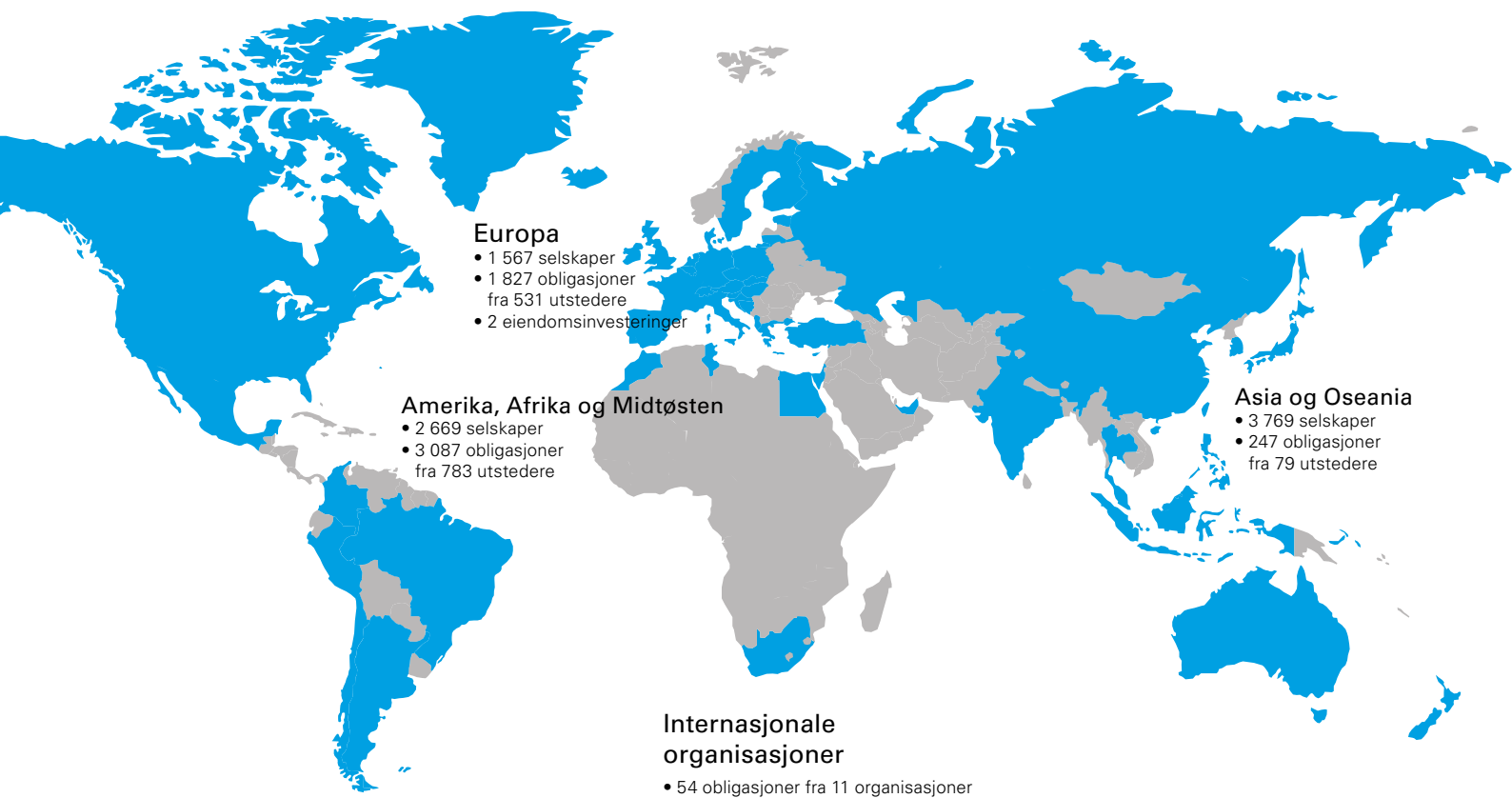
- Sto for 5,5 prosent av fondets investeringer ved utgangen av 2011
- Investeringene var i 1 267 aksjeselskaper og obligasjoner fra 8 utstedere



Colombia

- Sto for 0,01 prosent av fondets investeringer ved utgangen av 2011
- Investeringene var i 8 aksjeselskaper





USA

- Sto for 29,2 prosent av fondets investeringer ved utgangen av 2011
- Investeringene var i 2 041 aksjeselskaper og obligasjoner fra 656 utstedere



Storbritannia

- Sto for 15,6 prosent av fondets investeringer ved utgangen av 2011
- Investeringene var i 397 aksjeselskaper, obligasjoner fra 101 utstedere og i 1 eiendomsportefølje



Enkeltinvesteringer

Høyere eierandel i en rekke selskaper



Antall selskaper der fondets eierandel var over 5 prosent, steg til 53 i 2011. Det var en tredobling fra året før.

Svenska Cellulosa Aktiebolaget, Land Securities Group og British Land var de tre største selskapene der fondets eierandel økte til mer enn 5 prosent i 2011. Selskapene hadde en markedsverdi på mellom 35 milliarder kroner og 65 milliarder kroner hver. Totalt hadde fondet eierandeler på over 5 prosent i 53 selskaper ved utgangen av året, opp fra 17 selskaper ett år tidligere.

Investeringsstrategien for 2011–2013 tar sikte på å øke fondets eierandeler i flere store børsnoterte selskaper. Forvalterne skal analysere færre selskaper enn før og gå mer i dybden for å finne gode langsiktige investeringer. Fondet har lov til å eie inntil 10 prosent av et børsnotert selskap.

Største enkeltinvesteringer

Fondets største investering i et enkelt-selskap var i

oljeprodusenten Royal Dutch Shell ved utgangen av 2011. Eierandelen på 2,2 prosent hadde en markedsverdi på 31 milliarder kroner. Den største prosentvise eierandelen var i Smurfit Kappa Group, et irsk emballasjeselskap. Der eide fondet 9,6 prosent av aksjene til en verdi av 773 millioner kroner.

Fondets vekst de seneste årene har ført til en gradvis økning i eierandelen i en rekke børsnoterte selskaper. Ved utgangen av 2011 eide fondet mer enn 2 prosent i 877 selskaper, opp fra 512 selskaper i 2010 og 342 selskaper i 2009. Eierposter på 1 til 2 prosent innebærer at fondet ofte er blant de 20 største investorene i store selskaper med mange aksjonærer. Det gir fondets forvaltere og eierskapsavdeling god tilgang til ledelsen og styret i et selskap. Samtidig blir NBIM stadig oftere kontaktet av selskaper for synspunkter på viktige saker.



Med unntak av obligasjoner utstedt av European Investment Bank og Kreditanstalt für Wiederaufbau, var fondets ti største obligasjonsinvesteringer i statsgjeld ved utgan-

gen av 2011. Amerikanske, britiske, franske, japanske og tyske statsobligasjoner var de fem største beholdningene.

Tabell 10-1 Fondets største aksjeholdninger per 31. desember 2011

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	30 983
Nestlé SA	Sveits	25 346
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	19 583
Novartis AG	Sveits	19 281
Vodafone Group Plc	Storbritannia	18 858
BP Plc	Storbritannia	17 277
Exxon Mobil Corp	USA	16 901
Roche Holding AG	Sveits	16 279
Apple Inc	USA	16 027
GlaxoSmithKline Plc	Storbritannia	15 775

Tabell 10-2 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2011

Utsteder	Land	Beholdning i millioner kroner
Amerikanske stat	USA	249 072
Britiske stat	Storbritannia	109 813
Franske stat	Frankrike	79 790
Japanske stat	Japan	67 036
Tyske stat	Tyskland	51 294
Italienske stat	Italia	32 914
European Investment Bank	Int. organisasjon	24 099
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	22 703
Nederlandske stat	Nederland	20 218
Spanske stat	Spania	17 975

Fondets vekst de seneste årene har ført til en gradvis økning i eierandelen i en rekke børsnoterte selskaper

På topp 10-listen over aksjonærer

Det er vanskelig å finne presise tall for hvor på aksjonærlisten fondet rangerer i alle selskap. Det skyldes blant annet at ikke alle eierskapsregistre er offisielle, og at registrene oppdateres på ulike tidspunkt. I tillegg varierer praksis for konsolidering av aksjeklasser og aksjonærer. NBIM har sett på fondets 1 000 største aksjebeholdninger ved utgangen av 2011. Med nevnte forbehold viser anslag at fondet var blant de 10 største aksjonærene i om lag 500 selskaper og på topp 20-listen i rundt 760 selskaper. De høyeste plasseringene var i Europa, der fondet hadde halvparten av sine aksjeinvesteringer ved utgangen av 2011.

Tabell 10-3 Fondets største eierandeler per 31. desember 2011. Prosent

Selskap	Land	Eierandel
Smurfit Kappa Group Plc	Irland	9,6
IVRCL Ltd	India	9,5
Lanco Infratech Ltd	India	8,7
Telecity Group Plc	Storbritannia	8,6
China Water Affairs Group Ltd	Hong Kong	8,5
NCC Ltd	India	8,3
Kloekner & Co SE	Tyskland	8,1
Monitise Plc	Storbritannia	8,1
Stora Enso OYJ	Finland	7,8
CNinsure Inc	Kina	7,8

Miljørelaterte investeringer

NBIM har siden 2009 tildelt interne og eksterne forvaltere mandater som er særlig rettet mot miljørelaterte investeringer. Disse investeringene gjennomføres med samme krav til lønnsomhet som fondets øvrige investeringer. Samtidig støtter de en bærekraftig økonomisk, miljømessig og samfunnmessig utvikling.

Antall miljørelaterte mandater økte til ti i 2011 fra ni ett år tidligere. Syv av mandatene var for investeringer innen fornybar energi og teknologi som kan bidra til å effektivisere energiforbruk. Dette kan omfatte selskaper som produserer fornybar energi, utvikler utstyr til produksjonen av slik energi eller distribuerer energi. Det kan også inkludere selskaper som produserer energi fra avfall, eller som utvikler mer effektive systemer for strømforsyning.

Ved utgangen av 2011 var den største investeringen i denne typen mandat i Johnson Controls, som blant annet produserer teknologiske løsninger for mer effektiv energibruk i bygninger, og batterier for hybridbiler og elektriske biler. Deretter fulgte Novozymes, Pall, EDF og Wacker Chemie.

Ytterligere tre av de miljørelaterte mandatene var for investeringer innen vannforvaltning. Dette kan være investeringer

i selskaper som utvikler teknologi for å øke kvaliteten på vann, eller investeringer i selskaper som utvikler infrastruktur for å rense og distribuere vann, blant annet i fremvoksende markeder. Innen dette området var miljømandatene fem største investeringer ved utgangen av 2011 i Pentair, Progressive Waste Solutions, Suez Environnement, Republic Services og Danaher.

Verdien av fondets miljørelaterte investeringer falt til 21,1 milliarder kroner ved utgangen av 2011 fra 25,7 milliarder kroner ett år tidligere. Fallet skyldtes nedgangen i aksjemarkedene, som særlig rammet produsenter av fornybar energi fra sol- og vindkraft. Kutt i offentlige budsjetter i flere europeiske land truet subsidiene på sol- og vindkraft, samtidig som konkurransen fra statsstøttede kinesiske selskaper økte. Fondets miljørelaterte mandater fikk en avkastning på -22,8 prosent i 2011, målt i internasjonal valuta.

Totalt åtte av de miljørelaterte mandatene var eksternt forvaltet ved utgangen av året, mens to var internt forvaltet. De eksterne mandatene utgjorde totalt 9,1 milliarder kroner, og de interne mandatene var på 12 milliarder kroner.



Land Securities Group

Land Securities Group er et britisk eiendomsselskap.

Selskapet eier kjøpesentre, kontorbygg og butikklokaler i Storbritannia.

Det hadde inntekter på 702 millioner pund i regnskapsåret som endte 31. mars 2011. Fondet eide 5,2 prosent av Land Securities Group ved utgangen av 2011.



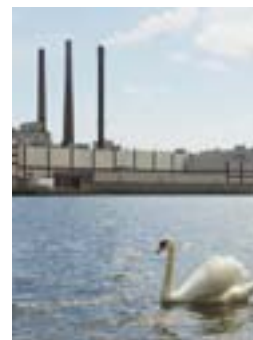
Svenska Cellulosa Aktiebolaget

Svenska Cellulosa er en svensk papirprodusent med om lag 45 000 ansatte i 60 land.

Selskapet produserer blant annet emballasje, bleier og aviser, i tillegg til skogsindustriprodukter som brukes i bygg og møbler og til bioenergi.

Selskapet hadde nettoinntekter på 109 milliarder svenske kroner i 2010.

Fondet eide 7,1 prosent av Svenska Cellulosa ved utgangen av 2011.



Eierskapsutøvelsen

Sikrer langsiktige interesser



Vi bruker våre rettigheter som aksjonær for å sikre fondets verdier på lang sikt. Vi arbeider for å fremme god selskapsstyring og bærekraftige sosiale og miljømessige forhold.

NBIM er en langsiktig investor i omtrent 8 000 selskaper og arbeider for å utvikle gode standarder for selskapsstyring. Vi prøver å påvirke selskapene vi er investert i, til å ta ansvar for å forbedre samfunnmessige og miljømessige forhold som kan innvirke negativt på deres lønnsomhet, og dermed på fondets langsiktige avkastning. Vi har valgt å konsentrere oss om seks strategiske områder:

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

Vi bruker en rekke virkemidler for å fremme våre interesser.

Blant annet har vi dialog med selskaper, investorer, myndigheter og andre aktører som setter standard i finansmarkedene. Vi stemmer også på generalforsamlinger og fremmer aksjonærforslag. I tillegg utgir vi dokumenter som beskriver våre forventninger til hvordan selskaper skal håndtere samfunnmessig og miljømessig risiko i sin virksomhet og hos leverandører.

Vi utøver vårt eierskapsarbeid med utgangspunkt i FNs Global Compact, OECDs Principles of Corporate Governance og OECDs Guidelines for Multinational Enterprises. I 2011 undertegnet vi i tillegg en investorerklæring som støtter FNs nye retningslinjer for næringsliv og menneskerettigheter.

Stemmegivning og aksjonærforslag

NBIM stemte i 2011 på 11 310 ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger. Stemmegivningen var

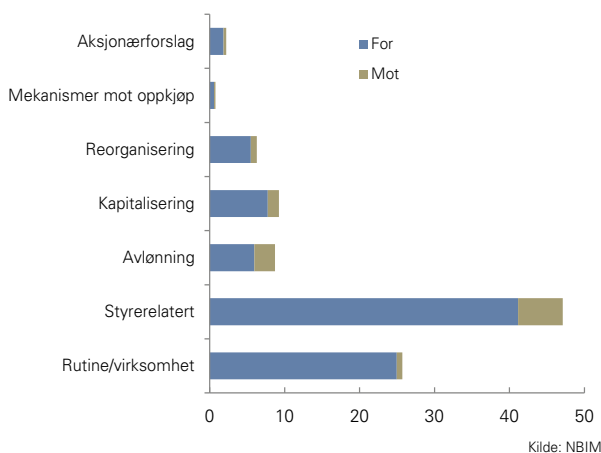
Tabell 11-1 Stemmegivning på aksjonærmøter

Region	2011			2010		
	Antall møter	Møter der NBIM stemte	Andel	Antall møter	Møter der NBIM stemte	Andel
Amerika	3 017	3 003	99,5%	2 999	2 987	99,6%
Europa	2 168	1 887	87,0%	2 103	1 614	76,7%
Asia/Oseania	6 481	6 410	98,9%	6 416	6 347	98,9%
Totalt	11 666	11 300	96,9%	11 518	10 948	95,1%

basert på prinsippene for vår eierskapsutøvelse. Vi stemte for forslag som vil fremme selskapenes lang-siktige interesser, og stemte mot forslag som vil under-grave våre rettigheter som aksjonær. Blant annet stemte vi mot forslag til selskapstransaksjoner som ville gi særskilte fordeler til bedriftsledelsen eller enkelte aksjonærer.

NBIM har i økende grad fremmet aksjonærforslag som tar sikte på å gjøre styret mer ansvarlig overfor aksjo-nærene. Vi fremmet i 2011 aksjonærforslag i fire ameri-kanske selskaper der vi ba om et vedtektsfestet skille mellom rollene som administrerende direktør og styre-leder. En uavhengig styreleder er en forutsetning for tilfredsstillende tilsyn med et selskap. I november la vi også frem forslag om å gi aksjonærene i seks ameri-kanske selskaper rett til å foreslå styremedlemmer i inn-kallingen til generalforsamlinger, såkalt proxy access.

Figur 11-1 Saker der NBIM stemte for eller mot styrets anbefaling i 2011. Prosent



Kilde: NBIM

Søksmål som virkemiddel for å beskytte fondets interesser

NBIM vil i enkelte tilfeller bruke søksmål for å beskytte fondets interesser. Dette kan være søksmål mot utstedere av aksjer eller obligasjoner der fondet har lidt økonomisk tap på grunn av adferden til selskapet eller selskapsledelsen. NBIM kan også be om en fastsettelsesdom for å få avklart hvorvidt selskapet eller ledelsen har opptrådt i samsvar med rettslige rammer for selskapets drift.

I andre kvartal 2011 trakk NBIM tilbake en anmodning om en granskning av Porsche SE. NBIM og enkelte tyske investorer ba i 2010 en tysk domstol om en granskning av hvorvidt styret hadde gått utover sine fullmakter og utsatt selskapet for høy risiko da de forsøkte å ta kontroll over Volkswagen i perioden 2005–2009. Grunnlaget for anmodningen falt bort etter at de tyske investorene i mai 2011 forhandlet frem en løsning. Løsningen innebar at Porsche utbetalte et ekstra-ordinært utbytte for preferanseaksjonærer og ga en intensjonserklæring om forbedret selskapsstyring.

I tredje kvartal 2011 gikk Norges Bank og 14 andre institu-sjonelle investorer sammen om å fremme et krav i en distrikts-domstol i USA mot Countrywide Financial Corporation, tre av selskapets tidligere direktører og KPMG, som var Country-wides revisor. Countrywide var tidligere USAs største utlåner til boligsektoren. Saken bygger på at Countrywide offentlig

fremstilte seg som et selskap som i hovedsak tilrettela og garanterte for boliglån av høy kvalitet, og som fulgte beste utlånspraksis. I realiteten skjulte det seg en uansvarlig utlåns-praksis uten forsvarlige standarder for ytelse av lån og garan-tier. Selskapet skjulte i tillegg omfanget av den reelle kreditt-rikskoen som det tok. På bakgrunn av feilaktig informasjon til markedet ble Countrywides aksjer omsatt til kunstig høye priser i perioden fra mars 2004 til mars 2008. I kravet ble det søkt om erstatning for tapene Norges Bank og de øvrige investorene i saken ble påført som kjøpere av Countrywide-aksjer i den aktuelle perioden. Søksmålet ble trukket i fjerde kvartal 2011 etter at gruppen av investorer lyktes i å komme frem til en løsning i samarbeid med Countrywide.

NBIM har tidligere tatt ut enkelte andre aksjonærsøksmål, og tre av disse sakene er fortsatt til behandling ved dom-stolene. Søksmålene er rettet mot selskapene Vivendi, Merck og Citigroup.

I tillegg melder Norges Bank inn krav relatert til forlik eller rettsavgjørelser i gruppesøksmål mot selskaper der banken er aksjonær på vegne av fondet. I 2011 meldte NBIM inn krav i nye gruppesøksmål som involverte 43 noterte selska-per, og mottok i løpet av året i overkant av 16 millioner dollar fra tidligere innmeldte krav.

Søkelys på barn, klima og vann

Vi forventer at selskaper håndterer sosiale og miljømessige risikoer som kan ha negativ innvirkning på deres lønnsomhet, og dermed for fondets investeringer.

NBIM har utgitt dokumenter som beskriver hvordan vi forventer at selskapene vi investerer i, skal håndtere risiko knyttet til barns rettigheter, klimaendringer og knappe vannressurser. Hvert år forsøker vi å kartlegge i hvilken grad selskaper i særlig utsatte industrier oppfyller våre forventninger, og offentliggjør resultatene. Disse sektorundersøkelsene tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon selskapene selv har lagt frem, og dekker om lag 500 selskaper innen hvert risikoområde.

Barns rettigheter

NBIM gjennomførte i 2011 for fjerde år på rad en sektorundersøkelse om selskapenes rapportering om risiko knyttet til barnearbeid og barns rettigheter i sin virksomhet og hos leverandører. Vi så på 452 selskaper i sektorene hybridfrø, kakao, nærings- og nytelsesmidler, tekstil, stål, gruvedrift, leketøy og teknologiprodukter. Selskapenes rapportering om barnearbeid og barns rettigheter var noe bedre enn i 2010. Totalt hadde 48 prosent av bedriftene etablert retningslinjer om barnearbeid, en økning fra 43 prosent i 2010. I tillegg rapporterte 35 prosent av selskapene at de hadde systemer for å overvåke barnearbeid i leverandørkjeden.

Vi førte i 2011 dialoger om barnearbeid med en rekke selskaper i sektorene bomullsfrø, kakao, tekstil og teknologiprodukter. Bomullsfrøprodusentene Monsanto, Bayer, DuPont og Syngenta, som NBIM innledet dialog med i 2007, viste fremskritt i å redusere barnearbeid på frøplantasjer i India. I desember avsluttet NBIM og det nederlandske pensjonsfondet APG tre år med felles dialog med fem av de største kakaoleverandørene og sjokoladeprodusentene. Dette skjedde etter at industrien iverksatte en rekke tiltak som viste en klar forpliktelse til å arbeide mot barnearbeid.

Klimaendringer

Vi gjennomførte i 2011 for tredje år på rad en sektorundersøkelse om hvordan bedrifter rapporterte om risiko knyttet til klimaendringer. Vi evaluerte 453 selskaper i sektorene industrielle råvarer, byggematerialer, kjemikalier, olje og gass, kraftproduksjon, transport og eiendom. Resultatene viste en generell forbedring sammenlignet

med 2010 i hvordan selskapene håndterte og rapporterte om slik risiko. Flere selskaper sa at de inkluderte risikofaktorer forbundet med klimaendringer i sine forretningsstrategier og handlingsplaner. Kraftsektoren hadde den høyeste andelen av selskaper som rapporterte om risiko knyttet til klimaendringer, med 59 prosent. Den laveste andelen var i transportsektoren, med 40 prosent. Kun 38 prosent av selskapene ga ut tall for egne klimagassutslipp og mål for å redusere utslippene.

I USA førte NBIM og finansinstitusjonen TIAA-CREF en felles dialog med selskaper i luftfarts- og eiendomsindustriene om deres håndtering av nye krav fra myndighetene om å begrense karbonutslipp fra fly og fra energibruk i bygninger. Sammen med en rekke andre investorer undertegnet vi i løpet av året også 2011 Global Investor Statement on Climate Change.

Vannforvaltning

For andre år på rad gjennomførte vi i 2011 en sektorundersøkelse om hvordan selskaper rapporterer om risiko knyttet til vannressurser i sin virksomhet og hos leverandører. Undersøkelsen dekket 447 selskaper i sektorene gruvedrift og industrimetaller, elektrisitets- og gassforsyning, vannverk, legemidler, nærings- og nytelsesmidler, skogbruk og papirindustri. Resultatene viste en viss forbedring fra året før. Totalt 58 prosent av bedriftene rapporterte om vannrelatert risiko i sin virksomhet, mot 57 prosent i 2010. Samtidig sa 53 prosent av selskapene at de hadde iverksatt handlingsplaner for å håndtere risikoen, mot 52 prosent året før. Mindre enn en femtedel av selskapene rapporterte om forvaltningen av vannressurser i leverandørkjeden i 2011.

NBIM og det nederlandske pensjonsfondet PGGM innledet i 2011 et prosjekt som skal bedre selskapenes rapportering om vannrelatert risiko i Kina og India, der vannmangel og vannforurensning er et økende problem. Vi fornyet vår støtte av CDP Water Disclosure. Initiativet søker å øke kvaliteten og tilgjengeligheten på informasjon om hvordan selskaper håndterer vannressurser.

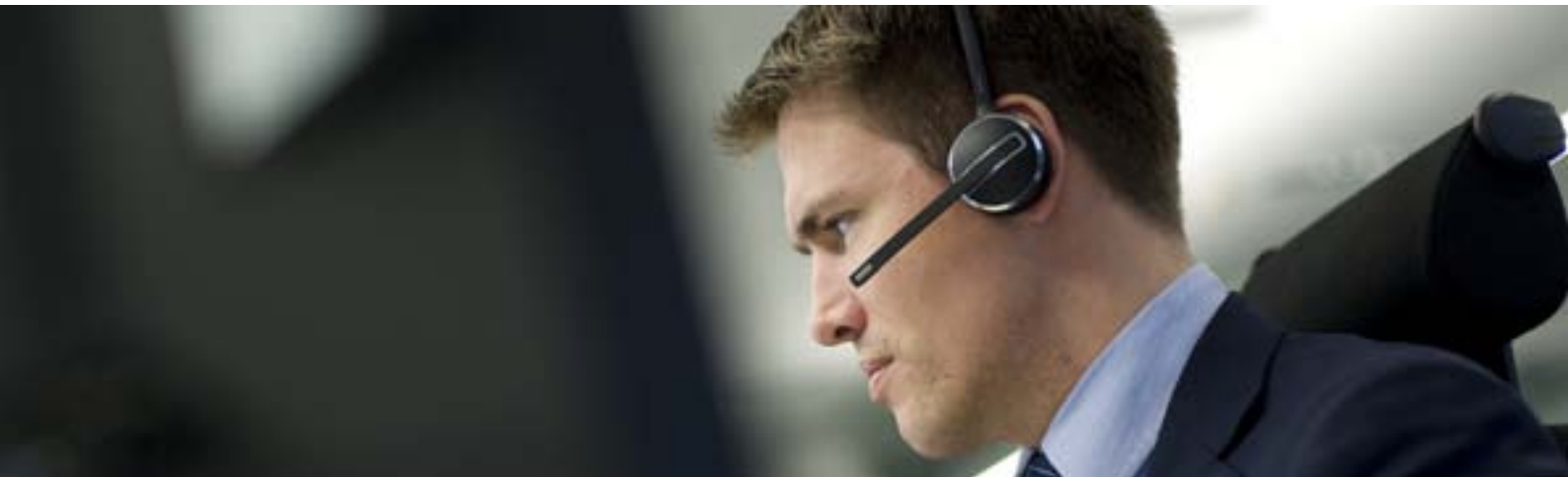
NBIM gjennomførte i 2011 for fjerde år på rad en sektorundersøkelse om selskapenes rapportering om risiko knyttet til barnearbeid og barns rettigheter



NBIM

315





26

51

315 ansatte fra 26 nasjoner

NBIM

Styrker organisasjonen for videre vekst



NBIM rekrutterte nye medarbeidere og omorganiserte ledergruppen for å styrke forvaltningen ytterligere i 2011.

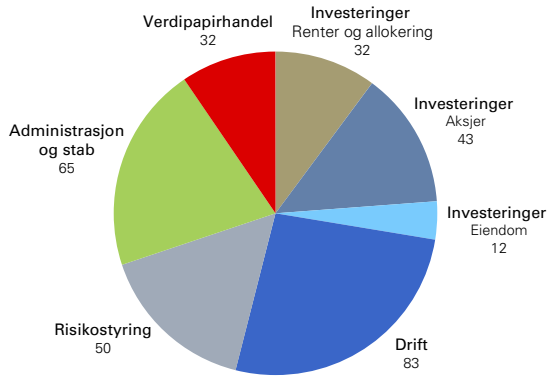
Fondets vekst og nye forvaltningsoppgaver har de seneste årene ført til en økning i antall ansatte i NBIM. Vi fortsatte å rekruttere nye medarbeidere i 2011, særlig innen eiendomsforvaltning og analyse av aksjer, kreditt og makroøkonomi.

Totalt 315 personer var fast ansatt i NBIM ved utgangen av året, opp fra 278 personer ett år tidligere. Mer enn 40 prosent av nyansettelsene var ved våre kontorer i London, New York, Singapore og Shanghai, mens resten var på hovedkontoret i Oslo. Nærhet til markedene vi investerer i, gir oss bedre tilgang til investeringsmuligheter og sørger for at vi kan følge opp fondets investeringer til alle døgnets tider.

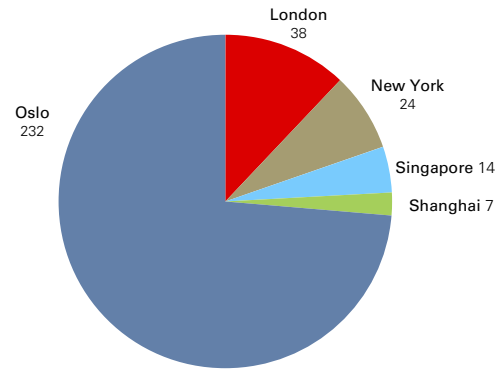
Ledergruppen ble omorganisert for å styrke oppfølgingen av investeringsområdene etter at eiendom ble lagt til som et nytt område i 2010. Rollen som investeringsdirektør ble delt i tre stillinger med ansvar for henholdsvis aksjer, eiendom og allokering. Sistnevnte stilling har ansvar for renteforvaltningen, i tillegg til allokeringen av kapital til ulike forvaltningsområder.

NBIM er avhengig av å ha engasjerte og høyt kvalifiserte medarbeidere for å sikre best mulig forvaltning av fondet. Vi organiserte en rekke kurs for våre ansatte i 2011 gjennom NBIM Academy for å videreutvikle kompetansen i organisasjonen og gi våre ansatte gode utviklingsmuligheter.

Figur 12-1 Ansatte fordelt etter område. Antall



Figur 12-2 Ansatte lokalisert per kontor. Antall



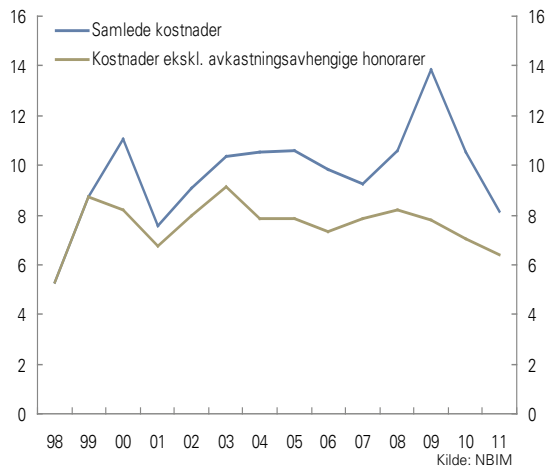
Lavere forvaltningskostnader

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

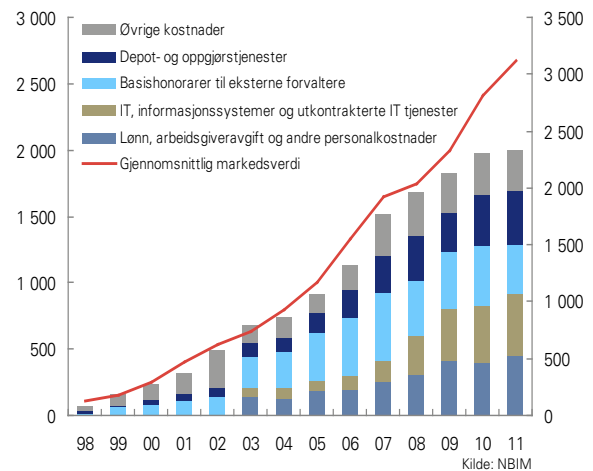
NBIM mottar årlig en godtgjøring fra Finansdepartementet, som skal dekke kostnader ved å forvalte fondet. Disse kostnadene falt til 2,54 milliarder kroner i 2011 fra 2,96

milliarder kroner i 2010, i hovedsak på grunn av en nedgang i faste og avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Til gjengjeld bidro veksten i antall ansatte til høyere lønns- og personalkostnader, mens økningen i fondets størrelse førte til en oppgang i kostnader knyttet til transaksjoner og oppgjør. Som en andel av fondet, falt forvaltningskostnadene til 8,1 basispunkter i 2011 fra 10,5 basispunkter året før. Fratrukket avkastningsavhengige honorarer gikk kostnadene ned til 6,4 basispunkter fra 7 basispunkter.

Figur 12-3 Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning i perioden 1998–2011. Basispunkter



Figur 12-4 Utviklingen i de enkelte kostnadsbestanddelene i perioden 1998-2011. Kostnader (millioner kroner, venstre akse) og fondets markedsverdi (millarder kroner, høyre akse)



Nytt lønssystem i 2011

Med virkning fra 1. januar 2011 ble nye regler for godtgjøring i den norske finanssektoren lagt til mandatet for fondets forvaltning, og det ble etablert nye retningslinjer for avlønning i NBIM. Implementeringen av retningslinjene medførte at ansatte som arbeider innenfor risiko- eller med kontroll-, drifts- og stabsfunksjoner, gikk fra et system med både fastlønn og prestasjonsbasert lønn til kun fastlønn. Ansatte som arbeider med investeringsbeslutninger, fortsetter med prestasjonsbasert lønn, men med nye vilkår for opptjening og utbetaling. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle resultatet. Beregningen foretas over minimum to års resultater. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. Dette gjøres ved at 50 prosent utbetales i året etter at prestasjonslønnen er opptjent, og 50 prosent tilbakeholdes og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake, skal justeres for fondets avkastning.

Investeringsavdelingene hadde 121 ansatte med prestasjonsbasert lønn i 2011. Deres samlede fastlønn utgjorde 113 millioner kroner for året, mens den samlede øvre rammen for prestasjonsbasert lønn var 148 millioner kroner. Den øvre rammen for prestasjonsbasert lønn var 22 prosent lavere i 2011 enn i 2010 på grunn av reduksjonen i antall ansatte som mottar slik lønn.

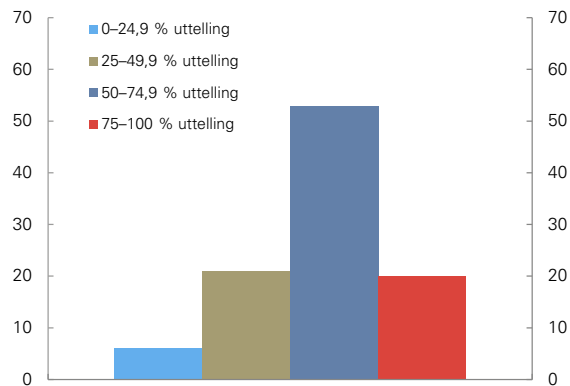
Ansatte med prestasjonsbasert lønn opptjente i gjennomsnitt 56 prosent av totalrammen for 2011, som var

basert på resultater over flere år. For 2011 alene var den gjennomsnittlige opptjeningen 36 prosent av rammen. Halvparten av den flerårige, opptjente prestasjonsbaserte lønnen utbetales i 2012, mens resten tilbakeholdes og utbetales i de tre påfølgende årene.

NBIMs ledergruppe mottar kun fastlønn. Lønn til NBIMs leder og lønnsintervaller for ledergruppen fastsettes årlig av Norges Banks hovedstyre. Lønn til NBIMs leder var på 5,75 millioner kroner i 2011.

Utover ledergruppen og ansatte med prestasjonsbasert lønn, hadde NBIM 187 fast ansatte innenfor risiko- eller med kontroll-, drifts- og stabsfunksjoner ved utgangen av 2011. Disse hadde en samlet fastlønn på 156 millioner kroner.

Figur 12-5 Ansatte fordelt etter utbetalt prestasjonslønn som andel av øvre ramme. Prosent



Kilde: NBIM



Mikko er trader i New York. Han har vært ansatt i NBIM siden 2007.

«I NBIM får jeg være en del av et internasjonalt team som handler innen hele renteuniverset i alle tidssoner. Det er mye mer utfordrende og givende enn å handle et lite utvalg verdipapirer i en investeringsbank. Det viktigste er likevel den fantastiske gruppen av kollegaer som jeg er så heldig å få dele arbeidsdagene med.»

Hovedstyret fastsetter et intervall for lønn til leder av NBIM. Sentralbanksjefen fastsetter årlig lønn innenfor dette intervalllet. Lønn til øvrige medlemmer av ledergruppen i NBIM er fastsatt av leder av NBIM (Chief Executive Officer) i samsvar med hovedstyret og etter årlige vurderinger.

Tabell 12-1 Ytelser til ledende ansatte i NBIM i 2011 *

Stilling	Navn	Utbetalt lønn	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	Personallån
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	5 751 162	25 620	382 809	805 328
Deputy CEO and Chief of Staff	Trond Grande ¹	3 609 575	23 676	292 331	-
Chief Investment Officer, Equities	Petter Johnsen ²	3 228 750	50 587	322 875	-
Chief Investment Officer, Real Estate	Karsten Kallevig ³	2 812 500	23 965	214 821	-
Chief Treasurer	Jessica Irschick	4 520 250	38 789	452 025	-
Chief Risk Officer	Jan Thomsen ⁴	3 296 924	17 656	303 120	-
Chief Operating Officer	Age Bakker	2 760 630	16 382	345 161	-

* Oppgitte ytelser gjelder for perioden den ansatte har vært medlem av ledergruppen.

1) Trond Grande, gikk over i stilling som Deputy CEO fra 01.02.2011 og Chief of Staff fra 01.04.2011 fra stilling som Chief Risk Officer.

2) Petter Johnsen gikk over i stilling som CIO Equities fra 01.04.2011.

3) Karsten Kallevig gikk over i stilling som CIO Real Estate 01.04.2011.

4) Jan Thomsen gikk over i stilling som Chief Risk Officer fra 01.04.2011 fra stilling som Chief Compliance Officer.

Tabellen over viser ledende ansatte i NBIM ved utgangen av 2011. Dag Dyrdal var medlem av ledergruppen i stilling som Chief Strategic Relations Officer frem til 1. april 2011. Mottatt godtgjørelse i denne stillingen i 2011 var 569 709 kroner i utbetalt lønn, 6 977 kroner i andre fordeler og 86 452 kroner i opptjent pensjon. Mark Clemens var medlem av ledergruppen i stilling som Chief Administrative Officer frem til 1. april 2011. Mottatt godtgjørelse i denne stillingen i 2011 var 582 900 kroner i utbetalt lønn, 4 642 kroner i andre fordeler og 76 542 kroner i opptjent pensjon. Mark Clemens hadde også personallån som beløp seg til 766 668 kroner. Bengt Ove Enge var medlem av ledergruppen som Chief Investment Officer frem til 30. juni 2011. Mottatt godtgjørelse i denne stillingen i 2011 var 2 202 763 kroner i utbetalt lønn, 6 459 kroner i andre fordeler og 234 027 kroner i opptjent pensjon.



Michaela har vært ansatt i NBIM siden 2009. Som porteføljeforvalter i New York jobber hun med de eksterne aksjeforvalterne.

«NBIM gir meg muligheten til å jobbe sammen med noen av de beste fondsforvalterne i verden. Jeg reiser til alle verdenshjørner for å finne lokale forvaltere som med sine inngående selskapsanalyser kan tilføre fondet meravkastning.»



Giovanni er analytiker i eiendomsforvaltningen i London. Han har vært ansatt i NBIM siden 2007.

«Det at vi skal sikre verdier for fremtidige generasjoner og være en ansvarlig investor med et uendelig tidsperspektiv, er den viktigste grunnen til at jeg jobber i NBIM. 'Å maksimere kvartalsoverskuddet' er ikke like motiverende.»



Operasjonell risikostyring

Antallet uønskede hendelser falt med en tredjedel

NBIM forbedret i 2011 interne prosesser og reduserte driftens kompleksitet. Det førte til færre uønskede hendelser.

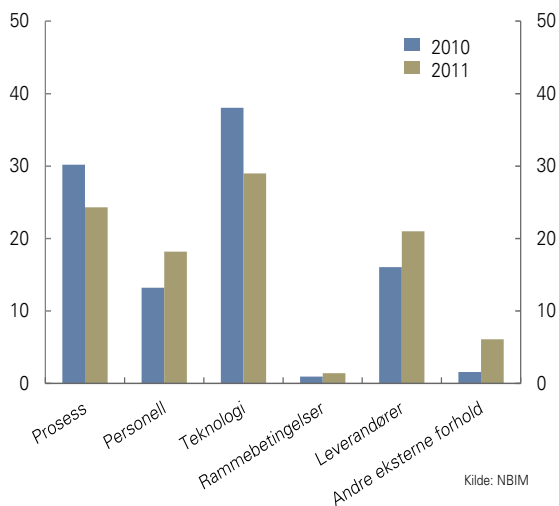
NBIM arbeider systematisk for å identifisere uønskede hendelser, og vi forbedrer prosessene våre kontinuerlig for å hindre at hendelsene inntreffer. Rapportering og oppfølging av disse hendelsene utgjør en viktig del av tiltakene for å forbedre driften og internkontrollen, og vi benytter kost-nytte-analyser i arbeidet for å redusere risikonivået.

Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i NBIM.

Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en tolv-måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer samlet sett vil føre til 500 millioner kroner eller mer i tap eller gevinster. Denne grensen betegnes som styrets risikotoleranse.

Vårt internkontrollsystem er utformet for å minimere risiko og gi en rimelig grad av beskyttelse mot vesentlige feil eller tap. Vi gjennomfører internkontroller på

Figur 13-1 Uønskede hendelser i NBIM. Årsakskategorier. Prosent



grunnlag av en kontinuerlig risikovurdering, og minst én gang i året evaluerer vi tiltakenes effektivitet.

Uønskede hendelser i 2011

NBIM registrerte 216 uønskede hendelser i 2011, ned fra 320 i 2010. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser, enten fordi de ble oppdaget i tide, eller fordi de kun ville hatt potensielle konsekvenser for omdømmet. Det er beregnet at hendelsene hadde finansielle konsekvenser med en samlet verdi på 13,5 millioner kroner, der tap utgjorde 13,45 millioner kroner og gevinster var på 50 000 kroner.

Tekniske feil forårsaket 29 prosent av de uønskede hendelsene i 2011, en nedgang fra 38 prosent i 2010, hjulpet av en reduksjon i kompleksiteten i NBIMs IT-systemer. Noen av de viktigste prosessene i NBIM er avhengige av komplekse teknologiske systemer. Det gjelder blant annet allokering av midler, kjøp og salg av aktiva og rapportering og kontroll av investeringsresultater. Hendelsene som oppsto i 2011, resulterte hovedsakelig i kortvarige driftsmessige forstyrrelser, og de førte kun til begrensede økonomiske tap. Tekniske feil førte blant annet til at et av fondets viktigste handelssystemer for aksjer var nede i 155 minutter i fjerde kvartal. Avbruddet fikk ingen økonomiske konsekvenser fordi det skjedde på et tidspunkt da handelsaktiviteten var lav.

Totalt 24 prosent av de uønskede hendelsene i 2011 var forårsaket av feil i våre prosesser, rutiner og prosedyrer, mot 30 prosent i 2010. Noen av disse hendelsene var forbundet med endringer i investeringsprosessene. Endringene skal redusere det operasjonelle risikonivået på lengre sikt, men kan heve risikonivået i en overgangsperiode.

Svikt hos våre leverandører og i vårt samarbeid med dem forårsaket 21 prosent av de uønskede hendelsene i 2011, opp fra 16 prosent i 2010. NBIM kjøper inn tjenester knyttet til blant annet IT-drift, depotfunksjoner, oppgjørsfunksjoner, juridiske funksjoner og aksje- og renteforvaltning. I første halvdel av 2011 førte en operasjonell feil hos en leverandør til at det ble meldt inn ufullstendige krav i 13 gruppesøksmål mot selskaper der vi var aksjonær. NBIM oppdaget dette og rettet opp feilene, som kunne ha ført til at vi hadde gått glipp av inntil 10 millioner kroner i utbetalinger fra gruppesøksmål. Flere av hendelsene som var forårsaket av leverandører, hadde finansielle konsekvenser i 2011, men tapene ble i de fleste av tilfellene dekket av leverandørene i samsvar med leverandør-avtalenes bestemmelser.

Feil forårsaket av NBIMs ansatte sto bak 18 prosent av de uønskede hendelsene i 2011, mot 13 prosent i 2010. De fleste tilfellene ble raskt fanget opp av kontrollmekanismene i NBIMs systemer, og få av hendelsene medførte tap. Menneskelige feil er vanskelig å unngå, men vi kan begrense dem gjennom velutviklede systemer som er støttet av egnede kontrollmekanismer, automatiske sikkerhetstiltak og god informasjonsstyring.

NBIM tar også høyde for risiko knyttet til eksterne forhold som naturkatastrofer, terrorisme og krig. I 2011 førte folkeopprøret i Midtøsten til at aksjebørsen i Kairo ble stengt i nesten to måneder fra slutten av januar. NBIM fikk i denne perioden ikke handle i fondets egyptiske aksjeinvesteringer, og det er uklart hvilke kostnader nedstengningen medførte for NBIM. Aksjekursene på børsen falt nesten 50 prosent i 2011. Samtidig var fondets beholdning av egyptiske aksjer betryggende oppbevart hos en av våre globale depotbanker. Selv om sannsynligheten for hendelser av denne typen er liten, er de potensielle konsekvensene alvorlige. Totalt 6 prosent av de uønskede hendelsene som ble registrert i 2011, var i denne kategorien, deriblant terrorhandlingen i Oslo den 22. juli. Denne hendelsen utløste våre beredskapsprosedyrer, men hadde ingen alvorlige konsekvenser for NBIMs virksomhet, i likhet med de andre eksterne hendelsene registrert i 2011.

Brudd på retningslinjer

Finansdepartementet har fastsatt omfattende regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2011. NBIM mottok i samme periode ingen varsel fra eksterne tilsynsmyndigheter om vesentlige brudd på markeds-reguleringer eller annen generell lovgivning.

Eiendomsinvesteringer i Statens pensjonsfond utland

Fondet gjennomførte sine første eiendomsinvesteringer i 2011. Med dette har forvaltningen tatt steget inn i en aktivaklasse for unoterte investeringer, som er svært ulik investeringer i obligasjoner og noterte aksjer. Slike investeringer stiller andre krav til gjennomføring av investeringsbeslutninger, rammeverk for forvaltningen og til styring og kontroll.

Finansdepartementet besluttet i 2010 at inntil 5 prosent av Statens pensjonsfond utland skulle investeres i aktivaklassen eiendom.¹ Aksjer og obligasjoner er de to største aktivaklassene som benyttes av finansielle investorer, mens eiendom er den tredje største. Med dagens verdi på fondet og de fremskrivningene departementet legger til grunn,² tilsvarer 5 prosent kjøp av eiendom utenfor Norge i størrelsesorden 250-300 milliarder kroner innen 2020. Dette vil gjøre Statens pensjonsfond utland til en av verdens største eiendomsinvestorer. Norges Bank vil bruke god tid til å fase inn denne aktivaklassen. Banken bygger opp kompetanse og prosesser for investeringsbeslutninger, og legger vekt på styring og kontroll med investeringene.

Eiendom som aktivaklasse i fondet

Fordelingen av fondet på ulike aktivaklasser er en avveining mellom forventet avkastning og risiko på lang sikt. Valget av aksjeandel er den viktigste enkeltbeslutningen. En høy aksjeandel kan gi god avkastning på lang sikt, men krever samtidig en forholdsvis høy toleranse for kortsiktige svingninger i avkastningen.

Obligasjonsinvesteringer med høy kredittkvalitet, fremfor alt statsgjeld utstedt i lokal valuta, gir løpende relativt sikker avkastning og reduserer svingningene i fondets totale nominelle avkastning. Nominelle obligasjonsinvesteringer gir imidlertid ingen sikring mot en uventet økning i inflasjonen, og bidrar ikke fullt ut til å sikre fondets internasjonale kjøpekraft på lang sikt.

Eiendomsinvesteringer kan være en av flere mulige former for inflasjonssikring av fondet. Investeringer i eiendom vil gi direkte eierskap til realaktiva og en forventet avkastning i form av stabile, inflasjonsjusterte kontantstrømmer. Inflasjonsjusteringen kommer av at de løpende inntektene fra slike investeringer ofte reguleres i takt med inflasjonen.

Norges Bank har anbefalt å øke andelen av eiendom og andre typer realaktiva i fondet.³ Økt andel av realaktiva i porteføljen bør motsvares av redusert andel for nominelle renteinvesteringer. Investeringer i mange realaktiva vil være mindre likvide. Statens pensjonsfond utland har ikke løpende likviditetsbehov, og kan få betalt for denne egenskapen ved investeringene.

Strategi for investeringer i eiendom

Det langsiktige målet er å bygge opp en beholdning av eiendomsinvesteringer som vil gi god langsiktig avkastning. Det gjør vi ved å spre fondets investeringer og risiko over flere markeder. NBIM vil hovedsakelig investere i velutviklede markeder og innenfor tradisjonelle eiendomstyper som kontorbygg og butikker.

Oppbyggingen av eiendomsbeholdningen vil skje over flere år. NBIM vil i startfasen investere i de største europeiske eiendomsmerkene før vi ser etter muligheter i andre deler av verden. Vi vil vurdere mulige investeringer sammen med lokale partnere som har sammenfallende interesser og god kjennskap til spesifikke markeder.

Investeringer i fast eiendom gjør at vi også vil ha eierinteresser i tomter eller bygninger. En rekke type bygninger, som for eksempel kontorbygg, kjøpesentre, industribygg og boligkomplekser, inngår i aktivaklassen. Direkte investeringer innebærer at vi eier eiendommer uten mellomledd, mens indirekte investeringer betyr at vi kjøper andeler i et fond eller aksjer i eiendomsselskaper som igjen investerer direkte i én eller flere eiendommer.

Selve driften av eiendommen, som vedlikehold og innkreving av leieinntekter, er ofte adskilt fra investeringen. Mange investorer har enten opprettet separate selskaper som står for driften av eiendommen, eller har

¹ Jf. mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, kapittel 4 (FOR 2010-11-08 nr. 1414). Se bl.a. vurderinger og omtale i St.meld. nr. 16 (2007-2008): *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007* og Meld. St. 10 (2009-2010): *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009*.

² Jf. Meld. St. 1 (2011-2012): *Nasjonalbudsjettet 2012*.

³ Se Norges Banks brev 6. juli 2010 til Finansdepartementet: *Utvikling av investeringsstrategien til Statens pensjonsfond utland*.

utkontraktert dette til en tredjepart. NBIM har inntil videre valgt at selve eiendomsdriften skal bli ivaretatt direkte eller indirekte av bankens samarbeidspartnere.

Eiendomsinvesteringer gjennom datterselskaper

Eiendomsinvesteringer krever en annen gjennomføring enn finansielle plasseringer i aksjer og obligasjoner. En eiendomstransaksjon vil vanligvis ta måneder. Hver kontrakt må forhandles individuelt, og det er høyere transaksjonskostnader enn ved handel med børsnoterte verdipapirer.

Finansdepartementet har i mandatet for Statens pensjonsfond utland fastsatt regler for eiendomsinvesteringene. Reglene åpner for at porteføljen kan investeres direkte i eiendom, eller i aksjer og obligasjoner som er utstedt av noterte og unoterte selskaper, fondskonstruksjoner og eiendomsselskaper. Eiendomsinvesteringene skal etter hvert være bredt fordelt geografisk og på ulike typer eiendommer som kontorbygg, detaljhandel, industri og boliger.

Reglene gir Norges Bank anledning til å foreta investeringer i eiendomsporteføljen gjennom norske eller andre selskaper. Unoterte selskaper og fondskonstruksjoner skal være etablert i OECD-land, land som Norge har skatteavtaler med, eller land som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra. Eiendomsinvesteringene kan ikke være lokalisert i Norge, på linje med de lignende reglene for aksjer og obligasjoner.

Investeringsrisikoen knyttet til børsnoterte aksjer og obligasjoner er normalt begrenset til det investerte beløpet. Dette er annerledes for eiendom. I tråd med

Finansdepartementets mandat har Norges Bank vurdert egnede operative plattformer for å gjennomføre eiendomsinvesteringer. Sentrale kriterier i vurderingen av valg av plattform har vært

- i. ansvarsbegrensning og beskyttelse av sentralbankens aktiva mot krav som kan oppstå på grunn av investeringer i eiendom
- ii. hensiktsmessig og god kontroll- og styringsstruktur
- iii. kostnadseffektivitet, inkludert begrensning av forvaltnings- og skattekostnader
- iv. effektiv operasjonell drift

For å sikre ansvarsbegrensning og for å beskytte sentralbankens aktiva vil det være nødvendig å investere gjennom datterselskaper av Norges Bank. Dette er i tråd med hva som er vanlig praksis i eiendomsmarkedet. Selskapsstrukturene vil kunne variere fra investering til investering og fra land til land. Vi vil legge vekt på kontroll og tilsyn, skattekostnader, kompleksitet og operasjonelle forhold før vi velger en struktur. Eiendomsinvesteringer vil således normalt gjøres gjennom et datterselskap, og vil dermed balanseføres i dette selskapet. Mellom de ulike enhetene i en selskapsstruktur vil konserninterne lån vanligvis bli benyttet.

Enkelte land har høye skatter på eiendomsinvesteringer, og noen har også skatteregler som kan endre den skattemessige situasjonen for fondets øvrige investeringer. Dette siste forholdet er særlig aktuelt når vi ser på investeringer i USA, som er verdens største eiendomsmarked. Den amerikanske skattelovgivningen er svært kompleks, og det har vist seg å være både vanskelig og tidkrevende å få slått fast hva vår skatteposisjon vil være.⁴

Lav skatt

Finansdepartementets mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland sier at Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter at kostnader er trukket fra. Et viktig kostnadselement kan være skatt på fondets investeringer i alle områder og land hvor vi har eiendeler. Norges Banks og fondets skatteposisjon fremgår av lokale bestemmelser og av de skatteavtalene Norge har inngått med vedkommende land. Det er viktig for Norges Bank at investeringene skatlegges på korrekt måte etter lokale lover og regler, men også at fondet ikke belastes for større skattekostnader enn nødvendig.

I eiendomsinvesteringer kan skattevilkår være avhengig av skatteposisjonen til motparten i transaksjonen. Derfor kan Norges Bank ha behov for å opprette selskaper i land med lav skatt. Lav skatt er ikke det samme som manglende transparens eller hvitvasking av penger. Disse to forholdene blandes ofte sammen i omtalen av såkalte «skatteparadiser». Bankens avtaler og selskapsdokumenter sikrer nødvendig innsyn for bankens internervisjon, som er hovedstyrets tilsynsorgan, for bankens eksterne revisor og for representantskapet, som er Stortingets tilsynsorgan for Norges Bank.

⁴ Se vurderinger i Norges Banks høringsuttalelse av 21. oktober 2009 til Finansdepartementet om nye regler for Statens pensjonsfond utland.

Eiendomsinvestering i London

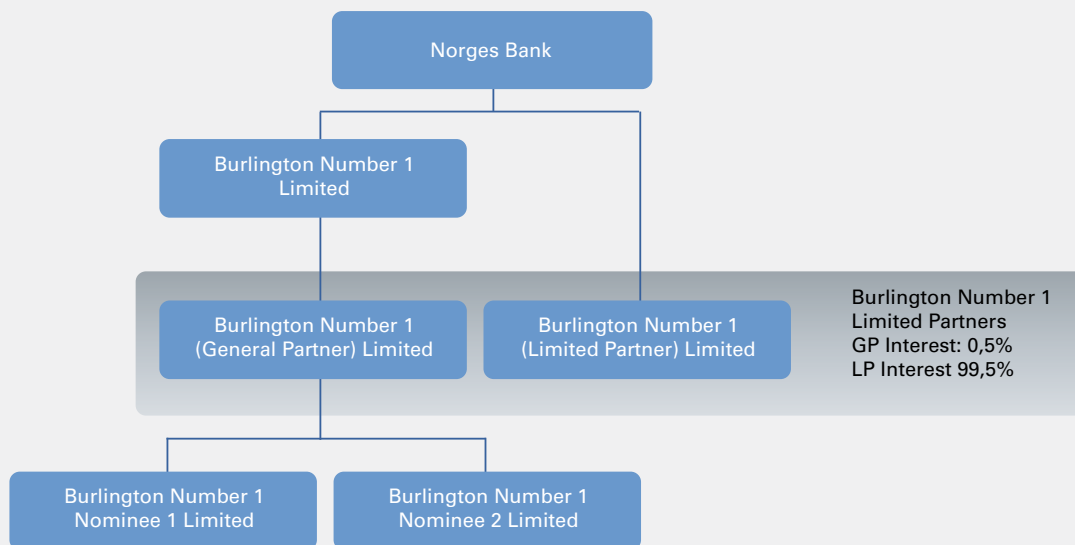
Fondets første eiendomsinvestering var i London. NBIM har inngått en avtale med det britiske selskapet *The Crown Estate*⁵ som sikrer fondet rettigheter til 25 prosent av leieinntektene i 150 år til en del eiendommer i Londons Regent Street. I praksis har fondet fullt eierskap i avtaleperioden. Vi viser til omtale av investeringen tidligere i denne årsrapporten og i årsrapporten for 2010.

The Crown Estate forvalter porteføljen av eiendommer i Regent Street, der fondet har en 25 prosent inntektsandel. Det kan gjøres flere investeringer innenfor rammen av dette partnerskapet.

Norges Bank har opprettet fem britiske selskaper for å ivareta partnerskapet. Selskapene er opprettet i henhold til engelsk selskapslov («Companies Act 2006»). En slik struktur er ofte brukt for eiendomsinvesteringer. Strukturen beskytter bankens interesser og begrenser bankens ansvar, samtidig som den gunstige skatteposisjonen ivaretas. Norges Bank og fondet er fritatt fra å betale britisk inntektsskatt, selskapskatt og skatt av gevinster ved salg av eiendom dersom investeringene foretas gjennom skattetransparente selskaper.

Regent Street – Norges Banks selskapsstruktur

De to registrerte selskapene *Burlington Number 1 Nominee 1 & 2 Ltd.* ivaretar rettighetene til leieinntekter etter avtalen med *The Crown Estate*. Disse to selskapene ivaretar rettighetene på vegne av to registrerte partnerselskaper; *Burlington Number 1 (General Partner) Ltd.*, som eier 0,5 prosent av investeringen, og *Burlington Number 1 (Limited Partner) Ltd.*, som eier 99,5 prosent av investeringen. Det sist nevnte selskapet har skattefritak. Selskapenes styremedlemmer er oppnevnt av Norges Bank.



⁵ Selskapet eies av den til enhver tid regjerende britiske monark i vedkommendes regjeringperiode. Selskapet er ikke monarkens private eiendom, og det er heller ikke den britiske regjeringens eiendom. Selskapet administreres av et særlovsselskap.



Eiendomsinvestering i Paris

Fondets andre eiendomsinvestering var i Paris. Banken har inngått et partnerskap med enheter innenfor det børsnoterte franske forsikringsselskapet AXA Group SA. Gjennom dette partnerskapet eier fondet 50 prosent av flere eiendommer og eiendomsselskaper i og rundt Paris. Det kan gjøres flere investeringer innenfor rammen av dette partnerskapet. Investeringen er nærmere omtalt i beretningsdelen av denne årsrapporten.

For investeringer i Kontinental-Europa har Norges Bank kommet frem til at en struktur med holdingselskap i Luxembourg i best mulig grad vil oppfylle de sentrale kriteriene for valg av selskapsplattform, som omtalt ovenfor. Luxembourg er et eksempel på et land der mange eiendomsinvestorer oppretter datterselskaper. En etablering i dette landet tilfredsstiller Finansdepartementets krav i retningslinjene for fondet som sier at unoterte selskaper og fond skal være etablert i OECD-land og land som Norge har skatteavtale med.⁶

På denne bakgrunn ble NBIM S.à r.l.⁷ opprettet 4. mai 2011 med kontor i Luxembourg. Det er et heleid datterselskap av Norges Bank, og er et holdingselskap for å eie og administrere eiendomsinvesteringer i Kontinental-Europa.

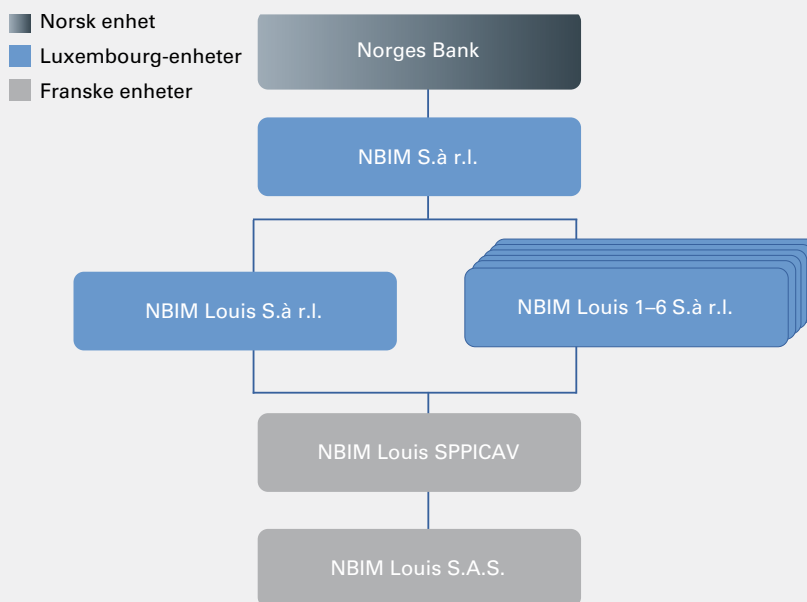
NBIM S.à r.l. utfører oppgaver som administrasjon av kontoret og eiendomsinvesteringene, etterlevelse av lokale lover og regler, finansiell rapportering og oppfølging av kontantstrømmer fra transaksjoner. Eiendomsinvesteringer utenfor AXA-partnerskapet eller utenfor Frankrike, og som skal gå via Luxembourg, vil bli holdt gjennom separate selskaper som eies av NBIM S.à r.l.

Gjennom partnerskapet med AXA er det etablert selskaper i Luxembourg og Frankrike.



⁶ Jf. Prop. 55 S (2009–2010): Samtykke til å sette i kraft protokoll undertegnet i Brussel 7. juli 2009 til endring av skatteavtalen mellom Norge og Luxembourg, undertegnet i Oslo 6. mai 1983.
⁷ Société à responsabilité limitée (S.à r.l.) er en selskapsform som er vanlig særlig i Frankrike, Sveits og Luxembourg, og som begrenser eierens ansvar til kapitalinnskuddet. Den norske selskapsformen som kommer nærmest dette, er aksjeselskap (AS).

Paris – Norges Banks selskapsstruktur



Formålet med de enkelte selskaper i strukturen:

- **NBIM S.à r.l.** er et «master holding selskap», som eies 100 prosent av Norges Bank. Selskapet beskytter fondets øvrige midler mot eventuelle krav som kan oppstå som følge av investeringene i eiendom. Det er intensjonen at fremtidige investeringer som går via Luxembourg, vil være datterselskaper av NBIM S.à r.l.

Selskapets fire styremedlemmer oppnevnes av Norges Bank. To av styremedlemmene er eksterne. De to øvrige styremedlemmene er leder for NBIMs eiendomsavdeling og administrerende direktør i NBIM S.à r.l. Selskapets vedtekter sier at styrevedtak skal være enstemmige, at Norges Bank skal samtykke til sentrale beslutninger som angår selskapet, og at Norges Bank har rett til å oppnevne og avsette styremedlemmer med umiddelbar virkning.

- **NBIM Louis S.à r.l.** AXA-investeringen holdes gjennom dette selskapet, som eies 100 prosent av NBIM S.à r.l. Selskapet skjermer NBIM S.à r.l. for økonomisk ansvar ut over egenkapitalen.
- **NBIM Louis 1-6 S.à r.l.** Formålet med disse Luxembourg-registrerte selskapene er å være eiere til det franskregistrerte selskapet NBIM Louis SPPICAV.^a
- **NBIM Louis SPPICAV.** Et SPPICAV er et unotert, regulert fondsselskap som etter fransk skattelovgivning har gunstig beskatning.
- **NBIM Louis S.A.S.^b** Den franske selskapsformen S.A.S. benyttes ofte når avtaler om partnerskap («joint venture») inngås mellom franske og utenlandske selskaper. NBIM Louis S.A.S. er kontraktspart i avtalen med AXA, og er hjemmels-haver til 50 prosent av de underliggende eiendelene i form av eiendommer og eiendomsselskaper.

a) Société de Placement À Prépondérance Immobilière À Capital Variable.

b) Société par Actions Simplifiée.



Forvaltning og kontroll av investeringene i eiendom



NBIM bygger gradvis opp forvaltningsorganisasjonen for eiendomsinvesteringene. Ved utgangen av 2011 hadde eiendomsavdelingen 12 ansatte i Oslo og London. Avdelingen har ansvar for å analysere investeringsmuligheter og gjennomføre investeringer, i tillegg til å følge opp, kontrollere og forvalte investeringene.

I analysen av mulige investeringer vurderes selve eiendommen, motparten i transaksjonen, selskapsstrukturen for gjennomføring av transaksjonen, det juridiske avtaleverket og skatt. Ved investeringer og forvaltning av eiendom skal miljømessige hensyn ivaretas innenfor de rammer som er nedfelt i retningslinjene.

Forslag til investeringer fattes i henhold til en delegert fullmaktstruktur. Datterselskapene som er beskrevet tidligere, har rent operative funksjoner.

Styrings- og kontrollstrukturen for eiendomsinvesteringene består av flere elementer. På lik linje med investeringsaktiviteten for obligasjoner og aksjer er investeringer i eiendom innordnet NBIMs styringsstruktur. Styringsmodellen er basert på styringsdokumenter fastsatt av hovedstyret. Med utgangspunkt i dette har

vi utarbeidet interne retningslinjer for vår virksomhet, gjennom investeringsmandater og stillingsinstruks til eiendomsavdelingens leder, og operasjonelle retningslinjer. De sentrale elementene er delegasjon av myndighet, kontroll og rapportering.

NBIM har over tid arbeidet systematisk med operasjonell risikostyring og internkontroll for virksomheten. På samme måte er kontroll og oppfølging av risiko etablert for eiendomsaktiviteten. Den operasjonelle risikostyringen er videreført til datterselskaper innenfor eiendomsforvaltningen gjennom styrende dokumenter og rapporteringskrav.

Bankens internrevisjon, eksterne revisjon og representantskapets tilsynssekretariat utfører kontroll med virksomheten i NBIM og med datterselskaper. Representantskapet fastsatte i 2011 retningslinjer for tilsyn med datterselskaper. For heleide datterselskaper vil revisor velges som for Norges Bank. For deleide datterselskaper vil man søke å oppnevne revisor på tilsvarende måte. I de tilfellene vi ikke har endelig innflytelse på valg av revisor, vil revisor velges i samråd med representantskapets tilsynssekretariat.

⁸ Se nærmere omtale på www.nbim.no.

⁹ Jf. omtale i temaartikkel i årsrapport 2010 for Statens pensjonsfond utland.

Temaartikkel

Bruk av indekser i forvaltningen

Bruken av referanseindekser er utstrakt i internasjonal fondsforvaltning og tjener ulike formål. I forvaltningen av Statens pensjonsfond utland kan det være hensiktsmessig å operere med referanser på flere nivåer. NBIM har derfor utviklet en operativ referanseportefølje.

Bruk av referanseindekser

En strategisk referanseindeks er et uttrykk for eiers investeringspreferanser. Den tar utgangspunkt i fondets formål, og bør gjenspeile de enkelte aktivklassenes strategiske rolle i fondet. Den strategiske referanseindeksen angir først og fremst investeringsretning og risikotoleranse.

Den strategiske referanseindeksen i et stort, offentlig fond bør velges blant ledende, lett tilgjengelige indekser for å sikre størst mulig åpenhet i forvaltningen. De fleste vanlig brukte indekser forsøker å omfatte det investerbare universet i en aktivklasse, og vekter de ulike verdipapirene som inngår i indeksen i forhold til deres markedsverdi. Slike markedsindekser er satt sammen for å være en målestokk for forvalters gjennomføring av et forvaltningsoppdrag, men er ikke tilpasset enkelte fonds ulike formål og særtrekk.

En operativ referanseportefølje gir mulighet til bedre å tilpasse de vanlig brukte indeksene til et fonds formål og særtrekk. Referanseporteføljen vil bevege seg bort fra ledende markedsindekser mot en større grad av skreddersøm. Skreddersøm krever nærhet til markedene det investeres i, og beslutningene må ta hensyn til fundamentale og strukturelle forhold i de aktuelle markedene.

Målet for den operative referanseporteføljen er å oppnå et bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko etter kostnader. Rammer i forvaltningsmandatet

kan fortsatt være knyttet til den strategiske referanseindeksen. Avvik mellom referanseindeksen og referanseporteføljen vil da som for andre investeringsvalg trekke på rammene som er satt i investeringsmandatet, men avvikene vil kunne være større, ha en annen karakter og et annet tidsperspektiv enn hva som normalt faller inn under såkalt aktiv forvaltning.

Den strategiske referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet

Finansdepartementet har i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland fastsatt en strategisk referanseindeks som består av to aktivklasseindekser, en aksjeindeks og en obligasjonsindeks, med en fast fordeling mellom disse. Den tredje aktivklassen i fondet, eiendom, finnes det ikke gode markedsindekser for og denne aktivklassen er ikke omtalt videre i artikkelen.

Referanseindeksene som er fastsatt av Finansdepartementet, er basert på markedsindekser fra ledende indekssleverandører. Dette bidrar til å sikre åpenhet og etterprøvbarhet i forvaltningen. Indeksen angir en investeringsretning, og gjenspeiler eiers risikotoleranse. For aksjer er indeksen FTSE Global Equity Index Series All Cap lagt til grunn. For obligasjoner er det valgt en referanseindeks satt sammen av indekser fra Barclays Capital.

Sammensetning av indeksen beveger seg over tid bort fra de faste vektene i den strategiske referanseindeksen, som følge av ulik verdiutvikling mellom regioner og

aktivaklasser. Finansdepartementet beregner derfor en såkalt faktisk referanseindeks, som i perioder kan være ganske forskjellig fra den strategiske indeksen. Forskjellen mellom den strategiske og den faktiske referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet vil også avhenge av hvordan fondets tilførsel av nye midler og rebalansering tilbake til faste vekter blir gjennomført. Den faktiske referanseindeksen er utgangspunktet for beregning av relativ avkastning og risiko. Investeringsvalgene som gjøres ved gjennomføring av tilførsel og rebalansering, blir i denne strukturen ikke målt.

Den operative referanseporteføljen benyttet av NBIM

NBIMs operative referanseportefølge søker å tilpasse den strategiske referanseindeksen ytterligere til fondets formål, det å bevare verdier og kjøpekraft over tid, samt til fondets særtrekk, først og fremst størrelse, langsiktighet og fravær av kortsiktige betalings-forpliktelse. Den adresserer metodiske svakheter og unødig kompleksitet i den strategiske referanseindeksen, gjenspeiler tilpasninger til fondets investeringsunivers, og søker å ivareta strukturelle endringer i markedene, alternativer til markedsvekting og tidsvarierende risikopremier.

Det er en del metodiske svakheter i de vanlige benyttede referanseindeksene i forhold til de respektive aktivaklassers strategiske rolle i fondet. To eksempler fra obligasjonssiden er den automatiske eksklusjonen fra indeks av obligasjoner som faller under et gitt nivå for kredittvurdering og av obligasjoner med mindre enn ett år igjen til forfall. Et eksempel fra aksjesiden er justering av et selskaps indeksvekt for aksjer som ikke er fritt omsettelige, såkalt 'fri-flyt' vekting.

Diversifiseringsgevinsten ved å eie samtlige aksjer og obligasjoner som inngår i brede referanseindekser, er

liten. De sentrale risikoegenskapene ved den strategiske referanseindeksen kan gjenskapes gjennom et betydelig mindre antall verdipapirer, noe som bidrar til å redusere kompleksiteten i porteføljen og kostnadene i forvaltningen. I den operative referanseporteføljen har vi valgt å ta ut enkelte sammensatte obligasjonstyper, som strukturerte amerikanske boliglånsobligasjoner. Vi har også valgt å sette en høyere grense for størrelsen på nye obligasjonsutstedelser før de inkluderes i den operative referanseporteføljen. Dette kan være hensiktsmessig for en stor investor som fondet.

Ledende markedsindekser representerer investeringsuniverset til en typisk investor. En stor, statlig investor som fondet har i en del tilfeller andre investeringsmuligheter. Den operative referanseporteføljen korrigerer investeringsuniverset ut i fra risikovurderinger knyttet til operasjonell risiko og rettslig beskyttelse, eller knyttet til ulike former for reguleringer. NBIM har en egen komite som fastsetter hvilke markeder og verdipapirer fondet kan investeres i, noe som gjenspeiles i den operative referanseporteføljen. Pakistan er for eksempel ikke godkjent for aksjeinvesteringer, grunnet en vurdering av utilstrekkelig aksjonærbeskyttelse, selv om dette markedet inngår i den strategiske referanseindeksen. Som et eksempel på reguleringssiden, er investeringer i den meksikanske finanssektoren tatt ut av den operative referanseporteføljen, siden utenlandske, statlige fond ikke har lov til å eie aksjer i meksikanske finansforetak. Et tilsvarende eksempel fra obligasjonssiden er kapitalrestriksjonene på taiwanske statsobligasjoner. I det siste tilfellet er den operative referanseporteføljen bredere enn i ledende markedsindekser for den strategiske referanseindeksen, siden disse restriksjonene ikke innebærer en begrensning for fondet.

Vanlig benyttede markedsindekser vil reflektere strukturelle endringer i utstedelsen av nye verdipapirer. Gjennom tilpasninger i den operative referanseporteføljen kan vi gjennomføre en hensiktsmessig tilpasning til slike endringer. Et eksempel er endring i utstedelsen av obligasjoner i ulike deler av bankers kapitalstruktur som følge av nye reguleringer av finanssektoren. Det er ikke åpenbart at slike endringer bør inngå i fondets investeringsstrategi. Et annet eksempel er økt utstedelse av statsobligasjoner i land der statsfinansene er under press. Det kan påvirke valuta-, kreditt- og likviditetsegenskapene i markedsindeksene, uten nødvendigvis å være i tråd med fondets langsiktige formål.

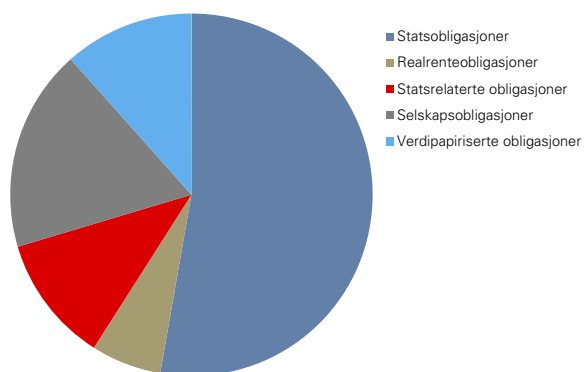
Markedsindekser tilordner ulike verdipapirer en vekt tilsvarende deres samlede markedsverdi. En slik markedsvekting er ikke nødvendigvis det beste alternativet for fondet, gitt fondets særtrekk. Andre vektingsmetoder kan bidra til å bedre det langsiktige forholdet mellom risiko og avkastning i fondet, særlig på aksjesiden. På obligasjonssiden innebærer prinsippet om

markedsvekting at låntakere som utsteder store volumer av obligasjoner får økt vekt i referanseindeksen. I en BNP-vektet portefølje fordeles innslaget av obligasjoner i henhold til landenes verdiskaping heller enn deres opplåning. Valutafordelingen i porteføljen vil dels påvirkes av hvilke valutaer som inkluderes, dels hvilken vekt de gis. Statsobligasjoner i fremvoksende markeder har blitt gitt en økt vekt i den operative referanseporteføljen, for å bedre ivareta fondets målsetting om å opprettholde den internasjonale kjøpekraften over tid.

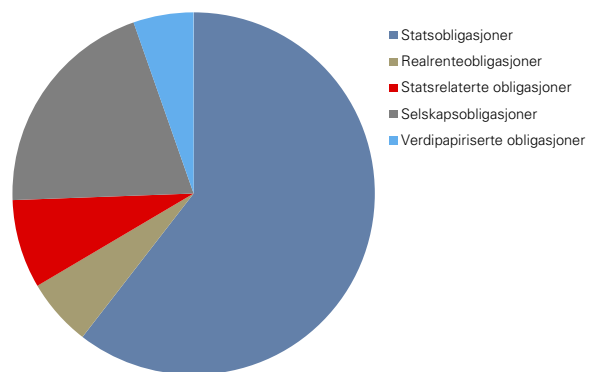
Investeringsmuligheter og risikopremier varierer over tid og langs ulike dimensjoner. Fondet kan i enkelte tilfeller være spesielt godt egnet til å utnytte slike tidsvariasjoner. Enkelte tidsvariasjoner i ulike risikopremier kan det være naturlig å vurdere i en operativ referanseportefølje, som eksponering mot mindre selskaper eller variasjoner i kredittpremier. Dette vil kunne være en måte å utnytte fondets langsiktighet og fravær av kortsiktige betalingsforpliktelser.

Management

Figur 15-1 Finansdepartementets referansindeks per 31.12.2011.
Sektorfordeling, Prosent



Figur 15-2 NBIMs referanseportefølje per 31.12.2011.
Sektorfordeling, Prosent



Regnskapsrapportering

Norges Banks årsregnskap, som omfatter regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, ble godkjent av hovedstyret 29. februar 2012 og fastsatt av representantskapet 15. mars 2012. Denne, og utdrag av regnskapsprinsippene samt vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger til Norges Bank, er gjengitt under.

Resultatregnskap	71
Totalresultat	71
Balanse	72
Kontantstrømoppstilling	73
Endring i eiers kapital	74
Noter til regnskapsrapportering	
Note 1 Overgang til internasjonale regnskapsstandarder og regnskapsprinsipper	75
Note 2 Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger	82
Note 3 Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta	83
Note 4 Andre kostnader	84
Note 5 Forvaltningsgodtgjøring	85
Note 6 Gjenkjøps- og gjensalgavtaler	85
Note 7 Aksjer og andeler / Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	87
Note 8 Utlån av verdipapirer gjennom eksterne agenter	88
Note 9 Finansielle derivater	90
Note 10 Eiendom	91
Note 11 Andre finansielle eiendeler / Annen finansiell gjeld	94
Note 12 Valutafordeling	95
Note 13 Måling til virkelig verdi	96
Note 14 Risiko	101
Note 15 Datterselskaper og felleskontrollerte virksomheter	109
Revisors beretning	110

Resultatregnskap

<i>Beløp i millioner kroner</i>	Note	2011	2010
Resultat fra porteføljen ekskl. gevinst/tap valuta			
Renteinntekter fra innskudd i banker		162	377
Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgsavtaler		1 004	350
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:			
- Aksjer og andeler		- 173 099	207 070
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer		92 346	60 316
- Finansielle derivater		- 5 693	- 3 552
- Finansielle eiendeler eiendom		86	-
- Investeringseiendommer	10	- 130	-
Resultat fra felleskontrollerte virksomheter, eiendom	10	- 31	-
Rentekostnad på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		- 629	- 574
Andre rentekostnader		- 286	- 105
Andre kostnader	4	24	- 9
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta	3	- 86 246	263 873
Gevinst/tap valuta		49 205	- 8 498
Porteføljeresultat		- 37 041	255 375
Forvaltningsgodtgjøring	5	- 2 539	- 2 959
Periodens resultat		- 39 580	252 416

Totalresultat

<i>Beløp i millioner kroner</i>	Note	2011	2010
Periodens resultat		- 39 580	252 416
Valutakurseffekt ved omregning av utenlandsk virksomhet		- 3	-
Totalresultat		- 39 583	252 416

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009
EIENDELER				
Finansielle eiendeler				
Innskudd i banker		7 276	6 303	4 644
Utlån knyttet til gjensalgavtaler	6	79 820	255 501	191 473
Avgitt kontantsikkerhet		-	-	140
Uoppgjorte handler		2 272	4 864	17 572
Aksjer og andeler	7	1 806 798	1 733 378	1 496 759
Utlånte aksjer	7, 8	137 130	162 483	150 847
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	7	1 324 255	1 038 793	918 500
Utlånte obligasjoner	7, 8	3 256	215 090	161 990
Finansielle derivater	9	2 227	3 068	2 263
Finansielle eiendeler eiendom	10	4 415	-	-
Felleskontrollerte virksomheter eiendom	10	2 546	-	-
Andre finansielle eiendeler	11	3 244	1 358	251
Sum finansielle eiendeler		3 373 239	3 420 838	2 944 439
Ikke-finansielle eiendeler				
Investerings eiendommer	10	4 062	-	-
Andre ikke-finansielle eiendeler		6	-	-
Sum ikke-finansielle eiendeler		4 068	-	-
SUM EIENDELER	12, 13, 14	3 377 307	3 420 838	2 944 439
GJELD OG EIERS KAPITAL				
Finansiell gjeld				
Kortsiktig innlån		11	2 939	6 238
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	6	19 280	132 992	109 536
Mottatt kontantsikkerhet	8, 9	36 926	172 309	154 676
Uoppgjorte handler		3 310	20 358	11 925
Shortsalg obligasjoner	7	-	809	10 278
Finansielle derivater	9	5 957	9 372	8 118
Annen finansiell gjeld	11	251	4 639	3 625
Skyldig forvaltningsgodtgjøring		2 539	2 959	3 228
Sum finansiell gjeld	12, 13, 14	68 274	346 377	307 624
Eiers kapital		3 309 033	3 074 461	2 636 815
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL		3 377 307	3 420 838	2 944 439

Kontantstrømoppstilling

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2011	2010
Operasjonelle aktiviteter		
Innbetaling av renter på innskudd i banker	179	377
Netto innbetaling/utbetaling ved gjensalgsvtaler	170 095	-57 392
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-239 987	-70 201
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	-21 094	-180 835
Utbetaling ved kjøp av finansielle eiendeler eiendom	-4 270	-
Utbetaling ved kjøp av investeringseiendommer	-4 301	-
Utbetaling ved kjøp av felleskontrollerte virksomheter, eiendom	-2 620	-
Netto innbetaling/utbetaling fra finansielle derivater	-9 147	-1 433
Utbytte fra investeringer i aksjer og andeler	49 208	41 257
Innbetaling av renter på investeringer i obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	48 036	45 752
Inntekt mottatt fra utlån av aksjer og obligasjoner	2 230	1 676
Inntekt mottatt fra investeringer i finansielle eiendeler eiendom	130	-
Inntekt mottatt fra investeringer i investeringseiendommer	60	-
Utbetaling av renter ved låneopptak hos banker	-21	-209
Netto innbetaling/utbetaling ved gjenkjøpsavtaler	-114 347	23 742
Kontantsikkerhet mottatt eller betalt ved verdipapirutlån, derivater og gjenkjøpsavtaler	-135 382	17 773
Innbetaling/utbetaling knyttet til andre finansielle eiendeler, annen finansiell gjeld og andre ikke-finansielle eiendeler	-5 587	1 112
Utbetaling andre kostnader	-248	-29
Utbetaling forvaltningshonorar til Norges Bank	-2 959	-3 228
Netto utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	-270 025	-181 640
Finansieringsaktiviteter		
Tilførsel fra den norske stat	274 155	185 230
Netto innbetaling fra finansieringsaktiviteter	274 155	185 230
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter		
Kontanter og kontantekvivalenter per 1. januar	3 363	-1 594
Netto innbetaling/utbetaling av kontanter i perioden	4 130	3 590
Gevinst/tap valuta på kontanter og kontantekvivalenter	-228	1 367
Kontanter og kontantekvivalenter per 31. desember	7 265	3 363
Kontanter og kontantekvivalenter består av:		
Innskudd i banker	7 276	6 303
Kortsiktig innlån	-11	-2 939
Totale kontanter og kontantekvivalenter per 31. desember	7 265	3 363

Endring i eiers kapital

<i>Beløp i millioner kroner</i>	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Valutaomregningseffekter utenlandske datterselskaper	Sum kronekonto*
1. januar 2010	2 319 481	317 334	.	2 636 815
Totalresultat	.	252 416	.	252 416
Tilførsel i perioden	185 230	.	.	185 230
31. desember 2010	2 504 711	569 750	.	3 074 461
1. januar 2011	2 504 711	569 750	.	3 074 461
Totalresultat	.	- 39 580	- 3	- 39 583
Tilførsel i perioden	274 155	.	.	274 155
31. desember 2011	2 778 866	530 170	- 3	3 309 033

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

Noter til regnskapsrapportering

Note 1 Overgang til internasjonale regnskapsstandarder (International Financial Reporting Standards – IFRS) og regnskapsprinsipper

1 Innledning

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

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

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

Årsregnskapet til Norges Bank for 2011 ble godkjent av hovedstyret 29. februar 2012 og fastsatt av representantskapet 15. mars 2012.

2 Norges Bank og Statens pensjonsfond utland

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

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

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

3 Overgang til IFRS

Overgangseffekter for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland

Overgangen til IFRS har ikke medført endringer i innregning, måling eller klassifikasjon av eiendeler og gjeld, eller endringer i resultatregnskapet etter IFRS for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland for sammenligningsperiodene i 2010. Tilsvarende er eiers kapital uendret i alle perioder. Det er i henhold til krav i IAS 1 Presentasjon av finansregnskap inkludert en egen oppstilling over Totalresultat som på rapporteringstidspunktet kun omfatter omregningsdifferanser som oppstår ved omregning av datterselskaper til norske kroner. Videre er det inkludert en egen oppstilling over Endring i eiers kapital i henhold til krav i IAS 1, slik at denne informasjonen er flyttet fra note til egen oppstilling i forbindelse med konverteringen. Etter tidligere gjeldende regnskapsprinsipper var det ikke et krav å utarbeide kontantstrømoppstilling for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Dette er utarbeidet i forbindelse med overgangen til IFRS med sammenligningstall for 2010.

4 Regnskapsprinsipper

4.1 Resultatregnskap, totalresultat og balanseoppstilling

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

4.2 Kontantstrømoppstilling

Kontantstrømoppstillingen er satt opp i henhold til IAS 7 Kontantstrømoppstilling etter den direkte metode, hvor vesentlige kategorier kontantinnbetalinger og – utbetalinger er vist separat. Enkelte kategorier av kontantstrømmer, i hovedsak kjøp og salg av finansielle instrumenter, er vist på netto basis. Alle investeringsaktiviteter presenteres som operasjonelle aktiviteter. Det samme gjelder forvaltningsgodtgjøringen for Statens pensjonsfond utland, som belastes investeringsporteføljen og betales av Finansdepartementet til Norges Bank. Kontantoverføringer inn til Statens pensjonsfond utlands kronekonto, i form av tilførsler fra eier, anses som finansieringsaktiviteter, presentert som tilførsel fra den norske stat. Statens pensjonsfond utland har ingen investeringsaktiviteter etter IAS 7.

Kontanter og kontantekvivalenter omfatter Innskudd i banker og Kortsiktig innlån.

4.3 Oppstillinger over eiers kapital

Norges Bank presenterer oppstillinger over endring i eiers kapital (Statens pensjonsfond utland). Oppstillingene er utarbeidet i henhold til IAS 1 Presentasjon av finansregnskap. Eiers kapital for Statens pensjonsfond utland består av innskutt kapital i form av tilførsler fra staten og opptjent kapital i form av totalresultat.

4.4 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. Regnskapet presenteres i norske kroner.

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

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

Se også note 2 om Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger.

4.5 Inntekter og kostnader

Renteinntekter fra innskudd i banker, renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgavtaler og investeringer i obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer, inntektsføres etterhvert som rentene opptjenes og resultatføres mot sine respektive linjer i resultatregnskapet.

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

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

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

For beskrivelse av resultatføring ved bruk av egenkapitalmetoden, se 4.12 Felleskontrollerte virksomheter og felleskontrollerte eiendeler.

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

Transaksjonskostnader er definert som alle kostnader som er direkte henførbare til den gjennomførte transaksjonen. For investeringer i aksjer og obligasjoner omfatter dette normalt kurtasje og stempelavgift. Kurtasje inkluderer kommisjon betalt for å dekke analysetjenester gjennom CSA-avtaler (Commission Sharing Agreements; avtaler om fordeling av kommisjon på ren kurtasje og kommisjon betalt for analyse). For investeringer innenfor aktivaklassen eiendom vil direkte transaksjonskostnader typisk inkludere utgifter til rådgivere, herunder advokater og verdsettere mv og dokumentavgift. Transaksjonskostnadene resultatføres etter hvert

som de påløper mot henholdsvis Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra aksjer og andeler og Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer, avhengig av type verdipapir som er investert i, eller mot Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap finansielle eiendeler eiendom. For investeringseiendom og felleskontrollert virksomhet er direkte henførbare transaksjonskostnader balanseført som en del av anskaffelseskosten ved første gangs innregning. For finansielle instrumenter som etter første gangs innregning måles til amortisert kost, balanseføres eventuelle direkte henførbare transaksjonskostnader som en del av instrumentets kostpris.

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

4.6 Skatt

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

4.7 Klassifisering og presentasjon av finansielle instrumenter

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

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

Ved første gangs innregning blir finansielle forpliktelser klassifisert i en av følgende kategorier:

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

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

Finansielle eiendeler eller forpliktelser holdt for handelsformål

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

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

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

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

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

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

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

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

Opptjente og påløpte renter

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

4.8 Innregning og fraregning, finansielle instrumenter

Finansielle eiendeler eller forpliktelser innregnes i balansen når Norges Bank blir part i instrumentets kontraktsmessige betingelser, eventuelt når risiko og avkastning overføres dersom dette er et annet tidspunkt. Transaksjoner blir innregnet på handledato i tilfeller hvor kjøp eller salg av instrumentet skjer til vilkår som innebærer oppgjør på normale markedsvilkår. Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktsmessige rettighetene til kontantstrømmene utløper, eller når den finansielle eiendelen og det vesentligste av risiko og avkastning knyttet til eierskap av eiendelen overføres. Ved fraregning tilordnes gjennomsnittlig anskaffelseskost. Finansielle forpliktelser blir fraregnet når forpliktelsen har opphørt.

Utlån av verdipapirer

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

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

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

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

Gjenkjøps- og gjensalgsavtaler

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

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

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

4.9 Måling av finansielle instrumenter

Første gangs innregning

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

Finansielle eiendeler og forpliktelser som måles til amortisert kost etter første gangs innregning, innregnes til virkelig verdi med tillegg for direkte henførbare transaksjonskostnader på handledato. Transaksjonskostnader er nærmere beskrevet ovenfor i pkt 4.5.

Etterfølgende måling – virkelig verdi

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

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

For verdipapirer eller eiendeler som ikke omsettes i et aktivt marked, benyttes verdsettelsesmetoder for å estimere virkelig verdi. Verdsettelsesmetoder omfatter bruk av nylig foretatte markedstransaksjoner på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter, dersom slike er tilgjengelige, henvisning til løpende virkelig verdi av et annet instrument som er praktisk talt det samme, diskontert kontantstrømsberegning og opsjonsprisindeksmodeller. Dersom det finnes en verdsettelsesmetode som er i vanlig bruk av deltakerne i markedet for å prissette instrumentet, og denne teknikken har vist seg å gi pålitelige estimater av priser oppnådd i faktiske markedstransaksjoner, benyttes denne teknikken. Det benyttes markedsinformasjon i verdsettelsesmetodene så langt som mulig. For ytterligere informasjon om verdsettelsesmetoder se note 13 Måling til virkelig verdi.

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

Etterfølgende måling – amortisert kost

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

4.10 Motregning

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

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

4.11 Investeringseiendom

Eiendommer som holdes med formål om å opptjene leieinntekter eller for verdistigning i aktivklassen eiendom, regnskapsføres som investeringseiendom i investeringsporteføljens balanse.

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

Ved første gangs innregning måles investeringseiendom til kjøpspris med tillegg av direkte transaksjonskostnader.

På rapporteringstidspunktene etter første gangs innregning måles investeringseiendom til virkelig verdi. Virkelig verdi er det beløp en eiendel kan omsettes for i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte, frivillige parter, og fastsettes uten fradrag for transaksjonskostnader som vil pådras ved salg eller annen avhending. Det innhentes jevnlig eksterne takster og verdier vurderinger, som hovedgrunnlag for verdifastsettelsen. Se note 13 Måling til virkelig verdi for ytterligere informasjon om verdsettelse. Endringer i virkelig verdi for eiendommer som er presentert som Investeringseiendom i investeringsporteføljens balanse presenteres som Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra investeringseiendommer i investeringsporteføljens resultatregnskap.

4.12 Felleskontrollerte virksomheter og felleskontrollerte eiendeler

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

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

Anskaffelseskost ved første gangs innregning består av vederlaget tillagt direkte henførbare transaksjonskostnader. Investeringer i slike virksomheter er presentert som Investering i felleskontrollerte virksomheter, eiendom i investeringsporteføljens balanse. Alle felleskontrollerte virksomheter rapporterer til Norges Bank i henhold til Norges Banks regnskapsprinsipper, herunder regnskapsføres investeringseiendom eid av felleskontrollert virksomhet til virkelig verdi.

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

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

4.13 Konsolidering av datterselskaper

Norges Bank har etablert datterselskaper som utelukkende utgjør investeringer som ledd i Norges Banks forvaltning av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Det utarbeides konsernregnskap for investeringsporteføljen, med konsolidering av disse datterselskapene. I henhold til årsregnskapsforskrift for Norges Bank § 3-4, 1. ledd, siste setning, utarbeides det kun konsernregnskap for investeringsporteføljen.

Datterselskaper utgjør utelukkende investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, og utelates derfor fra konsolidering i Norges Banks resultat og balanse, i henhold til årsregnskapsforskrift for Norges Bank § 2-3, 4. ledd.

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

4.14 Nærstående parter

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

5 Standarder, endringer og fortolkninger som ikke får virkning for 2011

Vedtatte standarder og IFRS og IFRIC fortolkninger med fremtidig ikrafttredelsestidspunkt

Endringer i IAS 12 Inntektsskatt

Endringen i IAS 12 innebærer at utsatt skatt på investeringseiendommer målt til virkelig verdi under IAS 40 Investeringseiendommer i utgangspunktet skal fastsettes basert på en forventning om at eiendelen vil bli gjenvunnet ved salg (og ikke bruk). Forventningen faller bort dersom to nærmere angitte kriterier er oppfylt. Endringen omfatter også en innarbeidning av SIC 21 – Inntektsskatt – gjenvinning av ikke-avskrivbare verdiregulerte eiendeler som angir at utsatt skatt på ikkeavskrivbare eiendeler som måles i henhold til verdireguleringsmodellen i IAS 16 Eiendom, anlegg og utstyr alltid skal fastsettes basert på en forventning om at eiendelen vil bli gjenvunnet ved salg (og ikke bruk).

Ikrafttredelsestidspunktet for endringen i IAS 12 er satt til 1. januar 2012, men endringen er fortsatt ikke godkjent av EU. Norges Bank forventer å anvende den endrede standarden fra og med 1. januar 2012, under forutsetning av at den blir godkjent av EU. Norges Bank forventer ingen vesentlige effekt på totalresultat eller virkelig verdier av investeringseiendommer i balansen.

Endringer i IFRS 7 Finansielle instrumenter – opplysninger

Endringen vedrører notekrav i forbindelse med overføring av finansielle eiendeler som selskapet fortsatt har en involvering i. Endringene tar sikte på å gi brukerne et bedre bilde av eksponeringen til foretaket som overfører de finansielle eiendelene.

Ikrafttredelsestidspunktet for IFRS 7 er satt til 1. juli 2011, men standarden er fortsatt ikke godkjent av EU. Norges Bank forventer å anvende den endrede standarden fra og med 1. januar 2012 under forutsetning av at den blir godkjent av EU. Det vurderes at endringen ikke vil få vesentlig effekt for bankens noteopplysninger.

IFRS 9 Finansielle instrumenter

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

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

Alle porteføljer av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater hadde på overgangstidspunktet en forretningsmodell som tilsier klassifisering som målt til virkelig verdi også innenfor IFRS 9. Det vurderes slik at dersom forretningsmodellen endres så mye at klassifisering som målt til amortisert kost inntreffer etter IFRS 9, så vil klassifisering innen kategoriene utlån og fordringer eller holde til forfall for finansielle eiendeler, eller andre forpliktelser målt til amortisert kost, også inntreffe etter IAS 39 Finansielle instrumenter: innregning og måling.

Ikrafttredelsestidspunktet for IFRS 9 er satt til 1. januar 2013, men standarden er fortsatt ikke godkjent av EU. Norges Bank forventer å anvende standarden fra og med 1. januar 2013, under forutsetning av at den blir godkjent av EU. Implementering av IFRS 9 vurderes ikke å medføre vesentlige endringer i klassifikasjon, innregning eller måling for regnskapsrapporteringen.

IFRS 10 Konsernregnskap

IFRS 10 Konsernregnskap (IFRS 10) erstatter IAS 27 Konsernregnskap og separat finansregnskap og SIC-12 Konsolidering – foretak for særskilte formål. IFRS 10 etablerer prinsipper for presentasjon og utarbeidelse av konsernregnskap når et foretak kontrollerer et eller flere andre foretak. IFRS 10 krever at et morforetak (et foretak som kontrollerer et eller flere andre foretak) presenterer et konsernregnskap; etablerer kontroll som grunnlag for konsolidering og definerer prinsipper for kontroll; beskriver hvordan prinsippet for kontroll brukes til å identifisere om en investor har kontroll over en investering og således må utarbeide konsernregnskap, og beskriver kravene for utarbeidelse av dette.

IFRS 10 har ikrafttredelse for regnskapsperioder som starter på eller etter 1. januar 2013, med tidlig implementering tillatt dersom implementert samtidig som de fem standardene utstedt av IASB i mai 2011. Standardene som må implementeres samtidig er IFRS 10 Konsernregnskap, IFRS 11 Joint Arrangements, IFRS 12 Opplysninger om interesser i andre foretak, IAS 27 Separat finansregnskap (som endret i 2011) og IAS 28 Investeringer i tilknyttede foretak (som endret i 2011). IFRS 10 forventes å bli godkjent av EU i 2012.

Norges Bank forventer ikke at innføring av IFRS 10 vil ha vesentlig påvirkning på konsernregnskapet for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland eller Norges Bank forøvrig. Norges Bank forventer å implementere IFRS 10 per 1. januar 2013, under forutsetningen av at standarden blir godkjent av EU.

IFRS 11 Joint Arrangements

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

IFRS 11 har ikrafttredelse for regnskapsperioder som starter på eller etter 1. januar 2013, med tidlig implementering tillatt dersom implementert samtidig som de fem standardene utstedt av IASB i mai 2011. Se ovenfor under IFRS 10 for hvilke fem standarder dette gjelder. IFRS 11 forventes å bli godkjent av EU i 2012.

Norges Bank forventer ikke at innføringen av IFRS 11 vil ha vesentlig påvirkning på regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland eller Norges Bank forøvrig. Norges Bank forventer å implementere IFRS 11 per 1. januar 2013, under forutsetning av at standarden blir godkjent av EU.

IFRS 12 Opplysninger om interesser i andre foretak

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

IFRS 12 har ikrafttredelse for regnskapsperioder som starter på eller etter 1. januar 2013, med tidlig implementering tillatt dersom implementert samtidig som de fem standardene utstedt av IASB i mai 2011. Se ovenfor under IFRS 10 for hvilke fem standarder dette gjelder. IFRS 12 forventes å bli godkjent av EU i 2012.

Norges Bank forventer ikke at innføring av IFRS 12 vil ha vesentlig påvirkning på regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland eller Norges Bank forøvrig. Norges Bank forventer å implementere IFRS 12 per 1. januar 2013, under forutsetning av at standarden blir godkjent av EU.

IFRS 13 Virkelig verdi måling

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

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

Note 2 Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger

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

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

Vesentlige estimater

Under følger en oversikt over vesentlige estimater på rapporteringstidspunktet.

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

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

Nivå 2 og 3 investeringer verdsettes ved hjelp av modeller og den resulterende verdien defineres som et estimat. Resulterende verdier for investeringer som er allokert til nivå 3, med vesentlig bruk av ikke observerbare data i modellene, er ansett å være spesielt usikre estimater. Generelt benyttes anerkjente og standard prisingsmodeller. For ytterligere informasjon om prisingsmodellene og kontrollmiljøet vises det til Note 13 Måling til virkelig verdi.

Verdivurdering for investeringseiendommer baserer seg på innhenting av eksterne takster og verdivurderinger. Fastsettelse av virkelig verdi i slike takster og verdivurderinger innebærer bruk av estimater som fremtidige kontantstrømmer fra eiendeler (basert på forutsetninger om for eksempel utleiegrad, leietakerprofiler, fremtidige inntektsstrømmer, kapitalverdier av varige driftsmidler og eiendommens stand) og diskonteringsrenter for slike eiendeler. Disse estimatene baserer seg på lokale markedsforhold på rapporteringstidspunktet.

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

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

Valutaelement:

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

Verdipapirelement:

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

Vesentlige skjønnsmessige vurderinger ved anvendelse av regnskapsprinsipper

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

Valg av funksjonell valuta

Ledelsen i Norges Bank vurderer norske kroner å være bankens funksjonelle valuta siden denne valutaen er dominerende i forhold til bankens underliggende aktiviteter. Eiers kapital, i form av SPUs kronekonto, er denominert i norske kroner. En vesentlig andel av kostnadene relatert til forvaltningen av plasseringene er i norske kroner. Regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland er en del av Norges Banks regnskap, og ut fra dette vurderes det at investeringsporteføljen også har norske kroner som funksjonell valuta. Bankens og investeringsporteføljens beløpsmessige avkastning måles og rapporteres internt og til eier i norske kroner, mens prosentvis avkastning for investeringsporteføljen rapporteres både i norske kroner og i

valutakurven som følger av forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet. Videre er det innen kapitalforvaltningen ikke én investeringsvaluta som utpeker seg som dominerende.

Ved etablering eller kjøp av datterselskaper i forbindelse med forvaltningen av aktivklassen eiendom innenfor investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland vurderes det hvilken funksjonell valuta som skal benyttes for datterselskapets regnskapsrapportering, og for konsolidering i investeringsporteføljens konsernregnskap. Normalt vil det være selskapets lokale valuta som utpeker seg som den funksjonelle valuta, basert på at dette er valutaen for selskapets økonomiske miljø og valutaen alle transaksjoner skjer i. I tilfeller hvor det foreligger tvil om hva denne valutaen er eller hvor det ikke foreligger virksomhet i selskapet, vil finansieringsvaluta og denominering av eventuelle inntekter og kostnader vurderes, samt at det vil vurderes om selskapet kun er en forlenging av Norges Bank inn i det lokale markedet.

Vurdering av grad av kontroll

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

Note 3 Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta

Tabell 3.1 Spesifikasjon porteføljeresultat før gevinst/tap valuta, 2011

Beløp i millioner kroner	Renter	Utbytte	Netto inntekt/ kostnad	Realisert gevinst/ tap	Urealisert gevinst/ tap	Sum
Renteinntekter fra innskudd i banker	162	.	.	.	.	162
Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgavtaler	1 004	.	.	.	.	1 004
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:						
- Aksjer og andeler*	.	49 793	1 869	27 067	-251 827	-173 099
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer*	48 691	.	349	4 600	38 706	92 346
- Finansielle derivater	-1 407	.	.	-6 358	2 072	-5 693
- Finansielle eiendeler eiendom	.	.	-52	.	138	86
- Investeringseiendommer	.	.	60	.	-190	-130
Resultat fra felleskontrollerte virksomheter, eiendom	.	.	.	.	-31	-31
Rentekostnad på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-629	.	.	.	.	-629
Andre rentekostnader	-286	.	.	.	.	-286
Andre kostnader	.	.	24	.	.	24
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta	47 534	49 793	2 250	25 309	-211 132	-86 246

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

Tabell 3.2 Spesifikasjon porteføljeresultat før gevinst/tap valuta, 2010

Beløp i millioner kroner	Renter	Utbytte	Netto inntekt/kostnad	Realisert gevinst/tap	Urealisert gevinst/tap	Sum
Renteinntekter fra innskudd i banker	377	.	.	.	.	377
Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgssavtaler	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 på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-574	.	.	.	.	-574
Andre rentekostnader	-105	.	.	.	.	-105
Andre kostnader	.	.	-9	.	.	-9
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta	44 606	42 775	1 711	35 229	139 552	263 873

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

Note 4 Andre kostnader

Tabell 4.1 Spesifikasjon andre kostnader

Beløp i millioner kroner	2011	2010
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	2	-
IT, informasjons- og beslutningsstøttesystemer, utkontrakterte administrative tjenester	2	-
Konsulenter og juridiske tjenester	11	-
Honorarer knyttet til eiendomsforvaltning (eksterne)	6	-
Øvrige kostnader, datterselskaper	5	-
Sum driftskostnader, datterselskaper eiendom	26	-
Øvrige kostnader, investeringsporteføljen ekskl. datterselskaper	-50	9
Sum andre kostnader	-24	9

Driftskostnadene i datterselskaper knyttet til forvaltning av eiendomsinvesteringer vist i tabell 4.1, som beløper seg til 26 millioner kroner, er ikke inkludert i driftskostnader i Norges Bank som inngår i og dekkes av forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet. Se videre omtale i Note 5 Forvaltningsgodtgjøring. Det vil innenfor aktivaklassen eiendom finnes ytterligere kostnader knyttet til drift av eiendommer som inngår i resultatbegrepene Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Investeringseiendommer og Resultat fra felleskontrollerte virksomheter, eiendom. Disse kostnadene pådras i selskapet som eier eiendommen.

Inntekten som fremkommer på linjen Øvrige kostnader, investeringsporteføljen ekskl. datterselskaper i tabell 4.1, på 50 millioner kroner skyldes i hovedsak reduksjon i avsetning for kildeskatt på gevinst på aksjer i Kina, grunnet en reduksjon i urealisert gevinst i 2011 i dette markedet. Denne avsetningen er redusert med 75 millioner kroner.

Note 5 Forvaltningsgodtgjøring

Tabell 5.1 Spesifikasjon forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2011		2010	
		Prosent		Prosent
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	447		389	
IT, informasjons- og beslutningsstøttesystemer	214		223	
Kostnader til depot og oppgjør	406		382	
Utkontrakterte IT- og analysetjenester	254		213	
Konsulenter og juridiske tjenester	73		116	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	371		452	
Øvrige kostnader	107		81	
Fordelte felleskostnader Norges Bank	121		115	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	1 993	0,06	1 973	0,07
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	546		986	
Forvaltningsgodtgjøring	2 539	0,08	2 959	0,11

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

I tillegg til driftskostnadene som fremkommer ovenfor og som dekkes av forvaltningsgodtgjøringen fra Finansdepartementet, betales det drifts- og administrasjonskostnader i datterselskaper som er opprettet som en del av forvaltningen av investeringsporteføljen for Statens pensjonsfond utland. Disse kostnadene konsolideres inn i resultatregnskapet for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, og er betalt ved bruk av midler tilført eller opptjent i investeringsporteføljen. Datterselskaper som er tatt med i konsolideringen ved utarbeidelse av konsolidert regnskapsrapportering for investeringsporteføljen utelates fra konsolidering i årsregnskapet til Norges Bank, jf årsregnskapsforskrift m.m. for Norges Bank § 2-3, 4. ledd, og de nevnte kostnadene vil dermed ikke inngå i Norges Banks driftskostnader. Disse kostnadene vil gjennom konsolidering fremkomme som kostnader i investeringsporteføljens resultatregnskap, og være fratrukket i Porteføljeresultatet. I 2011 utgjorde disse kostnadene 26 millioner kroner. Se også note 4 Andre kostnader.

Note 6 Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler

Norges Bank benytter markedene for gjenkjøps- og gjensalgsvtaler i sine finansieringsaktiviteter og under programmer for verdipapirutlån (se note 8 Utlån av verdipapirer gjennom eksterne agenter). Til enhver tid vil banken kunne ha lånt ut deler av sine beholdninger i obligasjoner gjennom gjenkjøpsavtaler, mot å motta tilsvarende verdi i kontanter (repos og sell buy backs). Dette kan være en form for finansiering av verdipapirforvaltningen (lån av kontanter), eller utlån av verdipapirer med formål å reinvestere mottatte kontanter til en høyere rente og således skape merinntekter. I tillegg er banken part i gjensalgsvtaler hvor motparten har overført obligasjoner eller aksjer til banken, og hvor banken har overført tilhørende kontanter til motparten (reverse repo, buy sell backs og triparties). Slike kontrakter benyttes i forbindelse med plassering av likviditet og også gjennom utlånsagentene ved reinvestering av mottatt kontantsikkerhet i forbindelse med verdipapirutlån. Det er nedfelt regler om hvilke typer verdipapirer som kan mottas som sikkerhet. Obligasjoner skal ha en kredittvurdering på minst A eller tilsvarende fra minst et av kredittvurderingsbyråene Fitch, Moody's og Standard & Poor's for å kunne benyttes som sikkerhet.

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

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

I andre halvdel av 2011 ble volumet av utestående gjenkjøps- og gjensalgsvtaler redusert betydelig, spesielt i euro-denominerte verdipapirer, som ledd i en reduksjon i eksponering på grunn av høy risiko i finansmarkedene.

Tabell 6.1 viser totale utestående gjenkjøps- og gjensalgsvtaler i investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland ved utgangen av 2011, med sammenlignbare tall fra 2010, og tilhørende verdipapirsikkerheter eller utlån av verdipapirer. De overførte og mottatte verdipapirene er vist målt til virkelig verdi. For å vise den totale eksponeringen for kontraktene er uoppgjorte handler vist separat og inkludert under mottatt og stilt sikkerhet/utlånte verdipapirer. Denne verdipapirsikkerheten er ennå ikke overført og inngår således ikke i linjene Obligasjoner stilt som sikkerhet eller lånt ut (eiendel) og Obligasjoner/Aksjer mottatt som sikkerhet i tabell 6.1, mens det tilhørende kontantbeløpet som skal overføres, er inkludert i Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler og Utlån knyttet til gjensalgsvtaler.

Tabell 6.1 Spesifikasjon gjenkjøps- og gjensalgsvtaler

Beløp i millioner kroner	31.12.2011		31.12.2010	
	Bal- anseført verdi	Virkelig verdi	Bal- anseført verdi	Virkelig verdi
Gjenkjøpsavtaler				
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler (kontanter lånt inn eller mottatt som sikkerhet)	19 280	19 280	132 992	132 992
Obligasjoner stilt som sikkerhet eller lånt ut (eiendel)	17 551	17 551	130 198	130 198
Uoppgjorte handler (eiendel)*	1 410	1 410	205	205
Netto overdekning (underdekning) gjenkjøpsavtaler	319	319	2 589	2 589
Gjensalgsvtaler				
Gjensalgsvtaler utenom program for verdipapirutlån	44 393	44 393	101 990	101 990
Gjensalgsvtaler gjennom program for verdipapirutlån (reinvestering av kontantsikkerhet)	35 427	35 427	153 511	153 511
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler (kontanter lånt ut eller plassert)	79 820	79 820	255 501	255 501
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	-	67 399	-	243 481
Aksjer mottatt som sikkerhet	-	13 161	-	5 813
Sum mottatte sikkerheter gjensalgsvtaler	-	80 560	-	249 294
Uoppgjorte handler (gjeld)**	1 537	1 537	7 820	7 820
Netto overdekning (underdekning) gjensalgsvtaler	-	2 277	-	1 613
Tilleggssikkerheter gjenkjøp/gjensalg				
Avgitt kontantsikkerhet (tilleggssikkerhet)	-	-	-	-
Stilt sikkerhet i form av obligasjoner	-	-	505	505
Mottatt sikkerhet i form av obligasjoner	-	72	-	384
Sum tilleggssikkerhet	-	72	-	121
Netto overdekning (underdekning) gjenkjøps- /gjensalgsvtaler	-	2 668	-	4 081

* Kontanter ikke mottatt, verdipapir ikke overført til motpart. Transaksjon i gjenkjøpsavtale er innregnet.

** Kontanter ikke overført ennå, verdipapirer ikke mottatt fra motpart. Transaksjon i gjensalgsvtale er innregnet.

Tabellen viser at utestående gjenkjøpsavtaler ble redusert med 86 prosent fra årsslutt 2010 til slutten av 2011, mens utestående gjensalgsvtaler i samme periode ble redusert med 69 prosent. Endringen ble gjennomført i andre halvår og skyldtes høy risiko i finansmarkedene.

Samtidig viser tabell 6.1 at Norges Bank innenfor investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland har en netto overdekning innenfor gjenkjøpsavtaler på 319 millioner kroner ved utgangen av 2011, i motsetning til 2 589 millioner kroner ved utgangen av 2010. Dette innebærer at banken har overskudd på nevnte beløp av mottatte kontanter i forhold til stilt sikkerhet/utlånte verdipapirer. På samme måte har Norges Bank en netto overdekning innenfor gjensalgsvtaler på 2 277 millioner kroner per 31. desember 2011, ved at banken har overskudd på mottatt verdipapirsikkerhet i forhold til plasserte kontanter på dette beløpet. Tilsvarende overdekning ved slutten av 2010 var 1 613 millioner kroner. Total overdekning på tvers av disse avtaletypene, inkludert tilleggssik-

kerhet, er 2 668 millioner kroner pr 31. desember 2011, mot 4 081 millioner kroner året før.

Utenom program for verdipapirutlån hadde Norges Bank lånt ut netto 25 milliarder kroner for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland ved slutten av 2011, i motsetning til et netto innlån på 31 milliarder kroner ved årsslutt 2010. Det består av netto effekt av innlånte kontanter på 19 280 millioner kroner og utlånte kontanter på 44 393 millioner kroner ved slutten av 2011 (innlånte kontanter på 132 992 millioner kroner og utlånte kontanter på 101 990 millioner kroner ved slutten av 2010), og reflekterer null belåning ved utgangen av året 2011, basert på en vesentlig andel kontanter i verdipapirporteføljene. Jf. ytterligere beskrivelse av belåning i note 14 Risiko.

Note 7 Aksjer og andeler / Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer

Tabell 7.1 Spesifikasjon av aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2011			31.12.2010		
	Virkelig verdi ekskl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Virkelig verdi ekskl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte
Aksjer og andeler						
Børsnoterte aksjer og andeler	1 940 789	3 139	1 943 928	1 893 714	2 147	1 895 861
Sum aksjer og andeler	1 940 789	3 139	1 943 928	1 893 714	2 147	1 895 861
Herav utlånte aksjer			137 130			162 483

Tabell 7.2 Spesifikasjon av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer

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

<i>Beløp i millioner kroner, 31.12.2010</i>	Nominell verdi*	Virkelig verdi ekskl. opptjente renter	Opptjente renter	Virkelig verdi inkl. opptjente renter
Statsobligasjoner				
Statsobligasjoner utstedt i egen valuta	485 739	501 175	6 394	507 569
Sum statsobligasjoner	485 739	501 175	6 394	507 569
Statsrelaterte obligasjoner				
Obligasjoner utstedt av stater i fremmedvaluta**	12 290	13 162	264	13 426
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	32 321	33 142	667	33 809
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	25 581	27 565	441	28 006
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	83 789	85 615	1 345	86 960
Sum statsrelaterte obligasjoner	153 981	159 484	2 717	162 201
Realrente obligasjoner				
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	88 544	102 835	502	103 337
Sum realrente obligasjoner	88 544	102 835	502	103 337
Selskapsobligasjoner				
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	19 609	21 013	384	21 397
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	114 637	108 892	2 060	110 952
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	68 332	73 468	1 363	74 831
Sum selskapsobligasjoner	202 578	203 373	3 807	207 180
Verdipapiriserte obligasjoner				
Obligasjoner med fortrinnsrett	195 974	192 780	4 210	196 990
Mortgage-backed securities	112 611	55 356	246	55 602
Asset-backed securities	18 366	14 117	19	14 136
Commercial mortgage-backed securities	18 807	6 026	33	6 059
Sum verdipapiriserte obligasjoner	345 758	268 279	4 508	272 787
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	1 276 600	1 235 146	17 928	1 253 074
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>				<i>215 090</i>
<i>Herav shortsalg obligasjoner</i>				<i>809</i>

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

** Obligasjoner utstedt av stater i fremmedvaluta er f.o.m. 1. januar 2011 inkludert i statsrelaterte obligasjoner. Sammenlignbare tall er omarbeidet.

Ved utgangen av 2011 utgjorde beholdningen i obligasjoner utstedt av statene Portugal, Irland, Italia, Hellas og Spania 57 milliarder kroner. Av dette beløpet utgjorde obligasjoner utstedt av Portugal 1 %, Irland 7 %, Italia 58 %, Hellas 3 % og Spania 31 %. Total beholdning per 31. desember 2010 utstedt av disse statene var 94 milliarder kroner.

Note 8 Utlån av verdipapirer gjennom eksterne agenter

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

se note 6 gjenkjøps- og gjensalgssavtaler). Per 31. desember 2011 var således alle reinvesteringer i form av gjensalgssavtaler. Tilsvarende utgjorde reinvesteringer i gjensalgssavtaler ved utgangen av fjoråret omtrent 90 prosent av alle reinvesteringer, resten var reinvestert i form av obligasjoner.

Utlånte verdipapirer er vist på egne linjer i balansen. Mottatt kontantsikkerhet er innregnet i balansen som Innskudd i banker med en tilhørende forpliktelse. Mottatt kontantsikkerhet på bakgrunn av at Norges Bank har disponeringsrett over disse midlene. Mottatt sikkerhet i form av verdipapirer blir ikke innregnet i balansen, fordi disse ikke gjenbrukes, men blir liggende i depot. Reinvesteringer i form av gjensalgssavtaler og obligasjoner er innregnet i balansen på lik linje med ordinære investeringer. Som følge av økning i risiko i finansmarkedene i andre halvår 2011 har Norges Bank redusert utlånsprogrammet mot slutten av året. Eksponeering er redusert generelt, og spesielt knyttet til eurodenominerte utlån og sikkerheter, samt sikkerheter i form av amerikanske verdipapiriserte obligasjoner.

Norges Bank får en nettoinntekt fra utlånsprogrammene. Denne nettoinntekten består av selve utlånsgebyret, fratrukket kostnader knyttet til mottatt kontantsikkerhet, samt renter og realisert avkastning fra reinvesteringer. Agentens andel, som er vederlag for gjennomføring av transaksjonene, er fratrukket i denne nettoinntekten. Netto inntekt knyttet til verdipapirutlån fremkommer på resultatlinjene Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra aksjer og andeler og Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer. Inntekten forbundet med utlån av aksjer i investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland beløp seg til 1 869 millioner kroner i 2011, mens tilsvarende inntekt for obligasjoner beløp seg til 349 millioner kroner i 2011. Tilsvarende beløp for 2010 var henholdsvis 1 446 millioner kroner og 274 millioner kroner.

Tabellene 8.1 og 8.2 viser en oversikt over posisjoner innenfor programmene for verdipapirutlån ved utgangen av 2011 og 2010:

Tabell 8.1 Utlån av verdipapirer

Beløp i millioner kroner	31.12.2011		31.12.2010	
	Balanseført verdi	Virkelig verdi	Balanseført verdi	Virkelig verdi
Utlånte verdipapirer				
Utlånte aksjer	137 130	137 130	162 483	162 483
Utlånte obligasjoner	3 256	3 256	215 090	215 090
Sum utlånte verdipapirer	140 386	140 386	377 573	377 573
Mottatte sikkerheter				
Mottatt kontantsikkerhet	36 405	36 405	172 309	172 309
Aksjer mottatt som sikkerhet	-	102 170	-	123 995
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	-	11 337	-	98 962
Sum sikkerheter knyttet til utlån av verdipapirer	36 405	149 912	172 309	395 266
Netto overdekning etter sikkerheter	-	9 526	-	17 693

Tabell 8.2 Reinvesteringer av kontantsikkerhet knyttet til utlån av verdipapirer

Beløp i millioner kroner	31.12.2011	31.12.2010
	Balanseført verdi	Balanseført verdi
Reinvesteringer knyttet til utlån av verdipapirer		
Gjensalgssavtaler	35 427	153 511
Asset-backed securities	-	13 541
Andre rentebærende verdipapirer	-	3 831
Sum reinvesteringer i form av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	-	17 372
Sum reinvesteringer av kontantsikkerhet	35 427	170 883
Urealisert tap obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	-	1 341

Note 9 Finansielle derivater

Tabell 9.1 spesifiserer finansielle derivater til markedsverdi per 31. desember 2011 og 31. desember 2010 i kategoriene eiendel eller gjeld. Tabell 9.2 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/tap for kontraktene.

Tabell 9.1 Spesifikasjon av finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	Virkelig verdi					
	31.12.2011			31.12.2010		
	Eiendel	Gjeld	Netto	Eiendel	Gjeld	Netto
Valutahandler	1 603	964	639	402	316	86
Børsnoterte futureskontrakter	5	224	-219	43	22	21
Rentebytteavtaler	463	4 639	-4 176	1 847	7 300	-5 453
Kredittbytteavtaler	2	-	2	41	749	-708
Aksjebytteavtaler	154	130	24	21	77	-56
Sum bytteavtaler	619	4 769	-4 150	1 909	8 126	-6 217
Opsjoner	-	-	-	714	908	-194
Sum finansielle derivater	2 227	5 957	-3 730	3 068	9 372	-6 304

Tabell 9.2 Finansielle derivater – eksponering

Beløp i millioner kroner	Eksponering							
	31.12.2011		Gjennomsnitt 2011		31.12.2010		Gjennomsnitt 2010	
	Kjøp	Salg	Kjøp	Salg	Kjøp	Salg	Kjøp	Salg
Valutahandler	132 848	-	64 778	-	29 849	-	27 468	-
Børsnoterte futureskontrakter	1	14 682	5 228	9 851	16 791	17 056	20 557	16 267
Rentebytteavtaler	8 163	18 956	20 106	52 806	25 002	74 689	14 035	70 908
Kredittbytteavtaler	1 645	12	19 373	280	37 092	2 246	30 926	2 434
Aksjebytteavtaler	30	335	25	550	39	128	823	85
Sum bytteavtaler	9 838	19 303	39 504	53 636	62 133	77 063	45 784	73 427
Opsjoner	-	-	14 464	11 987	33 845	15 217	24 829	15 840
Sum finansielle derivater	142 687	33 985	123 974	75 474	142 618	109 336	118 638	105 534

Valutahandler

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

Børsnoterte futures kontrakter

Futures kontrakter er noterte avtaler om å bytte en spesifikk eiendel (verdispapir, indeks, rentesats eller liknende) til en avtalt pris en gang i fremtiden. Normalt foretas oppgjør i kontanter på kjøpstidspunktet og deretter daglig marginoppgjør av gevinst og tap. Eksponering er nominell verdi av kontraktene.

Ikke børsnoterte finansielle derivater (OTC)

Rentebytteavtaler

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

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

Kredittbytteavtaler

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

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

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

Aksjebytteavtaler

Aksjebytteavtaler er avtaler mellom to motparter om å bytte betalingsstrømmer basert på endringer i underliggende verdipapir. I tillegg til den periodiske kontantstrømmen mottar man innbetalinger i forbindelse med dividende og selskaphendelser.

Eksponering tilsvarer nominell verdi av kontraktene. Retningen indikerer om Norges Bank har kjøpt eller solgt aksjebytteavtaler og om Norges Bank dermed skal betale eller motta kontanter ved oppgjør.

Opsjoner

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

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 9.3 Sikkerheter knyttet til finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2011	31.12.2010
Ikke børsnoterte finansielle derivater (OTC)		
Netto virkelig verdi OTC (balanseført verdi)	-3 535	-6 269
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til OTC-posisjoner	521	1
Futures kontrakter og aksjebytteavtaler		
Virkelig verdi futures kontrakter	-219	21
Virkelig verdi aksjebytteavtaler	24	-56
Innskudd hos clearing brokers (avgitt sikkerhet)	433	331
Obligasjoner stilt som sikkerhet hos clearing brokers	762	620

Norges Bank gir eller mottar kontantsikkerhet i samsvar med posisjoner i valutakontrakter og ikke-børsnoterte (OTC) finansielle derivater (rentebytteavtaler, kredittbytteavtaler og swaptions). Oppfølging av sikkerhetsstillelsens terskelnivåer gjøres per motpart. Dersom netto markedsverdi av motpartens posisjon overstiger et gitt terskelnivå, kreves det at motparten med negativ posisjon stiller ytterligere sikkerhetsstillelse til den andre part. Norges Bank har ved slutten av 2011 mottatt kontantsikkerhet relatert til OTC posisjoner med totalt 521 millioner kroner. Beløpet er vesentlig større enn tilsvarende beløp for 2010 som utgjorde 1 million kroner. Økningen i mottatte sikkerhetsstillelser skyldes ulike faktorer, inkludert nedgraderingen av enkelte motparter i løpet av 2011. Effekten av nedgradering medfører reduksjon av terskelnivået for motparten som igjen medfører krav om at motparten skal stille ytterligere kontantsikkerhet. Andre faktorer inkluderer markedsvolatilitet og økt valutahandel. Norges Bank har ikke avgitt noen kontantsikkerhet relatert til negative markedsposisjoner ved utgangen av 2011 eller 2010 på vegne av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland, på grunn av Norges Banks gode kredittverdighet.

Note 10 Eiendom

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

2011 var første regnskapsår med investeringer i denne aktivklassen og ved utgangen av året har investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland interesser i eiendom i London og i Paris. Totalt er det investert 11 009 millioner kroner i finansielle

eiendeler, investeringseiendommer og felleskontrollerte virksomheter i løpet av året. Disse eiendelene er balanseført til 11 023 millioner kroner per 31. desember 2011. Samlet regnskapsført verdi for aktivaklassen per 31. desember var 11 129 millioner kroner.

Tabell 10.1 og 10.2 viser resultatposter og balanseposter slik de fremkommer i regnskapet for aktivaklassen. Deretter omtales de ulike investeringene slik de er klassifisert for regnskapsrapporteringsformål i henhold til IFRS. Tabell 10.3 og 10.4 gir en samlet oversikt over investeringseiendommer, både de som eies direkte og de som eies gjennom felleskontrollerte virksomheter.

Tabell 10.1 Resultatposter – aktivaklassen eiendom

Beløp i millioner kroner	2011	2010
Resultat fra aktivaklassen eiendom ekskl. gevinst/tap valuta		
Renteinntekter innskudd i banker	1	-
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:		
- Finansielle eiendeler eiendom	86	-
- Investeringseiendommer	-130	-
Resultat fra felleskontrollerte virksomheter, eiendom	-31	-
Andre rentekostnader	-1	-
Andre kostnader	-4	-22
Resultat for aktivaklassen eiendom, før gevinst/tap valuta	-79	-22

Tabell 10.2 Balanseposter – aktivaklassen eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2011	31.12.2010
EIENDELER		
Finansielle eiendeler		
Innskudd i banker	138	1
Finansielle eiendeler eiendom	4 415	-
Felleskontrollerte virksomheter, eiendom	2 546	-
Andre finansielle eiendeler	14	-
Sum finansielle eiendeler, aktivaklassen eiendom	7 113	1
Ikke-finansielle eiendeler		
Investeringseiendommer	4 062	-
Andre ikke-finansielle eiendeler	6	-
Sum ikke-finansielle eiendeler	4 068	-
SUM EIENDELER	11 181	1
Finansiell gjeld		
Annen finansiell gjeld	52	22
Sum gjeld, aktivaklassen eiendom	52	22
Netto eiendeler, aktivaklassen eiendom	11 129	-21

Finansielle eiendeler eiendom

Den første eiendomsinvesteringen innenfor investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland ble fullført 1. april 2011, og gir rettigheter til en 25 prosent andel av nettoinntekter fra eiendommer som ligger på eller i nærheten av Regent Street i London. Denne eiendomsporteføljen forvaltes av The Crown Estate. Det ble foretatt to tilleggsinvesteringer i tredje kvartal 2011. Total kjøpspris, inkludert tilleggsinvesteringer, for investeringer gjort i 2011 var 4 270 millioner kroner. Av dette utgjorde transaksjonskostnader 182 millioner kroner.

Investeringen er regnskapsført som en finansiell eiendel iht. IAS 39 *Finansielle Instrumenter*. Investeringen måles til virkelig verdi og presenteres som Finansielle eiendeler eiendom i balansen. Per 31. desember 2011 ble virkelig verdi for investeringen målt til 4 415 millioner kroner.

Opptjente inntekter, verdiendringer samt transaksjonskostnader vises i resultatregnskapet som Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra finansielle eiendeler eiendom. Netto driftsinntekter beløp seg til 130 millioner kroner, transaksjonskostnader 182 millioner kroner og endring i virkelig verdi var 138 millioner kroner, slik at totalt beløp på resultatlinjen Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra finansielle eiendeler eiendom for 2011 var 86 millioner kroner.

For ytterligere informasjon, se note 13 Måling til virkelig verdi.

Investeringseiendommer

Norges Bank har for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland kjøpt 50 prosent av syv eiendommer i og omkring Paris. Alle eiendommene kontrolleres og styres i fellesskap av Norges Bank og AXA Group og anses å være felleskontrollerte eiendeler i henhold til IAS 31 *Andeler i felleskontrollert virksomhet*. Eiendommene regnskapsføres som investeringseiendom til virkelig verdi i henhold til IAS 40 *Investeringseiendom*. Totalt sett er det investert 4 301 millioner kroner i investeringseiendommer i løpet av året. Ved utgangen av 2011 er balanseført verdi 4 062 millioner kroner. AXA Group er forvalter av alle eiendommene.

For ytterligere informasjon, se note 2 Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger og note 13 Måling til virkelig verdi.

Felleskontrollerte virksomheter

Norges Bank har for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland kjøpt 50 prosent av tre franske selskaper (Societe Civile Immobilier) som hver eier eiendommer i og omkring Paris. Alle selskapene kontrolleres og styres i fellesskap av Norges Bank og AXA Group, og anses å være felleskontrollerte virksomheter i henhold til IAS 31. Investeringene regnskapsføres etter egenkapitalmetoden i konsernregnskapet for investeringsporteføljen. Eiendommene regnskapsføres i underliggende enheter som investeringseiendom til virkelig verdi i henhold til IAS 40.

Totalt sett er det investert 2 620 millioner kroner i felleskontrollerte selskaper i løpet av året. Ved utgangen av 2011 er balanseført verdi 2 546 millioner kroner. AXA Group er forvalter av disse eiendommene.

For oversikt over felleskontrollerte selskaper, se note 15 Datterselskaper og felleskontrollerte selskaper. For ytterligere informasjon, se også note 2 Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger og note 13 Måling til virkelig verdi.

Tabell 10.3 Spesifikasjon av netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra investeringseiendommer og Resultat fra felleskontrollerte virksomheter, eiendom

Beløp i millioner kroner	2011	
	Investerings- eiendommer*	Felleskontrollerte virksomheter, eiendom**
Brutto leieinntekter	74	53
Direkte kostnader ved utleie	-14	-
Netto leieinntekter	60	53
Virkelig verdi endringer	-190	-71
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra investeringseiendommer	-130	
Andre inntekter/kostnader i felleskontrollerte virksomheter, eiendom		-13
Resultat fra felleskontrollerte virksomheter, eiendom		-31

* Inntekter og kostnader fra direkte eide investeringseiendommer

** Andel av inntekter og kostnader i felleskontrollerte virksomheter, eiendom

Det er innhentet eksterne verdsettelsener for alle eiendommene per 31. desember 2011, som avviker noe fra kjøpspris. Det er ikke observert forhold som tilsier at verdiene av eiendommene har endret seg vesentlig siden transaksjonstidspunktet. Det er derfor ledelsens vurdering at vederlaget i de nylig gjennomførte transaksjonene er beste estimat på virkelig verdi per 31. desember 2011. Regnskapsførte endringer i virkelig verdi tilsvarer transaksjonskostnadene henført til den enkelte eiendom.

Porteføljen består hovedsakelig av kontoreiendommer sentralt i Paris. Porteføljen har en vel diversifisert leietakerstruktur med over 50 leieforhold.

Tabell 10.4 Investeringseiendommer direkte eid og i felleskontrollerte virksomheter

Beløp i millioner kroner	Investeringseiendommer*	Felleskontrollerte virksomheter, eiendom**
Investeringseiendommer per 31.12.2010	-	-
Tilgang (nye investeringer)	4 300	2 617
Påkostninger	1	-
Avgang	0	-
Virkelig verdi endringer	-190	-71
Valutaeffekt ved omregning til NOK	-49	-43
Investeringseiendommer per 31.12.2011	4 062	2 503
Andre eiendeler (netto) i felleskontrollerte virksomheter		43
Felleskontrollerte virksomheter, eiendom		2 546

* Investeringseiendommer direkte eid.

** Andel av investeringseiendommer og andre eiendeler (netto) i felleskontrollerte virksomheter.

Tabell 10.4 viser investeringsporteføljens andel av investeringseiendom og netto andre eiendeler i felleskontrollerte virksomheter.

Totale eiendeler og gjeld i felleskontrollerte virksomheter per 31. desember 2011 fremgår av tabell 10.5:

Tabell 10.5 Felleskontrollerte virksomheter, totale eiendeler og gjeld*

Beløp i millioner kroner	31.12.2011	31.12.2010
Kortsiktige eiendeler	170	-
Investeringseiendommer	5 006	-
Kortsiktig gjeld	84	-
Egenkapital	5 092	-

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

Note 11 Andre finansielle eiendeler / Annen finansiell gjeld

Spesifikasjon av andre finansielle eiendeler og annen finansiell gjeld gis henholdsvis i tabell 11.1 og 11.2.

Tabell 11.1 Andre finansielle eiendeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2011	31.12.2010
Kildeskatt	744	1 239
Opptjent inntekt utlån verdipapir gjennom agenter	106	119
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning*	2 371	-
Andre fordringer, datterselskaper eiendom	23	-
Sum andre finansielle eiendeler	3 244	1 358

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

Tabell 11.2 Annen finansiell gjeld

Beløp i millioner kroner	31.12.2011	31.12.2010
Skyldig skatt på gevinst aksjer i utlandet	-	88
Annen gjeld i utlandet	199	229
Annen gjeld, datterselskaper eiendom	52	-
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning*	-	4 322
Sum annen finansiell gjeld	251	4 639

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

Note 12 Valutafordeling

Tabell 12.1 Valutafordeling av balanse per 31. desember 2011 og 31. desember 2010

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

Beløp i millioner kroner	31.12.2010							Andre	Sum
	USD	CAD	EUR	GBP	CHF	JPY			
Innskudd i banker	422	41	681	170	-11	50	4 950	6 303	
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	67 503	277	168 506	7 365	-	7 231	4 619	255 501	
Uoppgjorte handler	1 487	33	2 523	31	60	288	442	4 864	
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	-	8 211	215 090	
Finansielle derivater	-7 660	-32	-1 061	-2 312	-2	-162	14 297	3 068	
Andre finansielle eiendeler	122	-	291	12	932	-	1	1 358	
Sum finansielle eiendeler	1 095 427	82 246	1 179 793	408 668	110 922	168 400	375 382	3 420 838	
Kortsiktige innlån	2	-	-	-	1 706	359	872	2 939	
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	34 392	462	66 482	19 521	-	7 831	4 304	132 992	
Mottatt kontantsikkerhet	54 398	-	116 713	1 198	-	-	-	172 309	
Uoppgjorte handler	11 374	479	7 383	198	36	270	618	20 358	
Short-salg obligasjoner	809	-	-	-	-	-	-	809	
Finansielle derivater	201	63	3 877	2 540	-192	7 508	-4 625	9 372	
Annen finansiell gjeld	207	-48	1 547	2 571	-50	358	54	4 639	
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	.	.	.	.	.	.	2 959	2 959
Sum finansiell gjeld	101 383	956	196 002	26 028	1 500	16 326	4 182	346 377	

Note 13 Måling til virkelig verdi

Kontrollmiljø

Kontrollmiljøet for måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter og investeringseiendom er organisert rundt en formalisert og dokumentert regnskaps- og verdsettelsespolicy og retningslinjer som er støttet opp av arbeids- og kontrollprosedyrer. Policydokumentet fastsetter prinsipper for verdsettelse, samt gir krav til rapportering til NBIMs verdsettelseskomité.

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

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

Alle beholdninger og investeringer er som hovedregel verdsatt av eksterne, uavhengige verdsettelsesspesialister. Verdsettelsesleverandørene er valgt på grunnlag av analyser foretatt av enheten i NBIM som er ansvarlig for verdifastsettelsen. Verdsettelsesleverandørene følges opp løpende gjennom regelmessig dialog, kontroller og forespørsler knyttet til priser på enkeltpapirer. For en stor andel av beholdningene er innhentede priser basert på priser som er direkte observerbare i markedet. For beholdninger hvor det ikke er tilstrekkelig likviditet til at verdsettelsen kan baseres på observerbare priser, anvendes anerkjente modeller. Her benyttes det så langt som mulig observerbare datapunkter, men i noen tilfeller er det grunnet manglende likviditet benyttet ikke observerbare datapunkter.

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

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

Verdsettelsesmetoder

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

NBIM har definert hierarkier for priskilder som brukes i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene verdsettes normalt i henhold til indekisleverandørenes priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av andre anerkjente eksterne leverandørers priser. I NBIM utføres det som del av den utvidede kontrollen ved månedsslutt analyser hvor prisen gitt av hierarkiet sammenlignes med alternative priskilder. Det gjøres justeringer der alternative priser anses å være mer i tråd med virkelig verdi.

Aksjer verdsettes gjennom prishierarkiet nesten utelukkende basert på offisielle sluttkurser fra børs eller sist omsatte børskurser. Dette er således observerbare markedskurser. 66 prosent av obligasjonsbeholdningene er også verdsatt ved bruk av observerbare markedskurser. Over 85 prosent av investeringene for Statens pensjonsfond utland består ved utgangen av 2011 av beholdninger som handles i aktive markeder og som dermed er forbundet med lav verdsettelsesrisiko (nivå 1).

Deler av obligasjonsporteføljen og de fleste rentederivatene verdsettes av prisingsleverandørene ved hjelp av modeller fordi instrumentene ikke handles i aktive markeder. I modellene benyttes i så stor grad som mulig observerbare markedskurser. Modellene er normalt en kombinasjon av markedsstandardiserte og interne egenutviklede modeller, basert på standardiserte verdsettelsesprinsipper. Modelltype varierer med aktivaklasse og undergruppe. For obligasjoner inkluderer dette kredittspreader basert på observerbare priser på liknende 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 benyttes det hovedsakelig opsjonspringsmodeller samt implisitte rentekurver og kredittspreader.

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

- Obligasjonspriser – data basert på kursstillelse samt relevant markedsaktivitet
- Kredittspreader – hentet fra kredittderivatmarkedet samt fra handel i mer likvide obligasjoner.
- Rentekurver – ofte fundamentet i verdsettelsesmodellen, hentet inn fra ulike rentemarkeder.
- Valutakurser – hentet fra forskjellige børser og handelsplasser for bruk i verdsettelse av spot, forward og futures kontrakter.
- Aksjepriser – hentet fra børs eller standard datakilder
- Prepayment rater – forskuddsvis tilbakebetaling av hovedstol. Estimater som er basert på både historiske og forventede nivåer kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av enkelte obligasjonstyper, og er hentet fra diverse markedskilder
- Mislighold og gjenvinningsestimater – antagelser rundt forventet mislighold og tap ved mislighold er viktige datapunkter ved verdsettelse av strukturerte instrumenter. Datakilde er som for prepayment rater.
- Strukturings- og kontantstrømdetaljer pr transje – analyse av strukturerte obligasjoner produserer estimerte kontantstrømmer som er en vesentlig faktor for slike instrumenter. Datakilde er som for prepayment rater
- Volatilitet – graden av hvor mye prisen på et verdipapir svinger er en nøkkelparameter i verdsettelse av opsjoner. Datakilde er som for prepayment rater
- Samvariasjon – graden av hvor mye endringer i en variabel har sammenheng med endringer i en annen. Datakilde er som for prepayment rater
- Motpartsrisiko – prisene er basert på antagelsen om risikofrie motparter. Dette er en rimelig forutsetning på grunn av at det eksisterer nettingavtaler og at det benyttes sikkerhetsstillelser

Eiendomsinvesteringer

Investeringer innenfor aktivaklassen eiendom består av finansielle eiendeler eiendom, investeringseiendom og felleskontrollerte virksomheter, se Note 10 Eiendom for ytterligere informasjon. For alle disse investeringene er virkelig verdi den relevante målemetoden. Dette gjelder både for den finansielle eiendelen der eierinteressen relaterer seg til en kontantstrøm, og for investeringseiendom der banken har en eierinteresse i investeringseiendom, enten direkte eller gjennom felleskontrollerte virksomheter. På rapporteringstidspunktene regnskapsføres verdiendringer for å reflektere virkelig verdi for investeringene, basert på verdier utarbeidet av eksterne uavhengige verdsettere ved bruk av diskontert kontantstrøm modeller eller yield modeller, bortsett fra der det vurderes at kjøpspris er et bedre estimat på virkelig verdi.

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

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

Yield metoden konverterer forventede fremtidige kontantstrømmer i form av leieinntekt til nåverdi. Denne metoden krever nøye estimering av fremtidige fordeler og bruk av investors avkastningskrav. For eiendommer som verdsettes ved bruk av denne metoden kapitaliseres netto leieinntekt ved bruk av yield ved kjøp, metoden refereres normalt til som «net initial yield» metoden, justert for faktorer som ikke er inkludert i netto leieinntekt, for eksempel bortfall av leie på grunn av ledig areal, leieinsentiver og oppgradering.

Verdsettelsesusikkerhet

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

Tabell 13.1 inndeler investeringene i kategorier for vurdert verdsettelsesusikkerhet per 31. desember 2011:

Tabell 13.1 Spesifisering av investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010
Aksjer	1 942 777	1 894 319	995	1 454	156	88	1 943 928	1 895 861
Sum obligasjoner	876 381	726 521	438 838	501 291	12 292	25 262	1 327 511	1 253 074
Statsobligasjoner	600 790	491 061	11 775	16 508	-	-	612 565	507 569
Statsrelaterte obligasjoner*	98 370	77 769	78 148	84 168	646	264	177 164	162 201
Realrenteobligasjoner	98 431	75 182	7 285	28 155	-	-	105 716	103 337
Selskapsobligasjoner	3 513	1 389	184 543	204 077	285	1 714	188 341	207 180
Verdipapiriserte obligasjoner	75 277	81 120	157 087	168 383	11 361	23 284	243 725	272 787
Sum finansielle derivater	-219	21	-3 511	-6 325	-	-	-3 730	-6 304
Eiendeler	5	43	2 222	3 025	-	-	2 227	3 068
Gjeld	-224	-22	-5 733	-9 350	-	-	-5 957	-9 372
Sum eiendom	.	.	.	-	11 023	-	11 023	-
Finansielle eiendeler eiendom	.	.	.	-	4 415	-	4 415	-
Felleskontrollerte virksomheter, eiendom	.	.	.	-	2 546	-	2 546	-
Investeringseiendommer	.	.	.	-	4 062	-	4 062	-
Totalt	2 818 939	2 620 861	436 322	496 420	23 471	25 350	3 278 732	3 142 631

* Obligasjoner utstedt av stater i fremmedvaluta er f.o.m. 1. januar 2011 inkludert i statsrelaterte obligasjoner. Sammenlignbare tall er omarbeidet.

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

Nesten alle aksjer er klassifisert som nivå 1. Aksjer klassifisert som nivå 2 består hovedsakelig av forholdsvis illikvide aksjeposter hvor prisfastsettelsen er basert på liknende mer likvide aksjeposter utstedt av samme selskap. Aksjer klassifisert i nivå 3 består av et fåtall beholdninger hvor prisfastsettelsen er spesielt usikker grunnet manglende aktivitet i markedet samt poster med suspensjon av omsetning.

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

Alle eiendomsinvesteringer er allokert til nivå 3, basert på at forutsetninger, estimater og skjønnsmessige vurderinger har en vesentlig rolle i modellene for verdsettelse av eiendommer.

Endring i nivå 3 beholdninger

Tabell 13.2 viser en avstemming av endringer i balansestørrelser for alle nivå 3 beholdninger i 2011 og 2010.

Tabell 13.2 Spesifisering av endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2011	Netto gevinst/ tap	Kjøp	Salg	Forfalte og inn- betalte	Overført fra nivå 1 eller 2	Overført til nivå 1 eller 2	Gevinst/ tap valuta	31.12.2011
Aksjer og andeler	88	5	43	-18	-71	110	-11	10	156
Obligasjoner	25 262	-751	690	-11 265	-2 786	2 173	-794	-237	12 292
Sum eiendom	-	-83	11 009	-	.	.	.	97	11 023
Finansielle eiendeler eiendom*	-	138	4 088	-	.	.	.	189	4 415
Felleskontrollerte virksomheter, eiendom**	-	-31	2 620	-	.	.	.	-43	2 546
Investeringseiendommer*	-	-190	4 301	-	.	.	.	-49	4 062
Totalt	25 350	-829	11 742	-11 283	-2 857	2 283	-805	-130	23 471

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

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

Beløp i millioner kroner	01.01.2010	Netto gevinst/ tap	Kjøp	Salg	Forfalte og inn- betalte	Overført fra nivå 1 eller 2	Overført til nivå 1 eller 2	Gevinst/ tap valuta	31.12.2010
Aksjer og andeler	5	-35	0	-11	-1	89	-2	43	88
Obligasjoner	33 518	4 974	611	-7 400	-4 844	4 984	-6 892	311	25 262
Totalt	33 523	4 939	611	-7 411	-4 845	5 073	-6 894	354	25 350

Beholdninger allokert til nivå 3 i verdsettelseshierarkiet ble redusert med 1 879 millioner kroner til 23 471 millioner kroner i løpet av 2011. En vesentlig nedgang i obligasjonsbeholdninger innen nivå 3 på 12 969 millioner kroner ble nesten oppveid av tilgangen av eiendomsinvesteringer på 11 023 millioner kroner. Salg fremstår som hovedgrunnen til reduksjonen for obligasjoner, og amerikanske verdipapiriserte obligasjoner ikke garantert av føderale utlånsinstitusjoner sto for storparten av disse salgene.

Sensitivitet for nivå 3 beholdninger

Tabell 13.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Sensitiviteter 31.12.2011			Sensitiviteter 31.12.2010		
	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2011	Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2010	Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer og andeler	156	-42	30	88	-21	14
Sum obligasjoner	12 292	-1 482	1 334	25 262	-3 130	2 238
Statsrelaterte obligasjoner	646	-65	39	264	-21	49
<i>Obligasjoner utstedt av stater i fremmedvaluta</i>	50	-4	2	-	-	-
<i>Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter</i>	500	-48	32	64	-6	5
<i>Obligasjoner utstedt av føderale kredittinstitusjoner</i>	96	-13	5	200	-15	44
Selskapsobligasjoner	285	-27	25	1 714	-204	159
<i>Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner</i>	265	-26	23	1 651	-196	153
<i>Obligasjoner utstedt av industriselskaper</i>	20	-1	2	63	-8	6
Verdipapiriserte obligasjoner	11 361	-1 390	1 270	23 284	-2 906	2 030
<i>Obligasjoner med fortrinnsrett</i>	121	-9	6	-	-	-
<i>Mortgage-backed securities (MBS)</i>	9 970	-1 191	1 027	18 941	-2 417	1 615
<i>Asset-backed securities (ABS)</i>	1 087	-159	210	3 878	-424	371
<i>Commercial mortgage-backed securities (CMBS)</i>	183	-31	27	465	-65	44
Sum eiendom	11 023	-620	659	-	-	-
Finansielle eiendeler eiendom	4 415	-278	288	-	-	-
Felleskontrollerte virksomheter	2 546	-132	143	-	-	-
Investerings eiendommer	4 062	-210	228	-	-	-
Totalt	23 471	-2 144	2 023	25 350	-3 151	2 252

NBIMs analyser tyder på at verdsettelsesrisikoen er redusert i løpet av 2011. Samlet eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til verdsettelse (nivå 3) ble kun redusert med 1 879 millioner kroner i 2011, til en eksponering ved slutten av året på 23 471 millioner kroner. På den annen side ble sammensetningen av beholdningene endret gjennom året mot større grad av beholdninger med lavere prisrisiko. Mens amerikanske verdipapiriserte obligasjoner anses å ha en verdsettelsesusikkerhet på rundt 12 prosent, er den tilsvarende usikkerheten for eiendomsinvesteringene som er anskaffet i 2011 ansett å være på rundt 6 prosent. Dette er hovedgrunnen til reduksjonen i nedside verdsettelsesrisiko på om lag 1 007 millioner kroner til 2 144 millioner kroner ved årsslutt 2011. Den samlede beregnede sensitiviteten mot fordelaktige endringer var noe lavere med 2 022 millioner kroner. Den totale verdsettelsesrisikoen for nivå 3 beholdninger er forventet å være lavere enn dette fordi verdsettelsen av alle beholdninger ikke vil bevege seg i samme retning basert på en underliggende endring i en parameter. Eksempelvis vil tidlig tilbakebetaling av underliggende utlån ha en positiv effekt på verdsettelsen av noen obligasjoner, mens det vil ha en negativ effekt på verdien av andre obligasjoner, slik at det vil forekomme motgående effekter i den totale verdsettelsen av porteføljen.

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

Amerikanske MBS verdipapiriserte obligasjoner viser en sensitivitet til endringer i ikke observerbare datapunkter som utgjør mer enn halvparten av den totale beregnede verdsettelsesusikkerheten, med 1 191 millioner kroner lavere verdi ved ufordelaktige endringer, og en økning på 1 027 millioner kroner ved fordelaktige endringer. Rundt halvparten av den totale MBS eksponeringen på 9 970 millioner kroner ved slutten av 2011 stammet fra «interest-only» obligasjoner med underliggende boliglån som sikkerhet, garantert av føderale utlånsinstitusjoner. Den viktigste underliggende parameteren som er endret i dette tilfellet er forutsetninger om tidlig tilbakebetaling av hovedstol. Den resterende nivå 3 MBS eksponeringen besto av obligasjoner ikke garantert av føderale

utlånsinstitusjoner. De vesentlige parametrene som er endret i dette tilfellet er forskjellige data som knytter seg til hvordan sikkerheten utvikler seg, inkludert tap, mislighold og forutsetninger om tidlig tilbakebetaling, i tillegg til estimert yield spread som er benyttet i tilknytning til kontantstrømmene for den aktuelle obligasjonen.

Eiendomsverdier er spesielt sensitive til endringer i avkastning (diskonteringsrente) og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under et ufordelaktig scenario er det beregnet at å endre diskonteringsrenten med + 0,2 prosentpoeng, og fremtidige leieinntekter med -2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 5,6 prosent eller 620 millioner kroner. Under et fordelaktig scenario vil en tilsvarende endring i diskonteringsrenten på -0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige inntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 6 prosent eller 659 millioner kroner.

Note 14 Risiko

Forvaltningsmandat for Statens pensjonsfond utland

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

Banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i valutakurven til faktisk referanseindeks. Departementets strategiske referanseindeks er fordelt på aktivaklasser og regioner, med regelbaserte justeringer for enkelte obligasjonssektorer og utvalgte selskaper som er ekskludert fra investeringsuniverset. Investeringsporteføljen kan ikke investere i verdipapirer utstedt av norske foretak eller som er utstedt i norske kroner. Slike verdipapirer er heller ikke med i referanseindeksen. Posisjoner i finansielle derivater inngår i den relevante aktivaklassen, men vises separat i resultatregnskapet og balansen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland.

Norges Banks styringsstruktur

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

Leder i NBIM er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse og et investeringsmandat. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for risikostyring i NBIM (som dekker styring av operasjonell risiko og investeringsrisiko), prinsipper for eierskapsutøvelse, prinsipper for organisasjon og ledelse av NBIM, og prinsipper for godtgjøring til ansatte i NBIM. NBIM må etterleve internasjonalt anerkjente standarder innen verddivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko. Rapportering til hovedstyret gjøres månedlig og mer utfyllende kvartalsvis. Sentralbanksjefen og hovedstyret gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller vesentlige forhold uten opphold.

Styringsstruktur i NBIM

I NBIM er investeringsansvaret delegert videre gjennom investeringsmandater. Ansvar for prosesser og personale er delegert gjennom stillingsbeskrivelser, mens krav til prosesser er detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Sammensetningen av ledergruppen i NBIM og delegeringen av myndighet skal sikre ansvarsdeling mellom investering, verdipapirhandel, drift, risikostyring og etterlevelse (compliance).

Markedsrisikokomiteén, kreditt- og motpartsrisikokomiteén og investeringsuniverskomiteén komplementerer delegeringen ved å gi råd om styring av investeringsrisiko, samt om investeringsuniverset.

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

NBIMs rammeverk for investeringsrisiko

I forvaltningsmandatet for Statens pensjonsfond utland som er gitt til Norges Bank, er det gitt flere rammer og begrensninger for den kombinerte aksje- og obligasjonsaktivaklassen, samt innen hver aktivaklasse.

Eiendomsinvesteringer er omhandlet i investeringsmandatet med egne rammer for forvaltningen. Rammene understøtter hvordan Norges Bank skal etablere en aktivaklasse med en diversifisert eksponering mot globale eiendomsmarkeder.

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

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

Risikostyring i NBIM er definert som:

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

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

Investeringsrisiko – markedsrisiko

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

Investeringsrisiko – kredittrisiko

NBIM definerer kredittrisiko som risiko for tap som følge av at en utsteder ikke kan oppfylle sine betalingsforpliktelser. NBIM måler både kredittrisiko knyttet til enkeltutstedere der risikomålet tar hensyn til sannsynlighet for mislighold og tap ved mislighold, og kredittrisiko på porteføljenivå der risikomålet tar hensyn til samvariasjon mellom instrumenter og utstedere. Kredittrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

Investeringsrisiko – motpartsrisiko

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

Risikostyringsprosessen

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

Markedsrisiko

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

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

Aktivaklasse per region

Porteføljen er investert på tvers av flere aktivaklasser og regioner som vist i tabell 14.1.

Tabell 14.1 Fordeling per aktivaklasse og region

		Markedsverdi* i prosent pr region		Markedsverdi* i prosent pr aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodt- gjøring	
		31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010
Aksjer	Amerika and Afrika	35,9	36,1				
	Europa	49,7	48,2				
	Asia and Oseania	14,4	15,7				
Aksjer totalt				58,7	61,5	1 944 721	1 891 250
Obligasjoner	Amerika and Afrika	37,7	35,2				
	Europa	56,1	59,2				
	Asia and Oseania	6,2	5,6				
Obligasjoner totalt				41,0	38,5	1 355 722	1 186 170
Eiendom	Europa	100	-				
Eiendom totalt				0,3	-	11 129	-

* Fra og med 1. januar 2011 er beregning av markedsverdi i tabellen over endret til å inkludere alle posisjoner i porteføljene, og ikke bare beholdninger i aksjer og obligasjoner. 2010 sammenlignbare tall er omarbeidet.

Konsentrasjonsrisiko

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

Tabell 14.2 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater, disse inkluderer nominelle statsobligasjoner utstedt i egen valuta, fremmed valuta og realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 14.2 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2011	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2010
USA	249 072	USA	164 627
Storbritannia	109 813	Storbritannia	98 581
Frankrike	79 790	Tyskland	73 609
Japan	67 036	Italia	58 461
Tyskland	51 294	Japan	54 991
Italia	32 914	Frankrike	52 345
Nederland	20 218	Spania	25 361
Spania	17 975	Belgia	14 229
Østerrike	15 561	Nederland	12 940
Belgia	14 813	Østerrike	11 224

Tabell 14.3 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebelholdninger. Obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner er inkludert i obligasjonskolonnen.

Tabell 14.3 Største beholdninger utenom stat, både obligasjoner og aksjer

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2010	Sektor	Obligasjoner	Aksjer	Totalt
HSBC Holdings PLC	Finans	2 780	21 152	23 932
Fannie Mae	Statsrelatert	22 828	-	22 588
European Investment Bank	Statsrelatert	22 273	-	22 273
Royal Dutch Shell PLC	Olje og gass	-	21 403	21 403
Nestle SA	Konsumvarer	-	21 285	21 285
Bank of Scotland PLC	Finans	17 996	-	17 996
Kreditanstalt fuer Wiederaufbau	Statsrelatert	17 108	-	17 108
Vodafone Group PLC	Telekommunikasjon	1 346	15 215	16 561
BP PLC	Olje og gass	499	15 939	16 438
Banco Santander SA	Finans	5 854	8 794	14 648

Tabell 14.4 viser fordeling av eiendomsporteføljen på land, sektor og andel utvikling samt andel ikke utleid.

Tabell 14.4 Fordeling, eiendomsporteføljen

I prosent	31.12.2011	31.12.2010
Land		
- Storbritannia	40,0	-
- Frankrike	60,0	-
Sektor		
- Kontorbygg	63,2	-
- Detaljhandel	35,4	-
- Bolig	0,4	-
- Industri	0,0	-
- Øvrig eiendom	1,0	-
Eiendom under utvikling	0,9	-
Eiendom som ikke er utleid	8,1	-

Volatilitet og samvariasjonsrisiko

Norges Bank benytter modeller for å kvantifisere svingningsrisikoen knyttet til hele eller deler av porteføljen. Dette er standard risikomål basert på det statistiske målet standardavvik, som hensyntar samvariasjon mellom porteføljens ulike investeringer. Risikomålet gir et estimat på hvor mye man kan forvente at porteføljens verdi endres eller svinger basert på markedsforhold over de siste tre årene. Forventet volatilitet kan uttrykkes i form av porteføljens absolutte eller relative risiko. Den langsiktige modellen benytter likt fordelte ukentlige avkastningsdata over de siste tre år og en parametrisk beregningsmetode. Den langsiktige modellen er tilpasset den langsiktige investeringshorisonten for Statens pensjonsfond utlands investeringer. Samme modeller benyttes både for porteføljerisiko og relativ volatilitet. I tillegg til bruk av den langsiktige modellen bruker NBIM en responsiv risikomodell. Modellen benytter daglige avkastningsdata der nyere data tillegges mer vekt enn eldre data. Den responsive modellen fanger i større grad den siste tidens markedsdynamikk og medfører at kortsiktige svingninger i størst grad forklarer endringer i modellert risiko. Eiendomsinvesteringer er ikke inkludert i volatilitetsberegningene. Dette er konsistent med investeringsmandatene gitt av Finansdepartementet og hovedstyret i Norges Bank i tillegg til interne retningslinjer for investering og risikostyring. Tabell 14.5 og 14.6 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

Tabell 14.5 Porteføljerisiko, forventet volatilitet, i prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2011	Min 2011	Max 2011	Snitt 2011	31.12.2010	Min 2010	Max 2010	Snitt 2010
Langsiktig modell								
Portefølje	9,6	9,5	13,4	12,1	13,2	13,1	15,8	13,6
Aksjer	16,4	16,4	21,2	19,9	21,1	21,0	25,2	21,7
Obligasjoner	10,5	10,5	12,7	12,0	12,3	11,2	13,4	12,2
Responsiv modell								
Portefølje	10,1	6,7	15,2	9,3	7,2	6,2	9,8	7,7
Aksjer	17,7	8,8	26,3	14,8	9,7	9,2	15,9	11,9
Obligasjoner	10,6	6,9	14,4	9,9	8,3	6,3	13,9	9,6

Tabell 14.6 Relativ risiko, forventet relativ volatilitet i basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2011	Min 2011	Max 2011	Snitt 2011	31.12.2010	Min 2010	Max 2010	Snitt 2010
Langsiktig modell								
Portefølje	40	33	65	46	54	37	58	48
Aksjer	53	40	111	64	61	45	71	58
Obligasjoner	45	38	76	51	77	51	90	76
Responsiv modell								
Portefølje	44	23	57	35	24	24	59	34
Aksjer	62	29	115	53	29	27	47	38
Obligasjoner	85	21	97	43	32	31	114	55

Risiko målt ved den langsiktige risikomodellen viste en nedgang for porteføljen som helhet og innenfor begge aktivklassene i 2011. For porteføljen totalt var målt risiko ved utgangen av året 9,6 prosent. Dette betyr at man for porteføljen kan forvente å se årlige verdissvingninger i overkant av 300 milliarder kroner. Tilsvarende var målt risiko ved utgangen av 2010 13,2 prosent, noe som innebar at man ved inngangen til 2011 kunne forvente årlige svingninger på om lag 400 milliarder kroner. Faktisk porteføljerisikofor 2011 på -37 milliarder kroner, var innenfor dette, med store svingninger gjennom året. I tråd med nedgangen i aksjemarkedene er andelen investeringer i aksjer redusert på grunn av verdifall, og dette har bidratt til å redusere risikoen i investeringsporteføljen. I tillegg til denne effekten er nedgangen imidlertid drevet av at modellen bruker tre års historikk slik at historikk fra den volatile perioden i 2008 ikke lenger var med i grunnlaget ved utgangen av året. Til tross for at 2011 også har vært preget av uro i markedene er den sammenlignet med 2008 dempet.

Mandatet for Statens pensjonsfond utland har en ramme på 100 basispunkter forventet relativ volatilitet. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på den langsiktige modellen.

Forventet relativ volatilitet basert både på den langsiktige og den responsive modellen har vært innenfor rammen i 2011. Forventet volatilitet for porteføljen i henhold til den responsive modellen var ved slutten av fjerde kvartal 2011 vesentlig høyere enn ved inngangen til året.

Svingningene i aksje- og rentemarkedene økte i 2011, drevet av usikkerhet rundt europeisk statsgjeld, økt forventning om et økonomisk tilbakeslag i USA og vedvarende finansieringsutfordringer for spesielt europeiske banker. Uroen nådde et toppunkt i tredje kvartal. Mot slutten av 2011 falt arbeidsledigheten i USA og veksten i økonomien tok seg opp slik at den underliggende økonomiske utviklingen synes sterkere. I desember implementerte den Europeiske Sentralbanken tiltak for å støtte bankene, noe som også medførte at uroen ble dempet.

Styrker og svakheter

Styrken 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.

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

Etterprøving av modeller

Det gjennomføres etterprøving av modellene for å validere modellens evne til å estimere risiko. En metode for etterprøving er å sammenligne risiko estimert av modellene mot den faktiske risikoen som blir observert i porteføljens faktiske avkastning.

Tabellen på neste side oppsummerer antall observasjoner hvor faktisk tap overstiger den forventede risikoen, den forventede frekvensen og forholdstallet mellom dem. Kun nedsiderisiko har blitt hensyntatt. Jo nærmere forholdstallet er til 1, jo bedre estimerer modellen risiko i porteføljen. Tre forskjellige konfidensintervaller er vurdert. Et forholdstall over 1 indikerer at risikoen er underestimert.

Tabell 14.7 Sammenligning mellom forventet tapsfrekvens på porteføljen og faktisk tapsfrekvens

Risikomål	Periode	Forventet	Obsvert	Obsvert/Forventet
Standardavvik	2 år	83	75	0,90
Value at Risk 95 %	2 år	26	26	1,00
Value at Risk 99 %	2 år	5	9	1,73

Tabell 14.8 Sammenligning mellom forventet tapsfrekvens på relativ avkastning og faktisk tapsfrekvens

Risikomål	Periode	Forventet	Obsvert	Obsvert/Forventet
Standardavvik	2 år	83	66	0,79
Value at Risk 95 %	2 år	26	18	0,69
Value at Risk 99 %	2 år	5	6	1,15

Kreditrisiko

Kreditrisiko 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 kreditrisiko av ett av de store kredittvurderingsbyråene. Investeringer i obligasjoner gjøres basert på egne vurderinger med hensyn til forventet avkastning og risikoprofil.

Tabell 14.9 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2010	AAA	AA	A	BBB	Høyere risiko	Total
Statsobligasjoner	389 135	108 100	3 254	2 903	4 177	507 569
Statsrelaterte obligasjoner	98 950	39 655	11 145	11 779	671	162 201
Realrenteobligasjoner	58 558	44 260	-	-	519	103 337
Selskapsobligasjoner	4 139	45 576	82 693	69 837	4 935	207 180
Verdipapiriserte obligasjoner	207 742	40 997	3 549	1 880	18 619	272 787
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	758 524	278 588	100 641	86 399	28 921	1 253 074

Kreditrisikoen i obligasjonsmarkedet har økt i løpet av året, spesielt som følge av gjeldssituasjonen i Europa. Dette kommer fram bl.a. ved at man observerte økte kredittpåslag på obligasjoner utstedt av myndigheter i europeiske land og selskaper. I tillegg har flere land og selskaper blitt nedgradert av kredittvurderingsbyråene. Nye obligasjonsinvesteringer i 2011 var i hovedsak i obligasjoner med høy kredittkvalitet, og har således motvirket at obligasjoner har blitt nedgradert. Sammensetningen av obligasjonsporteføljen kjennetegnes ved at innslaget av statsobligasjoner økte og at andelen i selskaps- og verdipapiriserte obligasjoner ble redusert. Sammensetningen etter kredittvurdering er preget av at fordelingen mellom de tre beste vurderingskategoriene er endret, ved at andelen AA ble redusert og at AAA og A økte tilsvarende. Ved utgangen av 2011 hadde beholdningen av misligholdte obligasjoner en markedsverdi på 1,5 milliarder kroner eller 0,1 prosent av obligasjonsporteføljen. Den nominelle størrelsen av misligholdte obligasjoner var 9,3 milliarder kroner, ned fra 13,3 milliarder kroner ved utgangen av 2010. Misligholdte obligasjoner er gruppert under "Høyere risiko" i tabellen over.

Tabell 14.10 Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

31.12.2011	AAA	AA	A	BBB	Høyere risiko	Totalt
EUR	26,1	7,2	6,3	2,3	0,5	42,4
USD	24,7	2,0	4,1	3,6	0,5	34,9
GBP	9,5	0,4	1,0	0,6	0,0	11,4
JPY	0,0	5,1	0,0	0,0	0,0	5,1
CAD	1,4	0,5	0,1	0,1	0,0	2,1
Andre valutaer	3,6	0,0	0,2	0,2	0,1	4,1
Totalt	65,3	15,2	11,7	6,8	1,1	100,0

31.12.2010	AAA	AA	A	BBB	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
Totalt	60,7	22,2	8,0	6,9	2,3	100,0

I løpet av 2011 er bruken av kredittderivater redusert betraktelig, se Note 9 Finansielle derivater.

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

Motpartsrisiko

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

Norges Bank benytter flere motparter for å redusere konsentrasjon og det er satt strenge krav til motpartens kredittkvalitet. Konsentrasjon begrenses også ved at det er satt rammer for eksponering mot enkeltmotparter. Krav til kredittverdighet er høyere for motparter til usikrede bankinnskudd enn der det stilles sikkerhet. Det benyttes motregningsavtaler både for handler i ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter for å redusere motpartseksponering. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv markedsverdi av nettoposisjonen mot motparten.

Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko, er i tråd med anbefalinger fra UK Financial Services Authority. To metoder benyttes: for ikke-børsnoterte derivater, tidsinnskudd, bankinnskudd og valutakontrakter benyttes en motpartsrisikomodel der eksponeringene reprises under forskjellige forutsetninger for å ta hensyn til mulige fremtidige markedsbevegelser; på denne måten estimeres potensiell fremtidig eksponering. Motregningsavtaler og sikkerhet blir hensyntatt ved beregning av nettoeksponering. For gjengkjøpsavtaler, verdipapirutlån gjennom eksterne agenter og verdipapirer stilt som sikkerhet ved futureshandel, benyttes en metode der det legges til et påslag på markedsverdi for å ta hensyn til volatiliteten i posisjonene. For disse posisjonene er det også justert for motregning og faktisk mottatt og stilt sikkerhet i beregning av netto eksponering. I tabell 14.11 på neste side 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. Verdipapirutlån gjennom eksterne agenter er redusert i løpet av andre halvår av 2011, se Note 8 Utlån av verdipapirer. Aktiviteten innenfor gjengkjøpsavtaler ble også redusert i siste kvartal, slik at total motpartsrisiko er redusert, spesielt gjelder dette i form av brutto eksponering.

Tabell 14.11 Motpartsrisiko per type posisjon

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

<i>Beløp i millioner kroner, 31.12.2010</i>	Balansført verdi justert for sikkerheter	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd	6 075	5 989	-	-	5 989
Ikke børsnoterte derivater inkl valuta-kontrakter	-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
Obligasjoner stilt som sikkerhet ved futureshandel	620	638	-	-	638
Totalt		51 871	6 041	19 178	26 652

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

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

Linjen Ikke børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter i tabellen består av netto markedsverdi av valutakontrakter (639 millioner kroner) og bytteavtaler (-4 150 millioner kroner), jf. note 9 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 14.12 nedenfor viser Norges Banks motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori.

Tabell 14.12 Motparter fordelt på kredittvurdering

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010
AAA	3	3	3	3
AA	50	55	43	57
A	39	23	43	36
BBB	4	-	14	21
BB	-	-	2	6
B	-	-	12	3
Totalt	96	81	117	126

Belåning

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

Ved inngangen til 2011 hadde porteføljen en belåning på 2,2 prosent. Gjennom 2011 har porteføljen holdt en større andel med kontanter, og porteføljen har ved utgangen av 2011 ingen belåning.

Tabell 14.13 Netto belåning

Prosent	31.12.2011	3. kvartal 2011	2. kvartal 2011	1. kvartal 2011	31.12.2010
Belåningsgrad	0,0	0,0	0,0	1,8	2,2

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier

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

Note 15 Datterselskaper og felleskontrollerte virksomheter

Norges Banks eierinteresser innenfor investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland i vesentlige datterselskaper og felleskontrollerte virksomheter er vist i tabellen 15.1.

Tabell 15.1 Datterselskaper og felleskontrollerte virksomheter

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

* Felleskontrollerte virksomheter

Revisors beretning

Vi har revidert den konsoliderte regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2011, oppstilling av resultat, oppstilling av totalresultat, oppstilling av endring i eiers kapital, oppstilling av kontantstrømmer for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

Ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

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

Revisors oppgaver og plikter

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

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

En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om eventuelle regnskapsestimer 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 for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2011 og av resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU.

Oslo, 29. februar 2012

Deloitte AS

Aase Aa. Lundgaard
statsautorisert revisor



ISSN 1891-1331

Design: Burson-Marsteller v/ Erik Sand
Foto: NBIM, The Crown Estate, Statoil, Scanpix, iStockphoto, Land Security Group, Nicki Twang.

Illustrasjoner: Erik Sand

Papir: Galerie Art Matt 250/150
Produksjon: 07 Gruppen AS

Opplag: 2 300



Norges Bank Investment Management (NBIM)

Bankplassen 2
Postboks 1179 Sentrum
N-0107 Oslo

Tel.: +47 24 07 30 00
www.nbim.no