

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.

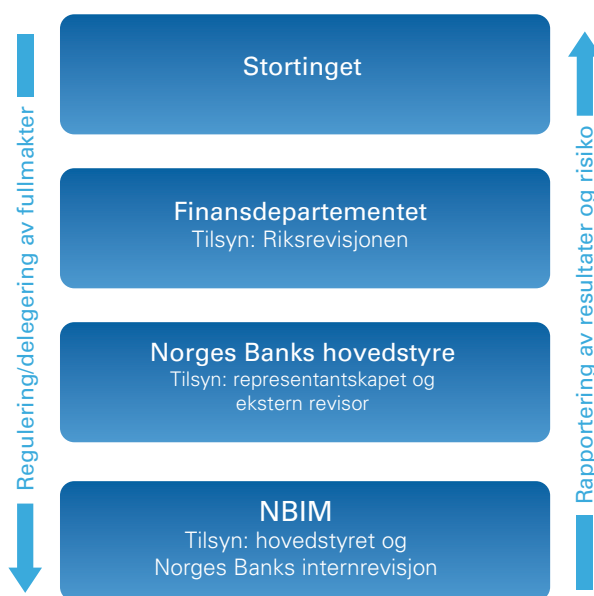
Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning, og har fastsatt de overordnede rammene i *Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland*. Norges Bank utfører forvaltningen av fondet, og bankens hovedstyre har delegert gjennomføringen av forvaltningen til Norges Bank Investment 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 forvaltningseenheten og rapporterer direkte til hovedstyret. Lederen mottar råd fra komiteer for ulike deler av forvaltningen.

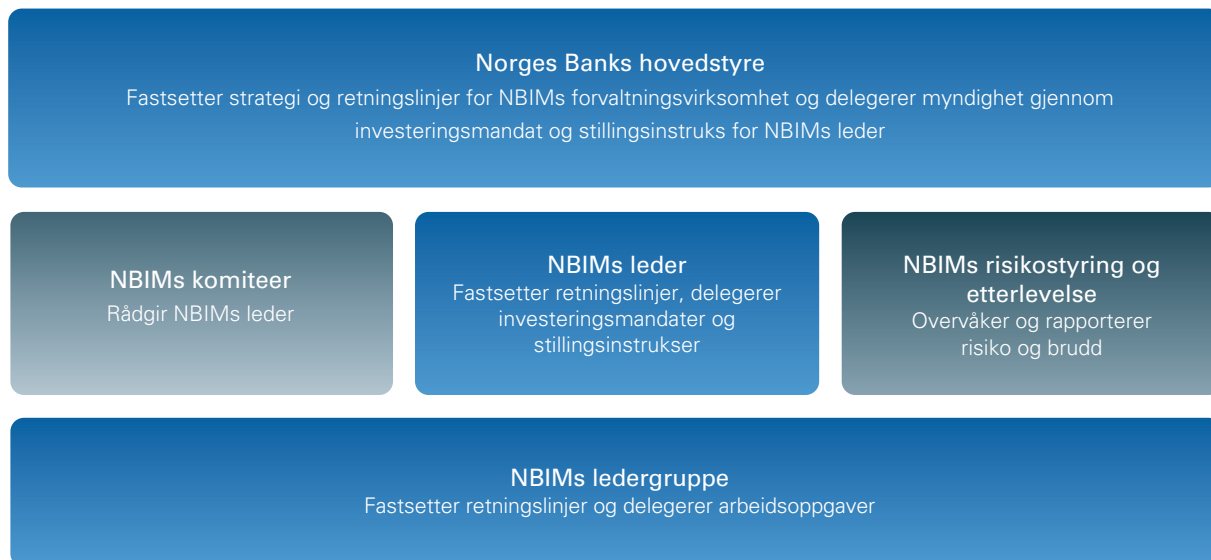
Hovedstyret mottar rapporter om fondets avkastning og risiko, i tillegg til rapporter om operasjonell risikostyring, intern kontroll og etterlevelse av regelverket for NBIM. Styret godkjenner også de offentlige kvartals- og årsrapportene om fondets forvaltning.



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

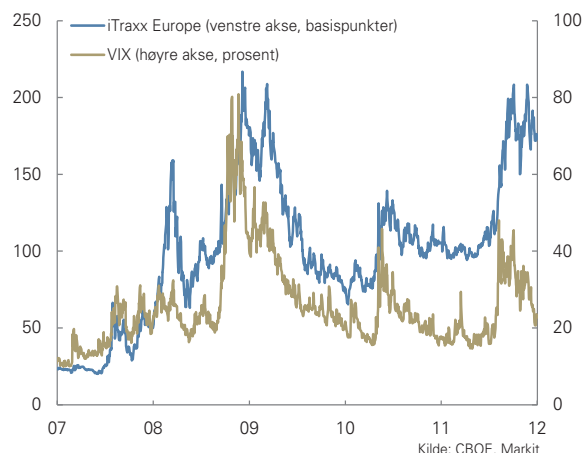
Den globale aksjeindeksen MSCI All Country World Index falt 9 prosent i 2011 etter en oppgang på 10 prosent i 2010 og 32 prosent i 2009.

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.

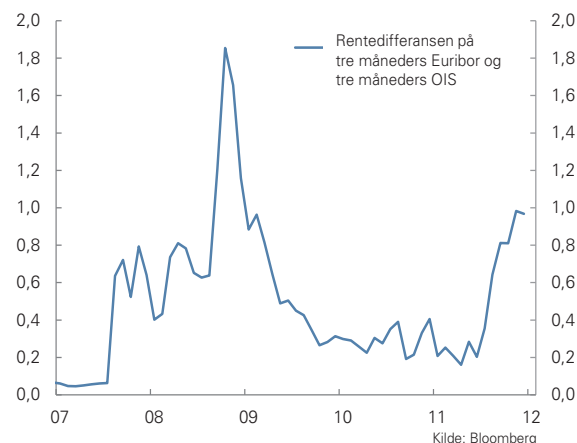
Europas toneangivende aksjeindeks Stoxx Europe 600 falt 11 prosent i 2011, ledet an av nedgang i banksektoren. Økende bekymringer rundt evnen til å betale statsgjeld i enkelte eurostater og frykt for banktap ved mislighold av slik gjeld sendte den europeiske banksektoren ned 32 prosent i året.

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 intervensere 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.

OCTOBER 2011

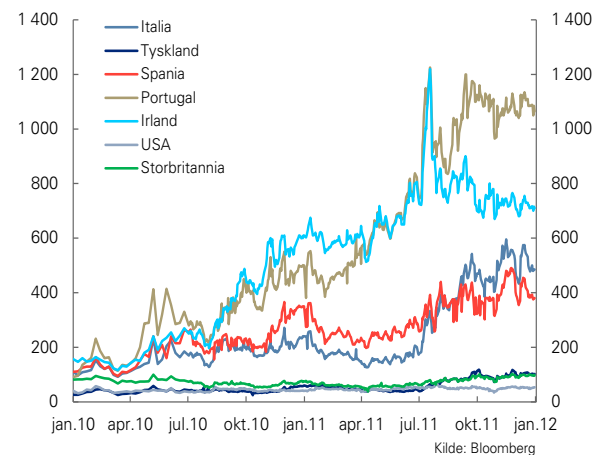
22. september: Renten på tiårige amerikanske statsobligasjoner faller til det laveste nivået noensinne.

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.

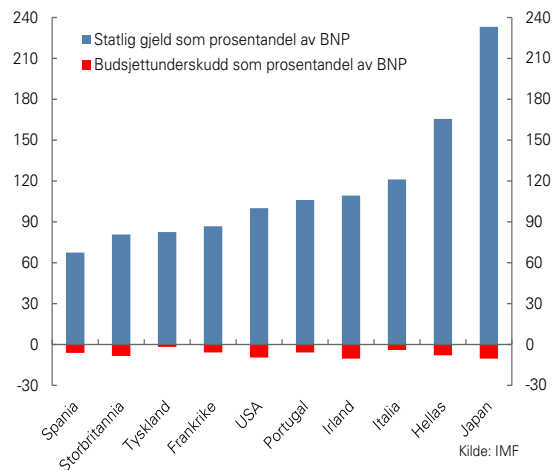
Den amerikanske aksjeindeksen Standard & Poor's 500 endte året uendret i 2011, etter oppgang i 2010 og 2009. Fallende aksjekurser på finansinstitusjoner og råvare-selskaper ble motvirket av stigende priser på selskaper i sektorene helse og konsumvarer. I begynnelsen av oktober falt S&P-indeksen til sitt 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 Statlig bruttogjeld og budsjettunderskudd i en rekke land, 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 visepresident, 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 lettelser, 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 tilførsle 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. Tilførsle 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.

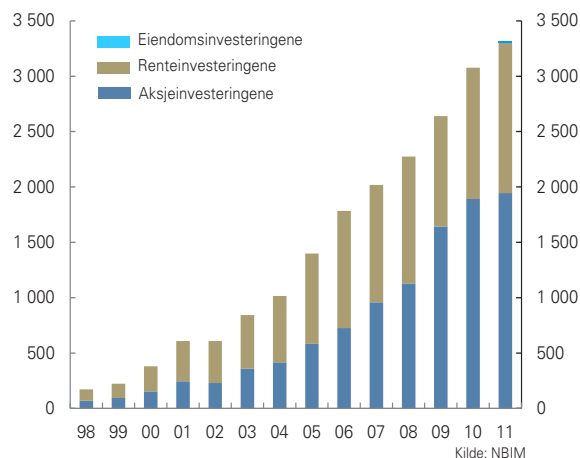
Ved utgangen av året var 83 prosent av fondets investeringer i pund, dollar, yen og euro. Verdien av kronen falt 1,9 prosent mot pundet, 2,7 prosent mot dollaren og 8,2

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

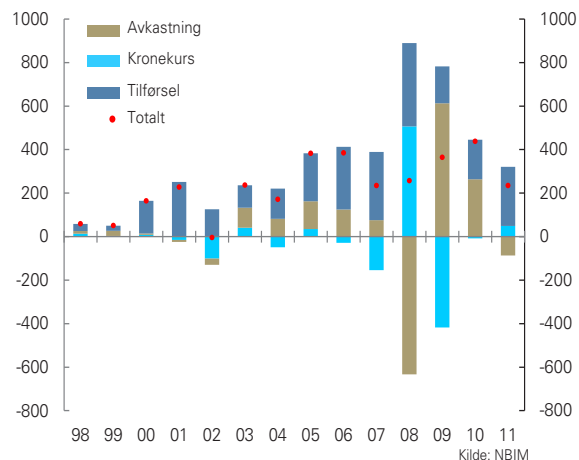
Fondet skal gradvis investeres i eiendom, slik at det etter hvert består av 60 prosent aksjer, 35 prosent rentepapirer og 5 prosent eiendom. Ved utgangen av 2011 var investeringene fordelt med 58,7 prosent i aksjer, 41 prosent i rentepapirer og 0,3 prosent i eiendom.

Aksjeandelen var lavere enn det langsiktige målet på 60 prosent fordi et sterkt fall i de globale aksjemarkedene reduserte verdien av beholdningen. Fondet bruker tilførsle 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



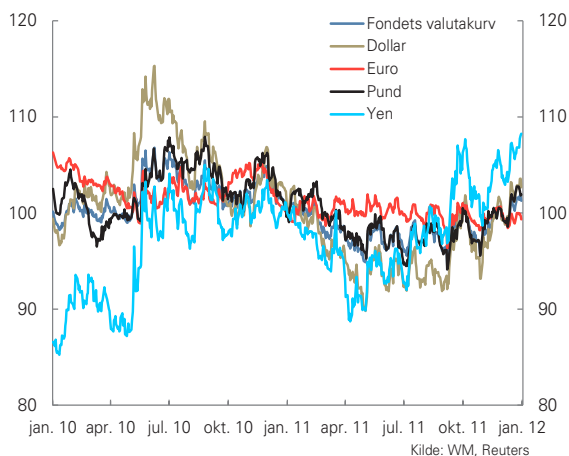
Figur 2-2 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



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.

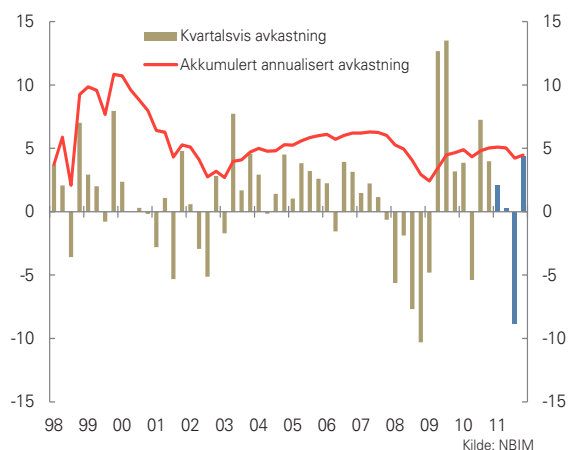
Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var -8,8 prosent, målt i internasjonal valuta, drevet av kursfall i aksjemarkedene i Asia, USA og særlig Europa. Renteinvesteringene fikk en avkastning på 7 prosent, hjulpet av stigende priser på obligasjoner. Avkastningen på eiendomsinvesteringene var -4,4 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 referanseindeksenens avkastning.

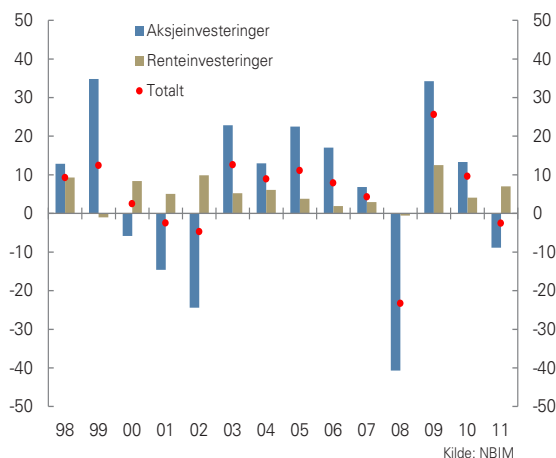
Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 0,48 prosentpoeng under referanseindeksenens avkastning, mens avkastningen på fondets renteinvesteringer var 0,52 prosentpoeng høyere enn referanseindeksenens avkastning. Den relative avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer oppgis ikke fordi investeringene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

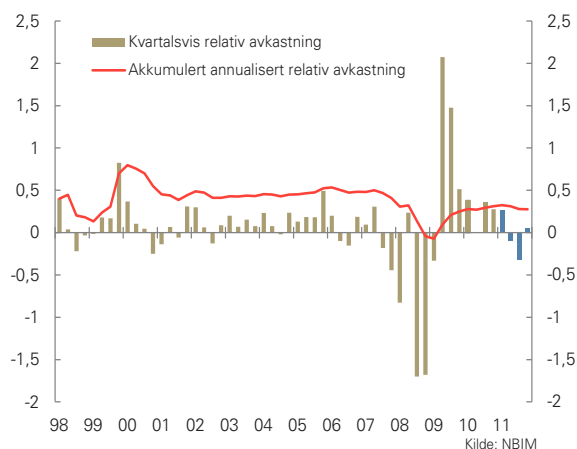
Figur 3-2 Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



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)	-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

	USD	EUR	GBP
Fondets avkastning (prosent)	-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



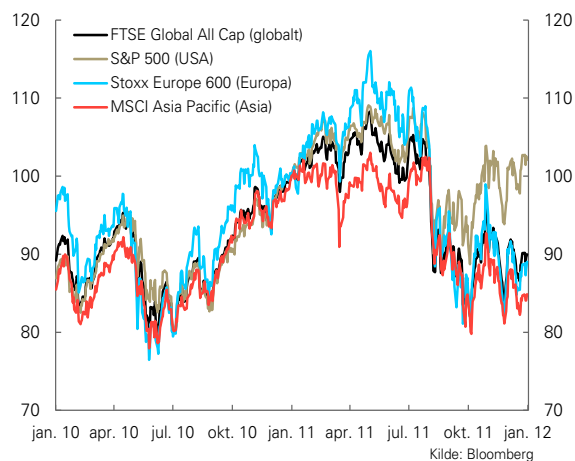
17 prosent i 2011, drevet av bekymringer for lavere oljeforsyninger fra Midtøsten og Nord-Afrika som følge av politisk uro i regionene. Aksjekursene til oljeprodusentene Royal Dutch Shell og Exxon Mobil steg med henholdsvis 13,8 prosent og 15,9 prosent i 2011. Selskapene var blant fondets ti største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

	Fondets 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 enkelt-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

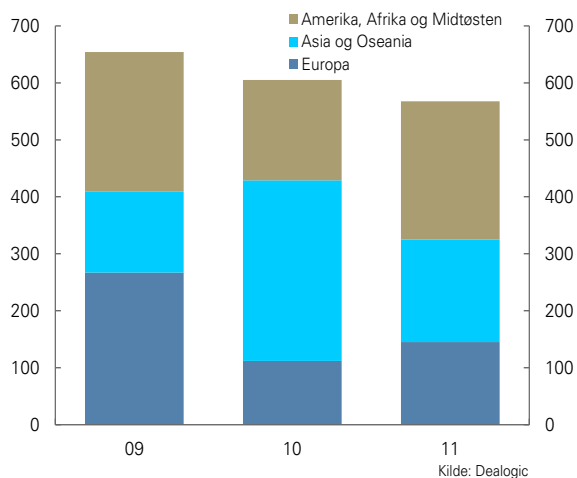
i den sveitsiske råvareleverandøren Glencore International, som i mai utstedte aksjer for 6 milliarder pund, tilsvarende 54 milliarder kroner. Deretter fulgte det amerikanske forsikringsselskapet American International Group og tyske Commerzbank, som solgte aksjer for henholdsvis 8,7 milliarder dollar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

Aksjeforvaltningens relative avkastning

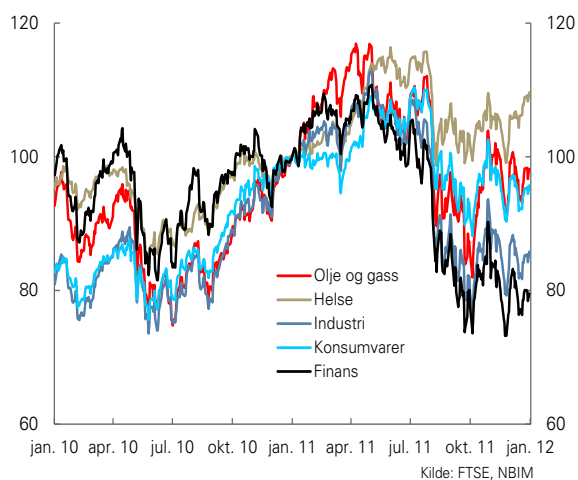
Fondet eide aksjer i 8 001 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2011. Investeringene måles mot en indeks fra FTSE Group, som besto av 7 265 børsnoterte selskaper.

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 gassektoren 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

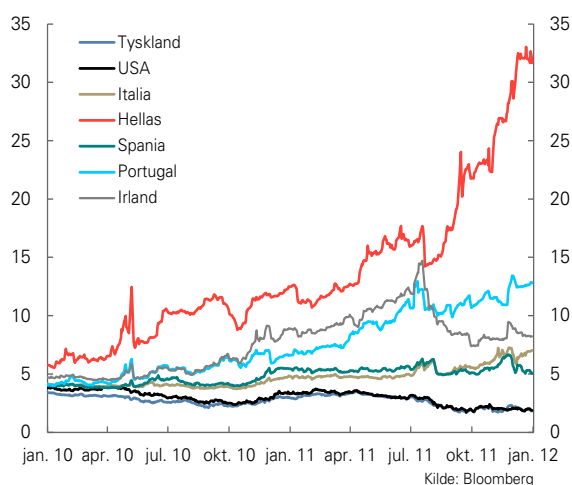
Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 7 prosent i 2011, hjulpet av prisoppgang på de antatt sikreste statsobligasjonene.

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 bremset 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.

Figur 5-1 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. 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, målt

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

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.

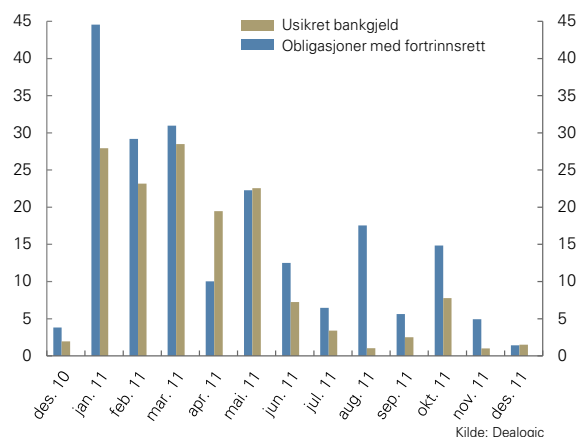
Renten en investor mottar fra en realrenteobligasjon, er en realrente som er justert for løpende inflasjon. I 2011 falt realrenten på tiårige amerikanske realrenteobligasjoner til -0,11 prosent ved utgangen av året fra 0,97 prosent ved inngangen til året. Realrenten på tiårige britiske realrenteobligasjoner 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 sektorene 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.

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.

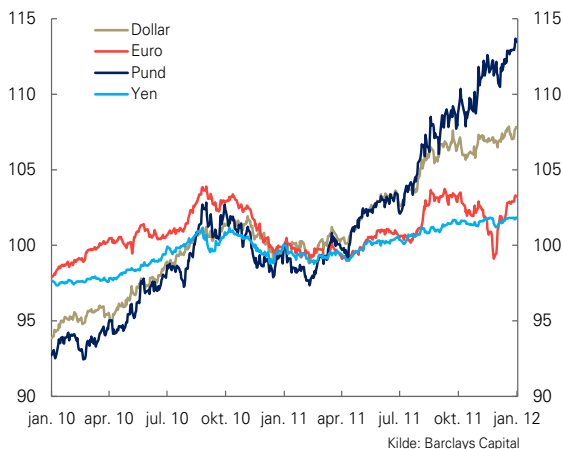
Den operative referanseporteføljen

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 eurodenominert statsgjeld i porteføljen, for å redusere investeringene i statsobligasjoner fra noen av de mest gjeldstyngede europeiske landene. Endringene ble gjennomført fra midten av april.

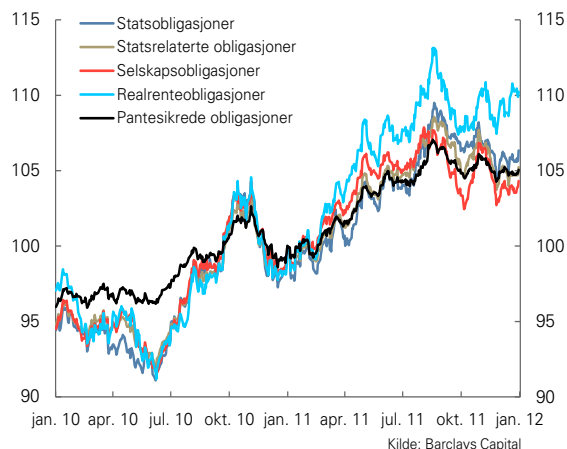
Den operative referanseporteføljen besto av 4 916 obligasjoner ved utgangen av året. Fra midten av april til utgangen av 2011 fikk porteføljen en avkastning på 6,2 prosent. Det var 0,19 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

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

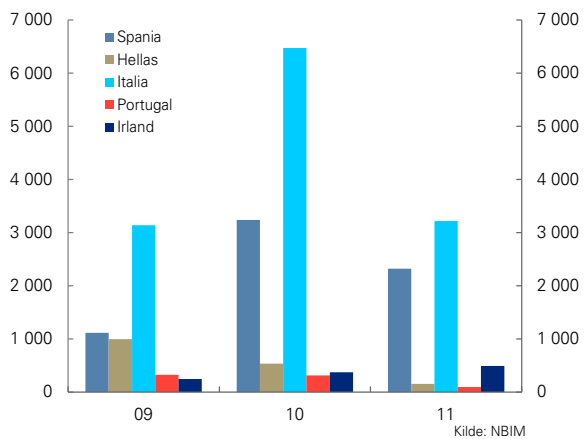


Figur 5-4 Kursutviklingen for ulike obligasjoner i Barclays Global Aggregate-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2010 = 100

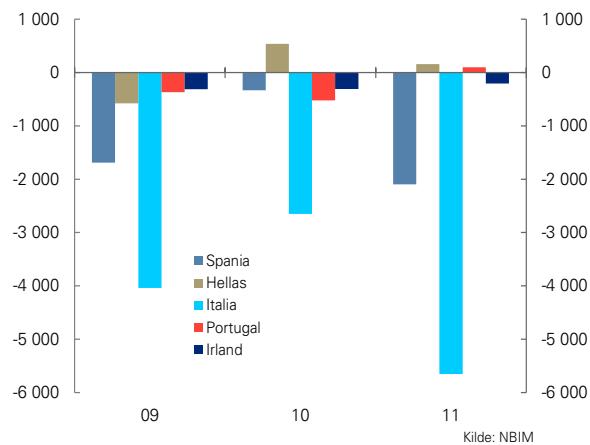




Figur 5-5 Fondets beholdning av statsgjeld i noen europeiske land. Millioner euro



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.

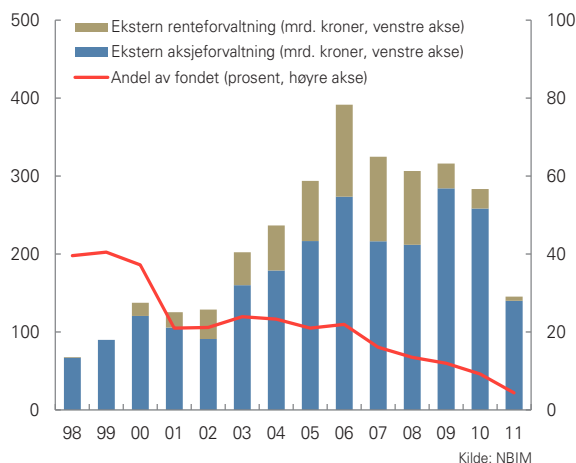
Eksterne rentemandater

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





OSLO, NORGE

ANTWERPEN, BELGIA

LONDON, STORBRITANNIA

PARIS, FRANKRIKE

MILANO, ITALIA

MADRID, SPANIA

MONTREAL, CANADA

NEW YORK, NY

BALTIMORE, MD

SAN FRANCISCO, CA

DENVER, CO

PASADENA, CA

LOS ANGELES, CA

SÃO PAULO, BRASIL

RIO DE JANEIRO, BRASIL

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.

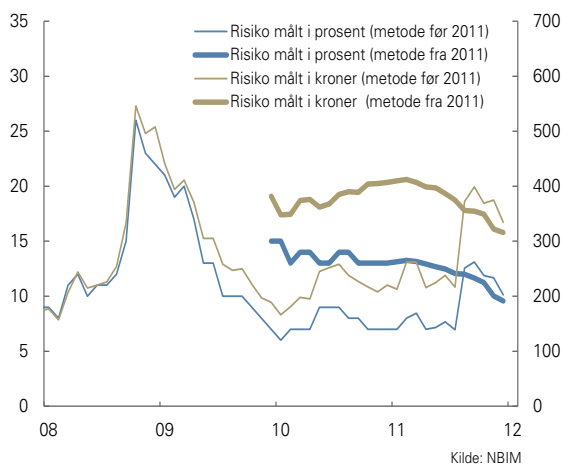
Svingningene i aksjemarkedet ble mindre mot slutten av året etter at flere sentralbanker, inkludert den amerikanske



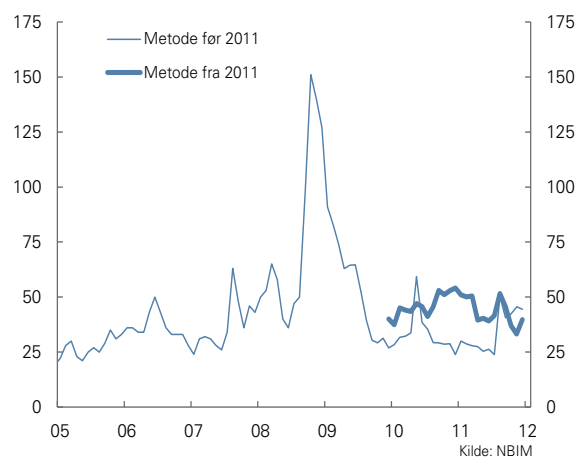
og den europeiske, annonserte en rekke tiltak for å hindre en spredning av gjeldskrisen, avverge en kredittlstramming blant bankene og stimulere veksten i økonomien.

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



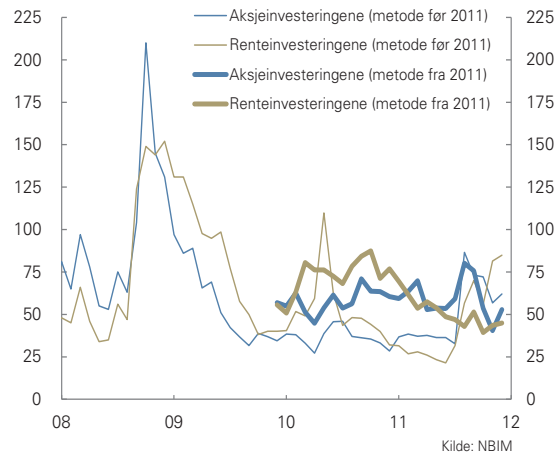
Fondets verdissvingninger

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 absolute 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 for fondet eksklusive eiendom	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.

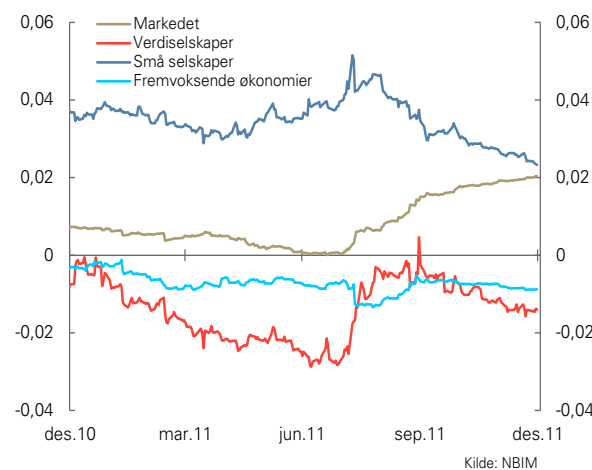
Faktoreksponering

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.

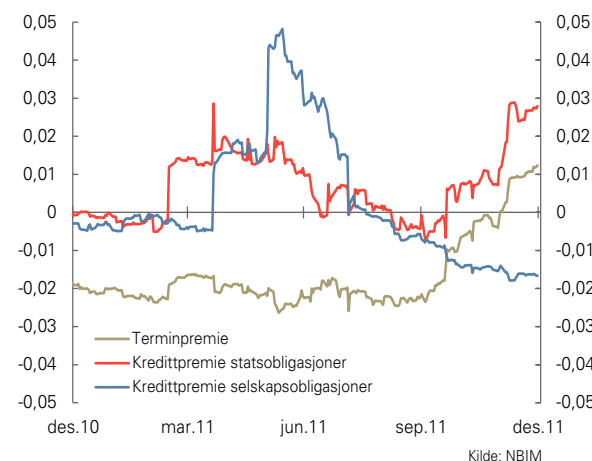
En analyse av faktoreksponeringen for 2011 indikerer blant annet at fondets aksjeinvesteringer var mer eksponert mot små selskaper enn referanseindeksen gjennom året, og noe mer eksponert mot den generelle utviklingen i aksjemarkedet enn referanseindeksen i andre halvår. Analysen viser at den relative 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 12 i regnskapsrapporteringen.

Figur 8-4 Aksjeinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter

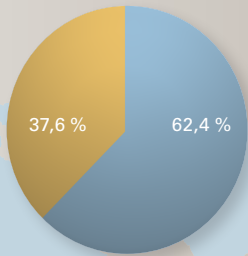


Figur 8-5 Obligasjonsinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter





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.

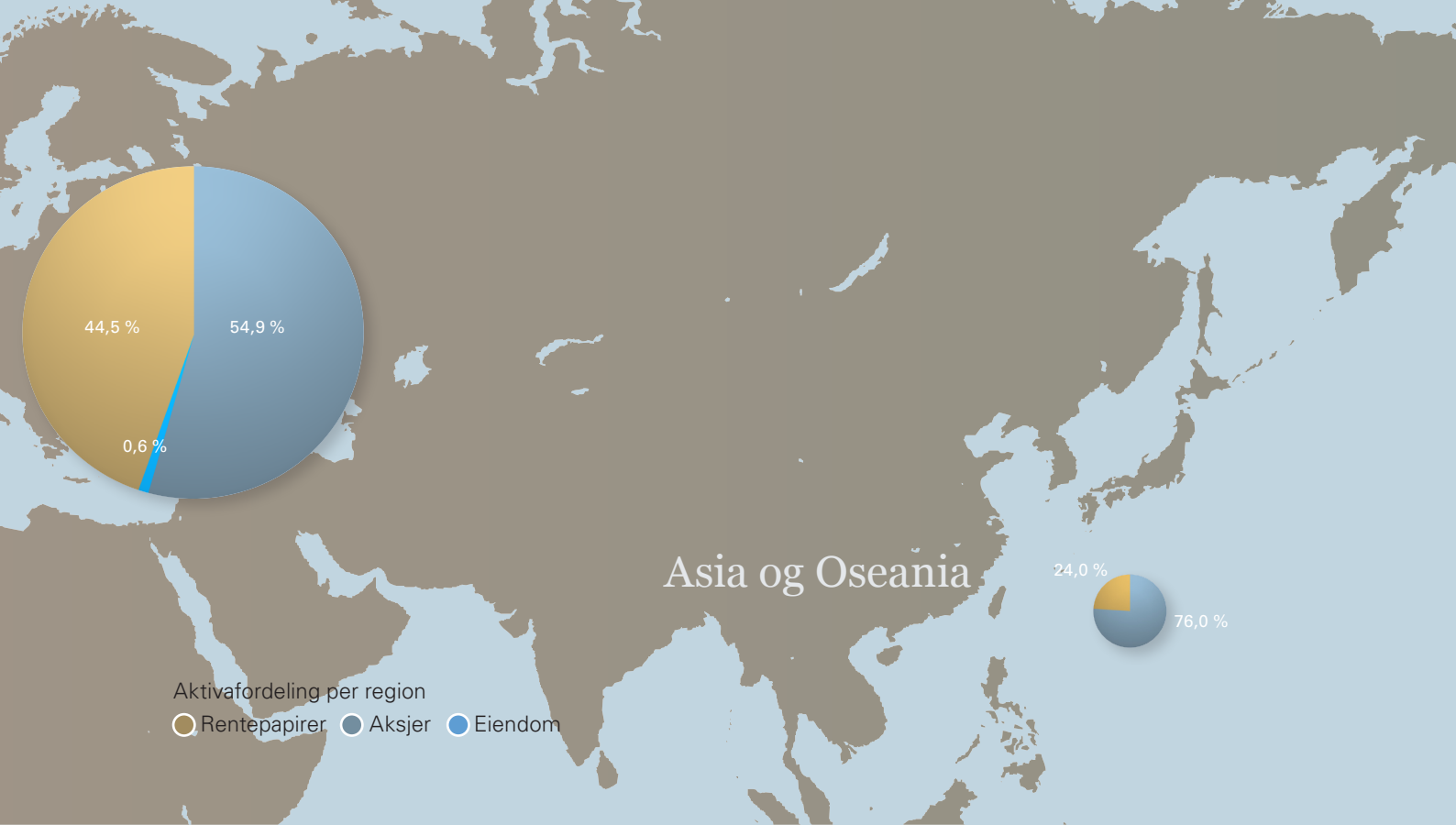
Eierandelen i obligasjonsmarkedene endret seg lite i 2011,

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



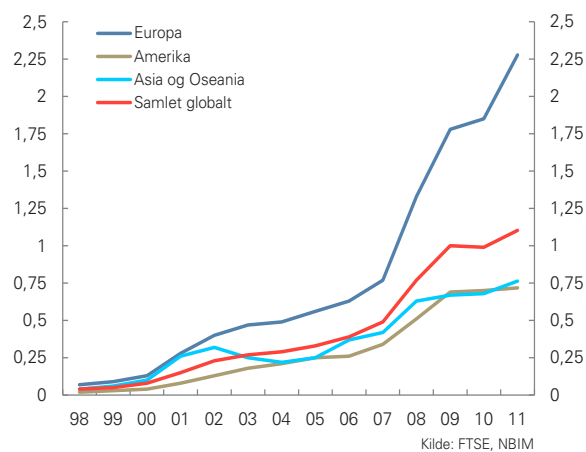
aksjeforvaltere i Kina og Malaysia. Ved utgangen av året var fondet investert i 8 001 selskaper, ned fra 8 496 selskaper ett år tidligere.

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

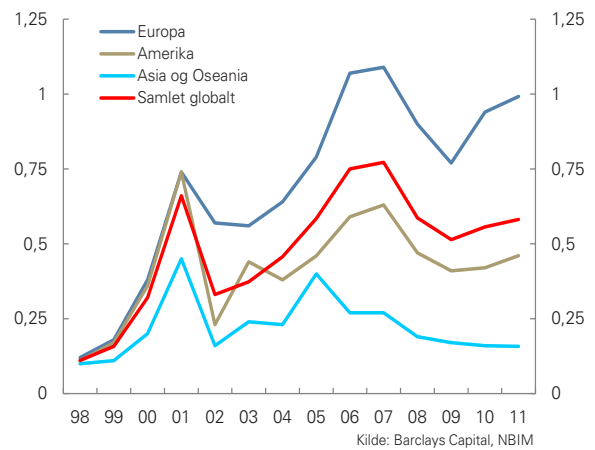
beholdningen, fulgt av pantelikrede obligasjoner med 18 prosent og selskapsobligasjoner med 14 prosent. Ved utgangen av året var fondet investert i 5 215 obligasjoner fra 1 404 utstedere, mot 8 659 obligasjoner fra 1 686 utstedere ett år tidligere. Totalt 94 prosent av obligasjonene var utstedt i euro,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



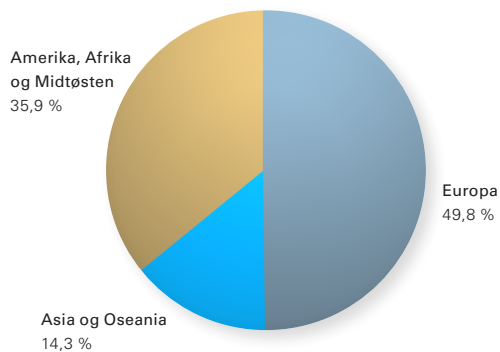
Tabell 9-1 Fondets ti største beholdninger fordelt på land per 31. desember 2011

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

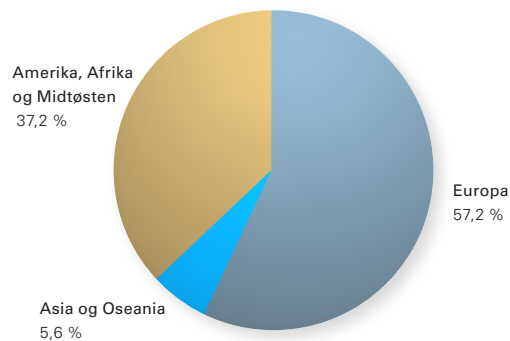
Tabell 9-2 Fondets ti største beholdninger fordelt etter valuta per 31. desember 2011

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

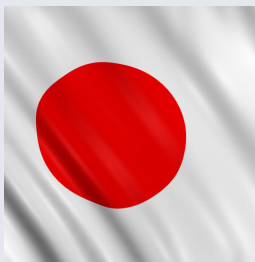


Figur 9-4 Fondets renteinvesteringer fordelt etter valuta i ulike regioner per 31. desember 2011. Prosent



Japan

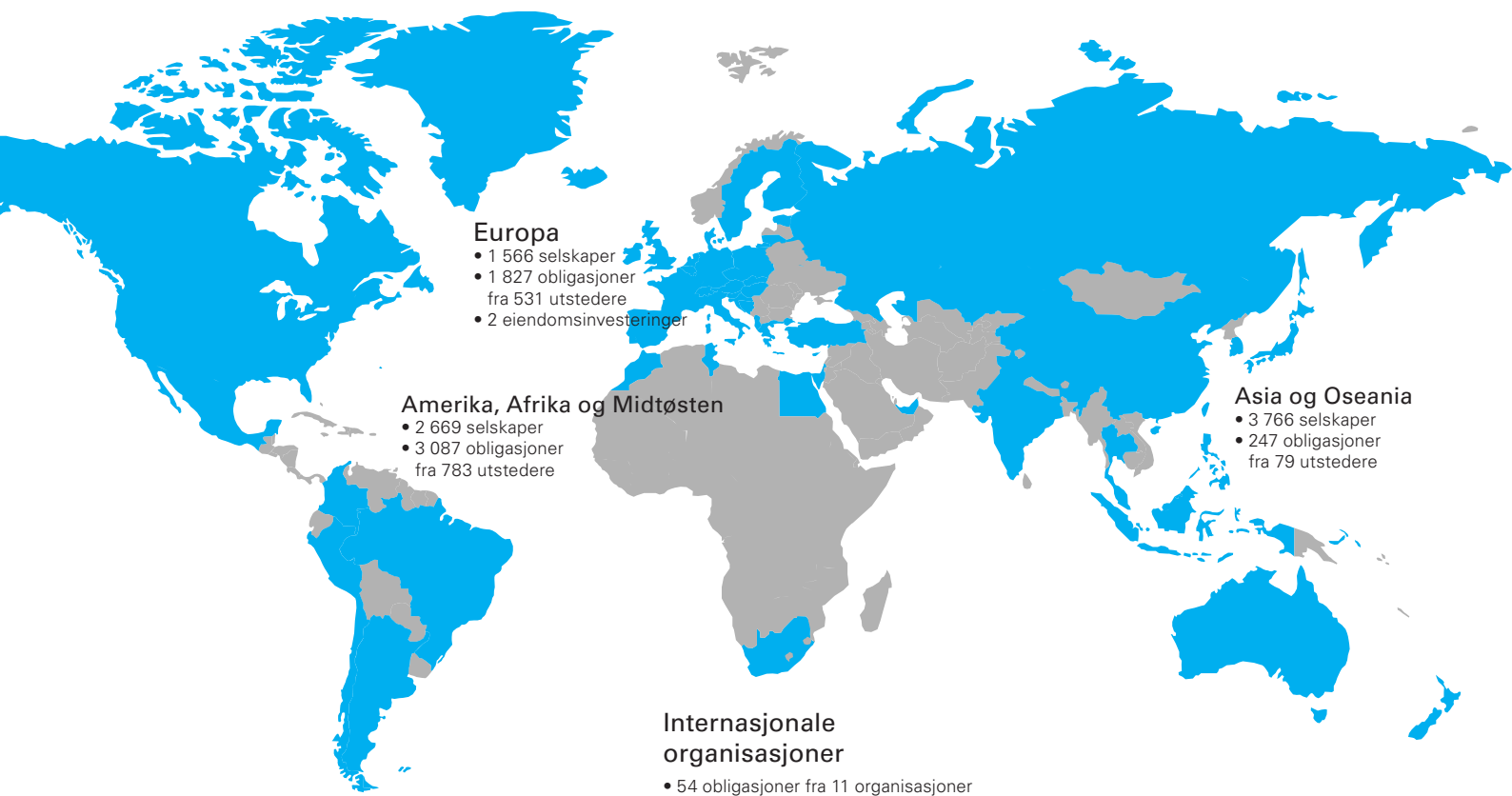
- Sto for 5,4 prosent av fondets investeringer ved utgangen av 2011
- Investeringene var i 1 265 aksjeselskaper og obligasjoner fra 8 utstedere



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 utgangen av 2011. Amerikanske, britiske, franske, japanske og

tyske statsobligasjoner var de fem største beholdningene.

Tabell 10-1 Fondets største aksjebeholdninger 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 butikkløkalder 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 skogsindustri-produkter 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 11 312 ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger. Stemmegivningen var

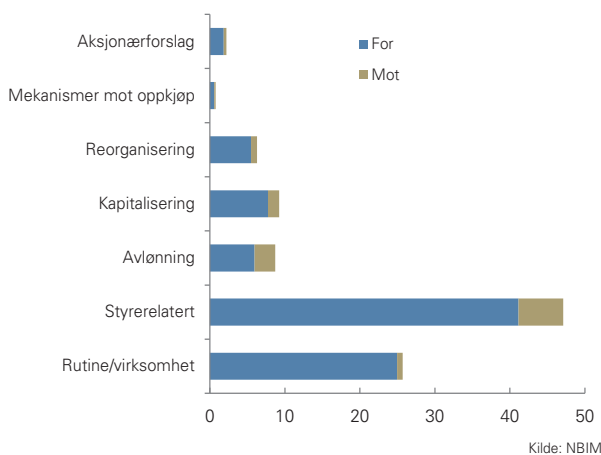
Tabell 11-1 Stemmegivning på aksjonærmøter

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	6 412	98,9%	6 416	6 347	98,9%
Totalt	11 666	11 300	97,0%	11 518	10 948	95,1%

basert på prinsippene for vår eierskapsutøvelse. Vi stemte for forslag som vil fremme selskapenes langsiktige interesser, og stemte mot forslag som vil undergrave våre rettigheter som aksjonær. Blant annet stemte vi mot 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 aksjonærene. Vi fremmet i 2011 aksjonærforslag i fire amerikanske selskaper der vi ba om et vedtektsfestet skille mellom rollene som administrerende direktør og styreleder. 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 amerikanske selskaper rett til å foreslå styremedlemmer i innkallingen 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 institusjonelle investorer sammen om å fremme et krav i en distriktsdomstol i USA mot Countrywide Financial Corporation, tre av selskapets tidligere direktører og KPMG, som var Countrywides 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 utlånspraksis uten forsvarlige standarder for ytelse av lån og garantier. Selskapet skjulte i tillegg omfanget av den reelle kredittrisikoen 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 domstolene. 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 selskaper, 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

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.

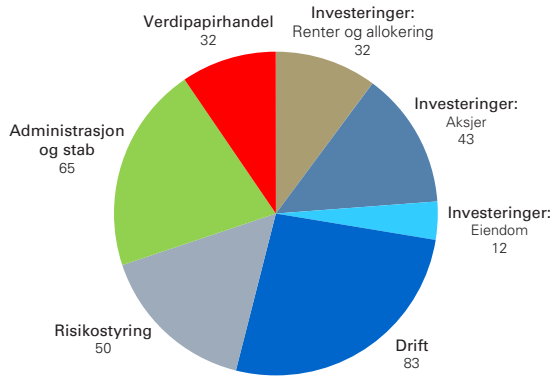
Fondets vekst og nye forvaltningsoppgaver har de seneste årene ført til en økning i antall ansatte i NBIM. Vi fortsatte å rekruttere nye medarbeidere i 2011, særlig innen eiendomsforvaltning og analyse av aksjer, kreditt og makroøkonomi.

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.

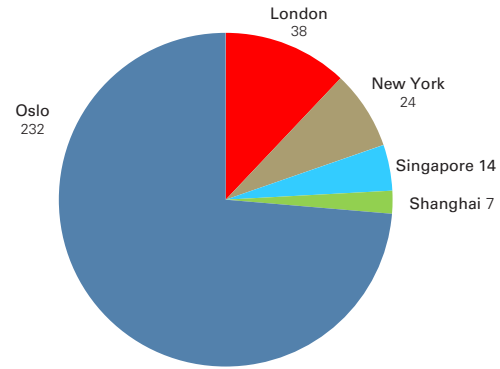
Ledergruppen ble omorganisert for å styrke oppfølgingen av investeringsområdene etter at eiendom ble lagt til som et nytt område i 2010. Rollen som investeringsdirektør ble delt i tre stillinger med ansvar for henholdsvis aksjer, eiendom og allokering. Sistnevnte stilling har ansvar for renteforvaltningen,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



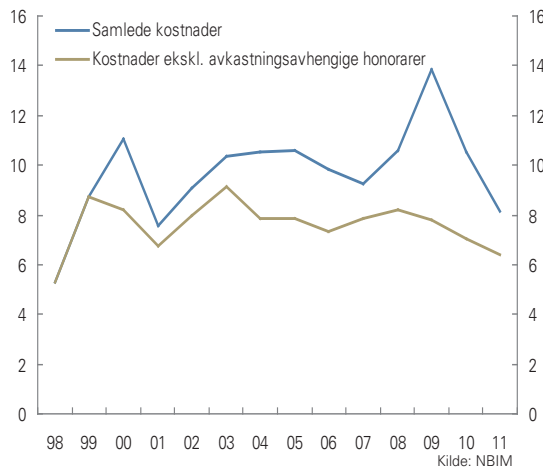
Lavere forvaltningskostnader

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.

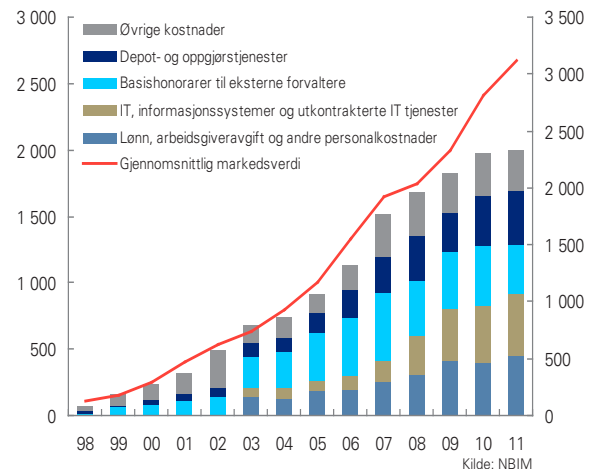
NBIM mottar årlig en godtgjøring fra Finansdepartementet, som skal dekke kostnader ved å forvalte fondet. Disse kostnadene falt til 2,54 milliarder kroner i 2011 fra 2,96

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. Fratrasket 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 risikostyring 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.

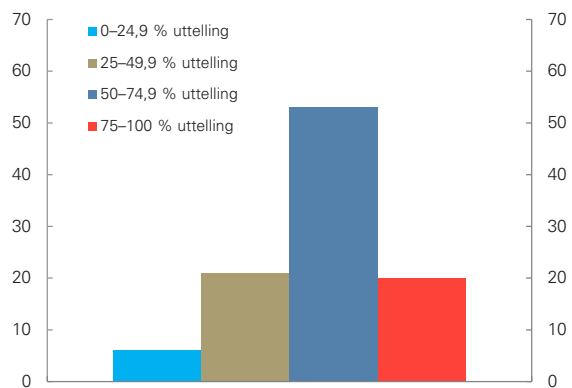
Ansatte med prestasjonsbasert lønn opptjente i gjennomsnitt 56 prosent av totalrammen for 2011, som var

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 risikostyrings-, 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 intervallet. 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.

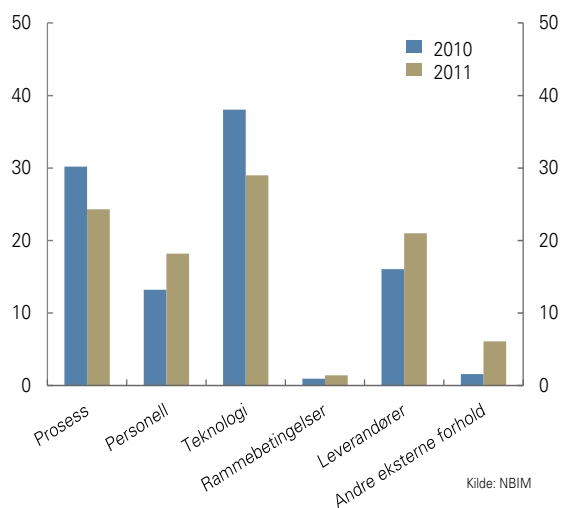
NBIM arbeider systematisk for å identifisere uønskede hendelser, og vi forbedrer prosessene våre kontinuerlig for å hindre at hendelsene inntreffer. Rapportering og oppfølging av disse hendelsene utgjør en viktig del av tiltakene for å forbedre driften og internkontrollen, og vi benytter kost-nytte-analyser 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 leverandøraftalenes 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 markedsreguleringer eller annen generell lovgivning.

Temaartikkel

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,

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*.

eller har 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 skattlegges 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 internrevisjon, 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

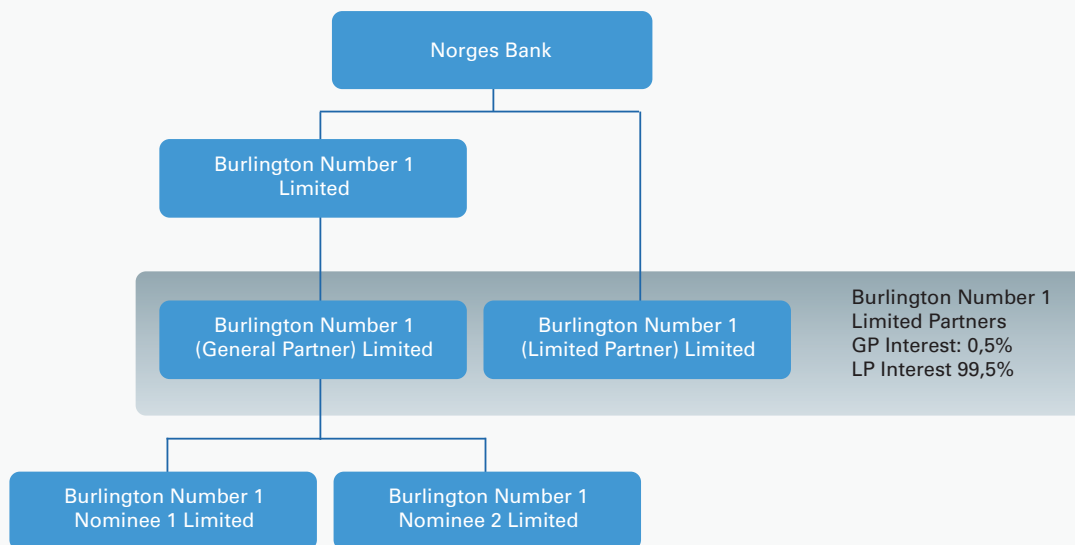
Fondets første eiendomsinvestering var i London. NBIM har inngått en avtale med det britiske selskapet *The Crown Estate*⁵ som sikrer fondet rettigheter til 25 prosent av leieinntektene i 150 år til en del eiendommer i Londons Regent Street. I praksis har fondet fullt eierskap i avtaleperioden. Vi viser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

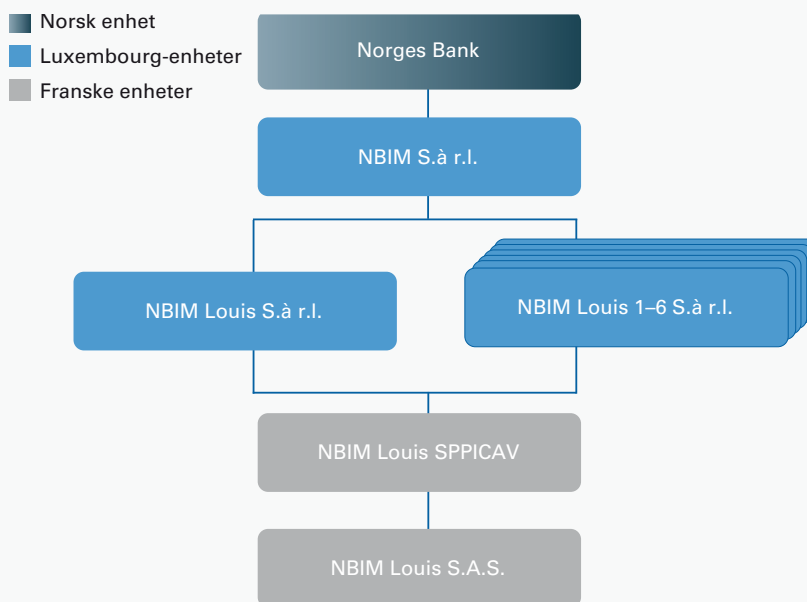
NBIM S.à r.l. utfører oppgaver som administrasjon av kontoret og eiendomsinvesteringene, etterlevelse av lokale lover og regler, finansiell rapportering og oppfølging av kontantstrømmer fra transaksjoner. Eiendomsinvesteringer utenfor AXA-partnerskapet eller utenfor Frankrike, og som skal gå via Luxembourg,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

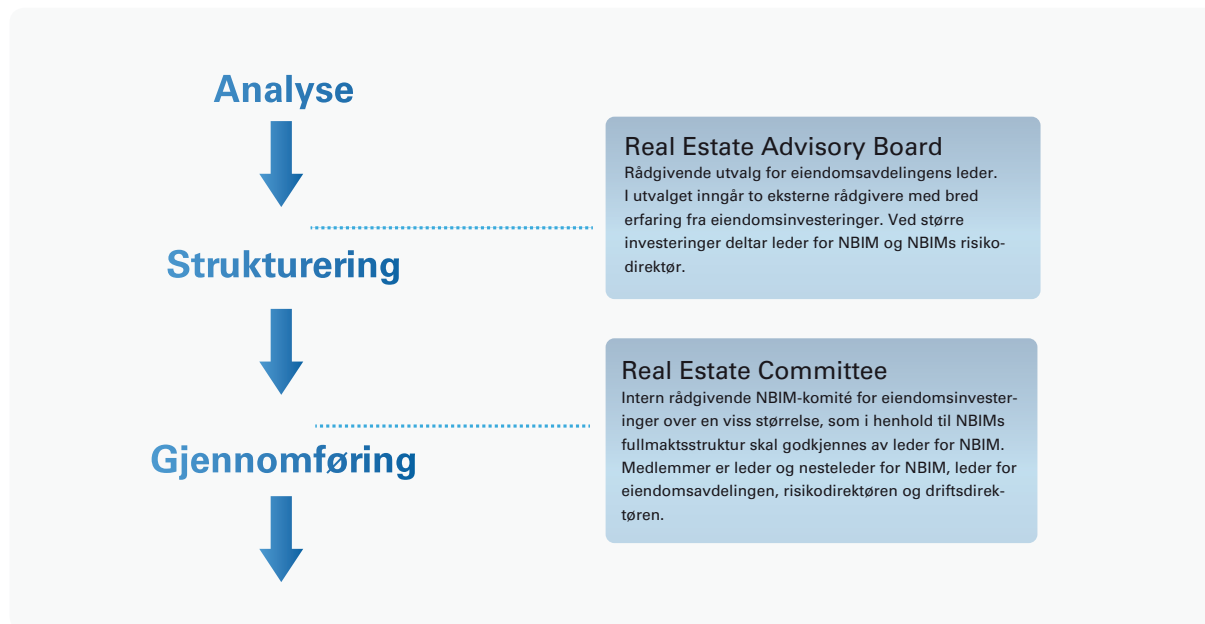
- **NBIM Louis S.à r.l.** AXA-investeringen holdes gjennom dette selskapet, som eies 100 prosent av NBIM S.à r.l. Selskapet skjermes NBIM S.à r.l. for økonomisk ansvar ut over egenkapitalen.
- **NBIM Louis 1-6 S.à r.l.** Formålet med disse Luxembourg-registrerte selskapene er å være eiere til det franskregistrerte 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 kontraktpart 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.

⁸Se nærmere omtale på www.nbim.no.

⁹Jf. 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 indeksleverandører. 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 ak-

tivaklasser. 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

Den NBIMs operative referanseportefølje 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 betalingsforpliktelser. 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 aktivklassers 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 likviditets-egenskapene i markedsindeksene, uten nødvendigvis å være i tråd med fondets langsiktige formål.

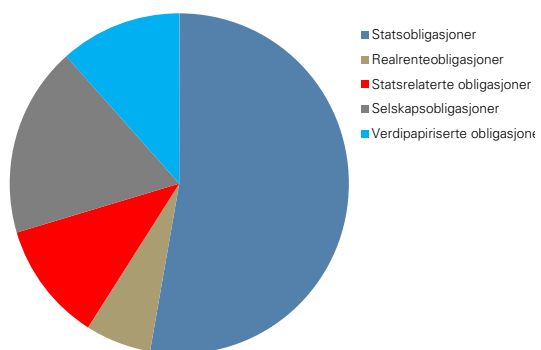
Markedsindekser tilordner ulike verdipapirer en vekt tilsvarende deres samlede markedsverdi. En slik markedsvektning er ikke nødvendigvis det beste alternativet for fondet, gitt fondets særtrekk. Andre vektingsmetoder kan bidra til å bedre det langsiktige forholdet mellom risiko og avkastning i fondet,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

markedsvektning 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 verdiskapning 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.

Finansdepartement

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



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

