



**NORGES BANK**  
INVESTMENT MANAGEMENT

# **STATENS PENSJONSFOND UTLAND**

**ÅRSRAPPORT  
/2015**

# Vårt oppdrag

er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner



# Innhold

2015

1

## HOVEDPUNKTER

1.1 Tall og fakta for 2015\_\_ 4

2

## LEDELSEN

2.1 Leder for hovedstyret  
Langsiktig  
forvaltning \_\_\_\_\_ 10

2.2 Leder for Norges Bank  
Investment Management  
Store svingninger  
i et urolig år \_\_\_\_\_ 12

3

## HOVEDTALL

3.1 Resultater for 2015  
Gode resultater i  
forvaltningen \_\_\_\_\_ 14

# 4

---

## **INVESTERINGENE**

- 4.1 Forvaltningsstrategien  
Vårt oppdrag \_\_\_\_\_ 22
- 4.2 Markedsutviklingen  
Store regionale  
forskjeller \_\_\_\_\_ 24
- 4.3 Globale investeringer  
Flere nye markeder \_\_\_ 26
- 4.4 Aksjeinvesteringene  
Hovedmarkedene  
gjorde det best \_\_\_\_\_ 32
- 4.5 Renteinvesteringene  
Lave renter ga flat  
avkastning \_\_\_\_\_ 38
- 4.6 Eiendomsinvesteringene  
Store  
enkelteinvesteringer \_\_\_ 42
- 4.7 Risiko  
Forventede svingninger  
i verdien \_\_\_\_\_ 48
- 4.8 Ansvarlig forvaltning  
Støtter fondets  
langsiktige interesser \_ 52

# 5

---

## **ORGANISASJONEN**

- 5.1 Norges Bank Investment  
Management  
En effektiv  
organisasjon \_\_\_\_\_ 58

# 6

---

## **REGNSKAP**

- 6.1 Regnskaps-  
rapportering \_\_\_\_\_ 66
- 6.2 Noter til  
regnskaps-  
rapportering \_\_\_\_\_ 72
- 6.3 Revisors beretning \_\_\_ 110

HOVEDPUNKTER

# Tall og fakta for 2015

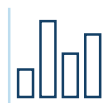
---

2,7%

**334 MRD. KR**

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på **2,7** prosent, eller **334** milliarder kroner, i 2015.



**AKSJE-  
INVESTERINGENE**

3,8 %

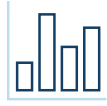
**RENTE-  
INVESTERINGENE**

0,3 %

**EIENDOMS-  
INVESTERINGENE**

10,0 %

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var **3,8** prosent, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på **0,3** prosent. Investeringer i eiendom fikk en avkastning på **10,0** prosent.



**AKSJE-  
INVESTERINGENE**

61,2 %

Investeringene var fordelt med  
**61,2** prosent i aksjer,  
**35,7** prosent i rentepapirer og  
**3,1** prosent i eiendom.



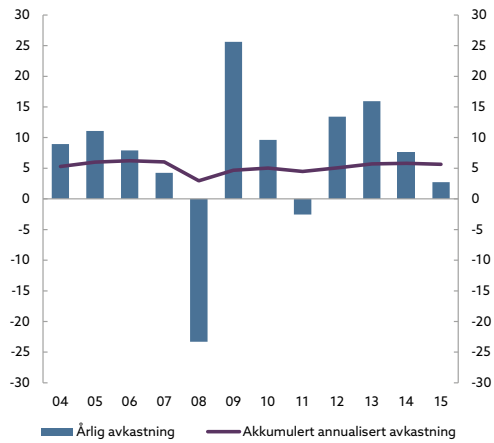
**RENTE-  
INVESTERINGENE**—  
35,7 %**EIENDOMS-  
INVESTERINGENE**—  
3,1 %

0,5

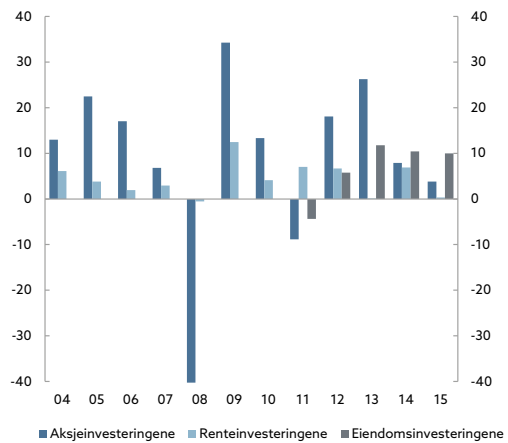
Avkastningen på aksje- og renteinvesteringene var **0,5** prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksene som fondet måles mot.

—  
7

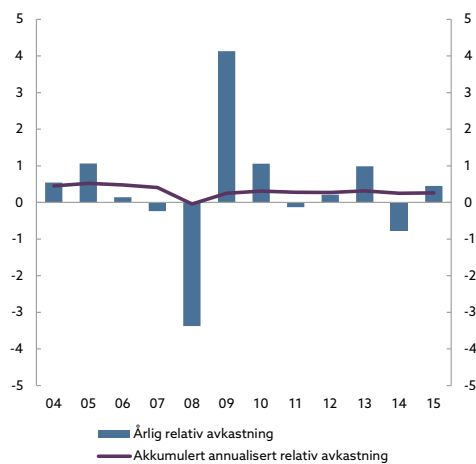
Fondets årlige avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



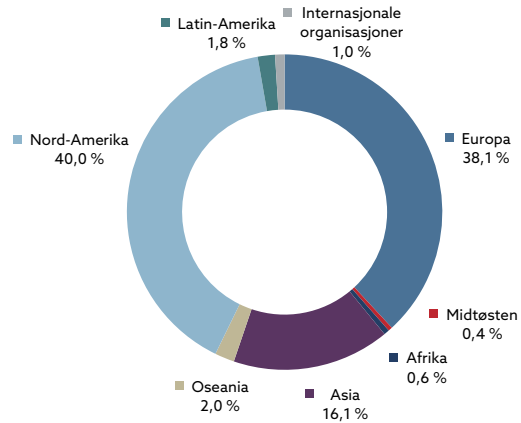
Fondets årlige avkastning for aksje-, rente- og eiendomsinvesteringene. Prosent



Fondets årlige relative avkastning og akkumulerte annualiserte relative avkastning, eksklusiv eiendom. Prosentpoeng



Fondets investeringer fordelt på regioner per 31. desember 2015



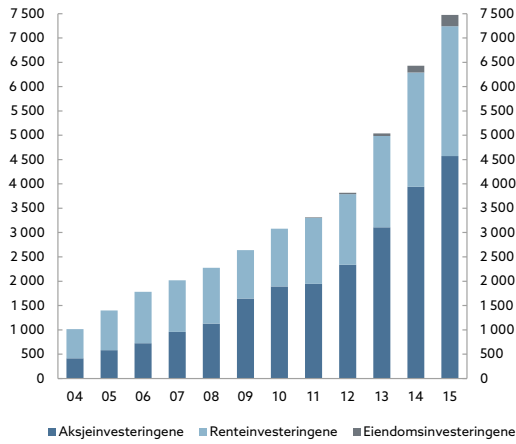
5 038 000 000 000 KR

2013

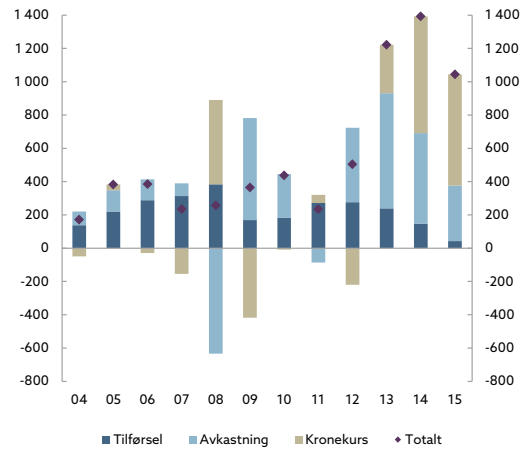
3 816 000 000 000 KR

2012

Markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



6 431 000 000 000 KR

2014

7 475 000 000 000 KR

2015

Markedsverdien av fondet var  
**7 475 milliarder kroner** ved  
 utgangen av året, opp fra  
**6 431 milliarder kroner** året før.



10

**Øystein Olsen**

leder for hovedstyret



# Langsiktig forvaltning

**Statens pensjonsfond utland er felles sparing for fremtidige generasjoner. Fondets markedsverdi har økt hurtig de siste årene. Med et stort fond må vi forvente å se betydelige svingninger i fondets verdi.**

Gjennom Statens pensjonsfond utland har inntektene fra petroleumsvirksomheten blitt gjort om til en finansiell formue. Formuen tilhører det norske folk, og Norges Bank har fått i oppgave av Finansdepartementet å forvalte fondet på folkets vegne. Vår oppgave er å sikre langsiktig og profesjonell forvaltning av fondet, slik at Norges oljerikdom kommer både nåværende og fremtidige generasjoner til gode. Målet for investeringene er å over tid oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft med akseptabel risiko.

Fondet fikk i 2015 en avkastning på 2,7 prosent. Siden 1998 har gjennomsnittlig avkastning vært 5,6 prosent. Det er 0,26 prosentpoeng bedre enn fondets referanseindeks.

Fondet har en betydelig evne til å bære kortsiktig risiko.

For å få avkastning må vi ta risiko. Vi må forvente betydelige svingninger i fondets verdi. Fondet har en særlig lang tidshorison og dermed evne til å bære kortsiktig risiko. Dette ligger bak valget av en forholdsvis høy aksjeandel.

Norges Bank har i 2015 gitt råd til Finansdepartementet om videreutvikling av investeringsstrategien til fondet. Norges Bank mener at et bredere investeringsunivers kan bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Banken ga i løpet av 2015 råd om å øke rammen for avvik fra referanseindeksen, tilbakevekting av aksjeandelen, og investeringer og virkemiddelbruk i kullselskaper.

Banken legger stor vekt på åpenhet omkring fondets forvaltning og resultater. Denne årsrapporten er supplert av omfattende rapporter på områder som vi mener det er viktig å gi offentligheten nærmere innblikk i. Det er også mye informasjon å hente fra fondets nettsider. Vi er opptatt av at vår rapportering og informasjon gir en bred oversikt over hvordan vi løser forvaltningsoppdraget.

Oslo, 9. mars 2016



Øystein Olsen  
leder for hovedstyret



12

## **Yngve Slyngstad**

leder for Norges Bank  
Investment Management



# Store svingninger i et urolig år

## I 2015 fikk fondet en avkastning på 2,7 prosent etter et urolig år i finansmarkedene. Det var positive resultater for alle fondets aktivklasser.

Det har vært et år preget av valutauro, negative renter, fallende oljepris og svekkede forventninger til veksten i fremvoksende markeder. Et sterkt første kvartal ble etterfulgt av to kvartaler med negativ avkastning for aksjeinvesteringene. I siste del av året tok markedene seg opp igjen, og aksjeinvesteringene fikk en avkastning på 3,8 prosent for året. Avkastningen på våre renteinvesteringer var på 0,3 prosent, og avkastningen på eiendomsinvesteringene var på 10,0 prosent.

Ved utgangen av 2015 var fondets verdi på 7 475 milliarder kroner, en økning på 1 044 milliarder fra inngangen til året. Avkastningen var på 334 milliarder kroner, mens vi fikk en netto tilførsel på 42 milliarder kroner. Tilførselen var betydelig lavere enn snittet de siste ti årene på 231 milliarder kroner årlig. En svakere krone har økt verdien av fondet med 668 milliarder, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Fondet har siden oppstarten blitt tilført 3 499 milliarder kroner fra oljeinntektene, mens den samlede avkastningen har vært på 2 676 milliarder kroner.

Vi åpnet eiendomskontorer i Tokyo og Singapore, men har ikke gjort eiendomsinvesteringer i det asiatiske markedet. I 2015 fortsatte vi å kjøpe eiendommer i USA og Europa. Investeringene i eiendom økte til 3,1 prosent av fondet, tilsvarende 235 milliarder kroner. Eiendomsorganisasjonen er skilt ut i en egen enhet med egen ledergruppe, og omfatter over 100 personer.

I år vil vi i tillegg til denne årsrapporten publisere en egen rapport om ansvarlig forvaltning, en rapport for eiendomsforvaltningen og en utvidet rapport for avkastning og risiko. Målet med rapportene er å øke åpenheten om alle forhold ved forvaltningen. I fem brev har vi gitt Finansdepartementet råd om utviklingen av investeringsstrategien, og har i denne anledning publisert diskusjonsnotater om sentrale forhold ved forvaltningsstrategien. Vi har også publisert oppdaterte forventningsdokumenter som danner utgangspunktet for vår dialog med selskapene og forvalterperspektiver for å forklare våre synspunkter på finansmarkedene.

« Vi publiserer også en egen rapport om ansvarlig forvaltning, en rapport om eiendomsforvaltningen og en utvidet rapport for avkastning og risiko.

Fondet representerer betydelige verdier, og organisasjonen er i vekst. Norges Bank Investment Management er en internasjonal investeringsorganisasjon med 518 ansatte fra 35 ulike nasjonaliteter. Vår oppgave er å forvalte folkets finansielle verdier på en ansvarlig, effektiv og åpen måte.

Oslo, 9. mars 2016

Yngve Slyngstad  
leder for Norges Bank Investment Management

# Gode resultater i forvaltningen

**Det var store variasjoner mellom kvartalene, men sterke aksjemarkeder i første og siste kvartal bidro til en avkastning på 2,7 prosent for Statens pensjonsfond utland i 2015.**

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 3,8 prosent i 2015, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på 0,3 prosent. Avkastningen på eiendomsinvesteringene var 10,0 prosent.

#### **334 MILLIARDER I AVKASTNING**

Fondet mottok sin første kapitaltilførsel fra den norske stat i mai 1996. Ved utgangen av 2015 var den samlede tilførselen siden oppstarten på 3 499 milliarder kroner, mens fondets samlede avkastning var på 2 676 milliarder kroner. Norges Bank Investment Management ble etablert 1. januar 1998 for å forvalte fondet på oppdrag fra Finansdepartementet. Fra etableringen av forvaltningsenheten og frem til utgangen av 2015 har fondet hatt en årlig avkastning på 5,6 prosent. Etter fradrag for prisvekst og forvaltningskostnader har avkastningen vært på 3,7 prosent årlig.



Fra oppstarten og frem til utgangen av 2015 har fondet hatt en årlig avkastning på 5,6 prosent.

#### **FONDETS MARKEDSVERDI OVER 7 400 MILLIARDER KRONER**

Fondets markedsverdi steg i løpet av 2015 med 1 044 milliarder kroner til 7 475 milliarder kroner. Markedsverdien påvirkes av fondets avkastning, kapitaltilførsler og endringer i valutakurser. I 2015 fikk fondet en avkastning på 334 milliarder kroner og ble netto tilført 42 milliarder kroner fra den norske stat. Kronekursen svekket seg mot flere av valutaene som fondet investeres i, og det økte isolert sett markedsverdien med 668 milliarder kroner, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Ved utgangen av året var fondets investeringer fordelt med 61,2 prosent i aksjer, 35,7 prosent i rentepapirer og 3,1 prosent i eiendom.





### REFERANSEINDEKSEN

Avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Fondets referanseindeks fastsettes av Finansdepartementet med utgangspunkt i indekser fra FTSE Group og Barclays. Vi har også utformet interne referanseporteføljer for aksjer og obligasjoner. Referanseporteføljene tar hensyn til fondets særtrekk og formål slik at porteføljene over tid gir et best mulig bytteforhold mellom forventet risiko og avkastning.

I 2015 var fondets samlede avkastning på aksje- og renteinvesteringene 0,5 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksene. Resultatet ble påvirket av en høy relativ avkastning for aksjeinvesteringene, men ble noe redusert av en negativ relativ avkastning for renteinvesteringene.

Fondets relative avkastning siden 1998 har vært 0,26 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen, og de siste ti årene har den vært 0,06 prosentpoeng høyere.

### AVKASTNING MÅLT I FONDETS VALUTAKURV

Fondet investeres i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Fondets avkastning måles 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 den besto av 33 valutaer ved utgangen av 2015. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.



**Tabell 1** Avkastningstall per 31. desember 2015

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Avkastning målt i fondets valutakurv</b>					
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	3,83	7,90	26,28	18,06	-8,84
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	0,33	6,88	0,10	6,68	7,03
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	10,00	10,42	11,79	5,77	-4,37
Fondets avkastning (prosent)	2,74	7,58	15,95	13,42	-2,54
<b>Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)</b>					
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	2,52	7,53	15,97	13,45	-2,55
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	2,07	8,30	14,98	13,24	-2,42
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,45	-0,77	0,99	0,21	-0,13
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,83	-0,82	1,28	0,52	-0,48
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,24	-0,70	0,25	-0,29	0,52
<b>Forvaltningsgodtgjøring (prosentpoeng)</b>					
Forvaltningsgodtgjøring (prosentpoeng)	0,06	0,06	0,07	0,06	0,08
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	2,68	7,52	15,88	13,36	-2,63
<b>Avkastning målt i norske kroner (prosent)</b>					
Aksjeinvesteringenes avkastning	16,77	24,61	36,26	11,07	-7,77
Renteinvesteringenes avkastning	12,83	23,43	8,01	0,36	8,30
Eiendomsinvesteringenes avkastning	23,71	27,51	20,62	-0,50	-0,79
Fondets avkastning	15,54	24,23	25,11	6,70	-1,39

**Tabell 2** Historiske nøkkeltall per 31. desember 2015. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	2015
Fondets avkastning (prosent)	5,64	5,34	7,21	8,62	2,74
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	5,62	5,32	7,17	8,53	2,52
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	5,36	5,27	7,03	8,32	2,07
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,26	0,06	0,14	0,21	0,45
Årlig prisvekst (prosent)	1,78	1,84	1,60	1,06	0,86
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,09	0,06	0,06	0,06
Årlig netto realavkastning (prosent)	3,70	3,35	5,46	7,42	1,80
Standardavvik (prosent)	7,56	8,90	7,03	6,68	8,67
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)	0,72	0,90	0,38	0,40	0,32
Informasjonsrate (IR) <sup>1</sup> på aksje- og renteinvesteringene	0,39	0,12	0,37	0,51	1,39

<sup>1</sup> IR er et mål på risikojustert avkastning. IR beregnes som forholdstallet mellom fondets gjennomsnittlige månedlige relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per risikoenhhet.

**Tabell 3** Fondets avkastning per 31. desember 2015, målt i ulike valutaer. Prosent

	Siden 01.01.1998 Annualiserte tall	2015	2014	2013	2012	2011
Amerikanske dollar	5,84	-2,13	0,52	14,77	14,42	-3,96
Euro <sup>1</sup>	5,91	9,02	14,47	9,81	12,66	-0,75
Britiske pund	6,53	3,54	6,78	12,63	9,39	-3,25
Norske kroner	6,96	15,54	24,23	25,11	6,70	-1,39
Valutakurven	5,64	2,74	7,58	15,95	13,42	-2,54

<sup>1</sup> Euro ble introdusert som valuta 01.01.1999. WMReuters' Eurokurs er benyttet anslag for kurs 31.12.1997

**Tabell 4** Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer

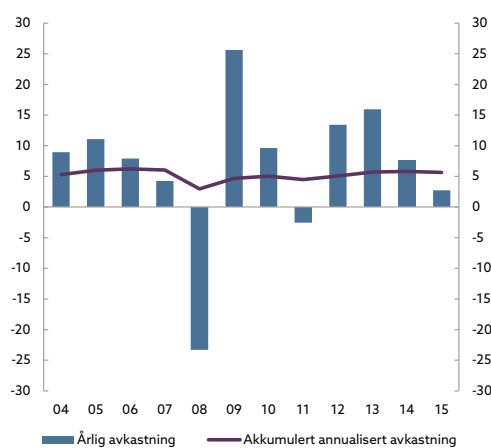
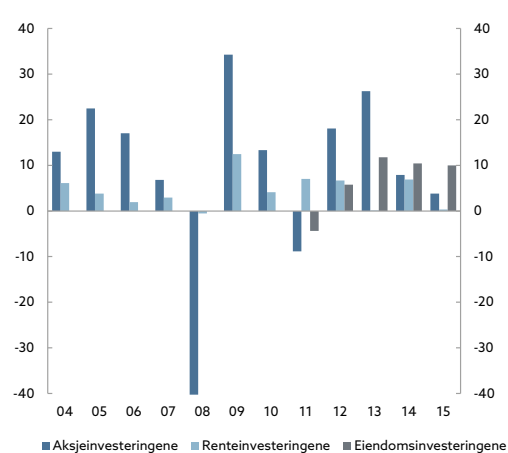
År	Avkastning Prosent	Relativ avkastning Prosentpoeng
2015	3,83	0,83
2014	7,90	-0,82
2013	26,28	1,28
2012	18,06	0,52
2011	-8,84	-0,48
2010	13,34	0,73
2009	34,27	1,86
2008	-40,71	-1,15
2007	6,82	1,15
2006	17,04	-0,09
2005	22,49	2,16
2004	13,00	0,79
2003	22,84	0,51
2002	-24,39	0,07
2001	-14,60	0,06
2000	-5,82	0,49
1999	34,81	3,49

**Tabell 5** Avkastningen på fondets renteinvesteringer

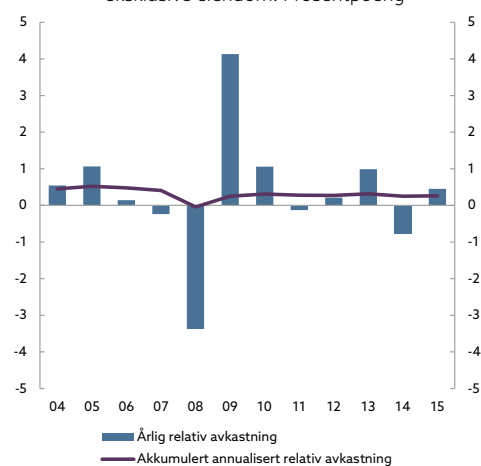
År	Avkastning Prosent	Relativ avkastning Prosentpoeng
2015	0,33	-0,24
2014	6,88	-0,70
2013	0,10	0,25
2012	6,68	-0,29
2011	7,03	0,52
2010	4,11	1,53
2009	12,49	7,36
2008	-0,54	-6,60
2007	2,96	-1,29
2006	1,93	0,25
2005	3,82	0,36
2004	6,10	0,37
2003	5,26	0,48
2002	9,90	0,49
2001	5,04	0,08
2000	8,41	0,07
1999	-0,99	0,01

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

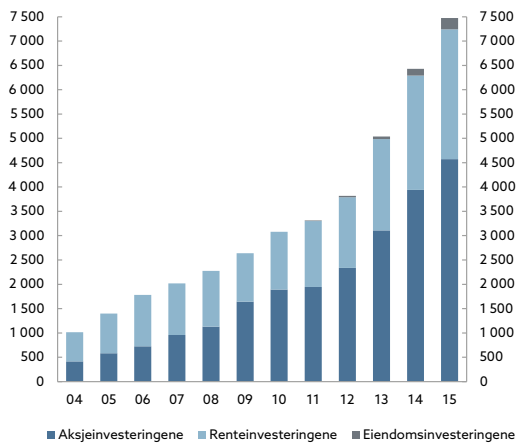
	2015	2014	2013	2012	2011
Aksjeinvesteringenes avkastning	1 816	1 567	1 242	579	226
Renteinvesteringenes avkastning	829	761	551	528	434
Eiendomsinvesteringenes avkastning	31	14	5	0	0
<b>Fondets avkastning</b>	<b>2 676</b>	<b>2 343</b>	<b>1 799</b>	<b>1 107</b>	<b>660</b>

**Figur 1** Fondets årlige avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent**Figur 2** Fondets årlige avkastning for aksje-, rente- og eiendomsinvesteringene. Prosent**Tabell 7** Bidrag fra forvaltningsområdene til aksje- og renteforvaltningens relative avkastning i 2015. Prosentpoeng

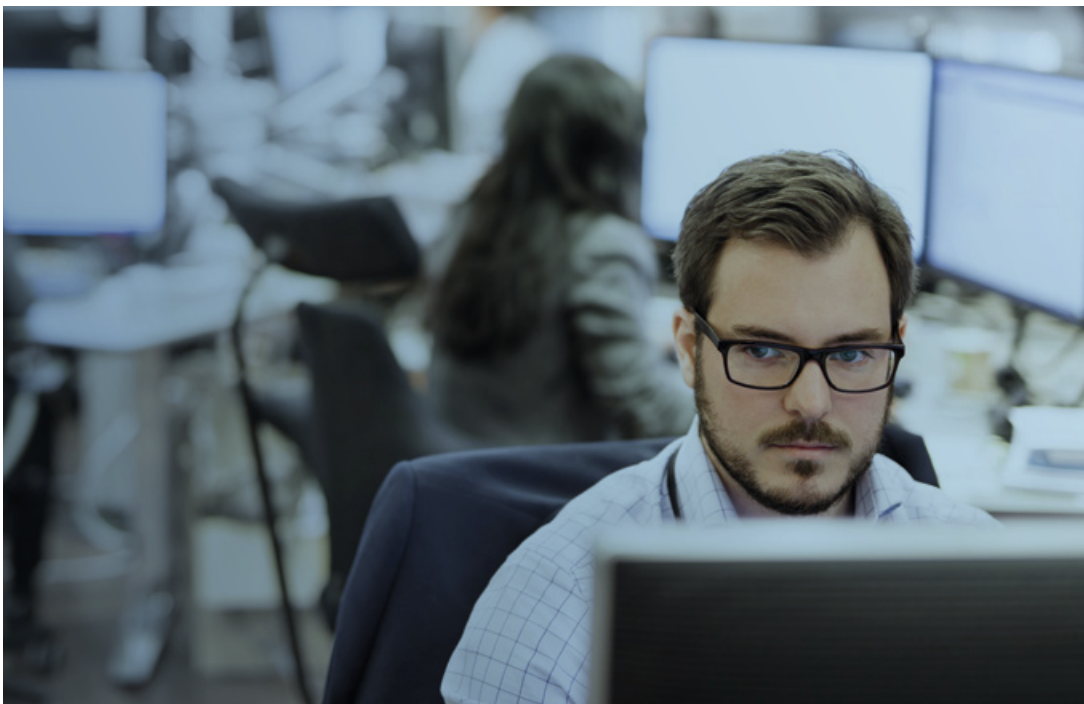
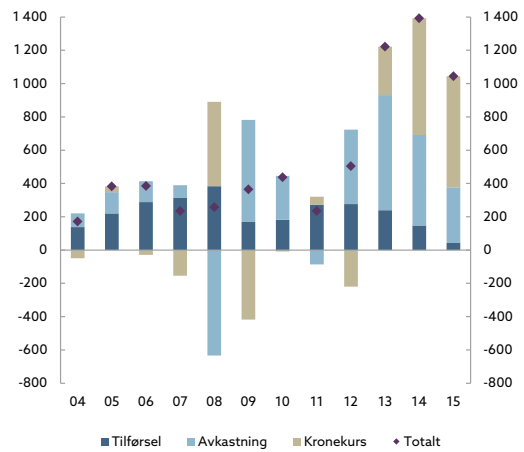
	Totalt
Aksjeforvaltning	0,52
Renteforvaltning	-0,10
Allokering mellom aktivklassene	0,02
<b>Totalt</b>	<b>0,45</b>

**Figur 3** Fondets årlige relative avkastning og akkumulerte annualiserte relative avkastning, eksklusiv eiendom. Prosentpoeng

**Figur 4** Markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



**Figur 5** Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



Tabell 8 Nøkkeltall per 31. desember 2015

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Markedsverdi (mrd. kroner)<sup>1</sup></b>					
Aksjeinvesteringenes markedsverdi	4 572	3 940	3 107	2 336	1 945
Renteinvesteringenes markedsverdi	2 668	2 350	1 879	1 455	1 356
Eiendomsinvesteringenes markedsverdi	235	141	52	25	11
Fondets markedsverdi	7 475	6 431	5 038	3 816	3 312
<b>Tilførsel<sup>1</sup></b>					
Fondets avkastning	334	544	692	447	-86
Endring som følge av svingninger i kronekursen	668	702	291	-220	49
Endring i markedsverdien	1 044	1 393	1 222	504	234
<b>Kostnader i forvaltningen (prosent)</b>					
Beregnete innfasingskostnader <sup>2</sup>	0,00	0,00	0,01	0,03	0,05
Forvaltningskostnader	0,06	0,06	0,06	0,06	0,08
<b>Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996 (mrd. kroner)</b>					
Samlet brutto tilførsel	3 499	3 452	3 302	3 060	2 782
Samlet forvaltningsgodtgjøring <sup>3</sup>	31	27	24	21	19
Samlet tilførsel etter forvaltningsgodtgjøring	3 468	3 425	3 278	3 039	2 763
Samlet avkastning	2 676	2 343	1 799	1 107	660
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 331	663	-39	-331	-111
Fondets markedsverdi	7 475	6 431	5 038	3 816	3 312
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	2 645	2 316	1 775	1 087	641

<sup>1</sup> Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Markedsverdien vil derfor avvike noe fra *Balanse og Oppstilling av endringer i eiers kapital* i regnskapsrapporteringen. Tilførslene i denne tabellen avviker noe fra regnskapet på grunn av ulik behandling av oppgjør av forvaltningsgodtgjøring (jf. *Kontantstrømoppstilling og Oppstilling av endringer i eiers kapital*) og uoppgjort tilførsel (jf. *Kontantstrømoppstilling*).

<sup>2</sup> Beregnede kostnader ved tilførsel av nye midler til fondet. Kostnader ved strategiske endringer i fondet er ikke inkludert. Kostnader som følge av vanlig indeksvedlikehold, f.eks. som følge av at selskaper, utstedere og obligasjoner går inn og ut av referanseindeksen og tilbakevektning av indeksene, er heller ikke tatt med.

<sup>3</sup> Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. Tabell 10.2 i regnskapet, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrukket i samlet avkastning, dvs. i avkastningen før forvaltningsgodtgjøring.

### STORTINGET

Lov om Statens pensjonsfond

### FINANS-DEPARTEMENTET

Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

Retningslinjer for observasjon og utelukkelse

### NORGES BANK

Hovedstyrets prinsippdokumenter  
Investeringsmandat  
Stillingsinstruks for leder i Norges Bank Investment Management

### NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT

Retningslinjer  
Leder delegerer investeringsmandater og stillingsinstrukser



## 4.1 FORVALTNINGSSTRATEGIEN

# Vårt oppdrag

---

**Oppdraget vårt er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner. En langsiktig og forsvarlig forvaltning av fondet bidrar til at også kommende generasjoner kan ta del i Norges oljerikdom.**

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

Fondet er investert globalt og fordelt på tre aktivklasser. I mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland er det klarlagt at fondet skal investeres bredt utenfor Norge med 60 prosent i aksjer, 35–40 prosent i rentepapirer og inntil 5 prosent i eiendom. Vi skal sikre den internasjonale kjøpekraften til fondet ved å oppnå en realavkastning over tid som er høyere enn veksten i verdensøkonomien. Fondet skal være investert i de fleste markeder, land og valutaer for å få en bred eksponering mot veksten i verdensøkonomien.

Investeringene skal gi en høy langsiktig avkastning. Vi tar sikte på å nå dette målet med en akseptabel risiko, som en ansvarlig investor og gjennom en effektiv organisasjon. Vår mulighet til å investere langsiktig avhenger av at det er tillit til måten vi forvalter fondet på. En stor grad av åpenhet om forvaltningen bidrar til å sikre dette.

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en viktig og integrert del av forvaltningsoppdraget vårt. Vi er en aktiv eier, og våre investeringsbeslutninger skal ta hensyn til hvordan vi vurderer selskapers langsiktige risiko knyttet til økonomiske, miljømessige og samfunnsmessige forhold.



Investeringene skal gi en høy langsiktig avkastning, med akseptabel risiko, ansvarlige investeringer og en effektiv organisasjon.

# Store regionale forskjeller

---

**Verdensøkonomien var preget av et stadig større sprik mellom regionene i 2015. Den makroøkonomiske utviklingen var i hovedsak positiv for de utviklede økonomiene. Fremvoksende økonomier fikk derimot en betydelig oppbremsing i veksttakten, ledet an av svakere kinesisk vekst og fallende råvarepriser.**

I USA fortsatte den økonomiske utviklingen i positiv retning, selv om veksten i 2015 ble noe svakere enn den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, forventet ved inngangen til året. Federal Reserve åpnet for at banken ville begynne å heve renten fra sommeren av, men svakere økonomisk utvikling både internasjonalt og i USA førte til at renteøkningen først kom i desember. Det var særlig viktig for sentralbanken å få bekreftet at inflasjonen og sysselsettingstakten var på rett vei før renten ble hevet. Sentralbanken signaliserte ved utgangen av året at renteøkningen fremover ventes å bli langsommere enn i tidligere perioder med innstramming i pengepolitikken. Positiv makroøkonomisk utvikling og forventninger om et høyere rentenivå bidro til at den amerikanske dollaren styrket seg mot nesten alle andre valutaer i løpet av året.

Den økonomiske veksten i Kina avtok i 2015. Overkapasitet i økonomien bidro til lavere kostnadspress. Den kinesiske sentralbanken senket renten fem ganger i løpet av året, med til sammen 1,25 prosentpoeng. Reservekravet til bankene har også blitt senket, med til sammen 2,5 prosentpoeng i løpet av 2015. Samtidig åpnet kinesiske myndigheter for ytterligere liberalisering av valutakursen og finansmarkedene. De publiserte også en ny foretrukket valutakurv for den kinesiske yuanen. Valutaen svekket seg imidlertid betydelig mot den amerikanske dollaren i løpet av året, mens den var forholdsvis stabil målt mot valutakurven. Markedene var i økende grad bekymret over den avtagende økonomiske veksten i landet, kombinert med usikkerhet knyttet til sentralbankens valutastrategi. Dette ga store utslag i det kinesiske aksjemarkedet og økt press på valutaen.



Oppbremsingen i etterspørselen fra Kina bidro til fallende eksport og svakere økonomisk vekst også for mange mindre fremvoksende økonomier. Svekkelsen av den kinesiske yuanen spredte seg i tillegg internasjonalt gjennom lavere importert inflasjon hos Kinas handelspartnere. Råvareprisene, deriblant oljeprisen, falt betydelig gjennom året. Fallet i råvareprisene kan forklare noe av oppbremsingen i råvareproduserende fremvoksende økonomier, men også råvareimportører har hatt svakere vekst. Dette kan ha sammenheng med at handelsvolumet i verden falt relativt til den samlede verdiskapningen. Samtidig har mesteparten av oppbremsingen i veksten globalt skjedd innen industrisektoren der den internasjonale handelen er størst. Utviklingen i tjenestesektoren har vært relativt bedre.

Den økonomiske veksten i euroområdet var fortsatt moderat. Den europeiske sentralbanken senket styringsrenten til nær null og innskuddsrenten til -0,3 prosent, og den introduserte et program for kvantitative lettelser. Det lave rentenivået i euroområdet bidro til at også sentralbankene i Sveits og Sverige innførte negative styringsrenter. Den sveitsiske francen var under stort press, og i januar 2015 ble valutaen frikoblet fra det tidligere gulvet på 1,2 mot euroen.

 Sveits og Sverige innførte negative styringsrenter.



### 4.3 GLOBALE INVESTERINGER

# Flere nye markeder

**Fondet er bredt investert i de fleste markeder utenfor Norge. Vi har i løpet av året lagt til nye markeder i porteføljen og vil fortsette å legge til flere så snart de tilfredsstiller våre krav til markedsstandarder.**

I 2015 fikk fondet en netto kapitaltilførsel på 42 milliarder kroner. 15,7 milliarder kroner av dette ble allokert til renteinvesteringer mens 54,2 milliarder kroner ble allokert til investeringer i eiendomsporteføljen. For å finansiere investeringene i rentepapirer og eiendom ble det solgt aksjer for 27,3 milliarder.

Ved utgangen av 2015 var 38,1 prosent av fondets investeringer i Europa, ned fra 39,3 prosent året før. 40,0 prosent var investert i Nord-Amerika, opp fra 38,9 prosent året før. 18,1 prosent var investert i Asia og Oseania, opp fra 17,5 prosent året før. Ved årsslutt var 9,8 prosent av fondets investeringer i fremvoksende markeder, ned fra 10,6 prosent året før. Lavere allokering til fremvoksende markeder skyldes verdifall i våre investeringer samt valutaeffekter.

#### **EIERANDELER I MER ENN 9 000 SELSKAPER**

Fondet var investert i 9 050 selskaper ved utgangen av 2015, mot 9 134 selskaper ett år tidligere. Eierandelen var større enn 2 prosent i 1 074 selskaper og over 5 prosent i 29 selskaper. Ved utgangen av året var 67 land godkjent som markeds plasser der fondet kan handle aksjer, mot 61 året før. Nye markeds plasser var Bangladesh, Botswana, Estland, Latvia, Litauen og Sri Lanka.

Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper, målt som andel av

aksjeindeksen FTSE Global All Cap, var ved utgangen av året 1,3 prosent, uendret fra året før. Den største eierandelen var i europeiske selskaper og utgjorde 2,3 prosent i gjennomsnitt av de børsnoterte selskapene, ned fra 2,4 prosent året før. Eierandelen i aksjeselskaper i utviklede markeder var på 1,3 prosent ved utgangen av 2015. I fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder, eide fondet i gjennomsnitt 1,4 prosent av de børsnoterte selskapene.

Fondets renteinvesteringer besto av 4 824 verdipapirer fra 1 278 utstedere ved utgangen av 2015, mot 4 256 verdipapirer fra 1 143 utstedere året før. Totalt var renteinvesteringene fordelt på 32 valutaer ved utgangen av året, opp fra 31 valutaer året før.

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i valutaer til fremvoksende land falt noe sammenlignet med i fjor. Ved utgangen av året var 12,4 prosent av renteinvesteringene i fremvoksende markeder, mot 12,8 prosent ved inngangen til året. Renteinvesteringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 79,4 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året, mot 78,7 prosent ett år tidligere. Dette skyldtes utviklingen i markedene og redusert allokering til fremvoksende markeder.

#### **BREDERE GEOGRAFISK EKSPONERING**

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

Fondets aksjeinvesteringer tar FTSE Global All Cap-indeksen som et utgangspunkt. I tillegg har vi valgt å legge til flere land i vår interne referanseportefølje. I referanseporteføljen velger vi verdipapirer, instrumenter og markeder fra et bredere univers enn hva som benyttes i den strategiske referanseindeksen. Dette gjør vi for å dekke en større andel av den globale markedsporteføljen og slik ta større del i den globale veksten. Våre aksjeinvesteringer har allerede blitt utvidet til å inkludere flere fremvoksende og nye fremvoksende (frontier) markeder.

Ved utgangen av året var 736 milliarder kroner investert i aksjer og rentepapirer i fremvoksende markeder, mot 679 milliarder kroner året før. Investeringene i aksjer og rentepapirer i nye fremvoksende (frontier) markeder utgjorde ved utgangen av året totalt 13,0 milliarder kroner, mot 7,5 milliarder kroner ved utgangen av 2014.

## INVESTERINGER I FREMVOKSENDE MARKEDER

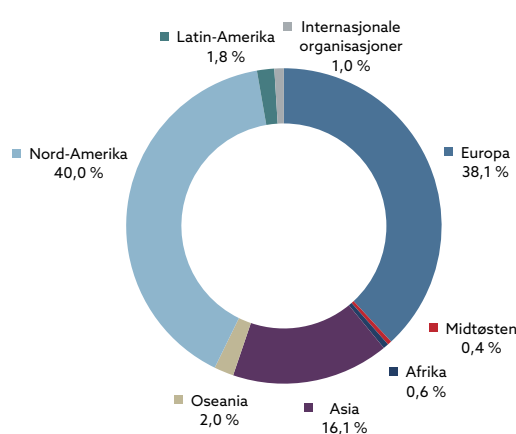
Hvilke nye markeder vi vil gå inn i, avhenger av hvilke markeder som er tilgjengelige for investeringer, hvilke markedsmuligheter som finnes, og kvaliteten på markedsstandardene. Vi vil fortsette å legge til flere markeder i porteføljen så snart de tilfredsstillere våre krav til markedsstandarder. Vi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

Fondets investeringer kunne knyttes til 78 land ved utgangen av 2015. Nye land i 2015 var Bangladesh, Botswana, Saudi Arabia, Sri Lanka, Tanzania og Uganda. Fondet var

**Tabell 9** Fondets ti største beholdninger fordelt på land per 31. desember 2015. Prosent

Land	Totalt	Aksjer	Rente-papirer	Eien-dom
USA	34,5	21,5	11,8	1,2
Storbritannia	10,2	7,1	2,5	0,6
Japan	8,9	5,8	3,1	0,0
Tyskland	7,2	3,6	3,5	0,1
Frankrike	4,9	3,2	1,5	0,2
Sveits	3,9	3,3	0,6	0,0
Canada	2,5	1,1	1,4	0,0
Kina	2,2	1,8	0,4	0,0
Australia	2,1	1,2	0,8	0,0
Sverige	2,1	1,2	0,8	0,0

**Figur 6** Fondets investeringer fordelt på regioner per 31. desember 2015



### **PERU**

Fondet hadde totalt 682,6 millioner kroner investert i Peru ved utgangen av 2015. Investeringene var i 25 aksjeselskaper.



### **BANGLADESH**

Fondet hadde totalt 166,2 millioner kroner investert i Bangladesh ved utgangen av 2015. Investeringene var i 16 aksjeselskaper.



### **SRI LANKA**

Fondet hadde totalt 274,4 millioner kroner investert i Sri Lanka ved utgangen av 2015. Investeringene var i 12 aksjeselskaper.



samtidig investert i 51 valutaer ved utgangen av året. I løpet av året investerte vi for første gang i bangladeshiske taka, botswanske pula og srilankiske rupi.

Fondets investeringer kan knyttes til 22 land som typisk klassifiseres som nye fremvoksende (frontier) markeder. Slike markeder er ikke med i referanseindeksen fra Finansdepartementet. Landene var Bahrain, Bangladesh, Botswana, Bulgaria, Estland, Kroatia, Kypros, Ghana, Jordan, Kenya, Litauen, Mauritius, Marokko, Nigeria, Oman, Qatar, Romania, Slovakia, Slovenia, Sri Lanka, Tunisia og Vietnam. I tillegg har fondet investeringer i land som er klassifisert som nye fremvoksende markeder, men som ikke inngår i FTSE-indeksen: Bahamas, Kasakhstan, Kuwait, Latvia, Panama, Saudi-Arabia, Tanzania, Uganda, Ukraina og Uruguay. Enkelte av investeringene er gjort i aksjer notert på børser i andre land.

**Tabell 10** Investeringer i nye fremvoksende markeder. Landklassifisering i henhold til FTSE. Millioner kroner

Land	2015
Jordan <sup>2</sup>	7 000
Slovenia <sup>1,3</sup>	5 428
Litauen <sup>1,3</sup>	1 671
Slovakia	1 527
Vietnam	1 457
Qatar <sup>3</sup>	1 450
Romania <sup>1,3</sup>	1 402
Nigeria <sup>1</sup>	1 237
Tunisia <sup>2</sup>	1 230
Kenya	1 183
Bulgaria <sup>3</sup>	561
Bahrain <sup>1,3</sup>	486
Marokko	456
Oman	421
Kroatia	319
Sri Lanka	274
Bangladesh	166
Botswana <sup>1</sup>	148
Mauritius	148
Estland	115
Ghana	76
Kypros <sup>1</sup>	0,1
<b>Land utenfor FTSE-indeksene</b>	
Saudi Arabia <sup>4</sup>	3 474
Ukraina <sup>1,2</sup>	1 967
Latvia	1 150
Kuwait	850
Panama <sup>3</sup>	640
Uruguay <sup>3</sup>	257
Bahamas <sup>3</sup>	178
Kasakhstan <sup>1</sup>	109
Uganda <sup>1</sup>	20
Tanzania <sup>1</sup>	2

<sup>1</sup> Inkludert investeringer i aksjer notert på børser i andre land

<sup>2</sup> Inkludert AID-obligasjoner garantert av den amerikanske stat

<sup>3</sup> Inkludert obligasjoner utstedt i annen valuta enn lokal valuta

<sup>4</sup> Deltagelsessertifikater

# Globale investeringer

---

## **NORD-AMERIKA**

---

**2 352** selskaper  
**2 257** obligasjoner fra 599 utstedere  
**431** eiendommer <sup>1</sup>

## **LATIN-AMERIKA**

---

**277** selskaper  
**210** obligasjoner fra 37 utstedere

## **INTERNASJONALE ORGANISASJONER**

---

**122** obligasjoner fra 17 utstedere





## EUROPA

---

**1 974** selskaper  
**1 505** obligasjoner fra 498 utstedere  
**366** eiendommer <sup>1</sup>

## MIDTØSTEN

---

**160** selskaper  
**35** obligasjoner fra 14 utstedere

## AFRIKA

---

**184** selskaper  
**16** obligasjoner fra 2 utstedere

## ASIA

---

**3 783** selskaper  
**540** obligasjoner fra 74 utstedere

## OSEANIA

---

**320** selskaper  
**139** obligasjoner fra 37 utstedere

<sup>1</sup> Investeringer i unotert eiendom. En eiendom kan bestå av flere bygninger

#### 4.4 AKSJEINVESTERINGENE

# Hovedmarkedene gjorde det best

**Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 3,8 prosent i 2015, etter en kursoppgang for fondets europeiske og amerikanske aksjeinvesteringer.**

2015 var preget av varierende avkastning mellom ulike regioner. Investeringene i utviklede markeder hadde en avkastning på 4,9 prosent. Fondets investeringer i fremvoksende markeder gikk i motsatt retning og hadde en avkastning på -7,0 prosent. Den svake avkastningen for fremvoksende markeder var knyttet til både markedsfall og valutaeffekter. Totalt var 8,9 prosent av fondets aksjeholdning plassert i fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder.

Investeringene i Nord-Amerika fikk en avkastning på 2,8 prosent og sto for 36,7 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Den overveiende delen av investeringene i Nord-Amerika var i USA. USA var fondets største enkeltmarked. Amerikanske aksjer fikk en avkastning på 4,3 prosent, tilsvarende 0,7 prosent i dollar, og sto for 34,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 4,9 prosent i 2015. Totalt var 39,1 prosent av fondets aksjer plassert i europeiske selskaper. Storbritannia var det nest største enkeltmarkedet. Britiske aksjer hadde en avkastning på 0,3 prosent, tilsvarende 1,0 prosent i pund, og utgjorde 11,5 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

Investeringene i Asia og Oseania fikk en avkastning på 6,1 prosent og sto for 21,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Japanske aksjer var hoveddriveren for avkastningen i regionen. Utenom Japan var avkastningen i regionen -1,0 prosent. Avkastningen for japanske aksjer var 16,4 prosent i 2015. I yen var avkastningen 11,2 prosent. Japanske aksjer utgjorde 9,5 prosent

av aksjeinvesteringene og var fondets tredje største enkeltmarked.

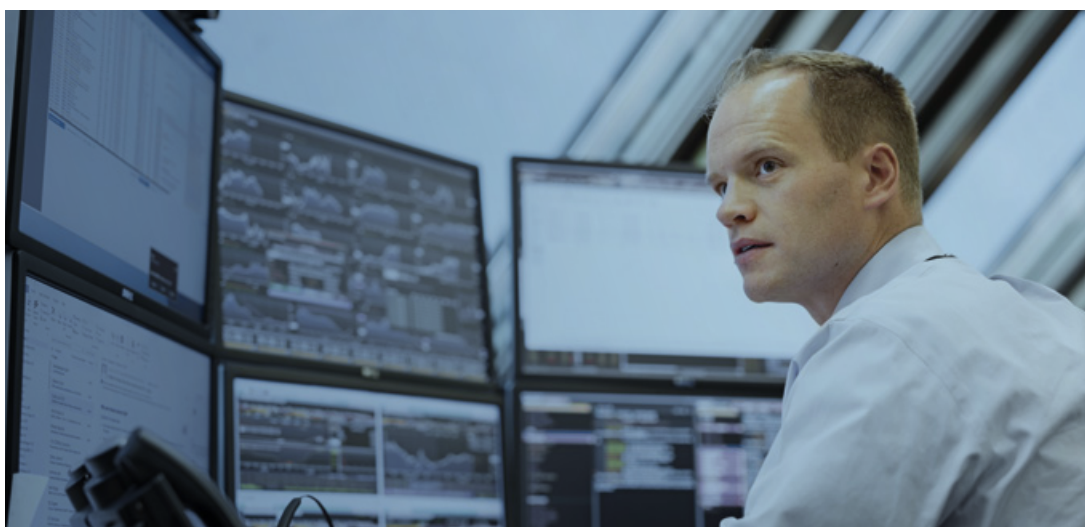
Fremvoksende markeder hadde en negativ avkastning i snitt i 2015, men avkastningen for de største fremvoksende markedene var svært varierende. Avkastningen for kinesiske aksjer var på 6,0 prosent i 2015, tilsvarende 5,7 prosent i kinesiske yuan. Kinesiske aksjer utgjorde 2,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer og var det største enkeltmarkedet innen fremvoksende markeder. Deretter fulgte Taiwan og India, som utgjorde henholdsvis 1,4 prosent og 1,1 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for fondets investeringer her var henholdsvis -7,0 prosent og 1,9 prosent. I lokal valuta var det henholdsvis -7,9 prosent og 1,8 prosent.

Aksjeinvesteringene i Latin-Amerika hadde den svakeste avkastningen i 2015 med et fall på 26,9 prosent. Latin-Amerika utgjorde 1,0 prosent av aksjeinvesteringene. Nedgangen var i hovedsak knyttet til det brasilianske aksjemarkedet, som hadde en avkastning på -38,2 prosent i 2015. Totalt var 0,5 prosent av aksjeinvesteringene plassert i Brasil.

Russiske aksjer hadde en avkastning på 8,7 prosent i 2015, tilsvarende 26,1 prosent i russiske rubler, etter et fall på -40,9 prosent året før. Russiske aksjer utgjorde 0,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

#### **BEST RESULTAT FOR HELSESELSKAPER**

Helseselskaper hadde den sterkeste avkastningen i året med en avkastning på 14,1 prosent. Det var et rekordhøyt antall fusjoner og oppkjøp innen sektoren i 2015. Pfizer og



Allergan gjennomførte legemiddelindustriens hittil største fusjon. Til sammen hele 12 handler i 2015 hadde en verdi på over 10 milliarder dollar. Aktiviteten ga god avkastning for flere av de store amerikanske og europeiske helseselskapene. Dette bidro til å dra opp avkastningen for sektoren som helhet i året.

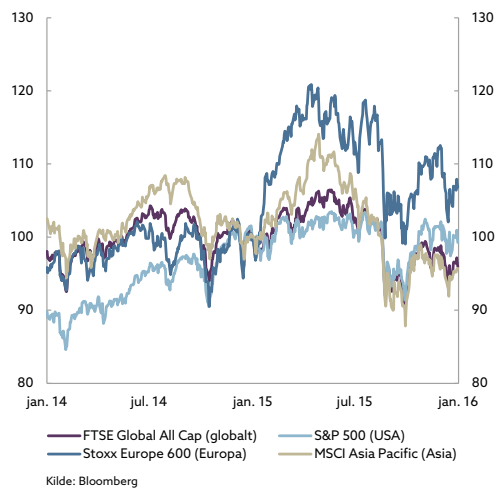
Konsumvareselskaper hadde en avkastning på 10,8 prosent. Fallende arbeidsledighet i Europa og USA samt sterkere forbrukertillit ga sektoren et løft. En annen medvirkende årsak var fallende råvarepriser, som ga forbrukerne mer penger. Også her bidro en høy andel av oppkjøp og fusjoner med å dra opp prisingen av sektoren. Mat, drikke og husholdningsartikler hadde den sterkeste avkastningen i sektoren, mens svak økonomisk vekst i flere store fremvoksende markeder bidro til å dempe avkastningen for luksusvarer.

Teknologiselskaper hadde en avkastning på 8,0 prosent. Amerikanske og europeiske teknologiselskaper hadde god avkastning

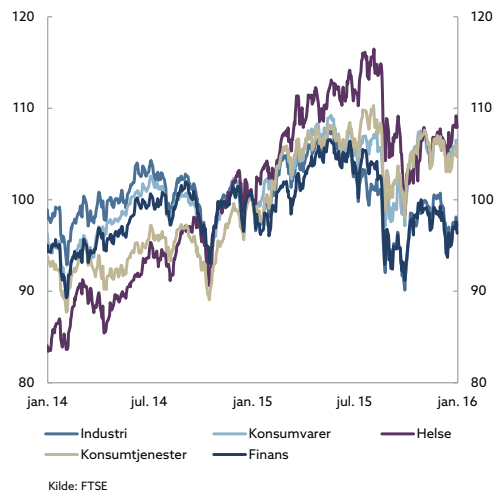
som følge av sterk inntektsvekst, fusjons- og oppkjøpsaktivitet og innovasjon knyttet til nye tjenester og produkter. Mange selskaper hadde sterk kontantstrøm. Dette i kombinasjon med lave renter bidro til en rekke fusjoner i sektoren. Fokus på digitalisering, skytjenester, analyse av store datamengder og nye produkter som 3D-printing bidro til høye vekstforventninger innen sektoren.

Olje- og gasselskaper hadde den svakeste avkastningen i året. Sektoren hadde en avkastning på -13,7 prosent. En markant nedgang i oljeprisen, som var på sitt laveste nivå på seks år, bidro til den negative avkastningen. Oljeproduksjonen økte gjennom året, noe som bidro til at oljetilbudet var høyere enn etterspørselen. Samtidig valgte de store oljeproduserende landene å holde oppe produksjonen. På etterspørsels-siden bidro en svakere vekst enn ventet i Kina og andre fremvoksende markeder til lavere etterspørsel, noe som igjen reduserte den globale oljeetterspørselen.

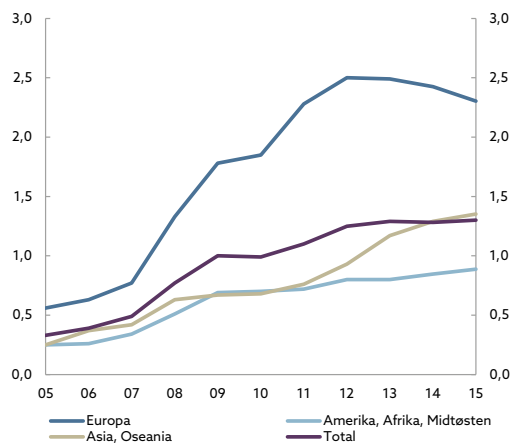
**Figur 7** Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert 31.12.2014 = 100



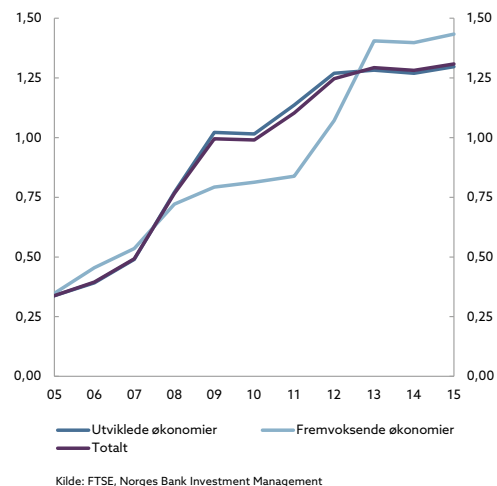
**Figur 8** Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2014 = 100



**Figur 9** Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer som inngår i aksjenes referanseindeks



**Figur 10** Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer som inngår i aksjenes referanseindeks



**Tabell 11** Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i 2015. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksjebeholdningen <sup>1</sup>
Finans	2,3	23,4
Konsumvarer	10,8	14,5
Industri	1,5	13,6
Konsumtjenester	7,7	11,0
Helse	14,1	10,7
Teknologi	8,0	9,0
Olje og gass	-13,7	5,4
Materialer	-8,4	5,1
Telekommunikasjon	5,2	3,4
Kraft- og vannforsyning	-3,7	3,3

<sup>1</sup> Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

**Tabell 12** Avkastning på fondets største aksjeinvesteringer i 2015. Fordelt etter land. Prosent

Land	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksjebeholdningen
USA	4,3	34,9
Storbritannia	0,3	11,5
Japan	16,4	9,5
Tyskland	3,5	5,7
Sveits	7,9	5,4
Frankrike	7,1	5,1
Kina	6,0	2,9
Sverige	8,9	2,1
Australia	-3,7	2,0
Canada	-18,8	1,8

**Tabell 13** Fondets største aksjebeholdninger per 31. desember 2015. Millioner kroner

Selskap <sup>1</sup>	Land	Beholdning
Nestlé SA	Sveits	51 056
Apple Inc	USA	41 599
Roche Holding AG	Sveits	34 980
Novartis AG	Sveits	33 935
Alphabet Inc	USA	30 499
Microsoft Corp	USA	30 448
BlackRock Inc	USA	27 984
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	27 242
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	26 121
Prudential Plc	Storbritannia	25 109
Exxon Mobil Corp	USA	22 502
Wells Fargo & Co	USA	22 343
Johnson & Johnson	USA	21 109
Daimler AG	Tyskland	20 516
UBS Group AG	Sveits	20 437
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Belgia	19 760
BASF SE	Tyskland	19 685
Sanofi	Frankrike	19 528
Toyota Motor Corp	Japan	18 723
Credit Suisse Group AG	Sveits	18 538

<sup>1</sup> Eksklusive noterte eiendomsselskaper

**Tabell 14** Fondets største eierandeler i aksjemarkedene per 31. desember 2015. Prosent

Selskap <sup>1</sup>	Land	Eierandel
Smurfit Kappa Group Plc	Irland	9,2
UPM-Kymmene OYJ	Finland	7,7
CNinsure Inc	Kina	6,8
Linde AG	Tyskland	6,7
Delta Lloyd NV	Nederland	6,5
Telecity Group Plc	Storbritannia	6,3
Aflac Inc	USA	6,3
Tesco Plc	Storbritannia	6,2
Boliden AB	Sverige	6,0
Cherkizovo Group PJSC	Russland	5,7
Svenska Cellulosa AB SCA	Sverige	5,7
BlackRock Inc	USA	5,6
Balfour Beatty Plc	Storbritannia	5,5
China Singyes Solar Technologies Holdings Ltd	Kina	5,3
Volvo AB	Sverige	5,3
Tocalo Co Ltd	Japan	5,3
BSD Crown Ltd	Israel	5,1
Elemental Holding SA	Polen	5,1
Equatorial Energia SA	Brasil	5,0
Balrampur Chini Mills Ltd	India	5,0

<sup>1</sup> Eksklusive noterte eiendomsselskaper

### **ALPHABET**

Alphabet er et amerikansk multinasjonalt konglomerat som ble dannet i 2015 som morselskapet til Google og andre selskaper som tidligere var eid av eller knyttet til Google. Selskapene i konglomeratet opererer innen en rekke ulike sektorer, som teknologi, bioteknologi, investering og forskning. Konglomeratet består av selskaper som Google, Calico og Google Ventures. Selskapet hadde nær 60 000 ansatte og driftsinntekter på 60,6 milliarder dollar i 2015.



### **IBERDROLA**

Iberdrola er et spansk multinasjonalt energiselskap som ble grunnlagt i 1992. Selskapet har spesialisert seg på fornybar energi. I tillegg til vannkraftverkene sine, er selskapet i ferd med å bygge opp en global portefølje av vind- og solkraft. Selskapet hadde 27 000 ansatte og driftsinntekter på 31,4 milliarder dollar i 2015.



### DE STØRSTE ENKELTINVESTERINGENE

Investeringen i det amerikanske teknologiselskapet Alphabet, morselskapet til Google, bidro mest til fondets avkastning i 2015, fulgt av investeringen i den amerikanske nettbutikken Amazon.com og det amerikanske teknologiselskapet Microsoft. Fondets største verdifall i et enkeltstående selskap var i det britisk-nederlandske oljeselskapet Royal Dutch Shell, fulgt av det britisk-sveitsiske naturressurselskapet Glencore Plc og den spanske banken Banco Santander.

Den største aksjeholdningen i et enkeltstående selskap var i Nestlé. Fondets eierandel på 2,4 prosent hadde en markedsverdi på 51,1 milliarder kroner ved utgangen av 2015. I tillegg sto tre finansselskaper, tre teknologiselskaper, to farmasiselskaper og ett olje- og gasselskap på listen over fondets ti største aksjeholdninger.

Fondets største prosentvise eierandel i et enkeltstående selskap i aksjeporteføljen var i Smurfit Kappa Group Plc. Eierandelen på 9,2 prosent hadde en verdi på nær 4,9 milliarder kroner. Fondet kan ikke eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkeltstående selskap.

Vi deltok i totalt 144 børsnoteringer i 2015. Den største børsnoteringen i markedet som fondet kjøpte aksjer i, var i det japanske konglomeratet Japan Post Holdings. Deretter fulgte den japanske banken Japan Post Bank og det spanske flyplasselskapet Aena. Fondets største deltagelse i børsnoteringer var i den nederlandske banken ABN AMRO, det amerikanske betalingsløsningsselskapet First Data Corporation og det kinesiske mat- og drikkevareselskapet Dali Foods Group Company.

### INTERNE REFERANSEPORTEFØLJER

Vi har utformet en intern referanseportefølje for aksjer som tar hensyn til fondets særtrekk og formål, og den skal over tid gi et bedre bytteforhold mellom forventet risiko og avkastning. Den interne referanseporteføljen for aksjer besto av 9 455 selskaper ved utgangen av 2015. Den fikk en avkastning på 3,1 prosent for året, noe som var 0,1 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen som er sammensatt av FTSE Group. Referanseporteføljen inkluderer en bred allokering til kinesiske aksjer som bidro positivt til den relative avkastningen. En overvekt i europeiske aksjer hadde også positivt bidrag, mens en overvekt i verdiselskaper bidro negativt.

Aksjeporteføljen var investert i aksjer i 9 050 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2015. Investeringene måles mot referanseindeksen til Finansdepartementet. Denne tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen, som besto av 7 575 børsnoterte selskaper. Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 0,8 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning, og kom som et resultat av allokeringsbeslutninger og seleksjon av verdipapirer.

Blant de ulike sektorene fondet investeres i, bidro investeringene i sektorene finans og olje og gass mest positivt til den relative avkastningen. Konsumtjenester var sektoren som bidro mest negativt til den relative avkastningen. Blant de ulike landene som fondet investeres i, bidro Kina og Spania mest positivt til den relative avkastningen, mens USA bidro mest negativt.

# Lave renter ga flat avkastning

**Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 0,3 prosent i 2015. Året var preget av historisk lave rentenivåer og svak økonomisk utvikling i fremvoksende markeder.**

Renteinvesteringene utgjorde 35,7 prosent av fondet ved utgangen av året. Investeringene besto hovedsakelig av obligasjoner, i tillegg til kortsiktige rentepapirer og bankinnskudd.

#### **SVAK AVKASTNING PÅ STATSOBLIGASJONER**

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 0,2 prosent i fjor og utgjorde 56,0 prosent av renteinvesteringene. Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 5,9 prosent, 0,9 prosent i lokal valuta, og utgjorde 17,0 prosent av renteinvesteringene. Dette var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Den positive avkastningen var hovedsakelig drevet av at den amerikanske dollaren styrket seg betydelig mot andre valutaer.

Euro-denominerte statsobligasjoner fikk en avkastning på -5,8 prosent, en nullavkastning i lokal valuta, og utgjorde 12,9 prosent av renteinvesteringene. Euroen svekket seg i løpet av fjoråret, noe som forklarer den svake avkastningen målt i valutakurven. Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 7,5 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 5,3 prosent i valutakurven og 0,6 prosent i lokal valuta.

Statsobligasjoner i fremvoksende markeder gjorde det generelt svakere enn statsobligasjoner i utviklede markeder. Statsobligasjoner i fremvoksende markeder, som utgjorde 12,2 prosent av porteføljen, fikk i 2015 en avkastning på -4,9 prosent. Brasil utmerket seg særlig negativt, med en avkastning på -27,4 prosent målt i valutakurven. Resultatet ble påvirket av stigende renter og svekket valuta. I lokal valuta var imidlertid avkastningen 2,9 prosent. Brasilianske statsobligasjoner utgjorde totalt 0,8 prosent av porteføljen i 2015. Statsobligasjoner i utviklede markeder, som utgjorde 43,8 prosent av porteføljen, fikk en avkastning på 1,6 prosent.





Realrenteobligasjoner, som hovedsakelig utstedes av stater, fikk en avkastning på 2,7 prosent og utgjorde 4,5 prosent av renteinvesteringene.

Fondet var også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau, European Investment Bank og Canada Housing Trust. Beholdningen av slike obligasjoner fikk en avkastning på -2,2 prosent og sto for 14,5 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

#### **GOD AVKASTNING PÅ SELSKAPSOBLIGASJONER**

Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 2,7 prosent og utgjorde 20,5 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

De pantsikrede obligasjonene, som i hovedsak består av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på -2,0 prosent. Det negative resultatet skyldes hovedsakelig at euroen svekket seg i løpet av 2015. Pantsikrede obligasjoner utgjorde 6,4 prosent av fondets renteinvesteringer.

#### **ENDRINGER I BEHOLDNINGEN AV RENTEPAPIRER**

I 2015 økte markedsverdien av fondets renteinvesteringer mest i statsobligasjoner utstedt av USA, Tyskland og Japan.

Fondets største markedsverdireduksjon var i statsobligasjoner utstedt av Brasil, Italia og Nederland.

Amerikansk statsgjeld sto for den største beholdningen av obligasjoner fra en enkelt-utsteder, fulgt av statsgjeld fra Japan og Tyskland.

#### **INTERNE REFERANSEPORTEFØLJER**

Vi har utformet en intern referanseportefølje for obligasjoner som tar hensyn til fondets særtrekk og formål, og den skal over tid gi et bedre bytteforhold mellom forventet risiko og avkastning. Den interne referanseporteføljen for renter fikk en avkastning på 0,1 prosent i 2015.

Resultatet var 0,5 prosentpoeng lavere enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Den interne referanseporteføljen hadde en overvekt i fremvoksende markeder, hvor Brasil var blant landene med størst overvekt. Dette bidro negativt som følge av den svake avkastningen i brasilianske statsobligasjoner. Den interne referanseporteføljen hadde også en undervekt i realrenteobligasjoner som bidro positivt til den relative avkastningen.

Fondets renteinvesteringer besto av 4 824 verdipapirer fra 1 278 utstedere ved utgangen av 2015. Avkastningen på renteinvesteringene blir sammenlignet med avkastningen til en global referanseindeks for obligasjoner. Fondets referanseindeks blir fastsatt av Finansdepartementet og tar utgangspunkt i indekser fra Barclays. Den besto av 11 764 obligasjoner fra 2 134 utstedere ved utgangen av 2015.

Avkastningen på fondets renteinvesteringer var 0,2 prosentpoeng lavere enn referanseindeksens avkastning. Fondets renteinvesteringer hadde i 2015 en høyere vekt i fremvoksende markeder enn fondets referanseindeks. Brasilianske statsobligasjoner er blant fondets største investeringer innenfor fremvoksende markeder. Avkastningen for investeringene i Brasil var svak som følge av stigende renter og svekket valutakurs. Renteinvesteringene fikk gjennom 2015 høyere løpende renteinntekter enn referanseindeksen.

**Tabell 15** Avkastningen på fondets renteinvesteringer i 2015. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av renteinvesteringene <sup>1</sup>
Statsobligasjoner <sup>2</sup>	0,2	56,0
Statsrelaterte obligasjoner <sup>2</sup>	-2,2	14,5
Realrenteobligasjoner <sup>2</sup>	2,7	4,5
Selskapsobligasjoner	2,7	20,5
Pantesikrede obligasjoner	-2,0	6,4

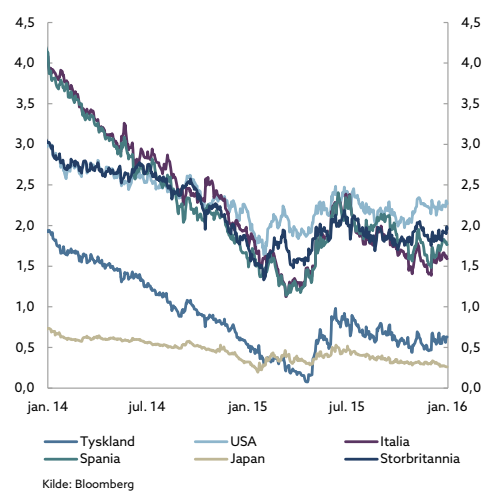
<sup>1</sup> Summerer seg ikke fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

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

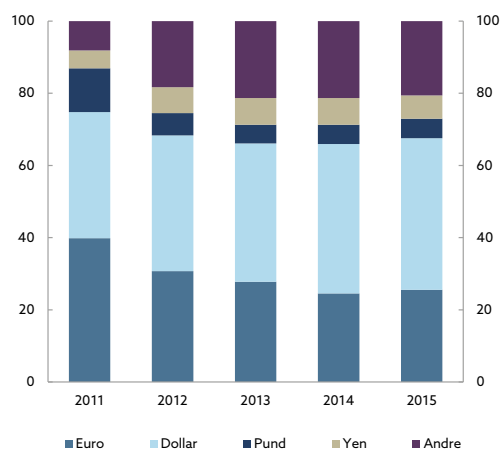
**Tabell 16** Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2015. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	532 806
Japanske stat	Japan	203 895
Tyske stat	Tyskland	163 019
Britiske stat	Storbritannia	84 952
Mexikanske stat	Mexico	56 678
Koreanske stat	Sør-Korea	50 318
Spanske stat	Spania	45 175
Franske stat	Frankrike	41 870
Italienske stat	Italia	41 018
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	33 187
Indiske stat	India	32 888
Tyrkiske stat	Tyrkia	27 484
European Investment Bank	Internasjonal organisasjon	26 241
Nederlandske stat	Nederland	25 941
Polske stat	Polen	24 252
Australske stat	Australia	23 995
Brasilianske stat	Brasil	22 922
Kinesiske stat	Kina	21 544
Bank of America Corp	USA	21 151
Canada Mortgage & Housing Corp	Canada	19 469

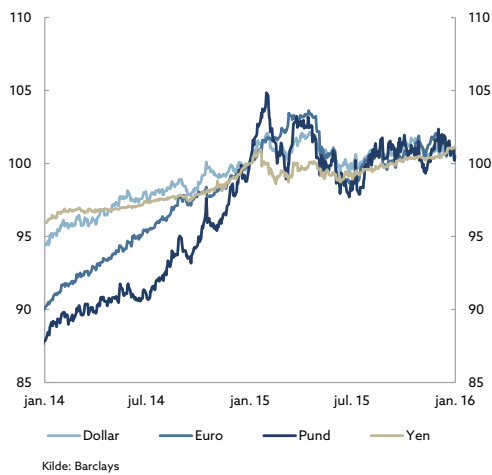
**Figur 11** Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



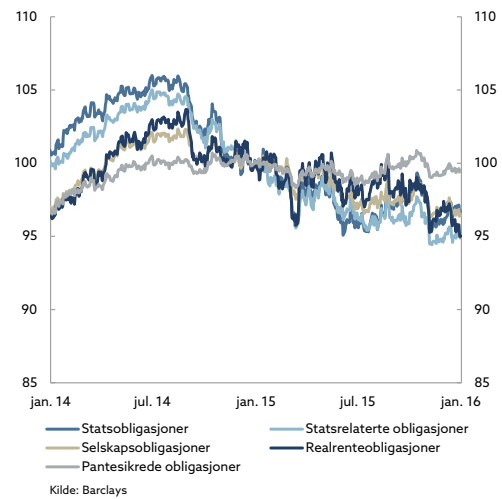
**Figur 12** Valutafordelingen av fondets renteinvesteringer. Prosent



**Figur 13** Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2014 = 100



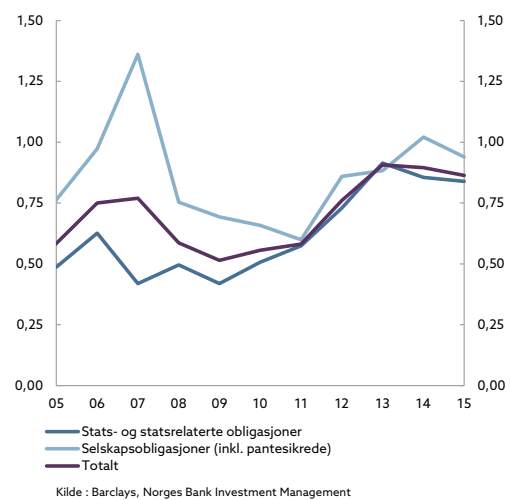
**Figur 14** Kursutviklingen for ulike obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2014 = 100



**Figur 15** Kursutviklingen for tiårige statsobligasjoner utstedt i fremvoksende økonomiers valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2014 = 100



**Figur 16** Fondets eierandeler i obligasjonsmarkedene. Prosent av markedsværdien til obligasjoner som inngår i obligasjonenes referanseindeks



#### 4.6 EIENDOMSINVESTERINGENE

# Store enkeltinvesteringer

**Andelen av fondet som var investert i eiendom, steg til 3,1 prosent ved utgangen av 2015. Vi utvider eiendomsinvesteringene gradvis, etter hvert som vi finner gode investeringsmuligheter.**

Fondets eiendomsinvesteringer består av børsnotert eiendom og unoterte eiendomsinvesteringer. Eiendomsinvesteringene fikk i 2015 en samlet avkastning på 10,0 prosent.

#### BØRSNOTERT EIENDOM

Mange av de aktuelle eiendommene fondet ønsker eksponering mot er eid av børsnoterte selskaper. Investeringene i børsnotert eiendom hadde en avkastning på 7,8 prosent i 2015. Investeringene hadde en markedsverdi på 54,1 milliarder kroner ved utgangen av året.

Børsnotert eiendom utgjorde ved utgangen av året 0,7 prosent av fondet. Som andel av eiendomsporteføljen utgjorde børsnotert eiendom 23,0 prosent.

**Tabell 17** Fondets største eierandeler i børsnoterte eiendomsselskaper per 31. desember 2015<sup>1</sup>. Prosent

Selskap	Land	Eierandel
Great Portland Estates Plc	Storbritannia	9,6
Gecina SA	Frankrike	9,5
Shaftesbury Plc	Storbritannia	9,4
Vonovia SE	Tyskland	7,8
Capital & Counties Properties Plc	Storbritannia	7,6
Deutsche Wohnen AG	Tyskland	6,9
Land Securities Group Plc	Storbritannia	6,5
British Land Co Plc/The	Storbritannia	6,2
Derwent London Plc	Storbritannia	5,9
Paramount Group Inc	USA	4,9

<sup>1</sup> En del av fondets investeringer i børsnoterte eiendomsselskaper ble overført fra aksjeporteføljen til eiendomsporteføljen 31. oktober 2014. Noen mindre andeler er beholdt i aksjeporteføljen, og fondets totale eierandel i disse selskapene er dermed noe høyere enn angitt i tabellen. I fondets beholdningsliste er selskapene oppført i sin helhet under aksjer.



**UNOTERTE EIENDOMSINVESTERINGER**

Investeringene i unotert eiendom hadde en avkastning på 10,8 prosent i 2015. Investeringene hadde en markedsverdi på 180 milliarder kroner ved utgangen av året.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter, driftskostnader, verdiendringer på eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp av eiendom. Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 4,1 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendring på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 6,7 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutasvingninger hadde en positiv innvirkning på resultatet med 0,1 prosentpoeng i året. Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom bidro negativt med -0,2 prosentpoeng.

Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader forventes å være relativt stabile over tid. Disse genererer en jevn kontantstrøm til fondet. Verdiendringer på eiendom og gjeld kan svinge mye fra år til år og baseres på eksterne verdsettelse av eiendommene og gjelden. Transaksjonskostnader vil variere med investeringsaktiviteten.

Unotert eiendom utgjorde ved utgangen av året 2,4 prosent av fondet. Som andel av eiendomsporteføljen utgjorde unotert eiendom 77,0 prosent.

**STORE INVESTERINGER**

Investeringene i eiendom tilsvarte 3,1 prosent av fondet ved utgangen av året, mot 2,2 prosent året før. Andelen skal over tid økes til inntil 5 prosent av fondets verdi. I 2015 gjorde vi flere investeringer både i Europa og i USA, innen kontor, detaljhandel og logistikk.

Vi gjorde i løpet av året to store enkeltinvesteringer som til sammen utgjorde 71,9 prosent av samlede nye investeringer i unotert eiendom.

I april i fjor gjorde fondet sin hittil største enkeltinvestering innen eiendom. Fondet betalte 2,3 milliarder dollar, tilsvarende rundt

**Tabell 19** Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer per 31. desember 2015. Fordelt etter by. Prosent

By	Land	Markedsverdi
New York	USA	20,4
London	Storbritannia	19,3
Paris	Frankrike	9,1
Boston	USA	7,4

**Tabell 18** Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer. Avkastningskomponenter på unoterte eiendomsinvesteringer. Prosent

	2015	2014	2013
Netto resultat fra løpende leieinntekter	4,1	4,4	4,6
Netto verdiendringer på eiendom og gjeld	6,7	7,1	3,8
Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom	-0,2	-0,8	-0,4
Resultat av valutajusteringer	0,1	-1,0	3,8
Unoterte eiendomsinvesteringer	10,8	9,6	11,8
Børsnotert eiendom <sup>1</sup>	7,8	6,0	-
<b>Total avkastning</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>11,8</b>

<sup>1</sup> Fra 1. november 2014



**Hudson Square, New York**

I november inngikk fondet partnerskap med Trinity Wall Street og kjøpte en andel på 44 prosent av en portefølje bestående av 11 kontoreiendommer i New York. Vi betalte 1,56 milliarder dollar, tilsvarende rundt 13,43 milliarder kroner. Eiendommene omfatter et samlet areal på rundt 455 000 kvadratmeter. Samtlige eiendommer befinner seg rundt Hudson Square i Midtown South-området på Manhattan.



**UTVIDET RAPPORT OM UNOTERTE EIENDOMSINVESTERINGER**

En egen rapport om eiendomsinvesteringene våre blir publisert i april.

17,9 milliarder kroner, for en andel på 45 prosent av en portefølje med logistikkeiendommer spredt over 17 stater i USA. Investeringen ble gjort i samarbeid med Prologis. I november inngikk fondet partnerskap med Trinity Wall Street og gjorde nok en stor investering i USA. Fondet betalte 1,56 milliarder dollar, tilsvarende rundt 13,43 milliarder kroner, for en andel på 44 prosent av en portefølje bestående av 11 kontoreiendommer i New York.

Vi planlegger å utvide eiendomsporteføljen til Asia og har valgt Tokyo og Singapore som de to markedene vi ønsker å starte med. I oktober

åpnet vi et eget eiendoms kontor i Tokyo, for å sikre lokal tilstedeværelse og bidra til en best mulig oppbygging av en eiendomsportefølje i dette markedet.

Vi investerte 44,2 milliarder i unotert eiendom i 2015, mot 36,7 milliarder i 2014.

Målet vårt er å bygge en global, men konsentrert eiendomsportefølje. Strategien er å investere i et begrenset antall storbyer i sentrale markeder, i tillegg til å finne gode muligheter i det globale logistikkmarkedet.

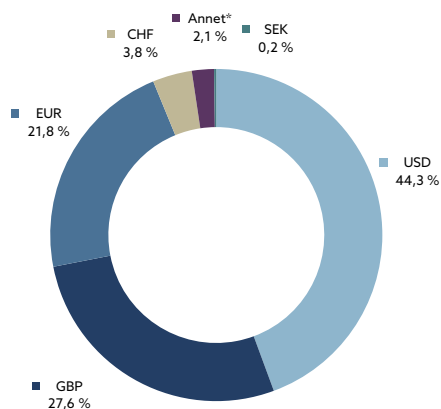
**Tabell 20** Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer i 2015 fordelt etter land/region. Prosent

	Avkastning
Europa uten Storbritannia	5,9
Storbritannia	14,9
USA	11,5
Andre land/regioner	-19,1
<b>Total avkastning</b>	<b>10,0</b>

**Tabell 21** Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. desember 2015. Millioner kroner

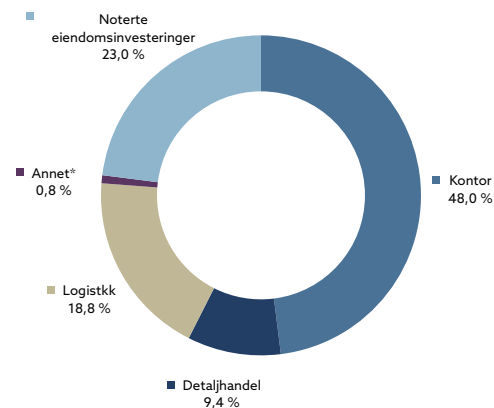
	Verdi
Investeringer i unotert eiendom	180 021
Investeringer i notert eiendom	54 134
Bankinnskudd og andre fordringer	1 044
<b>Totalt</b>	<b>235 199</b>

**Figur 17** Fondets eiendomsinvesteringer fordelt på valuta per 31. desember 2015. Inkludert noterte eiendomsinvesteringer. Prosent



\*Bankinnskudd og andre fordringer

**Figur 18** Fondets eiendomsinvesteringer fordelt på sektor per 31. desember 2015. Inkludert noterte eiendomsinvesteringer. Prosent



\*Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer

# Eiendoms- investeringene

Andel av markedsverdi<sup>1</sup>



**USA**

—  
48,9 %



46

<sup>1</sup> Investeringer i unotert eiendom



**STORBRITANNIA**

—  
26,3 %



**FRANKRIKE**

—  
11,0 %



**TYSKLAND**

—  
3,4 %



# Forventede svingninger i verdien

## Fondets verdi kan svinge mye fra år til år. Vi bruker ulike måltall og risikoanalyser for å få et bredest mulig bilde av fondets markedsrisiko.

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

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre

års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av 2015 var fondets forventede absolutte volatilitet på 10,4 prosent, eller om lag 780 milliarder kroner, mot 8,2 prosent året før. Simuleringer av fondets investeringer ved slutten av 2015 med bruk av ti års prishistorikk viser imidlertid at fondet i et kraftig fallende marked kan tape om lag 24 prosent av sin verdi i løpet av en periode på ett år.

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksene fondet kan ha i forvaltningen av aksje- og renteinvesteringene. En av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en

Det finnes ingen enkeltmål eller analyse som fullt ut kan beskrive fondets markedsrisiko.

**Tabell 22** Risiko og eksponering for fondet. Prosent

	Grenser fastsatt av Finansdepartementet	31. desember 2015
Eksponering	Aksjer 50 - 70 prosent av fondet <sup>1</sup>	60,8
	Eiendom 0 - 5 prosent av fondet	3,1
Markedsrisiko	1 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets aksje- og renteinvesteringer	0,3
Kredittisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	0,7
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen	9,2

<sup>1</sup> Eksponering mot aksjer er beregnet der derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen mot aksjer.

**Tabell 23** Fondets obligasjoner per 31. desember 2015 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	26,8	9,2	11,4	7,4	0,1	54,9
Statsrelaterte obligasjoner	6,0	5,7	1,2	1,2	0,2	14,2
Realrenteobligasjoner	3,2	0,3	0,1	0,9	-	4,4
Selskapsobligasjoner	0,1	1,6	7,7	10,4	0,4	20,2
Pantesikrede obligasjoner	5,0	0,8	0,2	0,2	0,0	6,3
Sum obligasjoner	41,1	17,5	20,6	20,0	0,7	100,0

begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindekser. Forvaltningen skal legges opp med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den på 0,3 prosentpoeng, mot 0,4 året før.

**STØRSTE RELATIVE EKSPONERINGER**

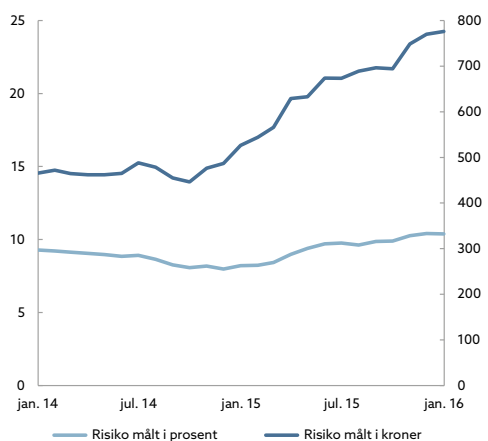
Fondet er posisjonert forskjellig fra fondets referanseindekser langs flere dimensjoner som valuta, sektorer, land, regioner, enkeltaksjer og enkeltutstedere av obligasjoner. I aksjeporteføljen hadde fondet ved utgangen av 2015 en høyere andel aksjer som var noe mer volatile enn gjennomsnittet i referanseindeksen, og en høyere andel småselskaper enn referanseindeksen. Aksjeporteføljen hadde også en allokering til land utenfor referanseindeksens univers, som Kina og nye fremvoksende (frontier) markeder. Innenfor renteporteføljen hadde fondet en høyere andel i fremvoksende markeder som India og Kina, og motsvarende lavere andel investeringer i obligasjoner denominert euro

og sveitsiske franc enn fondets referanseindeks. Renteporteføljen hadde også en kortere varighet enn referanseindeksen. Kortere varighet gjør at fondet generelt er mindre følsomt for endringer i rentenivåene enn referanseindeksen.

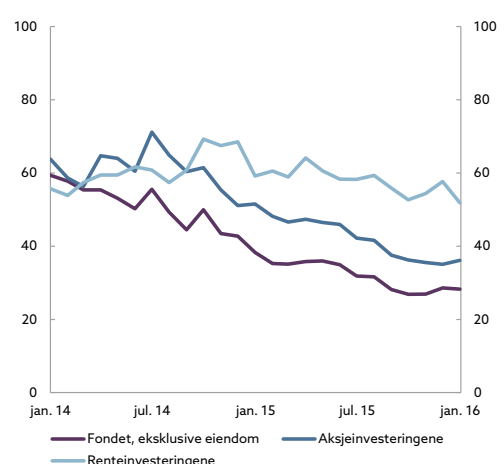
**FAKTOREKSPONERINGER**

Vi måler fondets eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer, slik som små selskaper, verdiselskaper og kreditt. Risikofaktorer er fellestrekk som verdipapirer har over tid, og som bidrar til både risiko og avkastning på investeringene. Det er flere ulike metoder for å måle eksponering mot slike risikofaktorer. En av de mest brukte er å sammenligne variasjonen i den relative avkastningen på fondet med variasjonen i avkastningen på faktorene. En slik analyse av faktoreksponeringer for 2015, basert på daglige observasjoner, viser blant annet at fondets aksjeinvesteringer var noe mer eksponert mot selskaper i fremvoksende markeder, og noe mer eksponert mot små selskaper. Analysene viser at 16,0 prosent av

**Figur 19** Forventet absolutt volatilitet for fondet. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse)



**Figur 20** Forventet relativ volatilitet for fondet, eksklusive eiendom. Basispunkter



svingningene i den relative avkastningen på fondets aksjeinvesteringer kunne forklares av generelle markedsbevegelser og faktorene verdiselskaper, små selskaper og fremvoksende økonomier. I tillegg var fondets renteinvesteringer noe mindre eksponert mot terminpremier og mer eksponert mot kredittpremier for selskapsobligasjoner enn referanseindeksen i 2015. Om lag 49 prosent av svingningene i den relative avkastningen på fondets renteinvesteringer kunne forklares av endringer i terminpremier og kredittpremier.

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

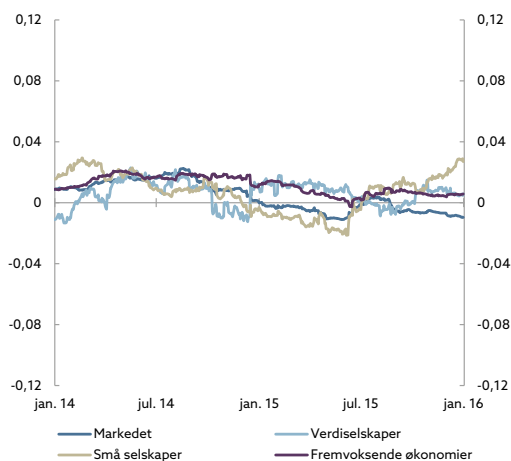
### OPERASJONELL RISIKOSTYRING

Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management.

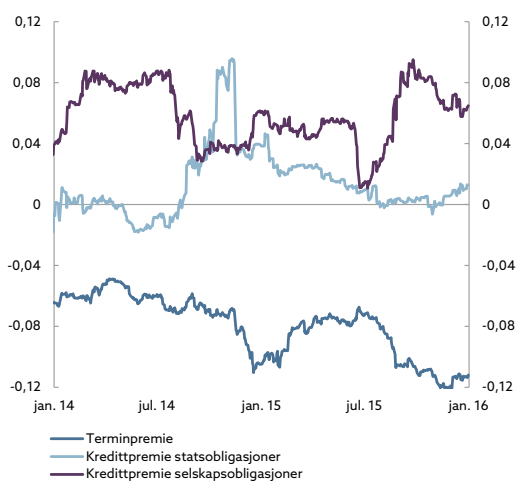
Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en tolv måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til 750 millioner kroner eller mer i brutto tap. Denne grensen betegnes som styrets risikotoleranse. I 2015 var vår operasjonelle risikoeksponering innenfor styrets risikotoleranse. Vi arbeider systematisk med å fange opp uønskede hendelser, og vi forbedrer prosessene våre kontinuerlig for å hindre at slike hendelser inntreffer.

Rapportering og oppfølging av disse hendelsene utgjør en viktig del av tiltakene for å forbedre driften og internkontrollen.

**Figur 21** Aksjeinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter



**Figur 22** Renteinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter



### UØNSKEDE HENDELSER I 2015

Det ble registrert 340 uønskede hendelser i 2015, opp fra 270 i 2014. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser, enten fordi de ble oppdaget i tide, eller fordi de var knyttet til såkalte ikke-finansielle konsekvenser. Av hendelsene ble 12 vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad. Det ble beregnet at hendelsene medførte en finansiell effekt på 67,8 millioner kroner.

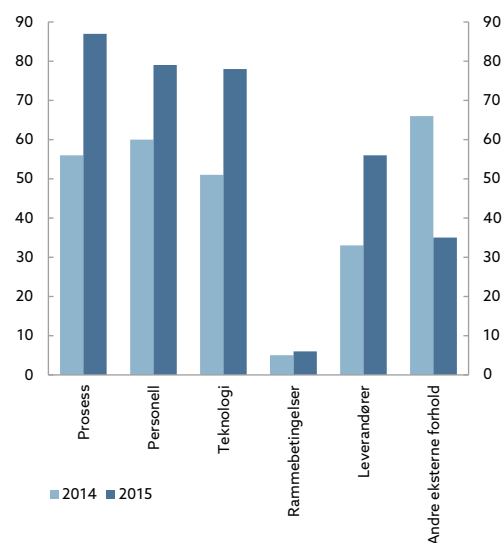
Tre av de 12 vesentlige hendelsene hadde finansielle konsekvenser. En hendelse skyldtes feil ved finansiering av en portefølje og resulterte i tap da feilen skulle korrigeres. Tapet utgjorde over halvparten av den totale finansielle effekten i 2015. Videre førte en utilsiktet overinvestering i koreanske aksjer til en gevinst på rundt 10,2 millioner kroner, og

feil i rebalansering ved månedsslutt ga et tap på om lag 5,4 millioner kroner. De øvrige vesentlige hendelsene gjaldt i hovedsak informasjonsteknologi og sikkerhet, og disse hadde ingen direkte finansielle konsekvenser.

### ETTERLEVELSE AV RETNINGSLINJER

Finansdepartementet har satt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2015. Vi mottok i samme periode ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

**Figur 23** Antall uønskede hendelser i Norges Bank Investment Management. Årsakskategorier



### UTVIDET RAPPORT OM AVKASTNING OG RISIKO

En egen rapport om avkastning og risiko publiseres i første kvartal 2016.



## 4.8 ANSVARLIG FORVALTNING

# Støtter fondets langsiktige interesser

---

**Vi forvalter fondet ansvarlig for å støtte opp under fondets formål om høyest mulig avkastning innenfor et akseptabelt risikonivå. Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er derfor en integrert del av investeringsprosessen.**

Norges Bank Investment Management forvalter fondet ut fra et mål om å oppnå høyest mulig avkastning innenfor rammene satt i forvaltningsmandatet. Ansvarlig investeringsvirksomhet skal støtte opp om fondets målsetting ved å fremme den langsiktige økonomiske avkastningen av våre investeringer og ved å redusere den økonomiske risikoen knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold ved selskaper vi er investert i.

Det norske folket eier fondet. Oppdraget vårt er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner. Vi er en stor, global investor med en langsiktig investeringshorisont, og vi søker å utnytte fondets særtrekk. Fondet er investert i de fleste markeder, sektorer og land for å ta del i den globale verdiskapingen og for å spre risikoen best mulig.

Vårt forvaltningsmandat sier at vi skal integrere ansvarlig investeringsvirksomhet i forvaltningen av fondet. For oss handler det om å forvalte folkets finansielle verdier på en ansvarlig og god måte. Vi har prioritert vårt arbeid langs tre bærebjelker: standardsetting, eierskap og risikostyring. Gjennom vårt arbeid sikter vi mot å fremme god selskapsstyring og velfungerende, legitime og effektive markeder.

Vi samarbeider med internasjonale organisasjoner om standarder og prinsipper og kommuniserer våre forventninger til selskaper. Vi støtter akademisk forskning for å forbedre det teoretiske og empiriske fundamentet for vårt arbeid. Vi stemmer på generalforsamlinger og har direkte kontakt med selskapene og deres styrever. I tillegg håndterer og overvåker vi ulike typer risiko i vår portefølje.

Med eierandeler i mer enn 9 000 selskaper stemmer vi på nesten alle generalforsamlinger, men vi kan ikke ha dyp innsikt i alle selskapene. Vi legger derfor vekt på god selskapsstyring og styrets rolle. Vi konsentrerer vårt eierskapsarbeid på temaer og selskaper der vi mener at potensialet for å skape verdier for fondet er størst. Våre analyser inkluderer finansielle selskapsmodeller og vurderinger av selskapenes økonomiske utsikter. Selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold er innarbeidet i slike vurderinger. I 2015 stemte vi på 11 562 generalforsamlinger og avholdt 3 250 selskapsmøter.

Håndtering av risiko knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold er viktig for å ivareta våre investeringer. Vi har en systematisk tilnærming til risikoovervåking. Vår tilnærming går ut på å foreta generelle vurderinger før vi går nærmere inn i den enkelte problemstillingen. Vi er avhengig av data om selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold i dette arbeidet. Vi prioriterer derfor å utvikle databaser for slike opplysninger.

Vi har valgt å fokusere særskilt på tre områder innen bærekraft: barns rettigheter, klimaendringer og vannforvaltning. Vi har

arbeidet med disse temaene over tid. Flere selskaper har en velutviklet strategi og praksis innenfor disse områdene. Vår målsetning er å ta i bruk de virkemidlene vi har til rådighet for å bidra til en god markedspraksis, og uttrykke klare forventninger til selskaper.

Vi investerer ekstra i miljøteknologi gjennom våre miljørelaterte mandater. Våre miljørelaterte mandater hadde en samlet markedsverdi på 53,8 milliarder kroner og var investert i 224 selskaper ved utgangen av 2015. Investeringene hadde en avkastning på 1,1 prosent i 2015. Vi har de siste par årene gjennomført nedsalg av en rekke selskaper basert på vurderinger som omfatter miljømessige og samfunnmessige risikofaktorer og selskapsstyring. I 2015 solgte vi oss ut av 73 selskaper basert på slike risikovurderinger.

Vi investerer i eiendom på en ansvarlig måte. Vårt utgangspunkt er at eiendommer som bygges og drives på en bærekraftig måte, har lavere kostnader, lavere finansiell risiko og kan gi høyere leieinntekter. Det gjøres grundige analyser av miljørisiko i forkant av hver investering og bærekraft er et viktig aspekt i vår eiendomsforvaltning.



#### UTVIDET RAPPORT OM ANSVARLIG FORVALTNING

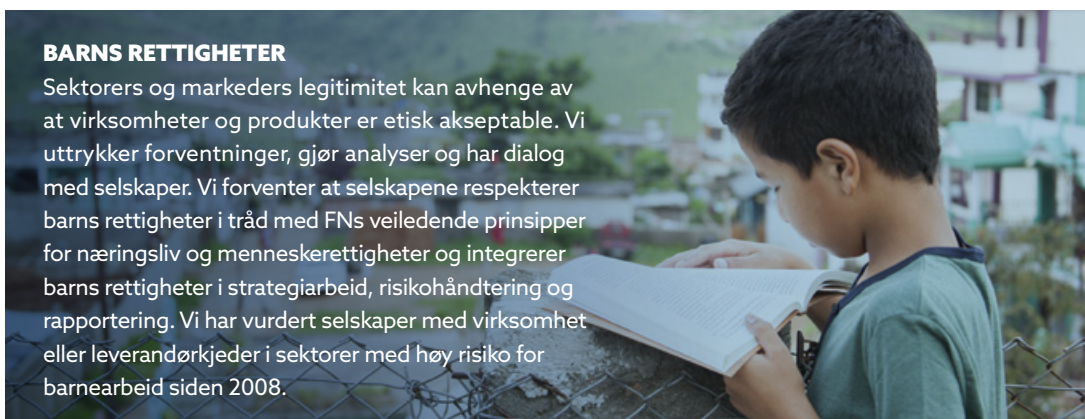
Vi publiserte en egen rapport om ansvarlig forvaltning i februar 2016. Rapporten er tilgjengelig på våre nettsider [www.nbim.no](http://www.nbim.no).



## VI OPPDATERTE VÅRE FORVENTNINGSDOKUMENTER I 2015

### BARNES RETTIGHETER

Sektorers og markeders legitimitet kan avhenge av at virksomheter og produkter er etisk akseptable. Vi uttrykker forventninger, gjør analyser og har dialog med selskaper. Vi forventer at selskapene respekterer barns rettigheter i tråd med FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter og integrerer barns rettigheter i strategiarbeid, risikohåndtering og rapportering. Vi har vurdert selskaper med virksomhet eller leverandørkjeder i sektorer med høy risiko for barnearbeid siden 2008.



55

### VANNFORVALTNING

Hvordan selskaper forvalter vannrisiko og utnytter muligheter kan ha innvirkning på selskapenes langsiktige avkastning. Eksterne konsekvenser av vannforbruk som ikke er bærekraftig kan i seg selv ha innvirkning på fondets langsiktige verdiutvikling. Vi uttrykker forventninger, gjør analyser og har dialog med selskaper. Vi forventer at selskaper integrerer vannrisiko i strategiarbeid, risikohåndtering og rapportering. Vi har vurdert selskaper som er utsatt for vannrisiko siden 2010.



### KLIMAENDRINGER

Klimaendringer kan ha innvirkning på selskapers inntjening og fondets langsiktige avkastning. Klimaendringer kan også gi forretningsmessige muligheter. Vi uttrykker forventninger, gjør analyser og har dialog med selskaper. Vi forventer at selskaper planlegger for ulike klimascenarier og integrerer klimarisiko i strategiarbeid, risikohåndtering og rapportering. Vi har vurdert selskaper som er utsatt for klimarisiko siden 2010.



# Organisasjonen

---



56

**518** ANSATTE

**35** NASJONER

288 OSLO

129 LONDON

61 NEW YORK

31 SINGAPORE

9 SHANGHAI

# En effektiv organisasjon

---

**Norges Bank Investment Management økte antallet ansatte med 90 personer til 518 i 2015. De fleste ble ansatt ved våre utenlandskontorer for å sikre nærhet til markedene vi investerer i.**

Vi arbeider systematisk med å videreutvikle en internasjonal investeringsorganisasjon som kan sikre verdiene i fondet for fremtidige generasjoner. Organisasjonen er resultatorientert, preget av høyt tempo og krav til leveranser med nøyaktighet og kvalitet. Våre ansatte har det globale perspektivet og den erfaringen som er nødvendig for å kunne forvalte et fond som er investert i store deler av verden.

I 2015 jobbet vi videre med å rekruttere forvaltere og analytikere innenfor aksje-, rente- og eiendomsforvaltningen, særlig til våre utenlandskontorer. Nærheten til markedene vi investerer i gir oss bedre tilgang til investeringsmulighetene og sørger for at vi kan følge opp fondets investeringer kontinuerlig. Vi ansatte porteføljeforvaltere og analytikere innen alle aktivklasser, både for å kunne gjennomføre strategien om å spre investeringene over flere markeder og med sikte på fortsatt vekst innenfor eiendomsinvesteringene. Over en tredjedel av våre ansatte er direkte involvert i investeringsbeslutninger.

I løpet av 2015 har antallet faste ansatte økt med 90 personer. 44,4 prosent av arbeidsstokken jobbet ved utgangen av 2015 i våre kontorer i London, New York, Singapore og Shanghai, mot 41,0 prosent året før. Ved utgangen av året hadde vi 518 ansatte, inkludert 24 personer i traineeprogrammet vårt. Som en følge av vekst i organisasjonen er flere av våre utenlandskontorer blitt utvidet i 2015.

Ansatte fra 35 nasjoner representerer et stort mangfold i organisasjonen. Samtidig er det et overordnet mål å øke andelen kvinner. Det er nedsatt en egen arbeidsgruppe som jobber med dette, hvor hovedaktivitetene dreier seg om å tiltrekke, utvikle og beholde talentfulle kvinner.



I 2015 fortsatte utviklingen av Norges Bank Real Estate Management, etter at eiendomsforvaltningen ble skilt ut som en egen enhet og fikk en egen ledergruppe i 2014. Ledergruppen i Norges Bank Real Estate Management ble i 2015 utvidet med en egen leder og en egen direktør for kontroll og etterlevelse. Lederen for Norges Bank Real Estate Management vil ha det daglige, overordnede ansvaret for hele eiendomsorganisasjonen.

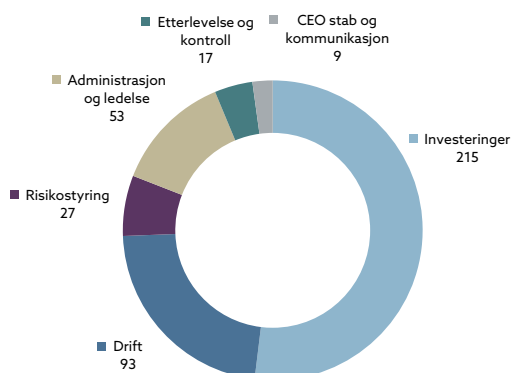
Vi har i strategiplanen for 2014–2016 skissert ambisiøse mål for eiendomsforvaltningen, noe som tilsier at vi må bygge en robust og global organisasjon som vokser i takt med størrelsen og kompleksiteten til porteføljen. Vi forventer at antallet ansatte i eiendomsforvaltningen vil øke til 200 i løpet av strategiperioden. Ved utgangen av 2015 var totalt 104 personer med 17 ulike nasjonaliteter ansatt i Norges Bank Real Estate Management. Et år tidligere var antallet ansatte 51. Vi bygger gradvis opp organisasjonen med sikte på en

kostnadseffektiv forvaltning av eiendomsporteføljen. For å gjennomføre fondets planer om eiendomsinvesteringer i Asia åpnet vi i 2015 egne eiendomskontorer i Singapore og Tokyo.

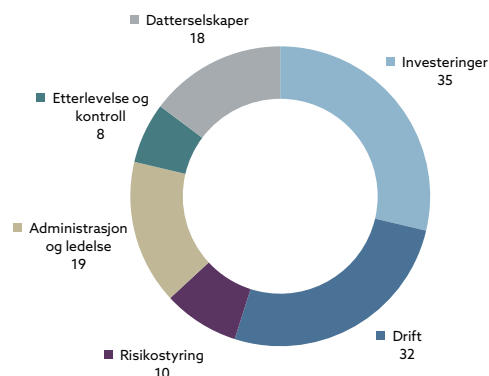
Med fondets størrelse og betydning følger stor offentlig interesse for forvaltningen både i Norge og internasjonalt. Stor grad av åpenhet er en sentral del av strategien vår. Vi jobber kontinuerlig for å styrke kunnskapen om fondet og gi tydelig og relevant informasjon om alle sider ved forvaltningen. I 2015 har vi blant annet lansert en forbedret digital beholdningsløsning og arrangert fire eksterne frokostseminarer om temaer knyttet til forvaltningen.

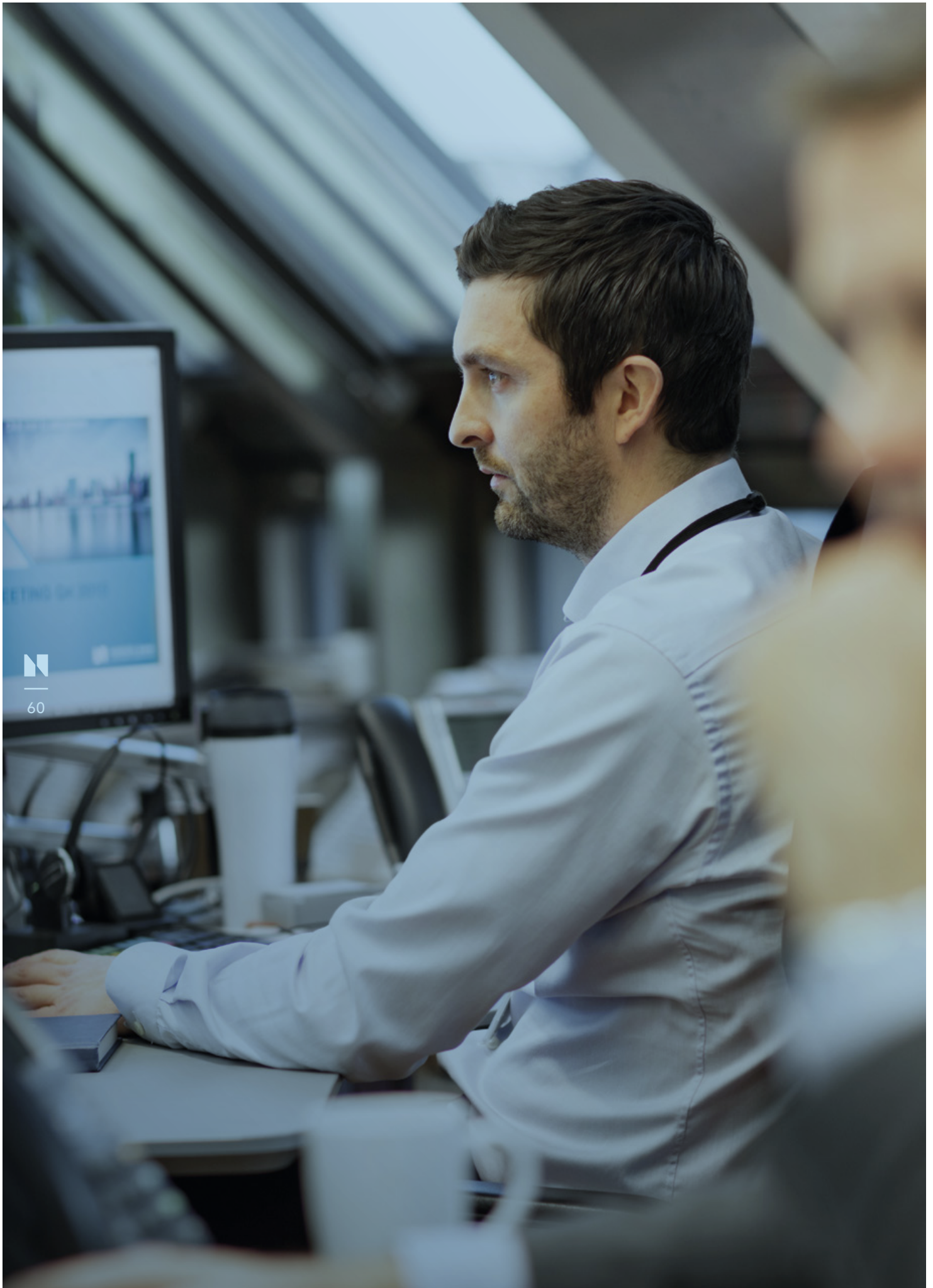
Stor grad av åpenhet er en del av strategien vår.

**Figur 24** Ansatte fordelt etter område. Norges Bank Investment Management. Antall



**Figur 25** Ansatte fordelt etter område. Norges Bank Real Estate Management, inkludert datterselskaper. Antall





## FORVALTNINGSKOSTNADER

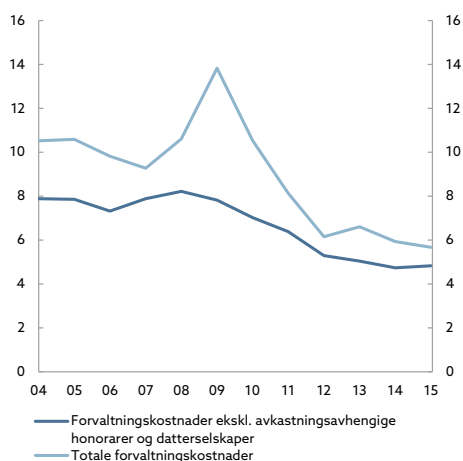
Vi har som mål å maksimere fondets langsiktige avkastning etter kostnader. Vi har en høy kostnadsbevissthet i forvaltningen og tar ut stordriftsfordeler der det er mulig. Totale forvaltningskostnader målt i basispunkter viser en nedadgående trend. Vi legger vekt på å holde høy kvalitet i forvaltningen og sikre god risikostyring og kontroll av virksomheten. Norges Bank mottar årlig en godtgjøring fra Finansdepartementet for kostnadene ved å forvalte fondet.

Kostnadene knyttet til forvaltningen av fondet påløper i hovedsak i Norges Bank. Disse kostnadene økte til 3,9 milliarder kroner i 2015, fra 3,2 milliarder kroner i 2014. Økningen skyldtes i hovedsak en svakere krone, vekst i antall ansatte og høyere kostnader knyttet til eksterne forvaltere som følge av flere mandater og mer kapital forvaltet eksternt. Veksten i antall ansatte medførte høyere lønns- og personalkostnader og

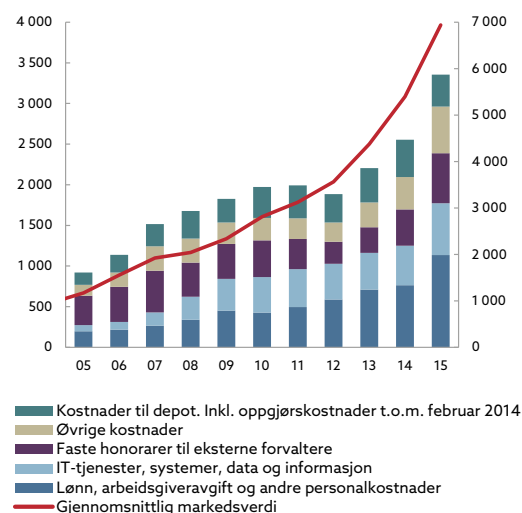
økte kostnader relatert til utvidet kontorkapasitet. Vi har også hatt noe høyere kostnader knyttet til IT-tjenester, data og analyse som følge av veksten i organisasjonen. Depotkostnader er redusert, selv om kapital under forvaltning har økt, som følge av reforhandlet kontrakt. Som andel av gjennomsnittlig kapital under forvaltning var forvaltningskostnadene på 5,7 basispunkter i 2015, ned fra 5,9 basispunkter året før. Etter at avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er trukket fra kostnadene, gikk kostnadene i 2015 marginalt opp til 4,8 basispunkter, fra 4,7 basispunkter i 2014.

Forvaltningskostnader påløper også i datterselskaper i eiendom og består av driftskostnader knyttet til forvaltningen av eiendomsporteføljen. Kostnadene inngår ikke i forvaltningsgodtgjørelsen, da de belastes investeringsporteføljen direkte. Disse kostnadene økte til 0,1 milliarder kroner i 2015, fra

**Figur 26** Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning. Basispunkter



**Figur 27** Utviklingen i de enkelte kostnadsbestanddelene. Kostnader<sup>1</sup> (millioner kroner, venstre akse) og fondets gjennomsnittlige markedsverdi (milliarder kroner, høyre akse)



<sup>1</sup>Ekskl. avkastningsavhengige honorarer og datterselskaper

0,08 milliarder kroner i 2014. Dette inkluderer ikke datterselskaperenes driftskostnader til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Kostnadene er ikke definert som forvaltningskostnader ettersom de er direkte relatert til de underliggende bygningene, og ikke til forvaltningen av eiendomsporteføljen.

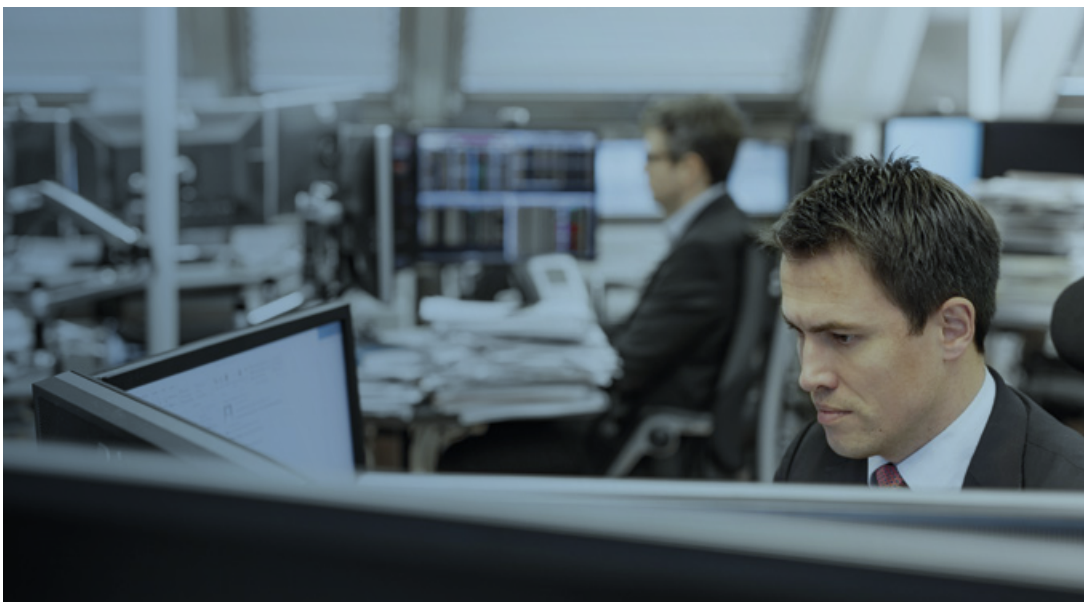
Totale forvaltningskostnader økte dermed til 4,0 milliarder kroner i 2015, fra 3,3 milliarder kroner i 2014. Det tilsvarer 5,8 basispunkter i 2015 sammenlignet med 6,1 basispunkter i 2014.

### LØNSSYSTEMET

Norges Banks hovedstyre fastsetter prinsippene for lønssystemet til Norges Bank Investment Management. I tillegg til fastlønn kan ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, og enkelte andre medarbeidere, ha prestasjonsbasert lønn.

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

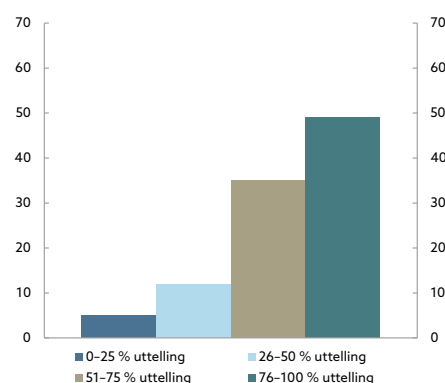
Organisasjonen hadde 219 ansatte med prestasjonsbasert lønn i 2015. Deres samlede fastlønn utgjorde 283,5 millioner kroner i 2015, mens den samlede øvre rammen for prestasjonsbasert lønn var 319,8 millioner kroner. Ansatte med prestasjonsbasert lønn opptjente i gjennomsnitt 59 prosent av totalrammen for 2015, basert på resultater over flere år. For 2015 alene var den gjennomsnittlige opptjeningen 70 prosent av rammen.





Ledergruppen i fondet mottar kun fastlønn. Nye medlemmer av ledergruppen som tidligere har hatt prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Lønn til leder og lønnsintervaller for ledergruppen fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Utbetalt lønn til organisasjonens leder var på 6,29 millioner kroner i 2015. Foruten ledergruppen og ansatte med prestasjonsbasert lønn var det 280 faste ansatte innenfor risikostyring, etterlevelse og kontroll, drift og stabsfunksjoner ved utgangen av 2015. Disse hadde en samlet årlig fastlønn på 249,4 millioner kroner.

**Figur 28** Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2015. Prosent



**Tabell 24** Ytelser til ledende ansatte i 2015

Stilling	Navn	Brutto lønn	Presta- sjonslønn <sup>1</sup>	Verdi av andre fordeler	Pensjons- opptjening	Personal- lån
<b>Norges Bank Investment Management</b>						
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	6 285 184		7 860	528 943	402 709
Deputy Chief Executive Officer and Chief Administrative Officer	Trond Grande	4 281 238		7 599	369 071	0
Chief Compliance and Control Officer	Stephen A. Hirsch <sup>2</sup>	283 333		655	22 037	0
Chief Investment Officer Equity Strategies	Petter Johnsen <sup>3</sup>	8 424 354		94 904	842 435	0
Chief Investment Officer Asset Strategies	Øyvind Gjærevoll Schanke	4 655 131	1 157 664	177 741	578 934	0
Chief Investment Officer Allocation Strategies	Ole Christian Bech-Moen	4 044 819	959 224	179 870	312 798	2 520 000
Chief Risk Officer	Dag Huse	4 298 316	1 318 655	7 860	565 898	0
Chief Operating Officer	Age Bakker	3 283 862		7 599	402 712	0
<b>Norges Bank Real Estate Management</b>						
Chief Investment Officer	Karsten Kallevig	4 257 705		7 860	356 189	0
Chief Administrative Officer	Mie Caroline Holstad	1 711 938		7 860	271 409	1 983 914
Chief Operating Officer	Nina Kathrine Hammerstad	2 514 702		7 860	376 992	2 108 986
Chief Risk Officer	Lars Oswald Dahl	3 075 042		7 860	331 987	0
Chief Compliance and Control Officer	Jan Thomsen	3 446 713		7 860	352 581	0

<sup>1</sup> Ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Nye medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen.

<sup>2</sup> Tiltrådte sin stilling 01.12.2015. Godtgjørelse vises fra tiltredelsestidspunkt.

<sup>3</sup> Mottar lønn i britiske pund. Tall inkluderer valutaeffekt ved omregning til norske kroner.

# Ledergruppen

---

## NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT



Chief Executive Officer  
Yngve Slyngstad



Deputy Chief Executive  
Officer og Chief  
Administrative Officer  
Trond Grande



Chief Investment Officer,  
Equity Strategies  
Petter Johnsen



Chief Investment Officer,  
Asset Strategies  
Øyvind Gjærevoll Schanke



Chief Investment Officer,  
Allocation Strategies  
Ole Christian  
Bech-Moen



Chief Risk Officer  
Dag Huse



Chief Operating Officer  
Age Bakker



Chief Compliance and  
Control Officer  
Stephen A. Hirsch

## NORGES BANK REAL ESTATE MANAGEMENT



Chief Executive Officer  
Karsten Kallevig



Chief Risk Officer  
Lars Oswald Dahl



Chief Operating Officer  
Nina Kathrine Hammerstad



Chief Administrative Officer  
Mie Caroline Holstad



Chief Compliance and  
Control Officer  
Jan Thomsen

# Regnskaps- rapportering

---

Årsregnskapet til Norges Bank for 2015, som omfatter regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland, ble godkjent av hovedstyret 10. februar 2016 og fastsatt av representantskapet 3. mars 2016.

---

## REGNSKAP

6.1 Resultatregnskap _____	68
Balanse _____	69
Kontantstrømoppstilling _____	70
Oppstilling av endringer i eiers kapital _____	71



---

**NOTER**

6.2	Noter til regnskapsrapportering	
Note 1	Generell informasjon	72
Note 2	Regnskapsprinsipper	72
Note 3	Avkastning per aktivaklasse	75
Note 4	Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater	76
Note 5	Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater	77
Note 6	Unotert eiendom	79
Note 7	Måling til virkelig verdi	82
Note 8	Risiko	88
Note 9	Skatt	99
Note 10	Forvaltningskostnader	100
Note 11	Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	101
Note 12	Sikkerhetsstillelse og motregning	104
Note 13	Andre eiendeler og annen gjeld	106
Note 14	Nærstående parter	107
Note 15	Interesser i andre foretak	108

---

**REVISOR**

6.3	Revisors beretning	110
-----	--------------------	-----

## Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2015	2014
<b>Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta</b>			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer og andeler*	4	284 414	385 943
- Obligasjoner*	4	36 160	158 006
- Unotert eiendom	6	14 537	7 160
- Finansielle derivater	4	-1 984	-8 208
- Utlån med sikkerhetsstillelse*	11	3 266	2 758
- Innlån med sikkerhetsstillelse	11	50	-35
Skattekostnad	9	-2 628	-2 026
Renteinntekter/kostnader		-18	39
Andre kostnader		-18	-3
<b>Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta</b>		<b>333 779</b>	<b>543 634</b>
Gevinst/tap valuta		668 138	702 259
<b>Porteføljeresultat</b>		<b>1 001 917</b>	<b>1 245 893</b>
Forvaltningsgodtgjøring	10	-3 933	-3 202
<b>Periodens resultat og totalresultat</b>		<b>997 984</b>	<b>1 242 691</b>

\* Utlån med sikkerhetsstillelse består av resultat fra gjensalgsvtaler samt inntekt fra verdipapirutlån gjennom agent. Inntekt fra verdipapirutlån gjennom agent var tidligere presentert som en del av *Inntekt/kostnad fra: Aksjer og andeler og Obligasjoner*. Sammenligningstall for 2014 er omarbeidet.

## Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2015	31.12.2014*
<b>EIENDELER</b>			
Innskudd i banker		2 543	11 731
Utlån med sikkerhetsstillelse	11,12	123 385	45 536
Avgitt kontantsikkerhet	12	2 231	1 289
Uoppgjorte handler		18 404	1 376
Aksjer og andeler	5	4 287 606	3 790 853
Utlånte aksjer	5,11	312 662	166 842
Obligasjoner	5	2 476 729	2 324 626
Utlånte obligasjoner	5,11	241 518	25 163
Unotert eiendom	6	180 021	106 431
Finansielle derivater	5,12	8 829	5 777
Andre eiendeler	13	2 265	3 847
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>7,8</b>	<b>7 656 193</b>	<b>6 483 471</b>
<b>GJELD OG EIERS KAPITAL</b>			
<b>Gjeld</b>			
Innlån med sikkerhetsstillelse	11,12	149 735	39 975
Mottatt kontantsikkerhet	12	2 570	543
Uoppgjorte handler		22 438	4 001
Finansielle derivater	5,12	5 266	7 895
Annen gjeld	13	1 031	318
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	10	3 933	3 202
<b>Sum gjeld</b>		<b>184 973</b>	<b>55 934</b>
Eiers kapital		7 471 220	6 427 537
<b>SUM GJELD OG EIERS KAPITAL</b>	<b>7,8</b>	<b>7 656 193</b>	<b>6 483 471</b>

\* Avgitt kontantsikkerhet er presentert på en egen linje i balansen fra 2015. Dette var tidligere inkludert i *Andre eiendeler*.  
*Innlån med sikkerhetsstillelse* inkluderer mottatt kontantsikkerhet gjennom verdipapirutlånsprogram, tidligere presentert som mottatt kontantsikkerhet. Sammenligningstall for 2014 er omarbeidet.

## REGNSKAPSPRINSIPP

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet etter den direkte metoden. Vesentlige kategorier av kontant-innbetalinger og -utbetalinger er presentert separat. Enkelte kategorier av kontantstrømmer, i hovedsak kjøp og salg av finansielle instrumenter, er presentert på netto basis. Alle investeringsaktiviteter og forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank som belastes SPU presenteres som operasjonelle aktiviteter. Kontanter omfatter *Innskudd i banker*.

Kontantoverføringer til SPU, i form av tilførsler fra den norske stat, anses som finansieringsaktiviteter. Disse overføringer er gjort opp i perioden (kontantprinsippet). Tilførsel i *Oppstilling av endringer i eiers kapital* er basert på opptjent tilførsel.

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

## Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	2015	2014
<b>Operasjonelle aktiviteter</b>		
Innbetaling av utbytte fra aksjer og andeler	108 904	82 623
Innbetaling av renter fra obligasjoner	75 283	63 309
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	3 532	1 966
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	3 324	2 515
<i>Innbetalinger av renter, utbytte og honorar fra beholdninger i aksjer og andeler, obligasjoner og unotert eiendom</i>	<i>191 043</i>	<i>150 413</i>
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-89 916	-144 448
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av obligasjoner	-140 103	-62 878
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av unotert eiendom	-44 946	-37 711
Netto innbetaling/utbetaling fra finansielle derivater	-3 165	-1 204
Netto innbetaling/utbetaling av kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner	730	-336
Netto innbetaling/utbetaling av renter på innskudd i banker og kassekreditt hos banker	-6	-1 137
Netto innbetaling/utbetaling ved utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	33 708	-40 012
Netto utbetaling av skatt	-1 499	-2 740
Netto innbetaling/utbetaling knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	1 309	-2 625
Utbetaling forvaltningshonorar til Norges Bank	-3 202	-2 889
<b>Netto utbetaling fra operasjonelle aktiviteter</b>	<b>-56 047</b>	<b>-145 567</b>
<b>Finansieringsaktiviteter</b>		
Tilførsel fra den norske stat	45 836	150 894
<b>Netto innbetaling fra finansieringsaktiviteter</b>	<b>45 836</b>	<b>150 894</b>
<b>Netto endring i kontanter</b>		
Innskudd i banker per 1. januar	11 731	3 953
Netto innbetaling/utbetaling av kontanter i perioden	-10 211	5 327
Netto gevinst/tap valuta på kontanter	1 023	2 451
<b>Innskudd i banker per periodens slutt</b>	<b>2 543</b>	<b>11 731</b>



## REGNSKAPSPRINSIPP

*Eiers kapital* for SPU består av innskutt kapital i form av tilførsler fra den norske stat og opptjent kapital i form av totalresultat. *Sum eiers kapital* tilsvarende Finansdepartementets innskudd på kronekontoen i Norges Bank.

## Oppstilling av endringer i eiers kapital

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital*
1. januar 2014	3 298 941	1 735 905	5 034 846
Totalresultat	-	1 242 691	1 242 691
Tilførsel i perioden*	150 000	-	150 000
<b>31. desember 2014</b>	<b>3 448 941</b>	<b>2 978 596</b>	<b>6 427 537</b>
1. januar 2015	3 448 941	2 978 596	6 427 537
Totalresultat	-	997 984	997 984
Tilførsel i perioden*	45 700	-	45 700
<b>31. desember 2015</b>	<b>3 494 640</b>	<b>3 976 580</b>	<b>7 471 220</b>

\* Av totale tilførsler til kronekontoen til SPU i 2015 ble 3,2 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2014, mens 42,5 milliarder kroner gikk til investeringsporteføljens plasseringer. Tilsvarende beløp for 2014 var henholdsvis 2,9 milliarder kroner og 147,1 milliarder kroner.

# Noter til regnskapsrapportering

## Note 1 Generell Informasjon

### 1. INNLEDNING

Norges Bank er sentralbanken i Norge. Banken forvalter landets valutareserver og Statens pensjonsfond utland (SPU).

SPU skal støtte statlig sparing for finansiering av fremtidige utgifter og underbygge langsiktige hensyn ved bruk av Norges petroleumsinntekter. Stortinget har fastsatt rammene i lov om Statens pensjonsfond, og Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning. SPU forvaltes av Norges Bank på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd og mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland fastsatt av Finansdepartementet. Hovedstyret i Norges Bank har delegert gjennomføringen av forvaltningsoppdraget til Norges Bank Investment Management (NBIM).

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

Banken skal i eget navn videreplassere kronekontoen i en investeringsportefølje bestående av aksjer, rentepapirer og fast eiendom. SPU er i sin helhet investert utenfor Norge.

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

Den årlige regnskapsrapporteringen for SPU er et utdrag av Norges Banks regnskapsrapportering, og inngår i Norges Banks årsregnskap som note 20.

### 2. GODKJENNING AV ÅRSREGNSKAPET

Årsregnskapet til Norges Bank for 2015, som omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 10. februar 2016 og fastsatt av representantskapet 3. mars 2016.

## Note 2 Regnskapsprinsipper

### HENVISNINGER TIL REGNSKAPSPRINSIPPER, VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNSMESSIGE VURDERINGER

Denne noten beskriver regnskapsprinsipper, vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger som gjelder hele regnskapet. Øvrige regnskapsprinsipper, vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger er beskrevet i de respektive oppstillingene og notene.

### FORKLARING TIL VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNSMESSIGE VURDERINGER

Utarbeidelsen av regnskapet innebærer bruk av estimater og skjønnsmessige vurderinger som kan påvirke eiendeler, forpliktelser, inntekter og kostnader. Estimater og skjønnsmessige vurderinger baseres på tidligere erfaringer og forventninger om fremtidige hendelser som anses å være sannsynlige på det tidspunktet regnskapet avlegges. Estimaterne er basert på beste skjønn, men faktisk resultat kan avvike fra estimatet.

## 1. GRUNNLAG FOR UTARBEIDELSE

I henhold til forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank, skal regnskapsrapportering for SPU utarbeides i samsvar med International Financial Reporting Standards (IFRS) som fastsatt av EU. Årsregnskapet utarbeides med regnskapsavslutning per 31. desember. Det er presentert i norske kroner og avrundet til nærmeste million.

## 2. ENDRINGER I REGNSKAPSPRINSIPPER OG NYE/ENDREDE STANDARDER OG FORTOLKNINGER

De anvendte regnskapsprinsipper er konsistente med prinsippene i forrige regnskapsår. Det er ingen nye eller endrede IFRS standarder og fortolkninger som har trådt i kraft for regnskapsåret som starter 1. januar 2015 som har hatt vesentlig påvirkning på regnskapet.

## 3. REGNSKAPSPRINSIPPER SOM GJELDER HELE REGNSKAPET

### 3.1 Datterselskaper

Det er etablert datterselskaper som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av SPU. Disse datterselskapene er enheter der SPU har kontroll. Sentrale datterselskaper er oppført i note 15 *Interesser i andre foretak*.

IFRS 10 *Konsernregnskap* er anvendt. IFRS 10 definerer en investeringsenhet og innfører et pliktig unntak fra konsolidering for investeringsenheter.

Datterselskaper som yter investeringsrelaterte tjenester for SPU og som ikke er investeringsenheter konsolideres i regnskapet til SPU. Andre datterselskaper blir målt til virkelig verdi over resultatet i tråd med unntak fra konsolidering for investeringsenheter.

### *Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet*

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet er presentert i balansen som *Unotert eiendom*. Datterselskapene investerer, gjennom andre selskaper, utelukkende i fast eiendom. For ytterligere informasjon om regnskapsprinsipper for finansielle eiendeler, som er anvendt for datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet, se punkt 3.3. Se note 6 for regnskapsprinsipper knyttet til unotert eiendom.

### *Konsoliderte datterselskaper*

Konsoliderte datterselskaper yter investeringsrelaterte tjenester for SPU i forbindelse med forvaltning av unoterte eiendomsinvesteringer. Disse selskapene eier ikke, hverken direkte eller indirekte, investeringer i eiendom. Konserninterne transaksjoner og mellomværende elimineres ved konsolidering.

## SKJØNNSMESSIG VURDERING

SPU er en investeringsenhet basert på følgende:

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

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

### 3.2 Valuta

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

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

## VESENTLIGE ESTIMATER

Gevinster og tap på verdipapirer og finansielle derivater er basert på endringer i verdipapiret/instrumentets kurs (før gevinst/tap valuta) og endringer i valutakurs (gevinst/tap valuta). Disse presenteres separat i resultatregnskapet. Metoden for å fordele total gevinst/tap i norske kroner, til et verdipapirelement og et valutaelement, er et estimat. Forskjellige metoder vil kunne gi forskjellige utslag for fordelingen.

### *Valutaelement*

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

### *Verdipapirelement*

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

### 3.3 Finansielle eiendeler og forpliktelser

#### Innregning og fraregning

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

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktsmessige rettighetene til kontantstrømmene opphører, eller når den finansielle eiendelen og det vesentligste av risiko og avkastning knyttet til eierskap av eiendelen overføres. Ved fraregning tilordnes gjennomsnittlig anskaffelseskost. Se note 11 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for spesifisering av overførte eiendeler som ikke er fraregnet.

Finansielle forpliktelser blir fraregnet når den kontraktsmessige forpliktelsen har blitt oppgjort, er utgått eller har blitt kansellert.

#### Klassifisering

Finansielle eiendeler og forpliktelser måles til virkelig verdi ved førstegangsinnregning og alle finansielle eiendeler og forpliktelser blir klassifisert avhengig av type instrument, kontraktuelle betingelser og hensikten med investeringen i samsvar med IAS 39 *Finansielle instrumenter: Innregning og måling*.

#### Virkelig verdi over resultatet (virkelig verdi opsjon)

Finansielle eiendeler og forpliktelser som styres og følges opp på bakgrunn av virkelig verdi i samsvar med en dokumentert risikostyrings- eller investeringsstrategi blir klassifisert ved førstegangsinn-

regning i kategorien *virkelig verdi over resultatet*. Dette innebærer at det benyttes en virkelig verdi forretningsmodell for porteføljene som omfatter disse finansielle eiendeler og/eller forpliktelser, og at det overordnede målet er å oppnå gevinster på lengre sikt knyttet til endringer i virkelig verdi. Finansielle eiendeler og forpliktelser blir i all hovedsak klassifisert som *virkelig verdi over resultatet*.

#### Holdt for handelsformål

Finansielle eiendeler og forpliktelser som er finansielle derivater blir klassifisert ved førstegangsinnregning i kategorien *holdt for handelsformål*.

#### Lån og fordringer

Finansielle eiendeler og -forpliktelser som ikke er klassifisert som *virkelig verdi over resultatet* eller *holdt for handelsformål* blir klassifisert ved førstegangsinnregning som *lån og fordringer*.

## 4. NYE STANDARDER MED VIRKNING FRA 2016 ELLER SENERE

Vedtatte IASB-standarder og IFRIC-fortolkninger med ikrafttredelsesdato fra 2016 eller senere:

#### IFRS 9 Finansielle instrumenter

IFRS 9 inneholder krav for innregning, måling, nedskrivning og fraregning av finansielle instrumenter som erstatter IAS 39 *Finansielle instrumenter: Innregning og måling*.

Etter IFRS 9 skal finansielle eiendeler som inneholder vanlige lånevilkår regnskapsføres til amortisert kost, med mindre forretningsmodellen tilsier at de skal føres til virkelig verdi. Andre finansielle eiendeler skal regnskapsføres til virkelig verdi.

Klassifiserings- og målereglene for finansielle forpliktelser etter IFRS 9 er en videreføring av IAS 39, med unntak for finansielle forpliktelser utpekt til *virkelig verdi over resultatet* (virkelig verdi opsjon), hvor verdiendringer knyttet til egen kredittrisiko skilles ut og føres over andre inntekter og kostnader (Totalresultat).

Det er forventet at finansielle eiendeler og forpliktelser vil kvalifisere for virkelig verdimåling etter IFRS 9 per 31. desember 2015.

Ikrafttredelsestidspunktet satt av IASB for IFRS 9 er perioder som starter 1. januar 2018 eller senere. Det forventes at standarden vil bli anvendt når den er vedtatt og godkjent av EU. Implementering av IFRS 9 forventes ikke å medføre vesentlige endringer i klassifikasjon, innregning eller måling for regnskapsrapporteringen på overgangstidspunktet.

## Note 3 Avkastning per aktivaklasse

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	2015	2014	4. kvartal 2015	3. kvartal 2015	2. kvartal 2015	1. kvartal 2015
<b>Avkastning målt i fondets valutakurv</b>						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	3,83	7,90	5,84	-8,56	-0,23	7,53
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	0,33	6,88	0,07	0,90	-2,22	1,63
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	10,00	10,42	1,61	2,97	1,96	3,10
Fondets avkastning (prosent)	2,74	7,58	3,56	-4,93	-0,87	5,28
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	2,52	7,53	3,61	-5,15	-0,95	5,33
Avkastning på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	2,07	8,30	3,51	-4,93	-1,33	5,13
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,45	-0,77	0,11	-0,22	0,38	0,19
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,83	-0,82	0,12	-0,07	0,40	0,39
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,24	-0,70	0,17	-0,64	0,34	-0,14
<b>Avkastning målt i norske kroner (prosent)</b>						
Aksjeinvesteringenes avkastning	16,77	24,61	8,65	-2,29	-1,17	11,29
Renteinvesteringenes avkastning	12,83	23,43	2,73	7,82	-3,14	5,17
Eiendomsinvesteringenes avkastning	23,71	27,51	4,32	10,03	1,00	6,70
Fondets avkastning	15,54	24,23	6,31	1,59	-1,81	8,95
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning	15,30	24,18	6,37	1,35	-1,89	9,00

Avkastningen i tabell 3.1 er en gjengivelse av avkastningsinformasjon i tabell 1 i årsrapportens kapittel *Resultater for 2015*. Den anvendte metodikken beregner tidsvektet avkastning på månedlig basis. Beholdningenes virkelige verdi fastsettes på tidspunkter for kontantstrømmer inn i og ut av aktivaklassene, og det benyttes geometrisk kobling av periodenes avkastning. Avkastning beregnes etter fradrag for ikke refunderbar kildeskatt på utbytte, renter og skatt på gevinster. Avkastning rapporteres målt i fondets valutakurv, samt i norske kroner, der valutakurven er vektet etter sammensetningen av valutaene i referanseindeksen for

aksjer og obligasjoner. Avkastningen målt i fondets valutakurv beregnes som den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvets avkastning. Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner beregnes ved å vekte sammen månedlig avkastning til referanseindeksene for hver av de to aktivaklassene. Som vekter brukes hver av aktivaklassenes vekt i faktisk referanseindeks ved inngangen til måneden. Eiendomsinvesteringenes avkastning inkluderer avkastning på investeringer i notert og unotert eiendom.

## Note 4 Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater

### REGNSKAPSPRINSIPP

Følgende regnskapsprinsipper er knyttet til de respektive inntekts- og kostnadselementer:

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

*Utbytte* innregnes på det tidspunkt utbytte er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan.

*Realisert gevinst/tap* utgjør beløp realisert når eiendeler eller forpliktelser blir fraregnet. Realiserte gevinster/tap inkluderer transaksjonskostnader, som resultatføres når de påløper. Transaksjonskostnader er definert som alle kostnader som er direkte henførbare til den gjennomførte transaksjonen. For investeringer i *Aksjer og andeler* samt *Obligasjoner* omfatter dette normalt kurtasje og dokumentavgift.

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

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

Tabell 4.1 Spesifisering Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	2015	2014
Utbytte	107 383	87 962
Realisert gevinst/tap	132 240	75 832
Urealisert gevinst/tap	44 791	222 149
<b>Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta</b>	<b>284 414</b>	<b>385 943</b>

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2015	2014
Renter	78 243	65 472
Realisert gevinst/tap	21 098	14 831
Urealisert gevinst/tap	-63 181	77 703
<b>Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta</b>	<b>36 160</b>	<b>158 006</b>

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2015	2014
Utbytte	21	-
Renter	-869	-285
Realisert gevinst/tap	-2 422	-4 226
Urealisert gevinst/tap	1 286	-3 697
<b>Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta</b>	<b>-1 984</b>	<b>-8 208</b>

## Note 5 Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater

### REGNSKAPSPRINSIPP

Investeringer i aksjer, andeler og obligasjoner er klassifisert ved førstegangsinnregning som *virkelig verdi over resultatet* og måles i balansen til virkelig verdi. Opptjente og påløpte utbytter og renter presenteres i balansen på samme linje som den tilhørende finansielle eiendelen eller forpliktelsen og er spesifisert i tabellene 5.1 og 5.2 for *Aksjer og andeler* og *Obligasjoner*. Utlånte aksjer, andeler og obligasjoner presenteres separat. For mer informasjon om utlånte instrumenter, se note 11 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*.

Finansielle derivater er klassifisert som *holdt til handelsformål* og måles i balansen til virkelig verdi. Variation margin for børsnoterte futures anses som oppgjort og verdier er presentert i balansen som *Innskudd i banker*. Norges Bank benytter ikke sikringsbokføring, og ingen finansielle instrumenter er derfor utpekt som sikringsinstrumenter.

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

Tabell 5.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2015		31.12.2014	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer og andeler	4 600 268	5 491	3 957 695	7 012
<b>Sum aksjer og andeler</b>	<b>4 600 268</b>	<b>5 491</b>	<b>3 957 695</b>	<b>7 012</b>
<i>Herav utlånte aksjer</i>	312 662		166 842	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2015			31.12.2014		
	Nominell verdi*	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter	Nominell verdi*	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter
<b>Statsobligasjoner</b>						
Statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta	1 326 895	1 493 128	11 803	1 095 771	1 296 796	9 832
<b>Sum statsobligasjoner</b>	<b>1 326 895</b>	<b>1 493 128</b>	<b>11 803</b>	<b>1 095 771</b>	<b>1 296 796</b>	<b>9 832</b>
<b>Statsrelaterte obligasjoner</b>						
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	21 935	23 045	385	19 094	20 867	359
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	89 363	96 508	743	71 470	82 793	721
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	66 665	72 351	737	59 365	64 904	680
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	189 712	194 925	1 409	166 567	175 207	1 548
<b>Sum statsrelaterte obligasjoner</b>	<b>367 675</b>	<b>386 829</b>	<b>3 274</b>	<b>316 496</b>	<b>343 771</b>	<b>3 308</b>
<b>Realrente obligasjoner</b>						
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	103 152	120 275	522	52 788	63 715	222
<b>Sum realrente obligasjoner</b>	<b>103 152</b>	<b>120 275</b>	<b>522</b>	<b>52 788</b>	<b>63 715</b>	<b>222</b>
<b>Selskapsobligasjoner</b>						
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	40 639	42 951	545	32 421	35 994	443
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	200 160	202 030	2 203	144 974	149 846	1 743
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	298 979	302 901	3 386	252 622	268 718	2 747
<b>Sum selskapsobligasjoner</b>	<b>539 778</b>	<b>547 882</b>	<b>6 134</b>	<b>430 017</b>	<b>454 559</b>	<b>4 933</b>
<b>Pantesikrede obligasjoner</b>						
Obligasjoner med fortrinnsrett	158 708	168 925	2 284	173 114	189 208	2 760
Commercial mortgage-backed securities	2 544	1 208	5	2 165	1 740	7
<b>Sum pantesikrede obligasjoner</b>	<b>161 252</b>	<b>170 133</b>	<b>2 289</b>	<b>175 279</b>	<b>190 948</b>	<b>2 767</b>
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>2 498 752</b>	<b>2 718 247</b>	<b>24 022</b>	<b>2 070 351</b>	<b>2 349 789</b>	<b>21 062</b>
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		241 518			25 163	

\* Nominell verdi består av hovedstol omregnet til norske kroner ved bruk av balansedagens kurs.

Finansielle derivater benyttes i forvaltningen for å justere eksponeringen innenfor forskjellige porteføljer, som et kostnadseffektivt alternativ til handel i

de underliggende verdipapirer. Dette kan være for å justere eksponeringen mot aksjer eller obligasjoner og rentemarkedet.



Tabell 5.3 spesifiserer finansielle derivater. Pålydende verdier (de nominelle verdiene av den underliggende) er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinster/tap for kontraktene. Pålydende verdier vises brutto som summen av verdiene for kjøpte og solgte posisjoner. Dette gir informasjon om i hvilken grad ulike typer finansielle derivater benyttes.

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2015			31.12.2014		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	351 186	4 352	1 521	204 179	5 275	3 141
Rentederivater	37 123	553	3 745	37 194	112	4 754
Aksjederivater*	4 846	3 924	-	1 596	390	-
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>393 155</b>	<b>8 829</b>	<b>5 266</b>	<b>242 969</b>	<b>5 777</b>	<b>7 895</b>

\* Aksjederivater inneholder rights og warrants (tidligere presentert som opsjoner), og deltagessertifikater.

#### IKKE-BØRSNOTERTE FINANSIELLE DERIVATER (OTC)

##### Valutaderivater

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

##### Rentederivater

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

##### Aksjederivater

Aksjederivater er derivater med eksponering mot underliggende enkeltaksjer. Aksjederivater inklu-

derer instrumenter med et opsjonselement, som warrants og rights. Disse instrumentene gir kjøperen rett til å kjøpe en aksje til en avtalt pris innenfor en viss tidsramme. Aksjederivater inneholder også deltagessertifikater som er et instrument som gir eksponering mot kursutviklingen til en underliggende aksje.

#### BØRSNOTERTE FUTURES KONTRAKTER

Futureskontrakter er børsnoterte avtaler om å kjøpe eller selge en spesifikk eiendel (verdipapir, indeks, rentesats eller lignende) til en avtalt pris en gang i fremtiden. Normalt foretas oppgjør i kontanter på kjøpstidspunktet og deretter med daglig marginoppgjør av gevinst og tap.

## Note 6 Unotert eiendom

### REGNSKAPSPRINSIPP

Eiendomsinvesteringer utføres gjennom datterselskaper utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Disse datterselskapene er ikke konsolidert i regnskapet til SPU fordi SPU er en investeringsenhet. Se note 2 *Regnskapsprinsipper* for mer informasjon. Investeringene i datterselskap, som består av egenkapital og langsiktig lånefinansiering, presenteres i balansen som *Unotert eiendom*. Datterselskapene blir utpekt ved førstegangsinnregning til *virkelig verdi over resultatet*. Endringer i virkelig verdi i perioden resultatføres.

Følgende regnskapsprinsipper er knyttet til de respektive inntekts- og kostnadselementer:

*Utbytte* innregnes på det tidspunkt utbyttet er formelt vedtatt av generalforsamlingen, tilsvarende beslutningsorgan eller utbetales som følge av selskapets vedtekter.

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

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

Tabell 6.1 spesifiserer linjen *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* i resultatregnskapet, før gevinst/tap valuta. Tabell 6.2 viser endringer i perioden for balanselinjen *Unotert eiendom*.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2015	2014
Utbytte	1 931	598
Renteinntekter	1 601	1 368
Urealisert gevinst/tap	11 005	5 194
<b>Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta</b>	<b>14 537</b>	<b>7 160</b>

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2015	31.12.2014
<b>Unotert eiendom, inngående balanse for perioden</b>	<b>106 431</b>	<b>51 032</b>
Tilgang nye investeringer	44 946	37 711
Urealisert gevinst/tap	11 005	5 194
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	17 639	12 494
<b>Unotert eiendom, utgående balanse for perioden</b>	<b>180 021</b>	<b>106 431</b>

#### UNDERLIGGENDE EIENDOMSSELSKAPER

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. Se note 15 *Interesser i andre foretak* for en oversikt over sentrale enheter. Disse enhetene har videre investert i eiendom, primært bygninger. Virkelig verdi av eiendom anses å være summen av alle underliggende eiendeler og forpliktelser målt til virkelig verdi, justert for SPU's eierandel. Eiendelene og forpliktelsene er spesifisert i tabell 6.4. For ytterligere informasjon angående måling av eiendommeiendeler og -forpliktelser til virkelig verdi, se note 7 *Måling til virkelig verdi*.

Regnskapsprinsipper for inntekts- og kostnadselementer spesifikke for underliggende eiendomsselskaper, ikke omtalt tidligere, er følgende:

*Leieinntekter* innregnes som inntekt lineært over leieperioden, hensyntatt eventuelle incentivordninger.

*Transaksjonskostnader* påløper som en engangskostnad ved kjøp eller salg av eiendommer. Transaksjonskostnader inkluderer dokumentavgift, tinglysningsgebyr, due diligence kostnader (utgifter til rådgivere, herunder advokater og verdsettere mv.) og forsikringer. Transaksjonskostnadene resultatføres etter hvert som de påløper.

Tabell 6.3 gir en spesifikasjon av SPUs andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende eiendomsselskapene. Inntekter generert gjennom leieinntekter, med fradrag for kostnader, kan distribueres til SPU i form av renter og utbytte som angitt i tabell 6.1. Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.1 inkluderer overskudd som ikke er utdelt, og vil derfor ikke tilsvare virkelig verdiendringer i tabell 6.3, som kun omfatter virkelig verdiendringer av eiendommer og gjeld.

Tabell 6.3 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2015	2014
Netto leieinntekter*	6 921	3 747
Realisert gevinst/tap	320	-
Virkelig verdiendringer – bygninger	9 265	5 464
Virkelig verdiendringer – gjeld	435	-395
Transaksjonskostnader	-320	-586
Rentekostnader ekstern gjeld	-666	-354
Betalbar skatt	-100	-81
Endring utsatt skatt	-452	-292
Faste honorarer til eiendomsforvaltere**	-308	-165
Variable honorarer til eiendomsforvaltere**	-343	-16
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet***	-86	-83
Andre driftskostnader	-129	-79
<b>Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper</b>	<b>14 537</b>	<b>7 160</b>

\* Netto leieinntekter består i all hovedsak av opptjente leieinntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av bygningene.

\*\* Faste og variable honorarer til eksterne eiendomsforvaltere er direkte relatert til de underliggende bygningene og er primært knyttet til drift og utvikling av bygninger og leieforhold.

\*\*\* Se tabell 10.2 for spesifikasjon av driftskostnader som måles mot rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

Tabell 6.4 gir en spesifikasjon av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende eiendomsselskapene.

Tabell 6.4 Spesifikasjon eiendeler og forpliktelser eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2015	31.12.2014
Innskudd i banker	2 491	1 170
Bygninger	197 549	118 515
Ekstern gjeld	-17 432	-11 985
Betalbar skatt	-215	-98
Netto utsatt skatt	-1 048	-520
Netto andre eiendeler og forpliktelser	-1 324	-651
<b>Sum eiendeler og forpliktelser eiendomsselskaper</b>	<b>180 021</b>	<b>106 431</b>

I tillegg til direkte eiendomsinvesteringer presentert på regnskapslinjen *Unotert eiendom*, inngår børsnoterte eiendomsinvesteringer i aktivaklassen eiendom. Børsnoterte eiendomsinvesteringer er

presentert på balanselinjen *Aksjer og andeler*, og utgjør 54 134 millioner kroner ved årsslutt sammenlignet med 33 238 millioner kroner ved årsslutt 2014.

## Note 7 Måling til virkelig verdi

### REGNSKAPSPRINSIPP

Alle eiendeler og forpliktelser presentert som *Aksjer og andeler, Obligasjoner, Unotert eiendom, Finansielle derivater, Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, Innskudd i banker og Avgitt- og mottatt kontantsikkerhet* er holdt til virkelig verdi i balansen.

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

### 1. INNLEDNING

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på offisielle sluttkurser og observerbare markedspriser. Dersom markedet for et verdipapir eller en eiendel ikke er aktivt, fastsettes virkelig verdi ved hjelp av standard verdsettelsesmodeller. Måling til virkelig verdi innebærer verdsettelsesusikkerhet, hovedsakelig på grunn av ikke-observerbare inndata som brukes i verdsettelsesmodeller. Verdsettelsesrisikoen blir adressert av kontrollmiljøet i Norges Bank Investment Management som regulerer måling til virkelig verdi. Dette er beskrevet i punkt 6 i denne noten.

### 2. VERDSETTELSESUSIKKERHET OG HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

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

- Nivå 1 består av eiendeler som er verdsatt basert på observerbare priser i aktive markeder og anses å ha svært begrenset verdsettelsesusikkerhet.
- Eiendeler og gjeldsposter som er klassifisert som nivå 2 verdsettes ved bruk av modeller og observerbare markedsdata. Inndata anses som observerbare dersom de kan bli direkte observert fra transaksjoner i et aktivt marked, eller dersom det er klare eksterne tegn på en gjennomførbar salgspris. Investeringer klassifisert som nivå 2 innehar noe verdsettelsesusikkerhet.
- Eiendeler klassifisert som nivå 3 er verdsatt ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata. Dette innebærer en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi.

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

### VESENTLIG ESTIMAT

Nivå 3 investeringer består av instrumenter holdt til virkelig verdi, men som ikke handles eller prises i et aktivt marked. Virkelig verdi er fastsatt ved bruk av verdsettelsesteknikker som bruker modeller med ikke-observerbare inndata. Dette innebærer en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi.

Tabell 7.1 allokterer investeringene i nivåer fordelt etter verdsettelsesusikkerhet og inkluderer alle balanselementer verdsatt til virkelig verdi.

Tabell 7.1 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
Aksjer og andeler	4 564 401	3 925 476	32 260	30 236	3 607	1 983	4 600 268	3 957 695
Statsobligasjoner	1 380 928	1 141 268	112 200	155 528	-	-	1 493 128	1 296 796
Statsrelaterte obligasjoner	331 310	308 397	54 477	27 424	1 042	7 950	386 829	343 771
Realrenteobligasjoner	108 484	55 613	11 791	8 102	-	-	120 275	63 715
Selskapsobligasjoner	512 577	246 887	34 824	192 266	481	15 406	547 882	454 559
Pantesikrede obligasjoner	160 797	172 332	8 128	16 703	1 208	1 913	170 133	190 948
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>2 494 096</b>	<b>1 924 497</b>	<b>221 420</b>	<b>400 023</b>	<b>2 731</b>	<b>25 269</b>	<b>2 718 247</b>	<b>2 349 789</b>
Finansielle derivater (eiendeler)	359	-	8 470	5 777	-	-	8 829	5 777
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-5 266	-7 895	-	-	-5 266	-7 895
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>359</b>	<b>-</b>	<b>3 204</b>	<b>-2 118</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3 563</b>	<b>-2 118</b>
Unotert eiendom	-	-	-	-	180 021	106 431	180 021	106 431
Annet*	-	-	-26 946	18 942	-	-	-26 946	18 942
<b>Totalt</b>	<b>7 058 856</b>	<b>5 849 973</b>	<b>229 938</b>	<b>447 083</b>	<b>186 359</b>	<b>133 683</b>	<b>7 475 153</b>	<b>6 430 739</b>
<b>Totalt (prosent)</b>	<b>94,4</b>	<b>91,0</b>	<b>3,1</b>	<b>6,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

\* Annet består av ikke-investerings eiendeler og forpliktelser begrenset til pengemarkedsinstrumenter som utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, innskudd i banker, uoppgjorte handler, avgitt og mottatt kontantsikkerhet og andre eiendeler og gjeld.

Verdsettelsesusikkerheten for SPU totalt ved utgangen av 2015 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2014. Majoriteten av den totale porteføljen er forbundet med lav verdsettelsesusikkerhet og klassifisert som nivå 1 eller 2 (97,5 prosent ved årsslutt 2015 mot 97,9 prosent ved årsslutt 2014).

#### Aksjer og andeler

Prisingsusikkerheten forbundet med aksjer og andeler er i hovedsak uendret gjennom året, og aksjer og andeler verdsettes nesten utelukkende (99,2 prosent) på offisielle sluttkurser fra børs eller sist omsatte børskurser. Dette er således observerbare markedskurser og er klassifisert som nivå 1. Andel aksjer klassifisert som nivå 2 utgjør 0,7 prosent av den totale aksjeporteføljen, og består hovedsakelig av forholdsvis illikvide beholdninger. Endringer i nivå 2 er nærmere omtalt i punkt 3 i denne noten. Aksjer klassifisert som nivå 3 består av et fåtall beholdninger hvor prisfastsettelsen er spesielt usikker grunnet manglende aktivitet i markedet, suspenderte selskaper, samt unoterte aksjer hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering. Disse utgjorde 0,1 prosent av aksjeporteføljen ved årsslutt.

#### Obligasjoner

Verdsettelsesusikkerheten for obligasjoner har gått ned sammenlignet med forrige årsslutt. Bevegelser mellom nivåene er videre omtalt nedenfor. Majoriteten (91,8 prosent) av obligasjonsbeholdningene er verdsatt ved bruk av observerbare markedskurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. Dette er gjeldende i alle kategorier av obligasjoner. Totalt sett var 8,1 prosent av obligasjonsbeholdningene klassifisert som nivå 2, og 0,1 prosent som nivå 3 ved årsslutt 2015.

Enkelte statsobligasjoner og et mindretall statsrelaterte obligasjoner, i hovedsak utstedt i fremvoksende markeder, er klassifisert som nivå 2. Ingen statsobligasjoner er klassifisert som nivå 3. Enkelte statsrelaterte obligasjoner er klassifisert som nivå 3.

Ingen realrenteobligasjoner er klassifisert som nivå 3 og mindretallet som er klassifisert som nivå 2 stammer fra fremvoksende markeder. En liten andel av pantesikrede obligasjoner er klassifisert som nivå 2 og enkelte som nivå 3. De har lav grad av observerbare markedspriser og noen av disse verdipapirene er modellpriset.

Majoriteten av selskapsobligasjonene er ved årsslutt ansett som likvide med observerbare markedspriser, og er således klassifisert som nivå 1. De resterende selskapsobligasjonene er nesten utelukkende klassifisert som nivå 2. Disse består av mindre likvide obligasjoner utstedt i amerikanske dollar, med noe grad av usikkerhet rundt virkelig verdi. Enkelte selskapsobligasjoner er illikvide utstedelser hvor virkelig verdi er usikker, og de er følgelig klassifisert som nivå 3.

#### Unotert eiendom

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Alle unoterte eiendomsinvesteringer er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsetterne, med unntak av nyinnkjøpte eiendommer hvor kostpris eksklusive transaksjonskostnader er ansett som det beste anslaget på virkelig verdi. Verdsettelsesusikkerheten knyttet til unoterte eiendomsinvesteringer vurderes i hovedsak å være uendret sammenlignet med forrige årsslutt.

#### Finansielle derivater

Noen aksjederivater (rights og warrants) som aktivt handles på børs, er klassifisert som nivå 1. Øvrige derivater har blitt klassifisert som nivå 2, da verdsettelsen av disse er basert på standard modeller, hvor det er benyttet observerbare inndata. Hovedandelen av derivatene på eiendelssiden av balansen er ikke-børsnoterte valutahandler med positiv markedsverdi. På gjeldssiden utgjør valutahandler med negativ markedsverdi noe over en tredjedel av den totale verdien, og rentebytteavtaler de resterende to tredjedelene.

Andre eiendeler og forpliktelser er klassifisert som nivå 2.

### 3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

#### Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Det har ikke vært signifikante endringer mellom nivåene i aksjeporteføljen siden forrige årsslutt. Gjennom året har det vært små bevegelser mellom nivå 1 og 2, spesielt knyttet til russiske og kinesiske aksjer. For førstnevnte marked har de fleste beholdninger blitt reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1 i takt med at det russiske markedet stabiliserte seg og at noen beholdninger ble flyttet ettersom aksjeprisene kunne baseres på direkte observerbare kurser. Enkelte kinesiske aksjer, som nylig har blitt suspendert fra handel, har blitt reklassifisert fra nivå 1 til nivå 2. I tillegg var andelen illikvide aksjer, mottatt i form av utbytte i aksjer, noe høyere ved utgangen av 2015. Beholdningene klassifisert som nivå 2 er derfor marginalt høyere sammenlignet med årsslutt 2014.

Innenfor samtlige kategorier av obligasjoner, foruten statsrelaterte obligasjoner, er usikkerheten rundt verdsettelse redusert, og 10 prosentpoeng av obligasjonsporteføljen har blitt reklassifisert. I løpet av første kvartal 2015 ble en signifikant andel av obligasjoner reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1. Hovedårsaken til denne reklassifiseringen var et bredere informasjonsgrunnlag som ga økt markedstransparens og innsikt i likviditet gjennom ytterligere tilgang på detaljert markedsinformasjon, herunder omfanget av gjennomførte handler i markedet over en lengre periode. Grunnen til at statsrelaterte obligasjoner klassifisert som nivå 2 har økt er at fondet foretok en signifikant investering i to illikvide obligasjoner mot slutten av året. Disse verdsettes på bakgrunn av mer likvide sammenlignbare obligasjoner og har dermed noe høyere verdsettelsesusikkerhet.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2015	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2015
Aksjer og andeler	1 983	418	-298	16	-397	3 021	-1 231	95	3 607
Obligasjoner	25 269	2 859	-971	-243	-1 003	418	-24 188	589	2 731
Unotert eiendom	106 431	44 946	-	-	11 005	-	-	17 639	180 021
<b>Totalt</b>	<b>133 683</b>	<b>48 223</b>	<b>-1 269</b>	<b>-227</b>	<b>9 605</b>	<b>3 439</b>	<b>-25 419</b>	<b>18 323</b>	<b>186 359</b>

Beløp i millioner kroner	01.01.2014	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2014
Aksjer og andeler	1 753	180	-138	19	-548	417	-67	367	1 983
Obligasjoner	1 571	9 247	-173	-230	68	10 455	-96	4 427	25 269
Unotert eiendom	51 032	37 711	-	-	5 194	-	-	12 494	106 431
<b>Totalt</b>	<b>54 356</b>	<b>47 138</b>	<b>-311</b>	<b>-211</b>	<b>4 714</b>	<b>10 872</b>	<b>-163</b>	<b>17 288</b>	<b>133 683</b>

SPUs samlede eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til verdsettelse (nivå 3) økte med 52 676 millioner kroner i 2015, til en eksponering ved slutten av året på 186 359 millioner kroner.

Aksje- og obligasjonsbeholdninger klassifisert som nivå 3 ble redusert med 20 914 millioner kroner i løpet av 2015. Ved utgangen av 2015 utgjorde dette nivået 6 338 millioner kroner, som tilsvarer 0,1 prosent av den totale aksje- og obligasjonsporteføljen. Aksjebeholdninger med størst grad av verdsettelsesusikkerhet økte med 1 624 millioner kroner, primært på grunn av kinesiske aksjer som har vært suspendert fra handel over lengre tid. Obligasjonsbeholdninger klassifisert som nivå 3 ble redusert med 22 538 millioner kroner i løpet av 2015. Gjennom året har beholdninger i spesielt selskapsobligasjoner og statsrelaterte obligasjoner blitt reklassifisert til høyere nivå. Dette skyldes i stor grad reklassifiseringer i første kvartal. Årsaken til denne reklassifiseringen er omtalt ovenfor.

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, og økningen på 73 590 millioner kroner i 2015 skyldes i hovedsak nye investeringer på 44 946 millioner kroner, samt verdiøkninger og valutaeffekter.

#### 4. VERDSETTELSESMETODER

Norges Bank Investment Management har definert hierarkier for hvilke priskilder som skal brukes i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene verdsettes normalt i henhold til indeksleverandørenes priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av priser fra andre anerkjente eksterne leverandører. I det neste avsnittet presenteres verdsettelsesteknikkene som blir brukt for instrumenter klassifisert som nivå 2 og nivå 3 i verdsettelseshierarkiet. Videre beskrives de vesentligste observerbare og ikke-observerbare inndata som blir brukt i verdsettelsesmodellene og deres sammenheng med sensitivitetstesting av instrumenter klassifisert som nivå 3.

##### *Unoterte eiendomsinvesteringer (nivå 3)*

Virkelig verdi av unotert eiendom er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 6 *Unotert eiendom*. Eiendeler og forpliktelser består i det vesentligste av bygninger og eksternt gjeld. Bygninger verdsettes hver rapporteringsdato av eksterne uavhengige verdsettelsespecialister ved bruk av verdsettelsesmodeller. Verdsettelse av eiendomsinvesteringer er av natur disponert mot fremtidsrettede skjønnsmessige vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuell eiendomstype, beliggenhet, fremtidig inntektsstrøm og relevante diskonteringsrenter. Disse forutsetningene repre-

senterer i hovedsak ikke-observerbar inndata og *Unotert eiendom* er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelseshierarkiet. Estimater som er brukt reflekterer nylig gjennomførte sammenlignbare transaksjoner med tilsvarende beliggenhet, tilstand og kvalitet og er basert på markedsbetingelser. Verdsettelsene reflekterer det beste estimat på markedsverdi på verdsettelsesdato og er sensitiv mot svingninger i inndata. Endring i nøkkelforutsetninger kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av eiendomsporteføljen.

Verdsettelse av kommersiell eiendom i det europeiske og amerikanske markedet er basert på varianter av neddiskonterte kontantstrømsmodeller.

Avkastningskrav og forutsetning om vekst i fremtidig markedsleienivå benyttet i estimering av fremtidige kontantstrømmer er de viktigste variablene som påvirker sensitivitet mot endringer i virkelig verdi. I tillegg er det en rekke andre forutsetninger som også påvirker sensitivitet til utvikling i virkelig verdi. Disse forutsetningene inkluderer, men er ikke begrenset til:

- Inflasjonsforventning (markeds, konsumprisindeks, kostnader osv.)
- Faktorer som påvirker forventet kontantstrøm (for eksempel sannsynlighet for fornyelse, forventet ledig utleieareal, utleieincentiver og ombygningskostnader)
- Forventet ledighet og kreditttap, enten på porteføljenivå eller per individuelle leietaker
- Endringer i kredittspread og diskonteringsrente på eiendoms lån.

Sensitivitetsanalysen for unoterte eiendomsinvesteringer begrenses til endring i avkastningskrav og endring i vekstforutsetningene til markedsleie. Sensitivitetsanalysen er basert på en statistisk relevant populasjon, representativ for eiendomsporteføljen. Et oppside og nedside scenario er benyttet for å reflektere både fordelaktige og ufordelaktige endringer.

##### *Aksjer og andeler (nivå 2 og nivå 3)*

Aksjer og andeler som er verdsett basert på modeller med observerbar inndata fra leverandører, i henhold til prishierarkiet, er klassifisert som nivå 2. Disse beholdningene er ofte instrumenter som ikke blir handlet daglig eller noterte aksjer som er suspendert fra handel. Verdsettelsesmodellene hensyntar flere typer observerbar inndata som pris på sammenlignbare aksjer, når aksjen sist var omsatt, volum og bakgrunn for suspensjon.

Unoterte aksjer og andeler verdsettes ved bruk av diskonterte kontantstrøms teknikker som benytter ikke-observerbar inndata som estimert fremtidig

inntjening og diskonteringsrenter. Andre nivå 3 beholdninger av aksjer og andeler, som illikvide beholdninger eller aksjer som har vært suspendert over en lengre periode, er verdsatt enten på siste markedspris, ved bruk av regresjonsanalyse eller basert på sammenlignbare selskaper.

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

#### Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

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

Obligasjoner som er verdsatt av eksterne prisleverandører basert på modeller med utstrakt bruk av ikke-observerbar inndata som sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer, utdaterte indirekte prisnoteringer på sammenlignbare utstedelser, og differanse mot referansekurver er klassifisert som nivå 3. Disse beholdningene inkluderer misligholdte og illikvide obligasjoner.

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

#### Derivater (nivå 2)

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

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

Aksjederivater, som opsjoner og warrants er hovedsakelig verdsatt basert på priser mottatt fra leverandører i henhold til prishierarkiet. I de få tilfeller et aksjederivat ikke handles, benyttes observerbar input som konverteringsfaktor, tegningspris og avtalt fremtidig kjøps-/salgskurs for å verdsette instrumentene. Deltagelsessertifikater er verdsatt basert på prisnoteringen for den underliggende aksjen, justert for observerbar inndata knyttet til kreditt- og likviditetsrisiko.

## 5. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2015	Sensitiviteter 31.12.2015		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2014	Sensitiviteter 31.12.2014	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer og andeler	3 607	-1 227	1 190	1 983	-843	587
Statsrelaterte obligasjoner	1 042	-104	104	7 950	-781	780
Selskapsobligasjoner	481	-78	78	15 406	-1 884	1 640
Pantesikrede obligasjoner	1 208	-121	121	1 913	-191	287
Sum obligasjoner	2 731	-304	304	25 269	-2 856	2 707
Unotert eiendom	180 021	-7 801	8 637	106 431	-5 532	6 071
<b>Totalt</b>	<b>186 359</b>	<b>-9 332</b>	<b>10 131</b>	<b>133 683</b>	<b>-9 231</b>	<b>9 365</b>



Det er usikkerhet forbundet med virkelig verdi av investeringer klassifisert som nivå 3, og den totale nedside verdsettelsesusikkerheten har økt med 101 millioner kroner til 9 332 millioner kroner ved årsslutt 2015. Oppside verdsettelsesusikkerhet har økt med 766 millioner kroner til 10 131 millioner kroner. Økningene skyldes hovedsakelig nye eiendomsinvesteringer, delvis motvirket av reduksjon i beholdningsverdien på statsrelaterte- og selskapsobligasjoner innen nivå 3.

Eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastning (diskonteringsrente) og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under et ufordelaktig scenario er det beregnet at en endring i diskonteringsrenten på +0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på -2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 4,3 prosent (5,2 prosent i 2014) eller 7 801 millioner kroner. Under et fordelaktig scenario vil en tilsvarende endring i diskonteringsrenten på -0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 4,8 prosent (5,7 prosent i 2014) eller 8 637 millioner kroner. Sensitivitet i virkelig verdi for uotert eiendom er i hovedsak redusert i forhold til forrige årsslutt, men verdien i absolutte tall i nivå 3 har økt som følge av nye eiendomsinvesteringer. Årsaken til reduksjon i usikkerhet er sammensatt, men skyldes hovedsakelig endring i faktisk porteføljesammensetning som gjenspeiles i utvalget som sensitivitetsanalysen er basert på. En hovedårsak er at logistikk-eiendom nå er inkludert i utvalget og disse har relativt sett lavere sensitivitet til hovedparameterne avkastningskrav og endring i vekstforutsetningene til markedisleie. I tillegg er det store endringer i sammensetningen av den amerikanske porteføljen og denne viser også lavere sensitivitet.

Sensitivitet i absolutte tall for aksje- og obligasjonsporteføljen har gått ned i takt med at beholdningene klassifisert som nivå 3 er redusert. Sensitivitet i virkelig verdi for obligasjoner er noe lavere enn for aksjer, spesielt for papirer med kortere løpetid.

## 6. KONTROLLMILJØ

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

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

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

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

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

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

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

## Note 8 Risiko

### FORVALTNINGSMANDAT FOR SPU

Se note 1 for en beskrivelse av rammeverket for forvaltning av SPU.

SPU skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i valutakurven til faktisk referanseindeks, innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen. Finansdepartementets strategiske referanseindeks er fordelt på tre aktivklasser, med en allokering på 60 prosent til aksjer, opptil 5 prosent i eiendom og resterende til obligasjoner. Referanseindeksen for aksjer er satt sammen etter markeds-kapitalisering for aksjene i de land som inngår i indeksen. Referanseindeksen for obligasjoner angir en fast fordeling mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner. Valutafordelingen følger av disse vektingsprinsippene. Investeringsporteføljen kan ikke investere i verdipapirer utstedt av norske foretak eller som er utstedt i norske kroner. Slike verdipapirer er heller ikke med i referanseindeksen. Investeringsporteføljen kan heller ikke investere i eiendom lokalisert i Norge.

### NORGES BANKS STYRINGSSTRUKTUR

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

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

### STYRINGSSTRUKTUR

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

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

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

### RAMMEVERK FOR INVESTERINGSRISIKO

I forvaltningsmandatet for SPU er det gitt flere rammer og begrensninger for den kombinerte aksje- og obligasjons aktivklassen, samt innen hver aktivklasse. Eiendomsinvesteringer er omhandlet i investeringsmandatet med egne rammer for forvaltningen. Rammene understøtter hvordan en diversifisert eksponering mot globale eiendomsmarkeder skal etableres og forvaltes.

Deling av roller og ansvar er et grunnprinsipp i utforming av prosesser i Norges Bank Investment Management. Endringer av investeringsmandater, porteføljehierarkiet eller nye motparter følges opp og krever godkjenning av Chief Risk Officer (CRO), eller den CRO har bemyndiget.

Hovedstyrets prinsipper for risikostyring er videre detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Ansvar for effektive prosesser knyttet til risikostyring er delegert til CRO og Chief Compliance Officers (CCO). Risikostyring knyttet til unoterte eiendomsinvesteringer er delegert til CRO og CCO i Eiendom.

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

*Investeringsrisiko – markedsrisiko*

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

*Investeringsrisiko – kredittisiko*

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

*Investeringsrisiko – motpartsrisiko*

Norges Bank Investment Management definerer motpartsrisiko som risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Motparter er nødvendig

for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kredittisiko. Motpartsrisiko oppstår også ved utlån av verdipapirer og både i forbindelse med forvaltningen av aksje- og obligasjonsporteføljen samt eiendomsporteføljen. Motpartsrisiko kontrolleres og begrenses i så stor grad som mulig, gitt investeringsstrategien.

*Risikostyringsprosessen*

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

**MARKEDSRISIKO**

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

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

*Aktivaklasse per land/valuta*

Porteføljen er investert på tvers av flere aktivaklasser, land og valutaer som vist i tabell 8.1.

Tabell 8.1 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta*		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring	
		31.12.2015	Marked	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015
Aksjer	<b>Utviklet</b>	<b>91,0</b>	<b>Utviklet</b>	<b>90,2</b>			
	USA	35,5	USA	33,7			
	Storbritannia	11,3	Storbritannia	12,5			
	Japan	9,3	Japan	7,4			
	Tyskland	5,7	Tyskland	6,1			
	Sveits	5,5	Frankrike	5,8			
	Sum andre	23,7	Sum andre	24,7			
	<b>Fremvoksende</b>	<b>9,0</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>9,8</b>			
	Kina	2,9	Kina	2,9			
	Taiwan	1,4	Taiwan	1,5			
	India	1,1	India	1,0			
	Sør-Afrika	0,5	Brasil	0,9			
	Brasil	0,5	Sør-Afrika	0,6			
	Sum andre	2,6	Sum andre	2,9			
<b>Sum aksjer</b>					<b>61,2</b>	<b>61,3</b>	<b>4 571 807 3 939 923</b>
Obligasjoner	<b>Utviklet</b>	<b>87,6</b>	<b>Utviklet</b>	<b>87,2</b>			
	Amerikanske dollar	42,0	Amerikanske dollar	41,4			
	Euro	25,5	Euro	24,5			
	Japanske yen	6,5	Japanske yen	7,4			
	Britiske pund	5,4	Britiske pund	5,3			
	Kanadiske dollar	3,0	Kanadiske dollar	3,3			
	Sum andre	5,2	Sum andre	5,3			
	<b>Fremvoksende</b>	<b>12,4</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>12,8</b>			
	Meksikanske peso	1,9	Meksikanske peso	1,8			
	Sørkoreanske won	1,6	Brasilianske real	1,5			
	Tyrkiske lira	1,0	Sørkoreanske won	1,5			
	Indiske rupi	1,0	Tyrkiske lira	1,1			
	Kinesiske yuan	0,8	Indiske rupi	1,0			
	Sum andre	6,1	Sum andre	5,9			
<b>Sum obligasjoner</b>					<b>35,7</b>	<b>36,5</b>	<b>2 668 147 2 349 948</b>
Eiendom	USA	44,3	Storbritannia	30,9			
	Storbritannia	27,6	USA	30,7			
	Frankrike	11,1	Frankrike	15,9			
	Tyskland	7,3	Tyskland	9,7			
	Sveits	3,8	Sveits	5,5			
	Sum andre	5,9	Sum andre	7,3			
<b>Sum eiendom**</b>					<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>235 199 140 868</b>

\* Markedsverdi per land og valuta inkluderer derivater og kontanter.

\*\* Sum eiendom inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer. Disse presenteres i balansen som Aksjer og andeler.

**Konsentrasjonsrisiko**

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

Sammenlignet med årsslutt 2014 var andelen allokert til aktivklassen obligasjoner noe ned, mens fordelingen til aksjer var på samme nivå som året før. Andelen av den totale markedsverdien i utviklede markeder økte noe for både aksjer og obligasjoner. Innenfor aksjer var det en høyere andel i

USA og Japan, mens Storbritannia hadde en lavere andel enn ved årsslutt 2014. I de fremvoksende markedene var allokeringen til Brasil og Russland lavere ved utgangen av 2015. Dette skyldtes hovedsakelig markedsavkastning og valutasingninger. I 2015 økte markedsverdien til aktivklassen eiendom fra 141 milliarder kroner til 235 milliarder kroner. Veksten skjedde hovedsakelig via kjøp i USA og Storbritannia. I tillegg til nye kjøp ble endring i porteføljesammensetning påvirket av verdiutvikling og valutaeffekter.

Tabell 8.2 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer statsobligasjoner utstedt i egen valuta, fremmed valuta og realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 8.2 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2015	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2014
USA	532 806	USA	422 200
Japan	203 895	Japan	186 044
Tyskland	163 019	Tyskland	84 021
Storbritannia	84 952	Storbritannia	76 341
Mexico	56 678	Italia	52 369
Sør Korea	50 318	Spania	46 731
Spania	45 175	Mexico	46 620
Frankrike	41 870	Brasil	43 505
Italia	41 018	Sør Korea	41 107
India	32 888	Nederland	37 121

Tabell 8.3 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger. Obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner samt gjeld utstedt av andre underliggende selskaper er inkludert i obligasjonskolonnen.

Tabell 8.3 Største beholdninger utenom stat, både obligasjoner og aksjer

Beløp i millioner kroner, 31.12.2015	Sektor	Obligasjoner	Aksjer	Totalt
Nestlé SA	Konsumvarer	737	51 056	51 793
Apple Inc	Teknologi	2 864	41 599	44 463
Roche Holding AG	Helse	2 322	34 980	37 302
Novartis AG	Helse	3 066	33 935	37 001
Lloyds Banking Group Plc	Finans	18 516	17 412	35 928
Bank of America Corp	Finans	21 151	12 358	33 509
HSBC Holdings Plc	Finans	5 973	27 242	33 215
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Statsrelatert	33 187	-	33 187
Microsoft Corp	Teknologi	2 532	30 448	32 980
JPMorgan Chase & Co	Finans	15 074	17 583	32 657

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	Sektor	Obligasjoner	Aksjer	Totalt
Nestlé SA	Konsumvarer	669	47 924	48 593
Novartis AG	Helse	1 709	36 318	38 027
Apple Inc	Teknologi	2 482	35 509	37 991
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Statsrelatert	35 924	-	35 924
Royal Dutch Shell Plc	Olje og gass	1 991	32 501	34 492
BlackRock Inc	Finans	1 072	31 439	32 511
Bank of America Corp	Finans	20 743	10 814	31 558
Lloyds Banking Group Plc	Finans	17 953	12 395	30 348
HSBC Holdings Plc	Finans	5 260	24 737	29 997
Roche Holding AG	Helse	1 246	28 610	29 856

Verdien av eiendomsporteføljen var 235 milliarder kroner ved utgangen av året. Eiendomsporteføljen består av noterte og unoterte eiendomsinvesteringer. I løpet av 2015 økte verdien av unoterte eiendomsinvesteringer til en verdi på 181 milliarder kroner (hvorav 1 milliard kroner er kontanter) ved årsslutt.

Økningen skyldes hovedsakelig et høyt investeringsnivå, spesielt i USA og Storbritannia. I tillegg opplevde porteføljen positiv utvikling i verdivurdering samt valutagevinster mot den norske kronen. Verdien på notert eiendom var 54 milliarder kroner ved utgangen av året.

Tabell 8.4 Fordeling av eiendomsinvesteringer per sektor

Sektor	Prosent 31.12.2015	Prosent 31.12.2014**
Kontorbygg	48,0	52,8
Detaljhandel	9,4	9,1
Logistikk	18,8	13,3
Annet	0,8	1,2
<b>Sum unoterte eiendomsinvesteringer*</b>	<b>77,0</b>	<b>76,4</b>
Børsnoterte eiendomsinvesteringer*	23,0	23,6
<b>Totalt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

\* Unoterte eiendomsinvesteringer er presentert i balansen som *Unotert eiendom*. Børsnoterte eiendomsinvesteringer er presentert i balansen som *Aksjer og andeler*.

\*\* Allokering mellom sektorer og allokering mellom notert og unotert er basert på netto eiendelsverdier i 2015 i motsetning til brutto eiendelsverdier i 2014. Sammenligningstall for 2014 er omarbeidet.

#### Volatilitet og samvariasjonsrisiko

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

føljens absolutte eller relative risiko. Modellen vektet ukentlige avkastningsdata likt over de siste tre år, benytter en parametrisert beregningsmetode, og er tilpasset den langsiktige investeringshorisonten for SPU's investeringer. Samme modell benyttes både for porteføljerisiko og relativ volatilitet. I tillegg til bruk av nevnte modell brukes andre risikomodeller som i større grad hensyntar den siste tids markedsdynamikk samt risikomål som måler såkalt halerisiko. Eiendomsinvesteringer er ikke inkludert i beregninger for relativ volatilitet. Dette er konsistent med investeringsmandatene gitt av Finansdepartementet og hovedstyret i Norges Bank i tillegg til interne retningslinjer for investering og risikostyring.

Tabell 8.5 og 8.6 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

Tabell 8.5 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Portefølje	10,4	8,1	10,4	9,5	8,2	7,9	9,3	8,7
Aksjer	12,9	10,9	12,9	12,0	11,1	11,0	14,4	13,0
Obligasjoner	10,1	7,9	10,2	9,4	7,9	7,5	8,9	8,3

Tabell 8.6 Relativ risiko, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Aksje- og obligasjonsporteføljen	28	26	38	32	38	38	63	51
Aksjer	36	35	52	42	52	49	71	60
Obligasjoner	52	52	64	57	59	52	69	60

Forventet volatilitet for porteføljen totalt, samt aktivklassene bestående av aksjer og obligasjoner økte noe i 2015. Ved årets slutt hadde porteføljen totalt en målt risiko på 10,4 prosent. Dette betyr at man for porteføljen kan forvente å se årlige verdisingninger på om lag 780 milliarder kroner. Tilsvarende var målt risiko ved utgangen av 2014 på 8,2 prosent og man kunne forvente å se verdisingninger på om lag 530 milliarder kroner. Da modellen bruker tre års historikk, kan risikoendringen i stor grad forklares med at den mer volatile perioden høsten 2015 har kommet inn i beregningsperioden sammenlignet med perioden i 2012.

Mandatet for SPU angir at forventet relativ volatilitet for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ikke skal overstige 100 basispunkter. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Forventet relativ volatilitet har vært innenfor rammen i 2015 og var ved utgangen av året på 0,3 prosentpoeng, noe som er en nedgang fra 0,4 prosentpoeng ved utgangen av 2014. Denne nedgangen skyldes i hovedsak at avvikene fra referanseindeksen er redusert gjennom 2015.

Den økonomiske situasjonen ble preget av en forbedring i veksten og økonomien i USA, mens det i de fremvoksende økonomiene, spesielt Kina, knyttet seg større usikkerhet til framtidig vekst. Det var positiv utvikling i de japanske aksjemarkedene, samt oppgang i enkelte europeiske land. I valutemarkedene så man en tendens til økt volatilitet og svekkelse av valuta i de fremvoksende markedene, hvor blant annet brasilianske real ble kraftig svekket og kinesiske yuan devaluert. Den amerikanske dollaren styrket seg mot de fleste valutaer i valutakurven. Råvaremarkedene ble preget av ytterligere fall i oljeprisen, noe som påvirket økonomien i oljeproduserende

land. I rentemarkedene var det gjennom 2015 en svak økning i de lange statsrentene i de utviklede markedene, mens det var større utslag i de fremvoksende økonomiene, der Brasil og Tyrkia hadde en betydelig økning i de lange statsrentene.

#### Styrker og svakheter

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

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

#### KREDITTRISIKO

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

Tabell 8.7 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.12.2015	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	729 752	250 061	310 491	199 943	2 883	1 493 128
Statsrelaterte obligasjoner	164 106	154 183	31 908	32 097	4 534	386 829
Realrenteobligasjoner	86 119	6 897	3 095	24 164	-	120 275
Selskapsobligasjoner	3 216	43 196	208 613	281 665	11 193	547 882
Pantesikrede obligasjoner	134 834	21 973	6 626	6 566	134	170 133
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>1 118 027</b>	<b>476 310</b>	<b>560 733</b>	<b>544 435</b>	<b>18 744</b>	<b>2 718 247</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	606 852	186 044	277 444	223 334	3 122	1 296 796
Statsrelaterte obligasjoner	142 390	142 134	23 671	32 777	2 799	343 771
Realrenteobligasjoner	34 971	5 421	1 566	21 757	-	63 715
Selskapsobligasjoner	1 574	37 266	219 892	186 376	9 451	454 559
Pantesikrede obligasjoner	143 441	9 858	17 824	18 786	1 039	190 948
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>929 228</b>	<b>380 723</b>	<b>540 397</b>	<b>483 030</b>	<b>16 411</b>	<b>2 349 789</b>

Den økonomiske veksten i euroområdet var fortsatt moderat i 2015. Den europeiske sentralbanken senket styringsrenten til nær null og innskuddsrenten til -0,3 prosent, samt utvidet programmet for kvantitative lettelse. I USA fortsatte den økonomiske utviklingen i positiv retning, selv om veksten i 2015 ble noe svakere enn den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, ventet ved inngangen til året. Den amerikanske valutaen styrket seg mot de fleste valutaer og den lenge varslede renteøkningen kom til slutt, i desember. Den økonomiske veksten i Kina avtok i 2015. Overkapasitet i økonomien bidro til lavere kostnadspress. Den kinesiske sentralbanken senket renten fem ganger i løpet av året, med til sammen 1,25 prosentpoeng. Oppbremsingen i etterspørselen fra Kina bidro til fallende eksport og svakere økonomisk vekst også for mange mindre fremvoksende økonomier. Svekkelsen av den kinesiske yuanen spredte seg i tillegg internasjonalt gjennom lavere importert inflasjon hos Kinas handelspartnere. Råvareprisene, deriblant oljeprisen, falt betydelig gjennom året. Fallet i råvareprisene kan forklare noe av oppbremsingen i råvareproduserende fremvoksende økonomier, men også råvareimporterende fremvoksende økonomier har hatt svakere vekst. Den brasilianske økonomien fikk svekkede statsfinanser og negativ vekst for andre år på rad som bidro til et fall i valutakursen og nedgradering av statsgjelden fra kredittvurderingsbyråene i 2015. Kredittpåslaget på brasilianske statsobligasjoner økte til 495 basispunkter ved slutten av 2015 sammenlignet med 200 basispunkter ved årsslutt 2014.

I løpet av 2015 ble andelen av beholdningen av pantesikrede obligasjoner redusert samtidig som

andelen av europeiske og amerikanske selskapsobligasjoner og realrenteobligasjoner utstedt av den amerikanske stat økte. Gjennom året ble også investeringene i statsobligasjoner i fremvoksende markeder redusert, mest som følge av fall i markedsverdi men også fordi investeringstakten avtok noe. Slike beholdninger utgjorde ved årets slutt 12,7 prosent av obligasjonsporteføljen sammenlignet med 13,5 prosent ved årsslutt 2014. Beholdningen av statsobligasjoner utstedt av Tyskland, USA og Frankrike økte derimot i løpet av 2015, noe som bidro til økt beholdning av AAA og AA statsobligasjoner totalt med 2,3 prosentpoeng. På samme tid var det en overvekt av nedgraderinger av kredittvurderingsbyråene av land og selskaper i obligasjonsporteføljen gjennom året. Dette skyldes blant annet svakere økonomiske utsikter i en rekke markeder, som beskrevet ovenfor. Mange selskaper i A kategorien ble nedgradert til BBB kategorien. Alle åtte systemkritiske amerikanske holdingselskaper i banksektoren ble for eksempel nedgradert av S&P i fjerde kvartal, hvorav tre av disse til BBB kategorien. Dette skyldes redusert sannsynlighet for statsstøtte i en konkurssituasjon. Til tross for flere nedgraderinger enn oppgraderinger ble obligasjonsporteføljes kredittkvalitet totalt sett noe forbedret i løpet av året. Dette som følge av justeringer i porteføljen og generell økning i markedsverdien i AAA og AA kategorien sammenlignet med A og BBB kategorien.

Beholdningen av AAA og AA obligasjoner økte til henholdsvis 41,1 og 17,5 prosent av obligasjonsporteføljen ved slutten av 2015 sammenlignet med 39,5 og 16,2 prosent ved årsslutt 2014. A og BBB obligasjoner ble tilsvarende redusert til 20,6 og 20,0



prosent ved årsslutt 2015 fra 23,0 prosent og 20,6 prosent ved årsslutt 2014. Andelen av beholdningen av *Lavere vurdering* var stabil på 0,7 prosent av obligasjonsporteføljen ved årsslutt 2015. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 869 millioner kroner ved årsslutt 2015, opp fra 440 millioner kroner ved årsslutt 2014. Den nominelle stør-

relsen av misligholdte obligasjoner var 16,6 milliarder kroner ved utgangen av 2015, sammenlignet med 13,2 milliarder kroner ved årsslutt 2014. Misligholdte obligasjoner er gruppert under *Lavere vurdering*. Økningen i markedsverdi og nominell verdi skyldes i stor grad valutakursendringer.

Tabell 8.8 Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

Beløp i millioner kroner, 31.12.2015	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Amerikanske dollar	22,7	2,6	6,2	9,0	0,3	40,8
Euro	12,1	5,5	2,0	5,1	0,2	24,9
Japanske yen	-	-	7,8	0,0	-	7,8
Britiske pund	0,5	4,0	0,5	0,7	-	5,7
Kanadiske dollar	1,5	1,1	0,3	0,3	-	3,1
Andre valutaer	4,4	4,4	3,9	5,0	0,1	17,8
<b>Totalt</b>	<b>41,1</b>	<b>17,5</b>	<b>20,6</b>	<b>20,0</b>	<b>0,7</b>	<b>100,0</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Amerikanske dollar	21,8	2,8	7,9	7,2	0,2	39,9
Euro	11,2	4,4	2,5	6,3	0,3	24,7
Japanske yen	-	-	8,0	-	-	8,0
Britiske pund	0,8	3,9	0,4	0,6	-	5,7
Kanadiske dollar	1,6	1,1	0,4	0,3	-	3,3
Andre valutaer	4,2	4,1	3,9	6,2	0,1	18,4
<b>Totalt</b>	<b>39,5</b>	<b>16,2</b>	<b>23,0</b>	<b>20,6</b>	<b>0,7</b>	<b>100,0</b>

Ved årsslutt 2015 var det ingen kredittderivater i porteføljen, se note 5 *Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater*.

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

#### MOTPARTSRISIKO

Motparter er nødvendig for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kredittisiko. Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til handel i ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter, gjenkjøps- og gjen-salgsavtaler, verdipapirutlån, verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel og deltagelsessertifikater. Motpartsrisiko oppstår også i forbindelse med usikrede bankinnskudd. Slik motpartsrisiko oppstår blant annet i forbindelse med den daglige likviditetsstyringen i fondet og i forbindelse med kjøp og salg

av uotert eiendom. Det er videre eksponering for motpartsrisiko knyttet til motparter i de internasjonale oppgjørs- og depotsystemene der transaksjoner gjøres opp. Dette kan forekomme både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. Oppgjørsrisiko og eksponering fra handler med lang oppgjørstid defineres også som motpartsrisiko.

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

For å redusere motpartsrisiko benyttes motregningsavtaler for handler i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjenkjøps- og gjensalgsavtaler. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv markedsverdi av nettoposisjonen mot motparten. For instrumenter hvor det stilles sikkerhet er det satt minimumskrav, blant annet til sikkerhetens kredittkvalitet, løpetid og konsentrasjon. Avtaler om motregning og sikkerhetsstillelse er inngått for samtlige motparter godkjent for denne type handler.

Det blir også stilt krav til hvordan eiendomstransaksjoner skal gjennomføres. Motpartsrisikoen som oppstår blir analysert i forkant av at transaksjonen gjennomføres og krever godkjenning av CRO. For 2015 ble 19 transaksjoner godkjent av CRO gjennom denne prosessen.

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

Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko er i henhold til internasjonalt anerkjente standarder. I all hovedsak er det Baselregelverket for banker som er benyttet for måling av motpartsrisiko, med noen tilpasninger basert på interne analyser. Risikomodellen beregner forventet motpartseksponering ved konkurs for en motpart. For ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter benyttes markedsverdimetoden i Baselregelverket. For hver kontrakt beregnes markedsverdien og en sats for fremtidig forventet eksponering. Motregningsavtaler og sikkerhet blir hensyntatt i beregningen av netto eksponering. I løpet av 2015 startet Norges Bank Investment Management avregning av rentebytteavtaler mot sentral motpart.

For gjenkjøpsavtaler, verdipapirlån gjennom ekstern agent og verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel, benyttes en metode der det legges til et påslag på markedsverdi for å ta hensyn til volatiliteten i posisjonene. For disse posisjonene er det også justert for motregning og faktisk mottatt og stilt sikkerhet i beregning av netto eksponering.

Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. For de aller fleste valutahandler er oppgjørsrisiko lav. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjørsbanken reduseres oppgjørsrisikoen. I et fåtall valutaer er Norges Bank utsatt for

oppgjøringsrisiko da solgt valuta blir levert til motparten før kjøpt valuta er bekreftet mottatt. I tabell 8.9 inngår denne eksponeringen på linjen *Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter*.

I løpet av året startet Norges Bank Investment Management å investere i saudi-arabiske deltagelsessertifikater, som er instrumenter utstedt av registrerte utenlandske institusjonelle investorer til internasjonale investorer. Dette instrumentet gir motpartsrisiko mot utsteder av sertifikatet.

I tabell 8.9 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet/instrumenttype forbundet med motpartsrisiko.

Total motpartsrisiko målt ved både brutto og netto risikoeksponering økte i 2015. Brutto risikoeksponering økte med 34,4 milliarder kroner til 80,9 milliarder kroner mens netto risikoeksponering økte med 44,2 milliarder kroner til 71,8 milliarder kroner.

Økningen i både netto- og brutto risikoeksponering er i hovedsak relatert til utlån av verdipapir. Ved årsslutt 2014 var verdipapirutlånene relativt lave på grunn av bytte av oppgjørsbank og agent for verdipapirutlån. I løpet av 2015 har det vært en økning i verdipapirutlånsaktiviteten, både for utlån av aksjer og obligasjoner. Brutto risikoeksponeringen fra verdipapirutlån økte til 51,6 milliarder kroner ved årsslutt 2015 fra 16,5 milliarder ved årsslutt 2014. I slutten av tredje kvartal 2015 ble verdipapirutlånsagentens garantiansvar redusert, noe som førte til en betydelig økning også av netto risikoeksponering, se kolonnen *Sikkerheter og garantier* for garanti-effekten. Netto risikoeksponering fra verdipapirutlån økte til 50,2 milliarder ved årsslutt 2015 fra 1,1 milliard ved utgangen av 2014.

Netto og brutto risikoeksponering fra ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter samt deltagelsessertifikater økte også i løpet av året, mens netto og brutto risikoeksponering fra usikrede bankinnskudd ble redusert sammenlignet med årsslutt 2014.

Tabell 8.9 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 31.12.2015	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	5 084	-	-	5 084
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	17 003	7 068	340	9 595
Clearede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater**	2 327	21	-1	2 307
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	1 386	728	-444	1 102
Verdipapirutlånstransaksjoner	51 551	-	1 390	50 161
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	60	-	-	60
Deltagelsessertifikater	3 475	-	-	3 475
<b>Totalt</b>	<b>80 886</b>	<b>7 817</b>	<b>1 285</b>	<b>71 784</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	13 268	-	-	13 268
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	10 162	5 254	-1 658	6 566
Clearede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater**	5 603	-	-	5 603
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	989	-	-	989
Verdipapirutlånstransaksjoner	16 480	-	15 345	1 135
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	15	-	-	15
Deltagelsessertifikater	-	-	-	-
<b>Totalt</b>	<b>46 517</b>	<b>5 254</b>	<b>13 687</b>	<b>27 576</b>

\* Beløpet inkluderer bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

\*\* Gjelder futureshandler og rentebytteavtaler som er cleared av sentral motpart.

Linjen *Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valuta-kontrakter* i tabellen består av netto markedsverdi av valutaderivater (2 831 millioner kroner) og bytte-avtaler for renteinstrumenter (-3 192 millioner kroner), se note 5 *Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater*. Motpartsrisiko for derivatposisjoner følges opp på netto basis.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer. Kun i tilfeller hvor motpartsrisikoen regnes som lav, kan en intern kredittvurdering benyttes som grunnlag for godkjennelse av en motpart. Kredittvurderingen for motparter overvåkes og komplementeres av alternative kreditttrisikoinndikatorer.

Tabell 8.10 viser godkjente motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori ved årsslutt 2015. Tabellen inkluderer også meglerhus, som brukes ved kjøp og salg av verdipapirer.

Tabell 8.10 Motparter fordelt på kredittvurdering\*

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
AAA	-	-	-	-
AA	28	22	28	23
A	62	56	70	72
BBB	16	3	24	28
BB	-	-	5	3
B	-	-	15	13
<b>Totalt</b>	<b>106</b>	<b>81</b>	<b>142</b>	<b>139</b>

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

Det har i løpet av året vært en økning i antall motparter, til 106 fra 81 ved årsslutt 2014. Dette skyldes i hovedsak flere motparter for bankinnskudd i forbindelse med eiendomsinvesteringene samt flere motparter innenfor verdipapirutlånsprogrammet.

#### **ETTERPRØVING AV MODELLER**

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

#### **BELÅNING**

Belåning kan benyttes for å sikre effektiv forvaltning av investeringene innenfor aksje- og obligasjonsporteføljene, men ikke med sikte på å øke den økonomiske eksponeringen mot risikable aktiva. Bruken er her regulert både i forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet og i investeringsmandatet fra hovedstyret i Norges Bank til Norges Bank Investment Management. Belåning er forskjellen mellom total netto eksponering og markedsverdi

for porteføljen. Netto eksponering fastsettes ved at verdipapirer inngår med markedsverdi, og posisjoner i finansielle derivater inngår ved at de konverteres til eksponering mot underliggende risikable aktiva. Når eksponeringen er større enn markedsverdien er porteføljen belånt.

SPU har ikke hatt noen belåning av betydning i 2015 og hadde en belåning på 0,1 prosent ved utgangen av 2015 for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen. For eiendomsporteføljen er det satt krav i forvaltningsmandatet fra hovedstyret i Norges Bank om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 35 prosent. Eiendomsporteføljen hadde ved utgangen av 2015 en gjeldsgrad på 8,8 prosent.

#### **SALG AV VERDIPAPIRER NORGES BANK IKKE EIER**

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i svært liten grad og ved utgangen av 2015 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.



## Note 9 Skatt

### REGNSKAPSPRINSIPP

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

Kildeskatt, etter fratrukk for refunderbar kildeskatt, innregnes samtidig som det relaterte utbyttet eller renteinntekten. Se regnskapsprinsipp i note 4 *Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater*. Refunderbar kildeskatt innregnes i balansen som fordring kildeskatt under *Andre eiendeler*.

Annen inntektsskatt, som ikke kreves inn ved kilden, innregnes i resultatet samtidig som den relaterte inntekten eller gevinsten og presenteres i balansen som betalbar skatt under *Annen gjeld*, frem til den blir oppgjort.

Betalbar skatt eller utsatt skatt påløpt i selskaper inkludert i balanselinjen *Unotert eiendom* innregnes i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* og er spesifisert i note 6 *Unotert eiendom*, tabell 6.3. Betalbar skatt og utsatt skatt er spesifisert i tabell 6.4 i samme note.

Alle usikre skatteposisjoner, som for eksempel omstridte refusjonsbeløp av kildeskatt og betalbar skatt posisjoner i et begrenset antall skatteregimer, blir vurdert hver rapporteringsperiode. Beste estimat for sannsynlig refusjon eller betaling blir innregnet i balansen.

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

Tabell 9.1 Spesifikasjon skattekostnad

Beløp i millioner kroner, 2015	Brutto inntekt før skatt	Inntekts-skatt på utbytte og renter	Gevinst-beskatning	Annet	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
<b>Inntekt/kostnad fra:</b>						
Aksjer og andeler	284 414	-2 543	-5	-	-2 548	281 866
Obligasjoner	36 160	-62	-17	-	-79	36 081
Unotert eiendom*	14 537	-	-	-	-	14 537
Annet	-	-	-	-1	-1	-
<b>Skattekostnad</b>		<b>-2 605</b>	<b>-22</b>	<b>-1</b>	<b>-2 628</b>	

Beløp i millioner kroner, 2014	Brutto inntekt før skatt	Inntekts-skatt på utbytte og renter	Gevinst-beskatning	Annet	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
<b>Inntekt/kostnad fra:</b>						
Aksjer og andeler	385 943	-1 931	-89	-	-2 020	383 923
Obligasjoner	158 006	-45	-	-	-45	157 961
Unotert eiendom*	7 160	-	-	39	39	7 199
Annet	-	-	-	-	-	-
<b>Skattekostnad</b>		<b>-1 976</b>	<b>- 89</b>	<b>39</b>	<b>-2 026</b>	

\* For skatt påløpt i selskaper inkludert i balanselinjen *Unotert eiendom* se Note 6 *Unotert eiendom*. Annet for *Unotert eiendom* i 2014 består av en reversert avsetning fra 2013 relatert til utsatt skatt.

## Note 10 Forvaltningskostnader

### REGNSKAPSPRINSIPP

Forvaltningsgodtgjøring belastes resultatregnskapet til SPU som en kostnad. Forvaltningsgodtgjøring periodiseres løpende gjennom regnskapsåret, men blir først gjort opp i påfølgende år. Skyldig forvaltningsgodtgjøring er en finansiell gjeld som klassifiseres som lån og måles til amortisert kost.

SPU forvaltes av Norges Bank. Kostnadene knyttet til forvaltningen av fondet påløper i hovedsak i Norges Bank. Forvaltningskostnader påløper også i datterselskaper eiendom.

### FORVALTNINGSKOSTNADER I NORGES BANK

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvalt-

ningen av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvarer faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultat for SPU på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 10.1.

Tabell 10.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2015		2014	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	1 134		763	
Kostnader til depot	394		457	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	638		488	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	245		169	
Øvrige kostnader	200		119	
Fordelte felleskostnader Norges Bank	129		112	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	615		445	
<b>Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>3 355</b>	<b>4,8</b>	<b>2 553</b>	<b>4,7</b>
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	578		649	
<b>Forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>3 933</b>	<b>5,7</b>	<b>3 202</b>	<b>5,9</b>

### FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER EIENDOM

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper eiendom består av driftskostnader knyttet til

forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 10.2.

Tabell 10.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2015	2014
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	26	25
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	31	21
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	25	22
Øvrige kostnader	13	15
<b>Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom</b>	<b>95</b>	<b>83</b>
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	86	83
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	9	-

Forvaltningskostnader påløpt i ikke-konsoliderte og konsoliderte datterselskaper eiendom presenteres i resultatregnskapet som henholdsvis *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* og *Andre kostnader*.

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 10.2, påløper det også andre driftskostnader i datterselskaper eiendom knyttet til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke definert som forvaltningskostnader ettersom de er direkte relatert til de underliggende bygningene og ikke er en del av forvaltningen av eiendomsporteføljen. Andre driftskostnader belastes porteføljerisikot direkte og presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. Se tabell 6.3 i note 6 *Unotert Eiendom* for ytterligere informasjon.

#### ØVRE KOSTNADSGRENSE FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

Finansdepartementet har fastsatt en øvre kostnadsgrense for dekning av forvaltningskostnader. Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper eiendom,

eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2015 begrenset oppad til 9 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. Andre driftskostnader som påløper i datterselskaper eiendom, samt kostnader som påløper i deleide eiendomsselskaper, inngår ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsgrensen.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsgrensen utgjør i 2015 3 450 millioner kroner. Dette består av 3 355 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 95 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper eiendom. Dette tilsvarer 5,0 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjør i 2015 578 millioner kroner og de samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør 4 028 millioner kroner. Dette tilsvarer 5,8 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

## Note 11 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

SPU er part i gjensalgs- og gjenkjøpsavtaler og lignende transaksjoner, samt verdipapirutlånsprogram gjennom ekstern agent. Transaksjoner med sikkerhetsstillelse omtales samlet som *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*.

#### GJENSALGS- OG GJENKJØPSAVTALER

I forbindelse med plassering av likviditet inngås gjensalgsavtaler. Motparten overfører aksjer og obligasjoner til SPU og SPU avgir kontantsikkerhet til motparten. Kontantsikkerhet mottatt gjennom verdipapirutlånsprogram er reinvestert i gjensalgsavtaler hvor formålet er å skape merinntekter.

Markedet for gjenkjøpsavtaler benyttes til å støtte finansieringsaktiviteter. Deler av obligasjonsporteføljen vil til enhver tid være lånt ut gjennom gjenkjøpsavtaler, i bytte mot kontantsikkerhet. Denne type lån er en form for finansiering av verdipapirforvaltningen.

#### VERDIPAPIRUTLÅNSPROGRAM

Det er inngått avtale med en ekstern agent som gir agenten rett til å låne ut verdipapirer som eies av SPU til andre markedsaktører med lånebehov. Både aksjer og obligasjoner lånes ut. Formålet med utlånene er å skape merinntekter fra verdipapirbeholdningen. En nettoinntekt er generert fra utlånsprogrammet.

Agenten opptre på vegne av, og i SPUs interesse. SPU er eksponert mot motpartsrisiko fra utlån av verdipapirer. Sikkerhetsstillelse brukes til å redusere tap dersom en låntager misligholder sin forpliktelse. Når et verdipapir lånes ut, overfører låntager sikkerhet i form av kontanter eller verdipapirer til agenten. Sikkerhetsstillelsen inneholder en ekstra margin og holdes på vegne av utlåner. I tilfelle det oppstår mislighold hos låntager, vil ikke låntageren levere tilbake utlånte verdipapirer. SPU vil bli utsatt for tap i tilfelle en låntager misligholder og mottatte sikkerheter ikke er tilstrekkelig til å kjøpe tilbake de utlånte verdipapirene i markedet.

## REGNSKAPSPRINSIPP

### *Inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*

Nettoinntekt fra verdipapirutlånsprogram består av selve utlånsgebyret, fratrukket kostnader knyttet til mottatt kontantsikkerhet, samt renter og realisert avkastning fra reinvesteringer. Agentens andel, som er vederlag for gjennomføring av transaksjonene, er fratrukket. Nettoinntekten innregnes lineært over utlånsperioden til verdipapiret og er presentert i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse*.

Netto inntekt/kostnad fra gjenkjøpsavtaler og gjensalgavtaler representerer endring i virkelig verdi i perioden for balansepostene, som er hovedsakelig knyttet til renteinntekt/kostnad fra avtalen. Inntekt/kostnad fra gjenkjøpsavtaler og gjensalgavtaler er presentert i resultatet som henholdsvis *Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse* og *Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse*.

Tabell 11.1 gir en spesifikasjon av inntekter og kostnader fra *Utlån med sikkerhetsstillelse* og *Innlån med sikkerhetsstillelse*.

Tabell 11.1 Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	2015	2014
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	3 266	2 758
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	50	-35
<b>Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>3 316</b>	<b>2 723</b>

## REGNSKAPSPRINSIPP

### *Overførte finansielle eiendeler*

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

### *Utlån med sikkerhetsstillelse*

Kontantsikkerhet overført til motparter i forbindelse med gjensalgavtaler er fraregnet. En tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres er innregnet som en finansiell eiendel, *Utlån med sikkerhetsstillelse*. Denne eiendelen er utpekt ved førstegangsinnregning som finansiell eiendel målt til *virkelig verdi over resultatet*.

### *Innlån med sikkerhetsstillelse*

Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med gjenkjøpsavtaler innregnes i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Innlån med sikkerhetsstillelse*. Denne forpliktelsen er utpekt ved førstegangsinnregning som finansiell forpliktelse målt til *virkelig verdi over resultatet*.

### *Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer*

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



Tabell 11.2 viser *Utlån med sikkerhetsstillelse* samt tilhørende sikkerheter mottatt i form av verdipapirer.

Tabell 11.2 Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2015	31.12.2014
Utlån med sikkerhetsstillelse	123 385	45 536
Herav uoppgjorte handler (forpliktelse)	-20 120	-
<b>Oppgjorte utlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>103 264</b>	<b>45 536</b>
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balanseført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	28 603	19 686
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	78 912	27 797
<b>Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån</b>	<b>107 516</b>	<b>47 483</b>

Tabell 11.3 viser overførte verdipapirer med tilknyttede forpliktelser i form av *Innlån med sikkerhetsstillelse*, samt sikkerheter mottatt i form av verdipapirer.

Tabell 11.3 Overførte finansielle eiendeler og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2015	31.12.2014
<b>Overførte finansielle eiendeler</b>		
Utlånte aksjer	312 662	166 842
Utlånte obligasjoner	241 518	25 163
<b>Sum overførte finansielle eiendeler</b>	<b>554 180</b>	<b>192 005</b>
<b>Tilhørende kontantsikkerhet, innregnet som forpliktelse</b>		
Innlån med sikkerhetsstillelse	149 735	39 975
Hvorav uoppgjorte handler (eiendel)	-15 520	-
<b>Oppgjorte innlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>134 215</b>	<b>39 975</b>
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balanseført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	290 529	137 567
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	146 803	27 408
<b>Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til overførte finansielle eiendeler</b>	<b>437 332</b>	<b>164 975</b>

Ingen verdipapirer mottatt som sikkerhet er reinvestert ved årsslutt 2015 eller 2014. Verdipapirene er derfor ikke innregnet i balansen.

## Note 12 Sikkerhetsstillelse og motregning

### REGNSKAPSPRINSIPP

#### *Kontantsikkerhet*

Kontantsikkerhet avgitt i forbindelse med ikke-børsnoterte derivattransaksjoner er fraregnet og en tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres er innregnet som en eiendel i form av *Avgitt kontantsikkerhet*. Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med ikke-børsnoterte derivattransaksjoner innregnes i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Mottatt kontantsikkerhet*. Både *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er utpekt ved førstegangsinnregning som finansielle eiendeler/forpliktelser målt til *virkelig verdi over resultatet*.

#### *Motregning*

Finansielle eiendeler og finansielle forpliktelser motregnes og presenteres netto i balansen dersom det foreligger en juridisk håndhevbar rett til å motregne, samt hensikt for å gjøre opp på netto grunnlag eller å realisere eiendelen og gjøre opp forpliknelsen samtidig, i samsvar med IAS 32 *Finansielle instrumenter: Presentasjon*. Finansielle eiendeler og forpliktelser motregnes ikke fordi de nevnte kriteriene ikke er oppfylt. Dette innebærer at ingen beløp er motregnet og presentert netto i balansen. Av denne grunn inneholder tabell 12.1 ikke en kolonne for beløp motregnet/nettoført i balansen.

### SIKKERHETSSTILLELSE

For flere motparter og transaksjonstyper vil det både avgis og mottas kontantsikkerhet til og fra samme motpart. Derfor vil mottatt kontantsikkerhet kunne nettes mot avgitt kontantsikkerhet, og omvendt, som vises i tabell 12.1. *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er utelukkende knyttet til ikke-børsnoterte derivattransaksjoner.

### MOTREGNING

Tabell 12.1 viser en oversikt over finansielle eiendeler og forpliktelser, effekten av juridisk bindende nettingavtaler og relaterte sikkerheter for å redusere kredittrisiko. Kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting* viser balanseført beløp av finansielle eiendeler og -forpliktelser som er underlagt juridisk bindende nettingavtaler. Disse beløpene er justert for effekten av potensiell netting, mot samme motpart, av balanseførte finansielle eiendeler og gjeld, samt avgitte eller

mottatte sikkerheter, som resulterer i en netto eksponering i kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser etter netting og sikkerheter*.

Enkelte nettingavtaler er vurdert som potensielt ikke juridisk bindende. Transaksjoner under slike avtaler vises sammen med uoppgjorte handler i kolonnen *Uoppgjorte handler og eiendeler/forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale*. Uoppgjorte handler kan kanselleres dersom motparten går konkurs før eiendelene som omfattes av handelen er overført.

Ved motpartskonkurs vil samlet oppgjør mellom Norges Bank og konkursboet kunne gjennomføres for enkelte grupper av instrumenter, uavhengig av om instrumentene tilhører SPU eller Norges Banks valutareserver. Slik kryssmotregning vil gjøres opp mellom disse porteføljene og er ikke justert for i tabellen.

Tabell 12.1 Eiendeler og forpliktelser som er gjenstand for nettingavtaler

Beløp i millioner kroner, 31.12.2015	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale	Brutto balanse- førte finansielle eiendeler
	Beskrivelse	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktel- ser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som gjeld)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke inn- regnet)		
<b>EIENDELER</b>							
Utlån med sikkerhetsstillelse	102 486	-	74 972	27 514	-	20 899	123 385
Avgitt kontantsikkerhet	2 231	2 227	-	-	4	-	2 231
Finansielle derivater	5 535	2 918	2 528	-	89	3 294	8 829
<b>Totalt</b>	<b>110 252</b>	<b>5 145</b>	<b>77 500</b>	<b>27 514</b>	<b>93</b>	<b>24 193</b>	<b>134 445</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2015	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanse- førte finansielle forpliktel- ser
	Beskrivelse	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant- sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)		
<b>GJELD</b>							
Innlån med sikkerhetsstillelse	131 499	-	74 972	56 450	77	18 236	149 735
Mottatt kontantsikkerhet	2 570	2 528	-	-	42	-	2 570
Finansielle derivater	5 400	2 918	2 229	-	253	-134	5 266
<b>Totalt</b>	<b>139 469</b>	<b>5 446</b>	<b>77 201</b>	<b>56 450</b>	<b>372</b>	<b>18 102</b>	<b>157 571</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale	Brutto balanse- førte finansielle eiendeler
	Beskrivelse	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktel- ser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som gjeld)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke inn- regnet)		
<b>EIENDELER</b>							
Utlån med sikkerhetsstillelse	45 536	-	22 093	23 428	15	-	45 536
Avgitt kontantsikkerhet	1 289	1 289	-	-	-	-	1 289
Finansielle derivater	5 387	4 581	807	-	-	390	5 777
<b>Totalt</b>	<b>52 212</b>	<b>5 870</b>	<b>22 900</b>	<b>23 428</b>	<b>15</b>	<b>390</b>	<b>52 602</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanse- førte finansielle forpliktel- ser
	Beskrivelse	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant- sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)		
<b>GJELD</b>							
Innlån med sikkerhetsstillelse	39 975	-	22 093	17 834	48	-	39 975
Mottatt kontantsikkerhet	543	135	-	-	409	-	543
Finansielle derivater	7 895	4 581	1 289	-	2 025	-	7 895
<b>Totalt</b>	<b>48 413</b>	<b>4 716</b>	<b>23 382</b>	<b>17 834</b>	<b>2 482</b>	<b>-</b>	<b>48 413</b>

## Note 13 Andre eiendeler og annen gjeld

Tabell 13.1 Andre eiendeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2015	31.12.2014
Fordring kildeskatt	1 546	2 744
Opptjent inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	235	176
Annet	484	926
<b>Sum andre eiendeler</b>	<b>2 265</b>	<b>3 847</b>

Tabell 13.2 Annen gjeld

Beløp i millioner kroner	31.12.2015	31.12.2014
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning*	810	60
Betalbar skatt	1	68
Annet	220	190
<b>Sum annen gjeld</b>	<b>1 031</b>	<b>318</b>

\* Mellomværende separate porteføljer til forvaltning er netto verdi av innskudd og utlån i pengemarkedet og gjenkjøps- og gjensalgsvtaler mot andre porteføljer som forvaltes av Norges Bank. Transaksjonene er gjennomført til markedsvilkår.

## Note 14 Nærstående parter

### REGNSKAPSPRINSIPP

Norges Bank er eiet av staten og benytter seg av unntaksregelen i IAS 24.25 vedrørende opplysninger om transaksjoner og mellomværende, inkludert forpliktelser, med staten som nærstående part. Dette inkluderer transaksjoner med andre enheter som er nærstående parter, fordi staten har kontroll over, felles kontroll over, eller betydelig innflytelse over både Norges Bank og de andre enhetene.

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

### INNSKUDD FRA STATEN

Norges Bank mottar innskudd fra Finansdepartementet i form av et kroneinnskudd på en konto i Norges Bank. Kroneinnskuddet plasseres videre til forvaltning hos Norges Bank Investment Management. Se ytterligere informasjon om periodens tilførsel i *Oppstilling av endringer i eiers kapital*.

### TRANSAKSJONER MED NORGES BANK

Kostnader til forvaltning av SPU trekkes fra Finansdepartementets særskilte konto i Norges Bank. For ytterligere informasjon om forvaltningskostnader, se note 10 *Forvaltningskostnader*.

Interne handler i form av pengemarkedsutlån eller innlån og gjenkjøpsavtaler mellom SPU og de langsiktige reservene i Norges Bank presenteres som en netto mellomværende mellom de to rapporteringsenhetene, på balanselinjene *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet, som *Renteinntekter/kostnader*.

### TRANSAKSJONER MED DATTERSELSKAPER

Datterselskaper finansieres med egenkapital og langsiktig lån. Kontanter generert i datterselskapene blir distribuert i form av utbytter og renter. For mer informasjon om transaksjoner med datterselskapene, se note 6 *Unotert eiendom*.

## Note 15 Interesser i andre foretak

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

Det overordnede målet med eierskapsstrukturene benyttet for de unoterte eiendomsinvesteringene er å ivareta de finansielle verdiene under forvaltning og å sikre høyest mulig avkastning etter kostnader

i henhold til mandatet fra Finansdepartementet. Viktige kriterier i beslutningen av eierskapsstruktur har vært juridisk beskyttelse, eierskapsstyring og operasjonell effektivitet. Skattekostnader kan representere en vesentlig kostnad for de unoterte eiendomsinvesteringene. Forventet skattekostnad har derfor vært en av faktorene som har inngått i vurderingen av eierskapsstruktur.

Strukturene pålegger ingen signifikante restriksjoner på distribusjon av utbytter eller renter til SPU.

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

Tabell 15.1 Eiendomsselskaper

Selskap	Forretningsadresse	Eiendomsadresse	Eierandel og stemmeandel i prosent	Innregnet fra
<b>Ikke-konsoliderte selskaper</b>				
<b>Storbritannia</b>				
NBIM George Partners LP	London	London	100,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited	London	Sheffield	50,00	2012
NBIM Charlotte Partners LP	London	London	57,75	2014
NBIM Edward BT	London	London	100,00	2014
NBIM Caroline Partners LP	London	London	100,00	2015
NBIM James Partners LP	London	London	100,00	2015
<b>Luxembourg</b>				
NBIM S.à r.l.	Luxembourg	I/A	100,00	2011
NBIM Monte S.à r.l.	Luxembourg	I/A	100,00	2013
<b>Frankrike</b>				
NBIM Louis SAS	Paris	Paris	100,00	2011
SCI 16 Matignon	Paris	Paris	50,00	2011
Champs Elysées Rond-Point SCI	Paris	Paris	50,00	2011
SCI PB 12	Paris	Paris	50,00	2011
SCI Malesherbes	Paris	Paris	50,00	2012
SCI 15 Scribe	Paris	Paris	50,00	2012
SAS 100 CE	Paris	Paris	50,00	2012
SCI Daumesnil	Paris	Paris	50,00	2012
SCI 9 Messine	Paris	Paris	50,00	2012
SCI Pasquier	Paris	Paris	50,00	2013
NBIM Marcel SPPICAV	Paris	Paris	100,00	2014

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendomsadresse	Eierandel og stemme- andel i prosent	Innregnet fra
<b>Tyskland</b>				
Die Welle 1 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	2012
Die Welle 3 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	2012
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Berlin	50,00	2012
Tower SZ Munich GmbH & Co. KG	Hamburg	München	50,00	2013
STEG LBG 2 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	2014
STEG LBG 3 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	2014
<b>Sveits</b>				
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Luxembourg	Zürich	100,00	2012
<b>Europa</b>				
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Luxembourg	Flere europeiske byer	50,00	2013
<b>USA</b>				
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	2013
T-C 470 Park Avenue South Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	2013
T-C 475 Fifth Avenue Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	2013
No. 1 Times Square Development LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	2013
OFC Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	2013
425 MKT LLC	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	2013
555 12th LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	2014
OBS Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	2014
BP/CGCenter MM LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2014
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2014
SJP TS JV, LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2015
T-C 888 Brannan Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	2015
Hudson Square Properties, LLC	Wilmington, DE	New York	44,00	2015
<b>Konsoliderte eiendomsselskaper</b>				
<b>Singapore</b>				
NBRE Management Singapore Pte. Ltd.	Singapore	I/A	100,00	2015
<b>Japan</b>				
NBRE Management Japan Advisors K.K.	Tokyo	I/A	100,00	2015

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

I tillegg til selskapene vist i tabell 15.1 har Norges Bank heleide holdingselskaper etablert som en del av investeringene i unotert eiendom. Disse holdingselskapene har ingen drift og eier ingen eiendommer direkte. Holdingselskapene har forretningsadresse i samme land som eiendommen, eller i tilknytning til NBIM S.à r.l. i Luxembourg.

# Revisors beretning

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2015, periodens resultat og totalresultat, oppstilling av endringer i eiers kapital og kontantstrømpstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

#### *Ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen*

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

#### *Revisors oppgaver og plikter*

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

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

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

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

#### *Konklusjon*

Vi mener at regnskapsrapporteringen i det alt vesentlige gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2015 og av resultat og kontantstrømmer for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU.

Oslo, 10. februar 2016

**Deloitte AS**



Aase Aa. Lundgaard  
statsautorisert revisor









ISSN 1891-1331 (trykk) / ISSN 2464-3122 (nett) | Design: Brandlab  
Foto: Hans Fredrik Asbjørnsen, Shutterstock, NBIM,  
plainpicture/Image Source/Chad Springer,  
Johnér Bildbyrå AB, iStockphoto  
Papir: Galerie Art Silk 300 g / Matt 150 g  
Produksjon: 07 Media AS | Opplag 2 000



NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT  
Banklassen 2, Postboks 1179 Sentrum, NO-0107 Oslo, Norway  
T: +47 24 07 30 00, [www.nbim.no](http://www.nbim.no)