




NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

Statens pensjonsfond utland

Årsrapport

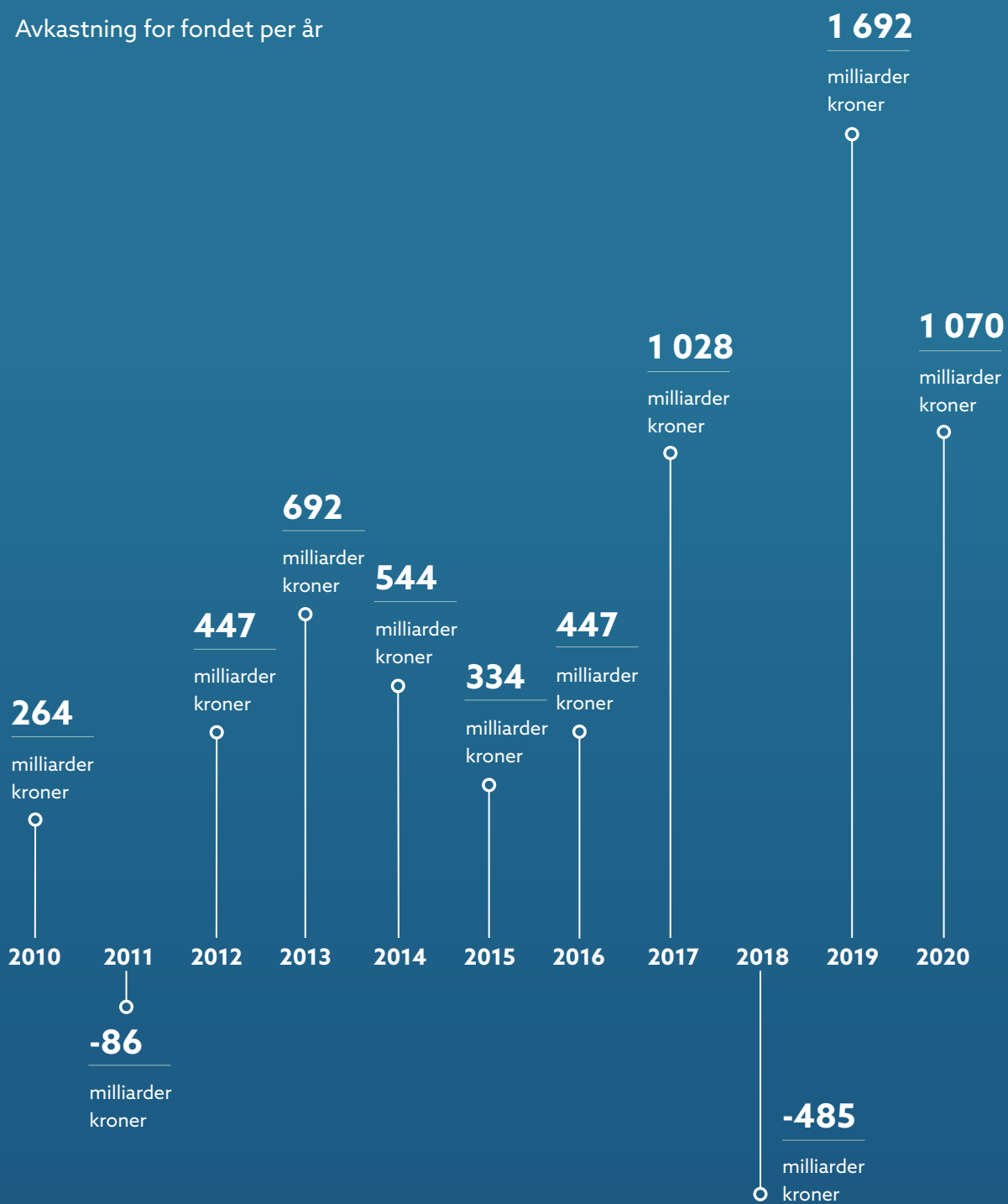
2020





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

Avkastning for fondet per år



10,9 %

1 070 milliarder kroner

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på 10,9 prosent, eller 1 070 milliarder kroner i 2020.



Aksjer

12,1 %

avkastning
på fondets
aksjeinvesteringer



Unotert eiendom

-0,1 %

avkastning på
investeringer i
unotert eiendom



Rentepapirer

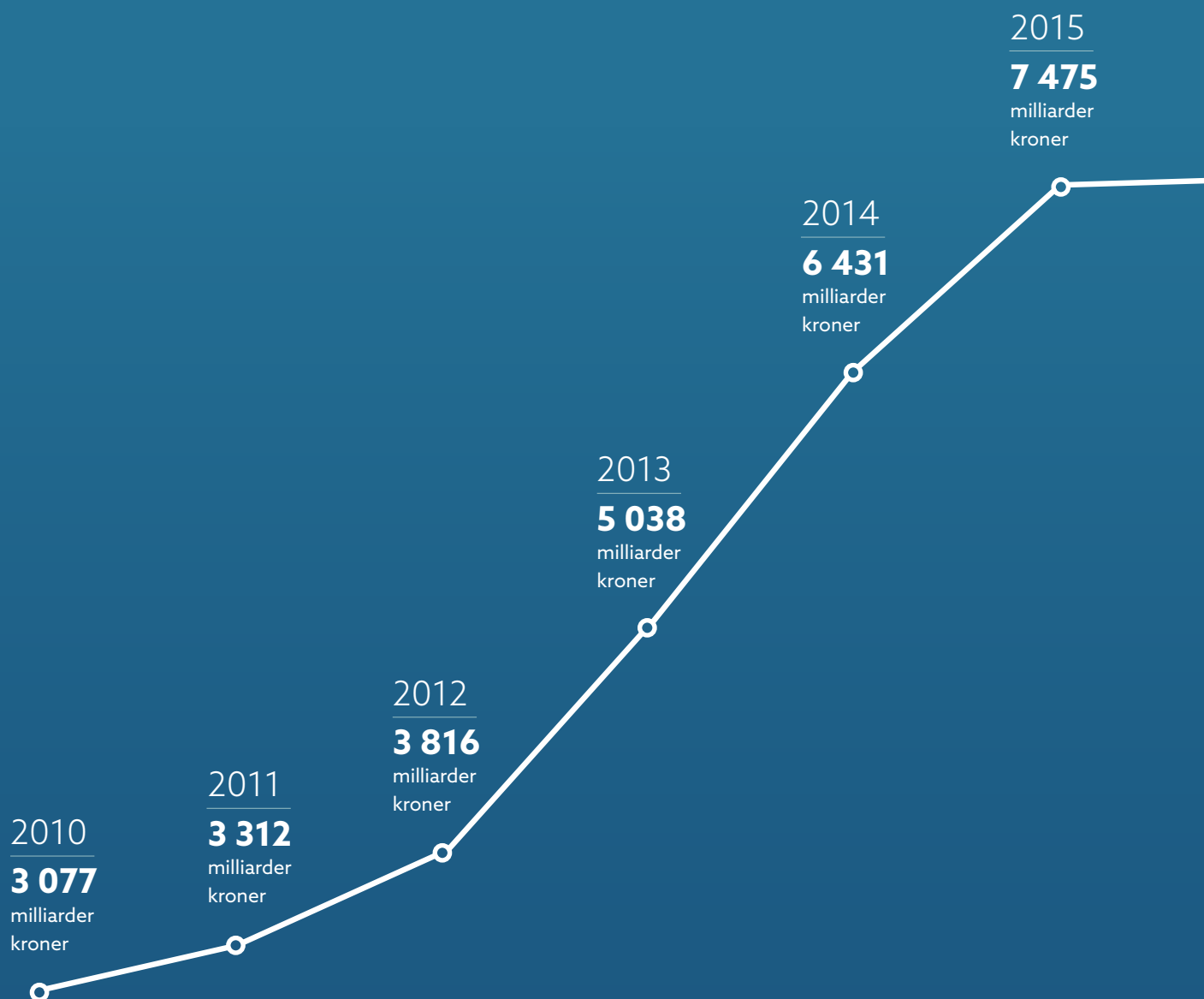
7,5 %

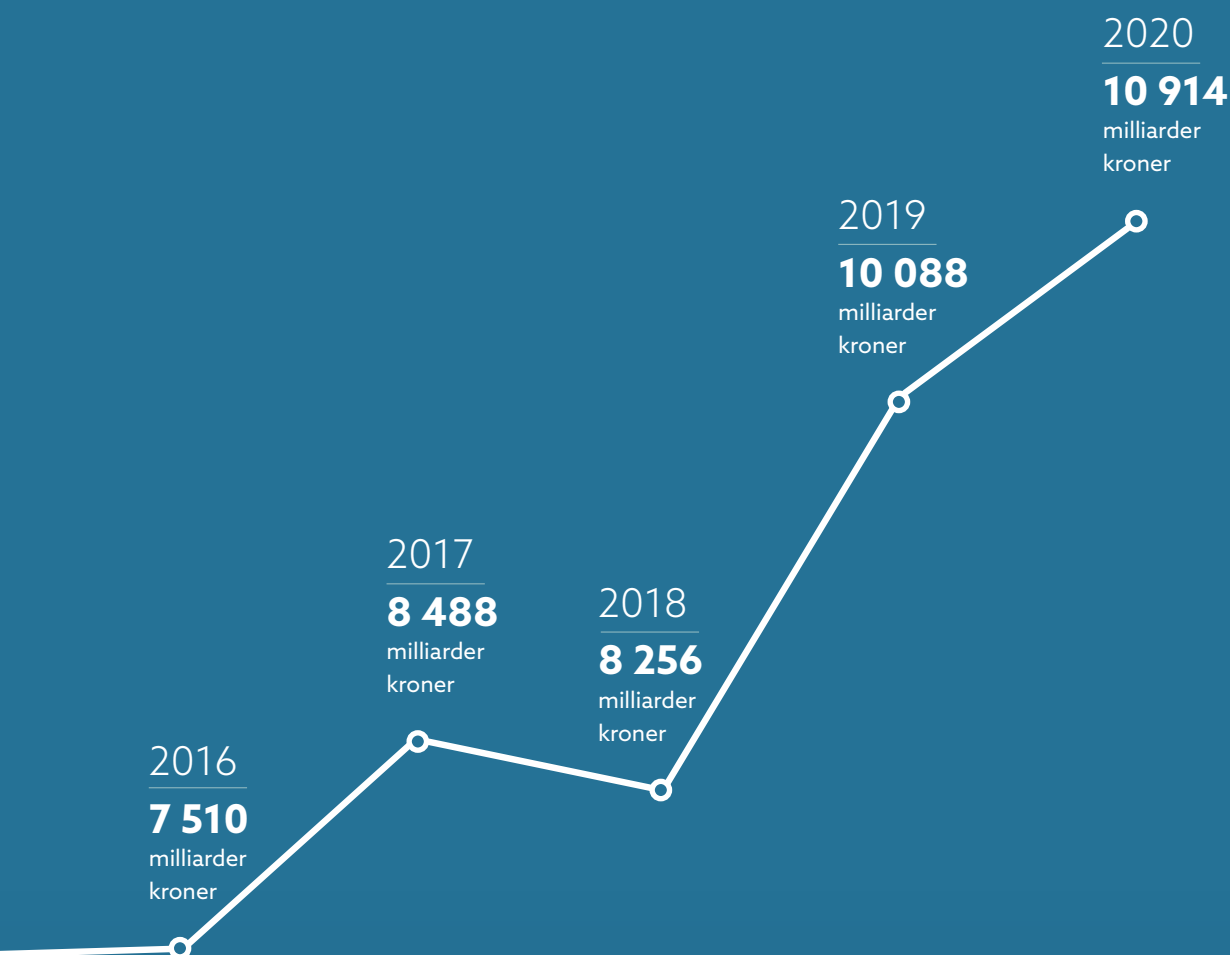
avkastning
på fondets
renteinvesteringer

10 914

milliarder kroner

Markedsverdien av fondet var 10 914 milliarder kroner ved utgangen av 2020, opp fra 10 088 milliarder kroner året før.





Aksjer

7 945
milliarder kroner

72,8 %
av fondet



Unotert eiendom

273
milliarder kroner

2,5 %
av fondet



Rentepapirer

2 695
milliarder kroner

24,7 %
av fondet

Markedsverdien på aksjeinvesteringene var på 7 945 milliarder kroner ved utgangen av 2020. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en markedsverdi på 273 milliarder kroner og rentepapirene 2 695 milliarder kroner.

Fondets investeringer var fordelt med 72,8 prosent i aksjer, 2,5 prosent i unotert eiendom og 24,7 prosent i rentepapirer.

Innhold

1 |

Resultatene

Hovedstyrets vurdering ____ 10

Leder _____ 14

Hovedtall _____ 16

2 |

Fondet

Oppdraget _____ 26

Markedene _____ 28

Investeringene _____ 30

3 |

Investeringene

Aksjer _____ 36

Eiendom _____ 44

Renter _____ 52

Relatert informasjon publisert på www.nbim.no Beholdningslister, vår stemmegivning i selskaper, sammensetningen av referanseindeksene, GIPS-rapport, månedlige avkastningstall, risikjusterte avkastningstall, stresstester, eksterne mandater og rapport om ansvarlig forvaltning.

4 |

Forvaltningen

Investeringsstrategiene ___ 60

Investeringsrisiko _____ 66

Investere ansvarlig _____ 70

5 |

Organiseringen

Forvaltningsorganisasjonen 80

Forvaltningens
gjennomføring _____ 88

Forvaltningskostnader _____ 90

6 |

Regnskapet

Regnskapsrapportering ___ 100

Noter til
regnskapsrapportering ___ 104

Uavhengig revisors
beretning _____ 163

1 | Resultatene

Hovedstyrets vurdering _____ 10

Leder _____ 14

Hovedtall _____ 16



Øystein Olsen
Leder for hovedstyret

Hovedstyrets vurdering av resultatene

Koronapandemien i 2020 førte til krevende arbeidsforhold og store og brå bevegelser i finansmarkedene. Investeringene i Statens pensjonsfond utland hadde likevel en samlet avkastning på 10,9 prosent i 2020. Avkastningen var 0,27 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen som forvaltningen måles mot. Hovedstyret er godt fornøyd med at det ble oppnådd en solid meravkastning i et turbulent år.

Ved utgangen av 2020 var markedsverdien til Statens pensjonsfond utland 10 914 milliarder kroner. Fondets avkastning før forvaltningskostnader var på 10,9 prosent målt i fondets valutakurv. Aksjeavkastningen var 12,1 prosent og obligasjonsavkastningen 7,5 prosent. Avkastningen på investeringer i unotert eiendom var -0,1 prosent. Forvaltningskostnadene utgjorde til sammen 0,05 prosent av forvaltet kapital.

Avkastningen varierte mye gjennom året. Da koronapandemien spredte seg i mars, falt verdien av fondets aksjeinvesteringer mye på kort tid. Det bidro til at aksjeandelen i fondets referanseindeks falt og utløste betingelsene for å justere andelen gradvis tilbake til 70 prosent. Fondets avkastning i første kvartal var den laveste i fondets historie, målt i både kroner og prosent. Både den kraftige oppgangen i aksjekursene utover våren og uttak av midler fra fondet reduserte behovet for kjøp av aksjer, og ved utgangen av første halvår var aksjeandelen tilbake på 70 prosent.

Det var betydelige avkastningsforskjeller mellom aksjer i ulike sektorer, noe som også bidro til at aksjer i ulike regioner utviklet seg forskjellig. Smittetiltakene som følge av koronapandemien bidro til at avkastningen på både noterte og unoterte eiendomsinvesteringer var negativ.

Virusutbruddet og den delvise nedstengingen av Norges Banks kontorer i Norge og utlandet skapte utfordringer for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. De ansatte har lagt ned en betydelig innsats for å gjennomføre forvaltningen under disse forholdene. Hovedstyret anerkjenner at banken på ethvert tidspunkt har vært i stand til å gjennomføre samfunnsoppdraget

og har forvaltet fondet i tråd med vedtatte strategier. I et år med operative utfordringer og til dels krevende markedsforhold, var avkastningen før forvaltningskostnader 0,27 prosentpoeng høyere enn avkastningen på fondets referanseindeks.

Norges Bank forvalter fondet med sikte på høyest mulig avkastning over tid, innenfor de rammene som mandatet fra Finansdepartementet setter. Banken følger ulike investeringsstrategier i forvaltningen. For perioden fra og med 2013 er strategiene delt inn i hovedgruppene allokering, verdipapirseleksjon og markedseksposering. De ulike strategiene bygger på fondets særtrekk som en stor, langsiktig investor med begrensede likviditetsbehov. Resultatbidragene fra de ulike strategiene i 2020 viser et negativt bidrag til meravkastning fra allokering, mens både markedseksposering og verdipapirseleksjon bidro positivt. Det største bidraget til meravkastning kom fra intern verdipapirseleksjon i aksje- og renteforvaltningen.

De relative resultatbidragene fordelt på aksje-, rente- og eiendomsforvaltningen viser et negativt bidrag til samlet meravkastning fra eiendomsforvaltningen, noe som gjenspeiler at utviklingen i eiendomssektoren var svak i 2020. Bidragene til meravkastning fra både aksje- og renteforvaltningen var positive.

Hovedstyret legger vekt på at resultatene i forvaltningen må vurderes over tid. Målt over hele perioden 1998–2020 har den årlige avkastningen for fondet vært 6,3 prosent. Avkastningen har vært 0,25 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen før forvaltningskostnader. Årlig netto realavkastning, etter fradrag for inflasjon og forvaltningskostnader, var 4,4 prosent i denne perioden. Hovedstyret er tilfreds med at avkastningen både i 2020 og over tid har vært god, og høyere enn avkastningen på referanseindeksen. De store svingningene i markedene i 2020 er samtidig en påminnelse om at avkastningen i fondet vil kunne variere mye.

I perioden siden 2013 har årlig meravkastning før forvaltningskostnader vært på 0,20 prosentpoeng. Hovedstyret er tilfreds med at avkastningen samlet sett har vært høyere enn i referanseindeksen i denne perioden. Bidragene fra de tre gruppene strategier viser at allokering i denne perioden har gitt et negativt bidrag til relativ avkastning, mens bidragene fra både markedseksposering og verdipapirseleksjon har vært positive.

Målsettingen for bankens forvaltning er å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader. Målet om høyest mulig avkastning skal nås innenfor en akseptabel risiko. Risikoen måles, analyseres og følges opp ved bruk av et bredt sett av måltall og ulike typer analyser. En sentral bestemmelse i mandatet fra Finansdepartementet er at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at såkalt forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng.

Ved utgangen av 2020 var forventet relativ volatilitet 0,56 prosentpoeng, mot 0,33 prosentpoeng ved forrige årsskifte. Økningen skyldes ikke først og fremst større avvik mellom fondet og referanseindeksen, men at den målte risikoen har økt på grunn av de observerte

svingningene i markedene gjennom 2020. Målt over hele perioden 1998–2020 har den faktiske relative volatiliteten vært 0,66 prosentpoeng. Hovedstyret merker seg at det over tid er oppnådd meravkastning i forvaltningen av fondet selv om det har vært en begrenset utnyttelse av risikorammen.

Forvaltningen skal være kostnadseffektiv. En kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen bidrar til målet om høyest mulig avkastning etter kostnader. I perioden 2013–2020 var den årlige forvaltningskostnaden 0,06 prosent av forvaltet kapital. I 2020 var samlede forvaltningskostnader målt i kroner 5,3 milliarder, tilsvarende 0,05 prosent av forvaltet kapital. Hovedstyret er tilfreds med at forvaltningskostnadene er lave sammenlignet med andre forvaltere.

Hovedstyret har fastsatt prinsipper for ansvarlig forvaltning av fondet. Norges Bank arbeider systematisk med å sette prinsipper, utøve eierskap og investere ansvarlig. Hovedstyret fatter beslutninger om utelukkelse og observasjon av selskaper etter etisk motiverte retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet.

Hovedstyret er i gang med å revidere bankens strategiske plan for perioden 2020–2022, i nær dialog med ny daglig leder for fondet. I arbeidet med strategiplanen vil hovedstyret vurdere hvordan de ulike strategiene har bidratt til fondets resultater over tid.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 25. februar 2021



Øystein Olsen
Leder for hovedstyret



Ida Wolden Bache
Nestleder for hovedstyret



Kristine Ryssdal
Styremedlem



Arne Hyttnes
Styremedlem



Karen Helene Ulltveit-Moe
Styremedlem



Hans Aasnæs
Styremedlem



Nina Udnes Tronstad
Styremedlem



Egil Herman Sjørus
Styremedlem



Nicolai Tangen
Leder

Age Bakker
Teknologidirektør

Trond Grande
Stabsdirektør/Nestleder

Mie Caroline Holstad
Direktør eiendom- og
infrastrukturinvesteringer

Petter Johnsen
Direktør aksjeinvesteringer

Birgitte Bryne
Driftsdirektør

Dag Huse
Risikodirektør

Carine Smith Ihenacho
Direktør eierskap og etterlevelse

Geir Øvind Nygård
Direktør markedsstrategier

Sterk avkastning i et vanskelig år

I 2020 fikk fondet en avkastning på 10,9 prosent etter et år der en global pandemi påvirket verden dramatisk.

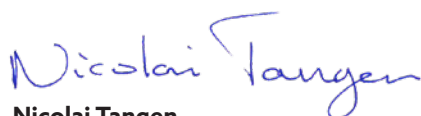
2020 var et år for historiebøkene. Utbruddet og spredningen av koronaviruset hadde store konsekvenser for oss alle. Pandemien hadde en dramatisk påvirkning på markedene i første kvartal, før de brått hentet seg inn igjen i andre kvartal. Året var preget av høy volatilitet og store forskjeller mellom ulike bransjer. Til tross for at veksten i verdensøkonomien ble hardt rammet, hadde fondets aksjeinvesteringer en avkastning på 12,1 prosent. Fondets teknologiaksjer bidro særlig sterkt til resultatet, med en avkastning på hele 41,9 prosent.

Pandemien påvirket også fondet operasjonelt. Med kontorer over hele verden ble våre virksomheter og ansatte i Shanghai og Singapore først rammet. Dette gjorde at vi var godt forberedt da pandemien kom til Oslo, London og New York. At alt av fondets IT-operasjoner året i forveien ble flyttet opp i skyen var en sentral forutsetning for at vi i 2020 klarte å håndtere 30 millioner transaksjoner når hoveddelen av våre ansatte jobbet hjemmefra.

Oljefondet er et generasjonsfond, men det er også et reservefond. I 2020 så vi hvor viktig fondet er når en krise rammer Norge. I løpet av 2020 overførte vi 298 milliarder kroner fra fondet for å dekke underskuddet i statsbudsjettet. I samme periode mottok fondet løpende inntekter i form av utbytte, renter og leie på 218 milliarder fra våre investeringer.

2020 var også året da jeg tok over som Oljefondsjeff etter Yngve Slyngstad. Yngve har gjort en stor innsats som leder og jeg har trådt inn i en organisasjon med 518 dyktige kolleger. Alle disse fortjener en stor takk for sin enorme innsats gjennom et krevende år.

Oslo, 25. februar 2021



Nicolai Tangen

Leder for Norges Bank
Investment Management

Store svingninger i fondets avkastning

Statens pensjonsfond utlands markedsverdi økte med 826 milliarder kroner i 2020, i et år preget av store svingninger i verdiene.

Fondet fikk en avkastning på 10,9 prosent i 2020. Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 12,1 prosent, mens de unoterte eiendomsinvesteringene fikk en avkastning på -0,1 prosent. Avkastningen på renteinvesteringene var 7,5 prosent.

Samlet avkastning på mer enn 6 000 milliarder

Fondet mottok sin første kapitaltilførsel fra den norske stat i mai 1996. Ved utgangen av 2020 var den samlede tilførselen siden oppstarten på 3 092 milliarder kroner. Norges Bank Investment Management ble etablert 1. januar 1998 for å forestå den operative forvaltningen av fondet. Fra etableringen av forvaltningsenheten og frem til utgangen av 2020 har fondet hatt en samlet avkastning på 6 427 milliarder kroner og en årlig avkastning på 6,3 prosent. Etter fradrag for prisvekst og forvaltningskostnader har avkastningen vært på 4,4 prosent årlig. De siste ti årene har fondets samlede avkastning vært 5 681 milliarder kroner, noe som gir en årlig avkastning på 7,9 prosent. Etter fradrag for prisvekst og forvaltningskostnader har avkastningen de siste ti årene vært på 6,2 prosent.

Avkastning målt i fondets valutakurv

Fondet er investert i internasjonale verdipapirer og unotert eiendom i utenlandsk valuta. Vi måler avkastningen i en kurv av internasjonal valuta. Valutakurven er definert i mandatet for forvaltningen som en vektet sammensetning av alle valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner. Ved utgangen av 2020 besto denne av 36 valutaer. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

Fondets markedsverdi økte med 826 milliarder kroner

Fondets markedsverdi økte i løpet av 2020 med 826 milliarder kroner til 10 914 milliarder kroner. Markedsverdien påvirkes av avkastning, kapitaltilførsler eller -uttak og endringer i valutakurser. I 2020 fikk fondet en avkastning på 1 070 milliarder kroner. Uttaket fra den norske stat var 302 milliarder kroner etter utbetalt forvaltningsgodtgjøring. Kronekursen svekket seg mot flere av valutaene fondet er investert i. Dette økte isolert sett markedsverdien til fondet med 58 milliarder kroner, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Ved utgangen av året var fondets investeringer fordelt med 72,8 prosent i aksjer, 2,5 prosent i unotert eiendom og 24,7 prosent i rentepapirer.

Tabell 1 Avkastningstall. Prosent.

	2020	2019	2018	2017	2016
Avkastning målt i fondets valutakurv					
Aksjeinvesteringer	12,14	26,02	-9,49	19,44	8,72
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	-0,08	6,84	7,53	7,52	0,78
Renteinvesteringer	7,46	7,56	0,56	3,31	4,32
Fondets avkastning	10,86	19,95	-6,12	13,66	6,92
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ²	0,27	0,23	-0,30	0,70	0,15
Forvaltningskostnader	0,05	0,05	0,05	0,06	0,05
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	10,81	19,90	-6,17	13,60	6,87
Avkastning målt i norske kroner					
Aksjeinvesteringer	12,70	28,20	-6,56	19,74	3,67
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	0,42	8,68	11,02	7,80	-3,91
Renteinvesteringer	8,00	9,41	3,82	3,57	-0,53
Fondets avkastning	11,41	22,01	-3,07	13,95	1,95

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

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

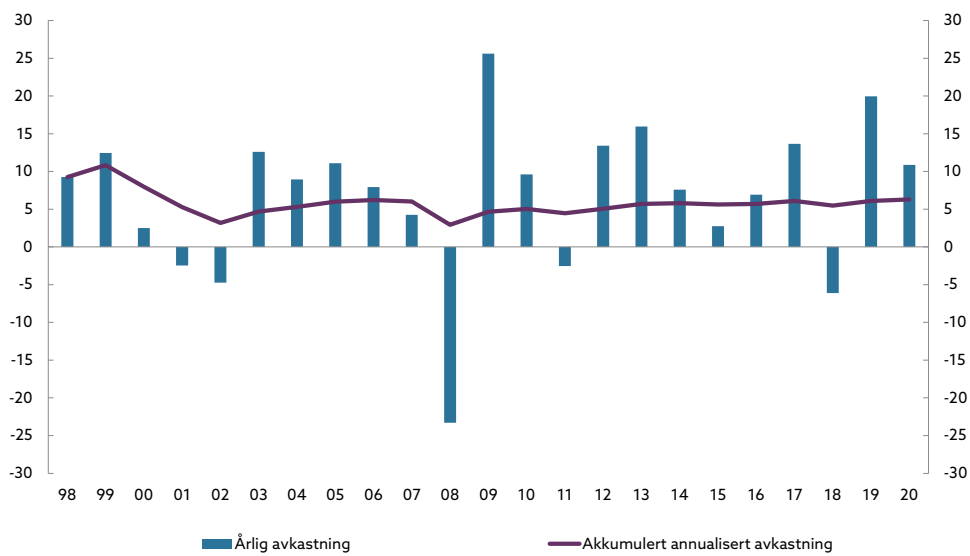
Tabell 2 Historiske nøkkeltall per 31. desember 2020. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv.

	Siden 01.01.1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)	6,29	6,45	7,95	8,69	10,86
Årlig prisvekst (prosent)	1,72	1,73	1,54	1,52	0,59
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,08	0,06	0,05	0,05
Fondets netto realavkastning (prosent)	4,42	4,57	6,25	7,02	10,16
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	8,06	9,15	8,43	9,68	17,58
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ¹	0,25	0,10	0,16	0,19	0,27
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,66	0,76	0,36	0,34	0,34
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,40	0,18	0,46	0,56	0,83

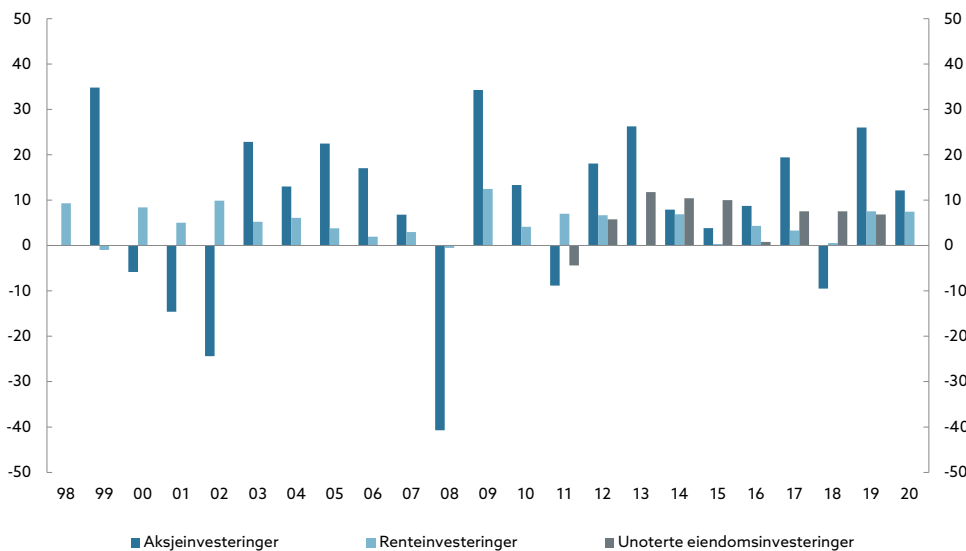
¹ Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.

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

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



Figur 2 Historisk avkastning på fondets investeringer. Prosent.



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

	Siden 01.01.1998					
	Annualiserte tall	2020	2019	2018	2017	2016
Amerikanske dollar	6,65	14,35	20,24	-8,44	19,92	4,83
Euro ¹	6,15	4,90	22,45	-3,83	5,33	7,97
Britiske pund	7,54	10,82	15,59	-2,75	9,54	25,05
Norske kroner	7,38	11,41	22,01	-3,07	13,95	1,95
Valutakurven	6,29	10,86	19,95	-6,12	13,66	6,92

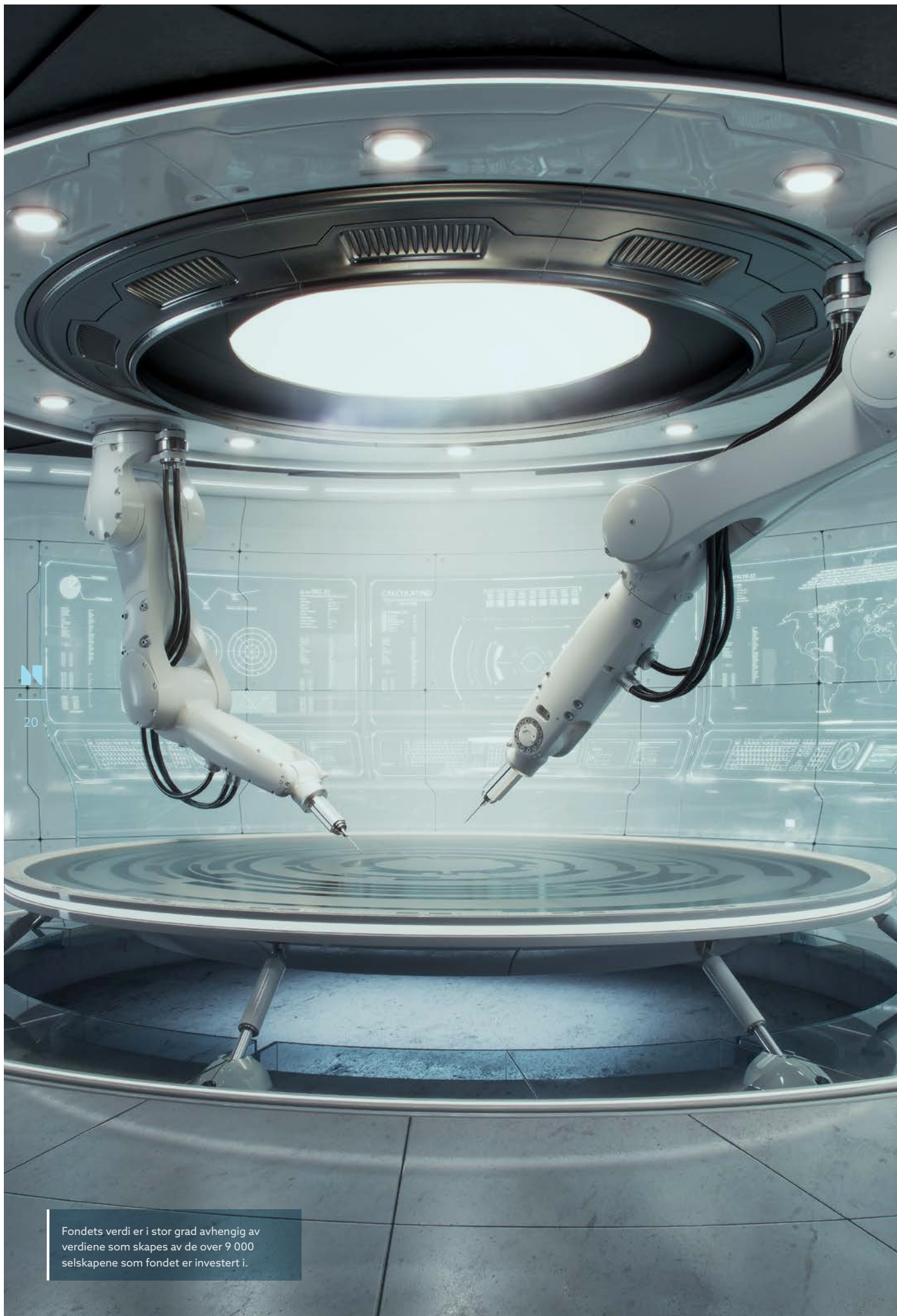
¹ Euro ble introdusert som valuta 01.01.1999. WM/Reuters sin eurokurs er benyttet som anslag for 31.12.1997.

Tabell 4 Historisk avkastning for fondets investeringer. Prosent.

	Fondet	Aksjeinvesteringer	Renteinvesteringer	Unoterte eiendomsinvesteringer ¹
2020	10,86	12,14	7,46	-0,08
2019	19,95	26,02	7,56	6,84
2018	-6,12	-9,49	0,56	7,53
2017	13,66	19,44	3,31	7,52
2016	6,92	8,72	4,32	0,78
2015	2,74	3,83	0,33	9,99
2014	7,58	7,90	6,88	10,42
2013	15,95	26,28	0,10	11,79
2012	13,42	18,06	6,68	5,77
2011 ²	-2,54	-8,84	7,03	-4,37
2010	9,62	13,34	4,11	-
2009	25,62	34,27	12,49	-
2008	-23,31	-40,71	-0,54	-
2007	4,26	6,82	2,96	-
2006	7,92	17,04	1,93	-
2005	11,09	22,49	3,82	-
2004	8,94	13,00	6,10	-
2003	12,59	22,84	5,26	-
2002	-4,74	-24,39	9,90	-
2001	-2,47	-14,60	5,04	-
2000	2,49	-5,82	8,41	-
1999	12,44	34,81	-0,99	-
1998	9,26	-	9,31	-

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

² Unoterte eiendomsinvesteringer fra 01.04.2011.



Fondets verdi er i stor grad avhengig av verdiene som skapes av de over 9 000 selskapene som fondet er investert i.

Tabell 5 Nøkkeltall. Milliarder kroner.

	2020	2019	2018	2017	2016
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringer	7 945	7 145	5 477	5 653	4 692
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	273	273	246	219	242
Renteinvesteringer	2 695	2 670	2 533	2 616	2 577
Fondets markedsverdi ²	10 914	10 088	8 256	8 488	7 510
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ²	-5	-4	-5	-5	-4
Eiers kapital ²	10 908	10 084	8 251	8 484	7 507
Tilførsel/uttak av kapital ³	-298	18	34	-61	-101
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ³	-4	-5	-5	-4	-4
Fondets avkastning	1 070	1 692	-485	1 028	447
Endring som følge av svingninger i kronekursen	58	127	224	15	-306
Endring i markedsverdien	826	1 832	-233	978	35
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital ⁴	3 092	3 389	3 371	3 337	3 397
Avkastning av aksjeinvesteringer	4 897	4 023	2 545	3 062	2 129
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer ¹	84	85	69	53	38
Avkastning av renteinvesteringer	1 446	1 249	1 052	1 037	955
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁵	-53	-48	-44	-39	-35
Endring som følge av endringer i kronekursen	1 448	1 390	1 263	1 040	1 025
Fondets markedsverdi	10 914	10 088	8 256	8 488	7 510
Samlet avkastning	6 427	5 358	3 666	4 151	3 123
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	6 374	5 309	3 622	4 111	3 088

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

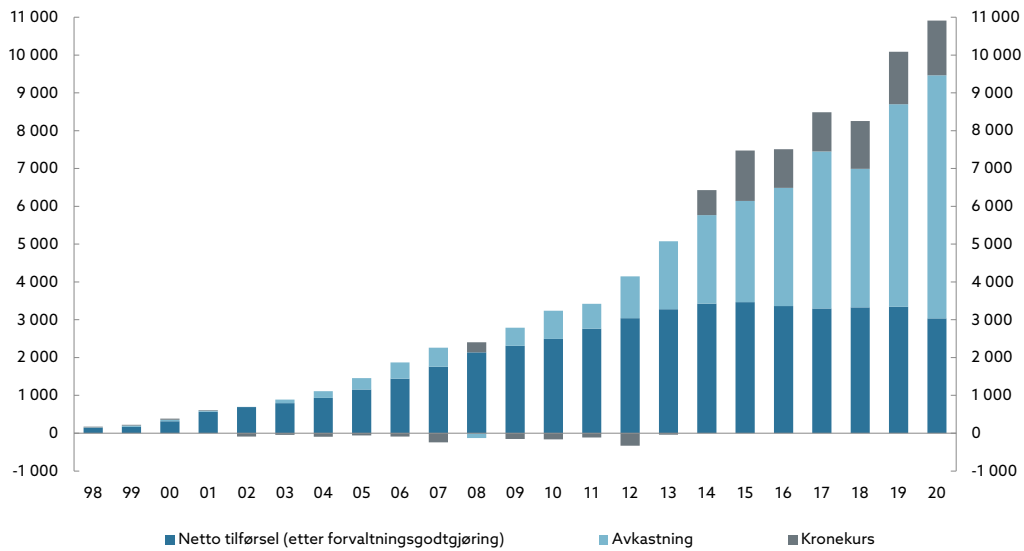
² Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Eiers kapital i regnskapet er lik fondets markedsverdi fratrukket påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

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

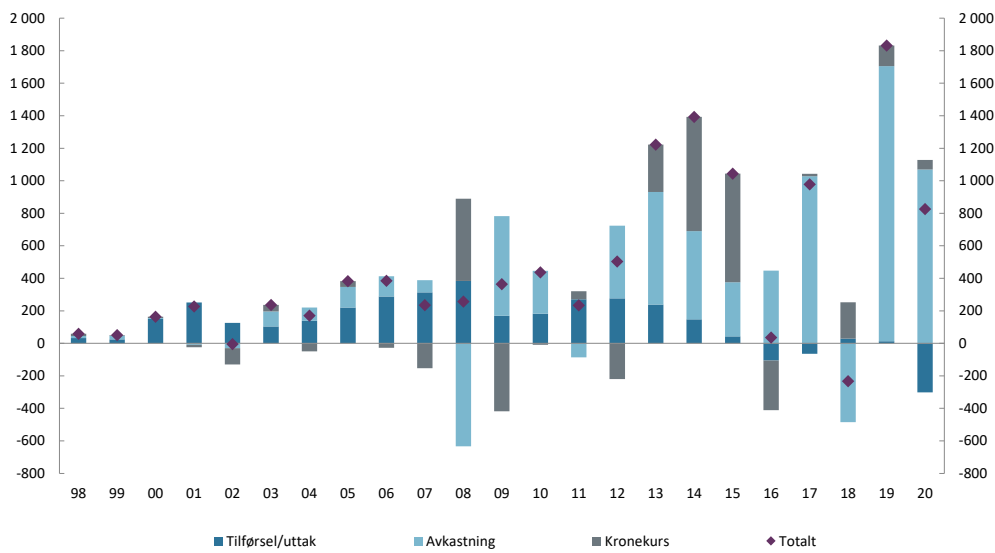
⁴ Samlet tilførsel av kapital presenteres i tabellen justert for påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

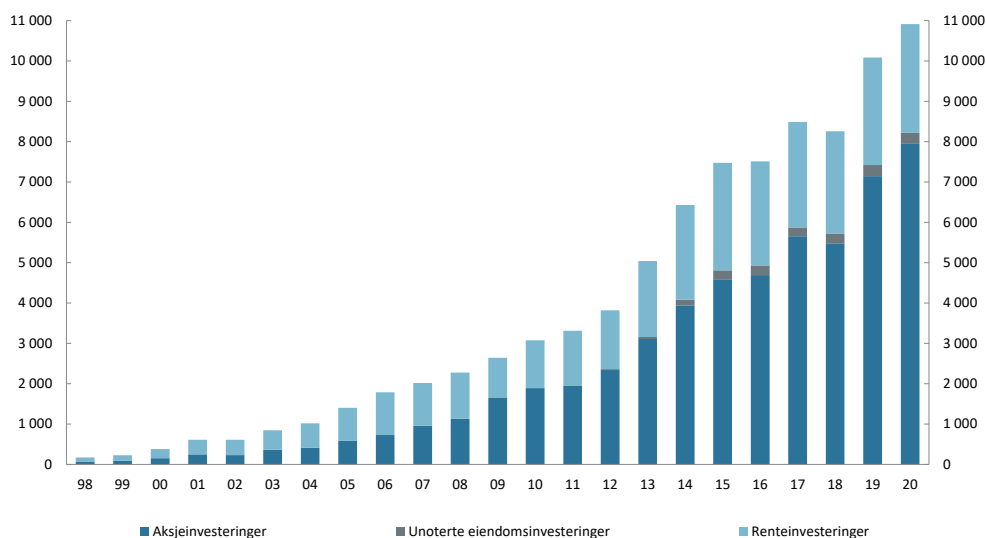
⁵ Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. Tabell 11.2 i regnskapet, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrukket i samlet avkastning, dvs. i avkastningen før forvaltningsgodtgjøring.

Figur 3 Fondets markedsverdi. Milliarder kroner.



Figur 4 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner.



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

År	Totalt	Avkastning	Tilførsel/uttak ¹	Kronekurs
2020	826	1 070	-302	58
2019	1 832	1 692	13	127
2018	-233	-485	29	224
2017	978	1 028	-65	15
2016	35	447	-105	-306
2015	1 044	334	42	668
2014	1 393	544	147	702
2013	1 222	692	239	291
2012	504	447	276	-220
2011	234	-86	271	49
2010	437	264	182	-8
2009	365	613	169	-418
2008	257	-633	384	506
2007	235	75	314	-153
2006	385	124	288	-28
2005	383	127	220	36
2004	171	82	138	-49
2003	236	92	104	41
2002	-5	-29	125	-101
2001	227	-9	251	-15
2000	164	6	150	8
1999	51	23	24	3
1998	58	12	33	13
Før 1998	113	0	108	5

¹ Etter utbetalt forvaltningsgodtgjøring.

Tabell 7 Fondets markedsverdi fordelt på aktivklasser. Milliarder kroner.

År	Totalt	Aksjer	Rentepapirer	Unotert eiendom ¹
2020	10 914	7 945	2 695	273
2019	10 088	7 145	2 670	273
2018	8 256	5 477	2 533	246
2017	8 488	5 653	2 616	219
2016	7 510	4 692	2 577	242
2015	7 475	4 572	2 668	235
2014	6 431	3 940	2 350	141
2013	5 038	3 107	1 879	52
2012	3 816	2 336	1 455	25
2011	3 312	1 945	1 356	11
2010	3 077	1 891	1 186	-
2009	2 640	1 644	996	-
2008	2 275	1 129	1 146	-
2007	2 019	958	1 061	-
2006	1 784	726	1 058	-
2005	1 399	582	817	-
2004	1 016	416	600	-
2003	845	361	484	-
2002	609	231	378	-
2001	614	246	363	-
2000	386	153	227	-
1999	222	94	129	-
1998	172	70	102	-

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

2 | Fondet

Oppdraget _____ 26

Markedene _____ 28

Investeringene _____ 30



26

Stortinget

Lov om Statens pensjonsfond

Finansdepartementet

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

Norges Bank

Hovedstyrets prinsippdokumenter
Hovedstyrets investeringsmandat
Hovedstyrets stillingsinstruks for leder i Norges Bank Investment Management

Norges Bank Investment Management

Retningslinjer fra leder
Investeringsmandater og stillingsinstrukser fra leder

Vårt oppdrag

Fondet tilhører det norske folk. Finansdepartementet fastsetter den overordnede investeringsstrategien. Vesentlige endringer i strategien forankres i Stortinget. Langsiktig forvaltning av fondet sikrer at både nåværende og fremtidige generasjoner nordmenn kan ha glede av Norges oljeformue.

For å skjerme norsk fastlandsøkonomi er fondet investert utelukkende i utlandet. Stortinget har fastsatt de formelle rammebetingelsene i Lov om statens pensjonsfond. Finansdepartementet har det overordnede ansvaret for fondet og har fastsatt rammer for forvaltningen i «Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland». I sentralbankloven er Norges Bank gitt oppgaven med å forvalte fondet. Leder for Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland gjennomfører forvaltningsoppdraget etter instruks og mandat fra hovedstyret i Norges Bank.

Oppgaven vår er å ta vare på verdiene i fondet for fremtidige generasjoner på en sikker, effektiv, ansvarlig og åpen måte. Målet er at investeringene skal gi høyest mulig langsiktig avkastning innenfor mandatets ramme. Vi sprer investeringene på mange enkeltinvesteringer over hele verden for å gjøre fondet mindre sårbart for utviklingen i hvert enkelt selskap, sektor og land.

Mandatet som er fastsatt av Finansdepartementet, sier at Norges Bank kan investere fondet i børsnoterte aksjer, obligasjoner, unotert eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer følger i stor grad av Finansdepartementets beslutninger om referanseindekser. Det er opp til Norges Bank å bestemme hvor mye som skal investeres i eiendom og hvilke typer eiendom fondet skal investeres i. Kjøp av eiendom blir finansiert med

salg av aksjer og obligasjoner. I forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en felles strategi for eiendom. Investeringer i infrastruktur for fornybar energi er en del av fondets miljømandater som har en øvre ramme på 120 milliarder kroner. Unotert infrastruktur for fornybar energi kom inn i mandatet i november 2019. Fondet hadde ved utgangen av 2020 ingen slike investeringer.

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en integrert del av forvaltningen av fondet. Vi er en aktiv eier og prioriterer arbeidet med velfungerende styre og god eierstyring. Investeringsbeslutningene våre tar hensyn til hvordan vi vurderer selskapers langsiktige risiko knyttet til økonomiske, miljømessige og samfunnmessige forhold. Vi legger vekt på høy kvalitet og kostnads-effektivitet i forvaltningen. En omfattende rapportering, innholdsrike nettsider og stor grad av tilgjengelighet for media skal bidra til størst mulig åpenhet om forvaltningen.



28

Finansmarkedene var preget
av betydelige svingninger
gjennom 2020.

Et turbulent år

Koronapandemien brakte verdensøkonomien inn i en dyp krise i 2020. Finansmarkedene var preget av betydelige svingninger gjennom året, store variasjoner mellom ulike bransjer og land og ekstraordinære støttetiltak fra myndighetene.

I den første delen av året førte pandemien og restriksjonene for å begrense spredningen av viruset til et kraftig fall i økonomisk aktivitet og kortsiktige vekstforventninger. Redusert smitte og en stegvis gjenåpning av samfunnet i mange land ga høyere aktivitet og bidro til lavere risikopremier og volatilitet i finansmarkedene gjennom sommeren. Utover høsten og vinteren steg imidlertid smittetallene igjen, og myndigheter i ulike land iverksatte nye, strenge tiltak. Avslutningen på året var preget av optimisme knyttet til effektive vaksiner og begynnende massevaksinering. For året som helhet førte de gjentatte nedstengningene likevel til dramatiske fall i verdensøkonomien. Forskjellene var store mellom regioner, med forventninger om vekst i BNP i 2020 på om lag 2,1 prosent for Kina, men forventninger om fall i BNP på 3,6 og 7,3 prosent i henholdsvis USA og eurosone.

Ekstraordinære statlige støttetiltak har bidratt til å stabilisere finansmarkedene og understøtte realøkonomien gjennom året. Tiltakene ble iverksatt raskere og i større omfang enn ved tidligere økonomiske kriser. Sentralbanker over hele verden kuttet renten og gjennomførte massive støttekjøp i finansmarkedene. Over en periode på kun tre måneder økte sentralbankenes balanser i USA, eurosone, Storbritannia og Japan med om lag 5 000 milliarder dollar. Til sammenligning tok det flere år før balansene økte like mye etter finanskrisen i 2008. Lettelsene i penge-

politikken bidro trolig til at risikopremier falt, og til at frykten for massekonkurser og kredittkrise ble gradvis mindre.

Krisen som følge av pandemien ble også møtt med svært ekspansiv finanspolitikk i mange land, med store underskudd på offentlige budsjetter og tilsvarende høy statlig opplåning som resultat. I USA ble det vedtatt store økonomiske krisepakker tidlig i krisen. Blant annet innebar CARES-ordningen direkte pengeoverføringer til husholdninger, høyere arbeidsledighetstrygd og lån til småbedrifter med mulighet for å gjøres om til rene overføringer. I tillegg til store nasjonale finanspolitiske stimulansepakker, ble EU-landene enige om å gjennomføre felles låneoptak for å støtte de hardest rammede økonomiene etter krisen gjennom et fond på 750 milliarder euro. Tiltaket ble av mange sett på som et steg mot tettere økonomisk integrasjon i EU også etter krisen.

Risikofrie renter falt på tvers av markeder i første kvartal. Kombinasjonen av de store penge- og finanspolitiske lettelsene bidro til at det kraftige prisfallet i aksjemarkedene i første kvartal ble reversert gjennom året. Selv om pandemien har påført verdensøkonomien et usedvanlig stort og negativt sjokk på kort sikt, har nedjusteringene i langsiktige vekstforventninger vært relativt beskjedne, noe som også kan ha understøttet aksjeprisene.

Pandemien skapte imidlertid stor variasjon i avkastning mellom ulike sektorer. Strenge begrensninger på personlig mobilitet og sosial kontakt har gitt kraftig vekst i digitale tjenester, noe som har kommet teknologiselskaper til gode. Motsatt skapte nedstengningene store utfordringer for bransjer som er avhengige av reisevirksomhet, som luftfart og oljeselskaper. I flere bransjer førte pandemien til høyere gjeld, fra allerede høye nivåer.

Bredt investert utenfor Norge

Ved utgangen av 2020 var fondet investert i 9 123 selskaper. Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper var på 1,4 prosent.

Fondets investeringer kunne knyttes til 73 land og fondet var investert i 49 valutaer ved utgangen av 2020.

Ved utgangen av 2020 var 45,6 prosent investert i Nord-Amerika, opp fra 43,9 prosent året før. 32,0 prosent av fondet var investert i Europa, ned fra 33,7 året før. 20,1 prosent var investert i Asia og Oseania, opp fra 19,2 prosent året før. Ved årets slutt var 9,4 prosent av fondets investeringer i fremvoksende markeder, ned fra 10,1 prosent året før.

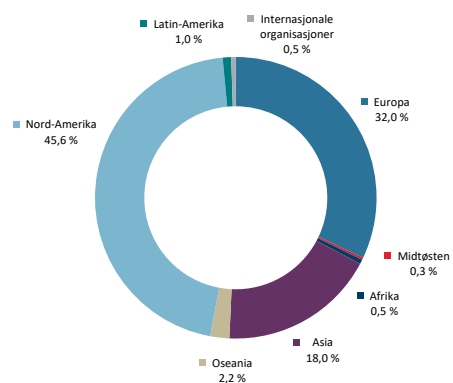
Eier i over 9 000 selskaper

Fondet var investert i aksjer i 9 123 selskaper ved utgangen av 2020, mot 9 202 selskaper ett år

tidligere. Eierandelen var større enn 2 prosent i 1 278 selskaper og over 5 prosent i 40 selskaper.

Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper, målt som andel av aksjeindeksen FTSE Global All Cap, var ved utgangen av året på 1,4 prosent. Den høyeste gjennomsnittlige eierandelen hadde fondet i europeiske selskaper. Denne utgjorde 2,6 prosent av de børsnoterte selskapene, og var på linje med året før. Eierandelen i aksjeselskaper i utviklede markeder var på 1,4 prosent ved utgangen av 2020. I fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder, eide fondet i gjennomsnitt 1,6 prosent av de børsnoterte selskapene.

Figur 6 Fondets investeringer per 31. desember 2020. Aksjer fordelt etter land og obligasjoner fordelt etter valuta. Prosent.



Tabell 8 Fondets beholdninger fordelt på land per 31. desember 2020. Prosent.

Land	Totalt	Aksjer	Rente-papirer	Unotert eiendom
USA	41,6	30,0	10,5	1,1
Japan	8,9	5,9	3,0	0,0
Storbritannia	7,0	5,1	1,5	0,4
Tyskland	5,6	3,2	2,3	0,1
Frankrike	5,4	3,4	1,5	0,5
Kina	3,8	3,8	0,0	-
Sveits	3,7	3,2	0,4	0,1
Canada	2,5	1,4	1,1	-
Australia	2,1	1,4	0,7	-
Sør-Korea	1,8	1,4	0,4	-

Fondets renteinvesteringer besto av 4 951 verdipapirer fra 1 245 utstedere ved utgangen av 2020, mot 4 608 verdipapirer fra 1 177 utstedere året før. Totalt var renteinvesteringene fordelt på 22 valutaer ved utgangen av året, ned fra 26 året før.

Ved utgangen av året var 2,8 prosent av renteinvesteringene plassert i valutaer i fremvoksende markeder, ned fra 8,0 prosent året før. Renteinvesteringer i amerikanske dollar, euro, pund og yen utgjorde 88,4 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året, mot 84,6 prosent ett år tidligere.

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

Fondets aksjeinvesteringer tar FTSE Global All Cap-indeksen som utgangspunkt. 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. Ved utgangen av året var markeds plasser i 62 land godkjent for aksjeinvesteringer, det samme antallet som året før.

Ved utgangen av året var 1 079 milliarder kroner investert i aksjer og rentepapirer i fremvoksende markeder, mot 1 024 milliarder kroner året før. Investeringene i aksjer i nye fremvoksende (frontier) markeder utgjorde ved utgangen av året 13,0 milliarder kroner, mot 13,3 milliarder kroner ved utgangen av 2019.

Tabell 9 Investeringer i nye fremvoksende markeder. Landklassifisering i henhold til FTSE. Millioner kroner.¹

Land	2020
Vietnam	5 017
Slovenia ³	3 627
Bangladesh	2 126
Litauen ^{2,3}	2 117
Island ^{2,3}	1 861
Slovakia ³	1 298
Estland	1 136
Morokko	957
Sri Lanka	904
Kenya	844
Nigeria	504
Bahrain ³	409
Kroatia	310
Peru ³	220
Malta	173
Tunisia ³	110
Mauritius	74
Oman	31
Latvia	22
Kypros	8
Botswana	7
Totalt	21 757

Øvrige land, utenfor fondets referanseindeks

Saudi Arabia	1 665
Romania ³	849
Ukrania ³	238
Kirgisistan ³	42
Moldova ³	36
Totalt	2 830

¹ Kontanter og derivater er ikke inkludert.

² Inkludert obligasjoner utstedt i annen valuta enn lokal valuta.

³ Inkludert investeringer i aksjer notert på børser i andre land.

Globale investeringer

Antall investeringer per aktivklasse



Nord-Amerika

2 101
selskaper

2 208
obligasjoner fra
614 utstedere

462
eiendommer

Latin-Amerika

266
selskaper

73
obligasjoner fra
22 utstedere

Internasjonale organisasjoner

121
obligasjoner fra
17 utstedere



Afrika

187
selskaper

8
obligasjoner fra
1 utsteder

Europa

1 814
selskaper

1 828
obligasjoner fra
484 utstedere

399
eiendommer

Midtøsten

152
selskaper

Asia

4 245
selskaper

528
obligasjoner fra
73 utstedere

6
eiendommer

Oseania

358
selskaper

185
obligasjoner fra
34 utstedere

3 | Investeringene

Aksjer _____ 36

Eiendom _____ 44

Renter _____ 52

Store forskjeller i aksjemarkedet

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 12,1 prosent i 2020. Året var preget av koronapandemien. Forskjellene i avkastning mellom enkeltmarkeder, sektorer og segmenter var store.

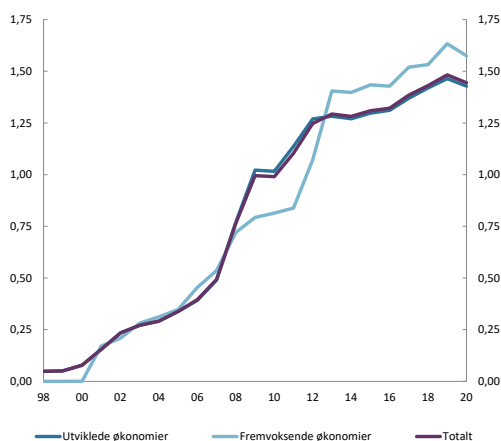
Investeringene i utviklede markeder hadde en avkastning på 11,6 prosent. Fondets investeringer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 16,6 prosent.

Investeringene i Nord-Amerika fikk en avkastning på 16,9 prosent og sto for 43,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer. USA var fondets største enkeltmarked. Amerikanske aksjer fikk en avkastning på 21,3 prosent i amerikanske dollar og utgjorde 42,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Målt i fondets valutakurv var avkastningen 17,6 prosent som følge av at dollaren svekket seg noe mot valutakurven.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 3,9 prosent i 2020. Totalt var 30,9 prosent av fondets aksjer plassert i Europa. Storbritannia var det tredje største enkeltmarkedet for fondet etter USA og Japan. Britiske aksjer hadde en avkastning på -12,3 prosent i britiske pund og utgjorde 7,2 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Målt i fondets valutakurv var avkastningen -12,2 prosent fordi pundet svekket seg mot valutakurven.

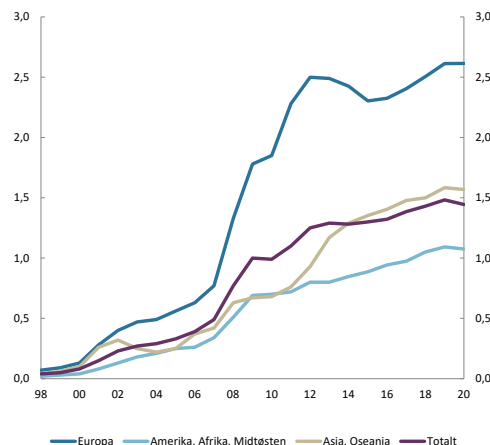
Investeringene i Asia og Oseania fikk en avkastning på 18,3 prosent og sto for 23,5 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

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



Kilde: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

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



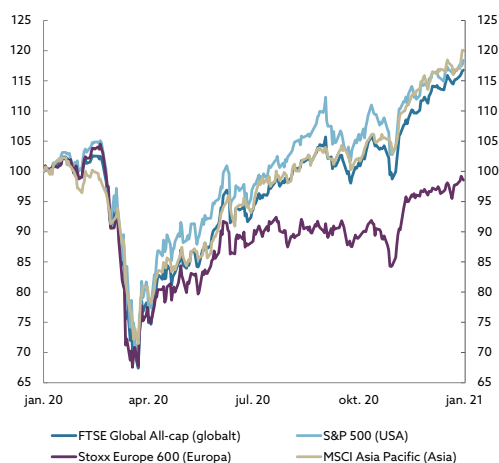
Kilde: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

Utenom Japan var avkastningen i regionen 22,9 prosent. Avkastningen for japanske aksjer var 8,3 prosent i yen i 2020. Målt i fondets valutakurv var avkastningen 10,5 prosent grunnet at yen styrket seg mot valutakurven. Japanske aksjer utgjorde 8,2 prosent av aksjeinvesteringene og var fondets nest største enkeltmarked.

12,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer var plassert i fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder. Avkastningen for kinesiske aksjer var på 29,7 prosent i 2020 i

lokal valuta, tilsvarende 33,9 prosent i valutakurven. Kinesiske aksjer utgjorde 5,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer og var det største enkeltmarkedet innen fremvoksende markeder. Deretter fulgte Taiwan med 2,1 prosent av fondets aksjeinvesteringer og India med 1,3 prosent. Avkastningen for fondets investeringer i Taiwan og India var på henholdsvis 30,3 prosent og 19,5 prosent i lokal valuta. Målt i fondets valutakurv var avkastningen henholdsvis 34,8 prosent og 13,2 prosent.

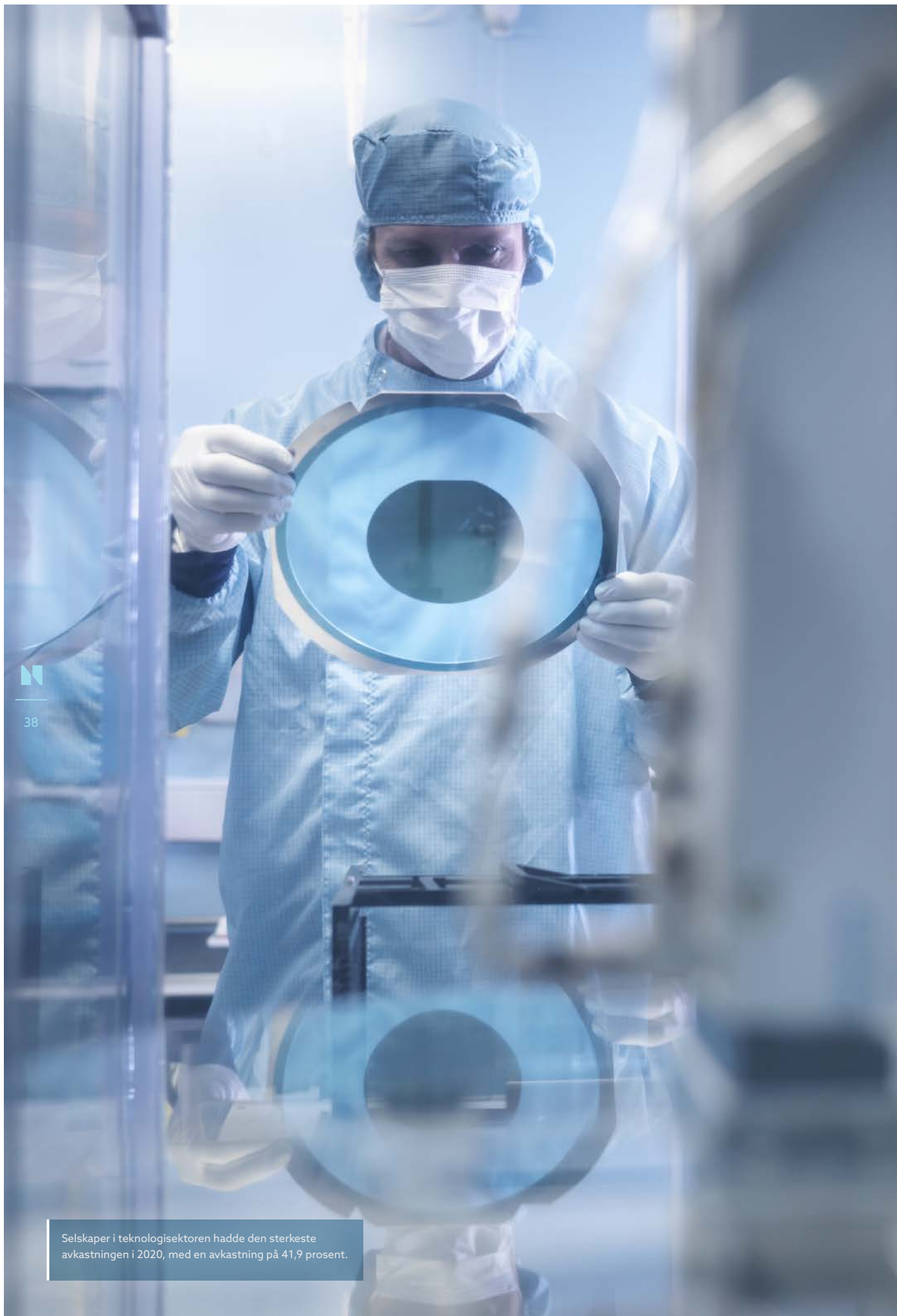
Figur 9 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2019 = 100.



Kilde: Bloomberg

Tabell 10 Avkastning på fondets største aksjeinvesteringer i 2020. Fordelt etter land. Prosent.

Land	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av aksjeinvesteringene
USA	17,6	21,3	42,0
Japan	10,5	8,3	8,2
Storbritannia	-12,2	-12,3	7,2
Kina	33,9	29,7	5,3
Frankrike	2,1	-3,3	4,8
Sveits	10,1	3,6	4,5
Tyskland	12,3	6,3	4,5
Taiwan	34,8	30,3	2,1
Australia	7,1	0,7	2,0
Sør-Korea	41,1	36,7	2,0



Selskaper i teknologisektoren hadde den sterkeste avkastningen i 2020, med en avkastning på 41,9 prosent.

Høyest avkastning for teknologiselskaper

Teknologiselskaper hadde den høyeste avkastningen i 2020, med en avkastning på 41,9 prosent. Den globale pandemien bidro til en kraftig økning i etterspørselen etter produkter for nettbasert arbeid, utdanning, handel og underholdning. Selskaper som utvikler slike produkter, hadde derfor en sterk avkastning.

Råvareselskaper hadde en avkastning på 21,0 prosent. Ekspansiv penge- og finanspolitikk og høyere råvarepriser som følge av forstyrrelser på tilbudssiden, både relatert til pandemien og andre forstyrrelser, bidro til avkastningen for sektoren.

Konsumtjenesteselskaper hadde en avkastning på 17,3 prosent i 2020. Særlig bidro en sterk avkastning fra netthandel-selskaper som dro fordel av økt handel over nett til avkastningen.

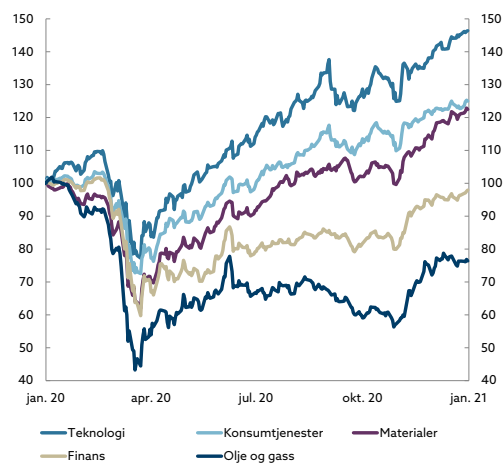
Sektoren med lavest avkastning var olje- og gasselskaper med en avkastning på -25,3 prosent. Koronavirus-pandemien hadde en sterkt negativ påvirkning på mobiliteten, noe som bidro til et kraftig fall i oljeprisen. I tillegg til lave oljepriser bidro den økonomiske nedturen til svake markeder for naturgass, raffinerte produkter og petrokjemikalier.

Tabell 11 Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i 2020. Fordelt etter sektor. Internasjonal valuta. Prosent.

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen ¹
Finans	-6,3	20,4
Teknologi	41,9	18,5
Industri	17,2	13,8
Konsumvarer	16,7	12,0
Helse	13,7	11,7
Konsumtjenester	17,3	11,5
Materialer	21,0	4,4
Olje og gass	-25,3	3,0
Kraft- og vannforsyning	10,3	2,6
Telekommunikasjon	1,7	2,4

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

Figur 10 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2019 = 100.



Kilde: FTSE Russell

De største enkeltinvesteringene

Investeringene i teknologiselskapet Apple Inc. og netthandelselskapet Amazon.com Inc. bidro mest til fondets avkastning i 2020, fulgt av investeringen i teknologiselskapet Microsoft Corp. Alle disse selskapene er hjemmehørende i USA. Fondets største verdifall i et enkeltelskap var i olje- og gasselskapet Royal Dutch Shell PLC, banken HSBC Holdings PLC og olje- og gasselskapet BP PLC.

Den største aksjeholdningen i et enkeltelskap var i teknologiselskapet Apple Inc. Fondets aksjer i dette selskapet utgjorde 2,3 prosent av fondets aksjeforfølje, med en markedsverdi på 185 milliarder kroner ved utgangen av 2020. De to andre selskapene på topp tre var også teknologiselskaper. Fondet hadde 148 milliarder kroner i Microsoft Corp som utgjorde 1,9 prosent av fondets aksjeforfølje. I tillegg hadde vi 124 milliarder kroner i Amazon.com Inc. som utgjorde 1,6 prosent av fondets aksjeforfølje.

Fondets største prosentvise eierandel i et enkeltelskap i aksjeforføljen, utenom investeringer i børsnoterte eiendomsselskaper, var i konsumtjenesteselskapet Nordic Entertainment Group AB. Eierandelen på 8,3 prosent hadde en verdi på 2,9 milliarder kroner. Fondet kan ikke eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkeltelskap, med unntak av i børsnoterte eiendomsselskaper.

Vi deltok i totalt 250 børsnoteringer i 2020. De største børsnoteringene i markedet som fondet kjøpte aksjer i, var i konsumtjenesteselskapene JD.com Inc. og JD Health International Inc. samt teknologiselskapet Snowflake Inc. Fondets største deltakelse i børsnoteringer var i industriselskapet GFL Environmental Inc., helseselskapet PPD Inc. og konsumtjenesteselskapet Allegro.eu Sa.

T-Mobile US Inc.

T-Mobile US Inc. er et av de tre store amerikanske teleselskapene etter en fusjon med Sprint Corp i 2020. Før sammenslåingen var selskapet det fjerde største teleselskapet. Største aksjonær er det tyske teleselskapet Deutsche Telekom AG som eier 43 prosent av T-Mobile US Inc. Selskapet har hovedkontor i Bellevue i Washington og har mer enn 100 millioner kunder.



Tabell 12 Fondets største aksjebeholdninger per 31. desember 2020. Millioner kroner.

Selskap	Land	Beholdning
Apple Inc.	USA	185 339
Microsoft Corp	USA	147 893
Amazon.com Inc.	USA	124 334
Alphabet Inc.	USA	97 343
Nestlé SA	Sveits	77 028
Facebook Inc.	USA	67 424
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Taiwan	66 089
Roche Holding AG	Sveits	59 125
Samsung Electronics Co Ltd	Sør-Korea	56 598
Alibaba Group Holding Ltd	Kina	55 559
Tencent Holdings Ltd	Kina	49 657
Tesla Inc.	USA	45 802
Novartis AG	Sveits	45 290
ASML Holding NV	Nederland	41 000
Johnson & Johnson	USA	36 398
Berkshire Hathaway Inc.	USA	36 382
Vonovia SE	Tyskland	33 654
Unilever PLC	Storbritannia	33 376
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	Frankrike	32 908
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	32 794

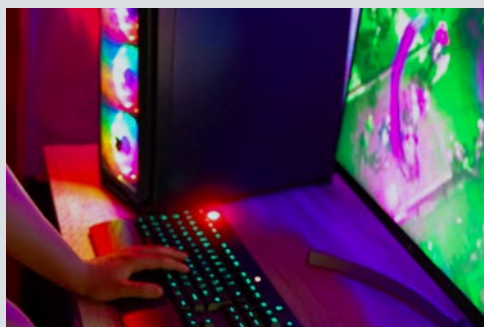
Tabell 13 Fondets største eierandeler i aksjemarkedene per 31. desember 2020. Prosent.

Selskap ¹	Land	Eierandel
Nordic Entertainment Group AB	Sverige	8,9
Smurfit Kappa Group PLC	Storbritannia	7,1
Iberpapel Gestion SA	Spania	6,9
Oponeo.pl SA	Polen	6,8
Arkema SA	Frankrike	6,7
ASR Nederland NV	Nederland	6,6
Valeo SA	Frankrike	6,3
Equitable Holdings Inc.	USA	6,3
DS Smith PLC	Storbritannia	5,6
R22 SA	Polen	5,6
BHP Group PLC	Storbritannia	5,6
SIG Combibloc Group AG	Sveits	5,5
Covanta Holding Corp	USA	5,4
Sri Trang Agro-Industry PCL	Thailand	5,4
DIO Corp	Sør-Korea	5,4
Chemring Group PLC	Storbritannia	5,3
Direct Line Insurance Group PLC	Storbritannia	5,2
Tamura Corp	Japan	5,2
Humansoft Holding Co KSC	Kuwait	5,1
Logo Yazilim Sanayi Ve Ticaret AS	Tyrkia	5,1

¹ Eksklusive børsnoterte eiendomsinvesteringer.

Sea Ltd.

Sea Ltd. er et internettelskap som driver med netthandel, videospill og finansteknologi hovedsakelig i Sørøst-Asia. Selskapet ble grunnlagt i 2009 og børsnotert på New York-børsen i 2017. Det er det mest verdifulle børsnoterte selskapet fra Singapore etter en verdøkning på mer enn 400 prosent i 2020. Selskapet har hovedkontor i Singapore.



Tabell 14 Regional sammensetning av fondets aksjebeholdninger.

Region	Millioner kroner ¹	Prosent
Nord-Amerika	3 491 165	43,9
USA	3 336 345	42,0
Canada	154 820	1,9
Europa	2 456 765	30,9
Storbritannia	570 707	7,2
Frankrike	384 097	4,8
Sveits	358 641	4,5
Tyskland	357 599	4,5
Nederland	155 330	2,0
Sverige	152 743	1,9
Spania	113 311	1,4
Danmark	95 220	1,2
Italia	93 632	1,2
Finland	50 808	0,6
Belgia	40 576	0,5
Asia	1 698 879	21,4
Japan	652 288	8,2
Kina	419 142	5,3
Taiwan	170 097	2,1
Sør-Korea	157 619	2,0
India	103 846	1,3
Hong Kong	85 256	1,1
Oseania	170 860	2,2
Australia	158 321	2,0
Latin-Amerika	77 491	1,0
Brasil	45 524	0,6
Afrika	50 086	0,6
Sør-Afrika	42 763	0,5
Midtøsten	27 635	0,3

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

Tabell 15 Sektorsammensetning av fondets aksjebeholdninger.

Sektor	Millioner kroner ¹	Prosent
Finans	1 617 065	20,4
Bank	526 255	6,6
Fast eiendom	425 069	5,3
Finanstjenester	357 224	4,5
Forsikring	308 517	3,9
Teknologi	1 473 488	18,5
Teknologi	1 473 488	18,5
Industri	1 096 758	13,8
Industrivarer og -tjenester	930 882	11,7
Bygg og materialer	165 877	2,1
Konsumvarer	954 501	12,0
Husholdningsvarer og varer til personlig bruk	426 997	5,4
Mat- og drikkevarer	315 459	4,0
Bil og bildeler	212 045	2,7
Helse	927 688	11,7
Helse	927 688	11,7
Konsumtjenester	910 557	11,5
Detaljhandel	579 200	7,3
Reise og fritid	172 944	2,2
Medier	158 414	2,0
Materialer	353 504	4,4
Kjemikalier	182 571	2,3
Råvarer	170 933	2,2
Olje og gass	236 621	3,0
Olje og gass	236 621	3,0
Kraft- og vannforsyning	210 284	2,6
Kraft- og vannforsyning	210 284	2,6
Telekommunikasjon	192 415	2,4
Telekommunikasjon	192 415	2,4

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

Utfordrende år i eiendomsmarkedet

Fondets investeringer i eiendom ga en samlet avkastning på -5,0 prosent i 2020 og utgjorde 3,8 prosent av fondet ved utgangen av året. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på -0,1 prosent, mens de børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på -14,9 prosent.

Fondets strategi for eiendom omfatter både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Til sammen utgjorde disse investeringene 419,8 milliarder kroner ved utgangen av 2020.

Unotert eiendom

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

Vi investerte totalt 20,5 milliarder kroner i unotert eiendom i 2020, mot 8,1 milliarder kroner i 2019. I tillegg solgte vi eiendom for 6,3 milliarder kroner. Unoterte eiendomsinvesteringer hadde en markedsverdi på 273,1 milliarder kroner, som tilsvarer 2,5 prosent av fondet ved utgangen av året. Som andel av eiendomsforvaltningen utgjorde unoterte eiendomsinvesteringer 65,1 prosent.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter, driftskostnader, verdiendringer på eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp og salg av eiendom. Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 3,4 prosentpoeng i 2020 målt i lokal valuta. Driftskostnader består av renter på ekstern gjeld,

skatter, faste forvaltningshonorarer, kostnader i operative driftsselskaper og kostnader i datterselskaper. Verdiendringer bidro negativt til resultatet med -3,5 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendringer består av realiserte gevinster og tap, verdiendringer for eiendommene, ekstern gjeld og andre eiendeler og variable forvaltningshonorarer. Transaksjonskostnader bidro med -0,2 prosentpoeng. Valutasvingninger hadde en positiv påvirkning på resultatet med 0,3 prosentpoeng for året, som følge av ulik valutasammensetning i eiendomsporteføljen og fondets valutakurv.

Fondets eiendomsinvesteringer ble i 2020 direkte og kraftig påvirket av koronaviruset gjennom året. Nedstengninger av byer førte til at handelen i mange av våre handelseiendommer stoppet opp, og at det i flere byer ble benyttet hjemmekontor i stedet for våre kontor-eiendommer. Flere av leietagerne i våre

Tabell 16 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. desember 2020. Millioner kroner.

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	273 109
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	146 677
Aggregerte eiendomsinvesteringer	419 786

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer.

handelseiendommer har gått konkurs i løpet av året. Handelseiendommene i vår unoterte portefølje hadde en avkastning på -12,6 prosent i 2020, målt opp mot -1,5 prosent i 2019. Siden pandemien startet har unotert eiendom mottatt 93 prosent av forfalt leie. Betalingsandelen var 97 prosent for kontorleietakere, 64 prosent for handelsleietakere og 98 prosent for lager og logistikk.

De akutte effektene av koronaviruset på våre eiendomsinvesteringer har blitt ledsaget av en akselerasjon av allerede eksisterende trender i markedet. Handel i fysiske butikker har i økende grad blitt erstattet av e-handel, et fenomen som har vært positivt for logistikksektoren. Avkastningen på våre unoterte logistikkeiendommer var 9,2 prosent i 2020.

Eiendomsinvesteringene i Europa hadde en avkastning på -2,1 prosent målt i lokal valuta, og sto for 49,9 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Handelssektoren i Storbritannia ble hardest rammet av nedstengninger, og e-handelens andel av total handel i landet økte fra 21,5 prosent i desember 2019 til 31,3 prosent i desember 2020. I løpet av året falt markedsleieprisene for våre handelseiendommer med 8,0 prosent i London,

mens de steg med 2,8 prosent i Paris. Leieprisene for fondets logistikkeiendommer steg med 1,5 prosent i Europa, mens leieprisene for kontoreiendommer falt i London og steg i kontinental-Europa som følge av usikkerheten knyttet til fremtidig utvikling i sektoren.

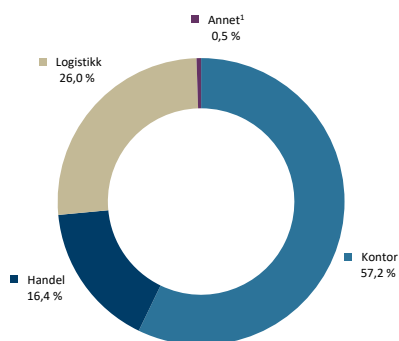
Eiendomsinvesteringene i USA hadde en avkastning på 1,9 prosent målt i lokal valuta, og sto for 46,8 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Den amerikanske kontorsektoren har i stor grad sett en stagnering eller nedgang i markedsleiepriser for våre eiendommer på tvers av byene vi har investert i. I San Francisco falt leieprisene med 3,5 prosent over året som følge av redusert etterspørsel etter kontorlokaler blant annet fra de store teknologiselskapene. Også her steg leieprisene innen logistikk som følge av økt e-handel.

Eiendomsinvesteringene i Japan hadde en avkastning på -11,5 prosent målt i lokal valuta, og sto for 3,3 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer ved utgangen av året. Markedet for våre kontorlokaler i Tokyo opplevde et fall på 1,3 prosent i markedsleieprisene, mens ledighetsgraden i markedet holdt seg stabil på et rekordlavt nivå.

Tabell 17 Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Prosentpoeng.

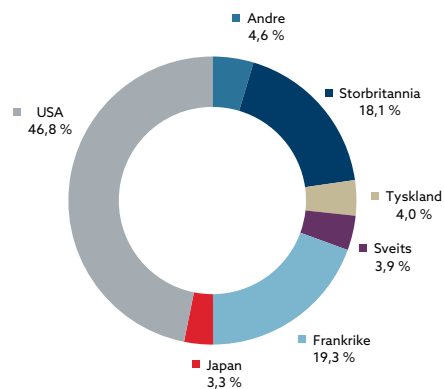
	Siden 01.04.2011	2020	2019	2018	2017	2016
Leieinntekter	3,8	3,4	3,6	3,6	3,7	3,7
Verdiendringer	2,8	-3,5	3,1	4,1	3,8	0,7
Transaksjonskostnader	-1,0	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Resultat av valutajusteringer	0,1	0,3	0,1	-0,1	0,1	-2,5
Totalt (prosent)	5,7	-0,1	6,8	7,5	7,5	1,7

Figur 11 Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter sektor per 31. desember 2020. Prosent.



¹Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer.

Figur 12 Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter land per 31. desember 2020. Prosent.



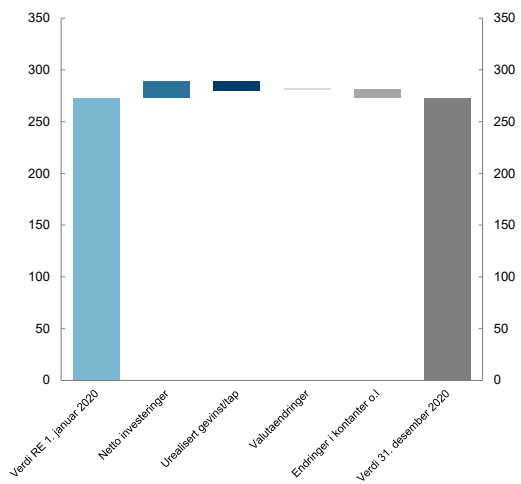
Tabell 18 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer, eksklusive logistikk, per by per 31. desember 2020.

By	Prosent
Paris	23,9
London	20,0
New York	18,6
Boston	10,3
San Francisco	6,0
Washington, D.C.	5,8
Zurich	5,3
Berlin	4,7
Tokyo	4,4
Sheffield	0,6

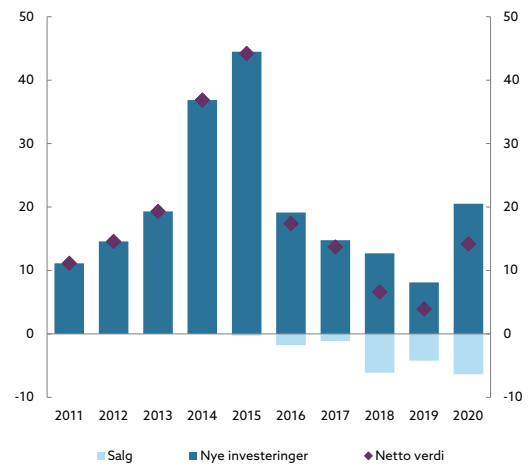
Tabell 19 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer, Logistikk per land per 31. desember 2020.

Land	Prosent
USA	63,7
Storbritannia	10,8
Frankrike	6,2
Spania	4,3
Nederland	3,8
Italia	2,4
Tsjekkia	2,3
Polen	2,3
Tyskland	1,8
Ungarn	1,3

Figur 13 Endringer i markedsverdien for fondets unoterte eiendomsinvesteringer i 2020. Milliarder kroner.



Figur 14 Årlige investeringer i unotert eiendom. Gjennomførte transaksjoner. Milliarder kroner.



Tabell 20 Annonserte nye investeringer og salg av eiendom i 2020.

Adresse	By	Partner	Sektor	Eierandel Prosent	Valuta	Pris Millioner
Nye investeringer						
Otemachi Park Building	Tokyo	Mitsubishi Estate	Kontor	39,9	JPY	79 680,0
Én logistikk-eiendom i Storbritannia	Milton Keynes	Prologis	Logistikk	50	GBP	19,6
Salg av eiendom						
To logistikk-eiendommer i USA	Wisconsin	Prologis	Logistikk	45	USD	79,2

Børsnotert eiendom

De børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på -14,9 prosent i 2020. Investeringene hadde en markedsverdi på 146,7 milliarder kroner ved utgangen av året og utgjorde 1,3 prosent av fondet. Som andel av

eiendomsforvaltningen utgjorde børsnotert eiendom 34,9 prosent. Fondets investeringer i noterte eiendomsselskaper har eksponering mot eiendommer av høy kvalitet i attraktive byer og sektorer globalt, som komplementerer fondets unoterte eiendomsportefølje. Den børsnoterte

Tabell 21 Fondets eierandeler for de børsnoterte eiendomsinvesteringene per 31. desember 2020.¹
Eierandeler i prosent og beholdning i millioner kroner.

Selskap	Land	Eierandel	Verdi
Shaftesbury PLC	Storbritannia	25,8	6 588
Capital & Counties Properties PLC	Storbritannia	15,0	2 166
Great Portland Estates PLC	Storbritannia	13,1	2 590
Federal Realty Investment Trust	USA	9,5	5 241
Vonovia SE	Tyskland	9,5	33 654
Regency Centers Corp	USA	9,5	6 297
Vornado Realty Trust	USA	9,4	5 765
Gecina SA	Frankrike	9,4	9 455
Derwent London PLC	Storbritannia	9,2	3 730
Land Securities Group PLC	Storbritannia	9,2	5 358
Deutsche Wohnen SE	Tyskland	9,1	15 031
Paramount Group Inc.	USA	9,0	1 539
JBG SMITH Properties	USA	8,8	3 136
British Land Co PLC/The	Storbritannia	8,8	4 674
Alexandria Real Estate Equities Inc	USA	8,6	17 731
Boston Properties Inc	USA	8,4	10 516
Kilroy Realty Corp	USA	7,9	4 451
Equity Residential	USA	7,7	14 577
Svenska Cellulosa AB SCA	Sverige	7,2	7 558
Klepierre SA	Frankrike	4,9	2 831
Unibail-Rodamco-Westfield	Nederland	4,4	4 130
Hudson Pacific Properties Inc.	USA	4,1	1 269
Douglas Emmett Inc.	USA	3,4	1 475
Mitsubishi Estate Co Ltd	Japan	3,2	6 061
Essex Property Trust Inc.	USA	3,1	4 123
Swiss Prime Site AG	Sveits	2,7	1 695
AvalonBay Communities Inc.	USA	2,6	5 069
Sunstone Hotel Investors Inc.	USA	2,4	492
Aroundtown SA	Tyskland	2,3	2 291
PSP Swiss Property AG	Sveits	2,3	1 209

¹ Tallene for eierandel og beholdning inkluderer også beholdninger som er en del av aksjeforvaltningen.

eiendomsporteføljen er i hovedsak investert i sektorene bolig, kontor og handel. Geografisk er det en tilnærmet lik fordeling mellom USA og Europa.

De børsnoterte eiendomsinvesteringene bestod av seksten amerikanske, seks britiske, fire franske, tre tyske, to japanske, to sveitsiske, to svenske, ett nederlandsk og ett spansk selskap. Fondets eierandel i det børsnoterte eiendomsselskapet Shaftesbury PLC var 25,8 prosent ved utgangen av 2020, og er ett av tre børsnoterte selskaper i porteføljen der fondet eier mer enn 10 prosent.

Unotert infrastruktur for fornybar energi

Fondet fikk i november 2019 mandat til å investere i unotert infrastruktur for fornybar energi, det vil si infrastruktur for produksjon, overføring, distribusjon og lagring av energi

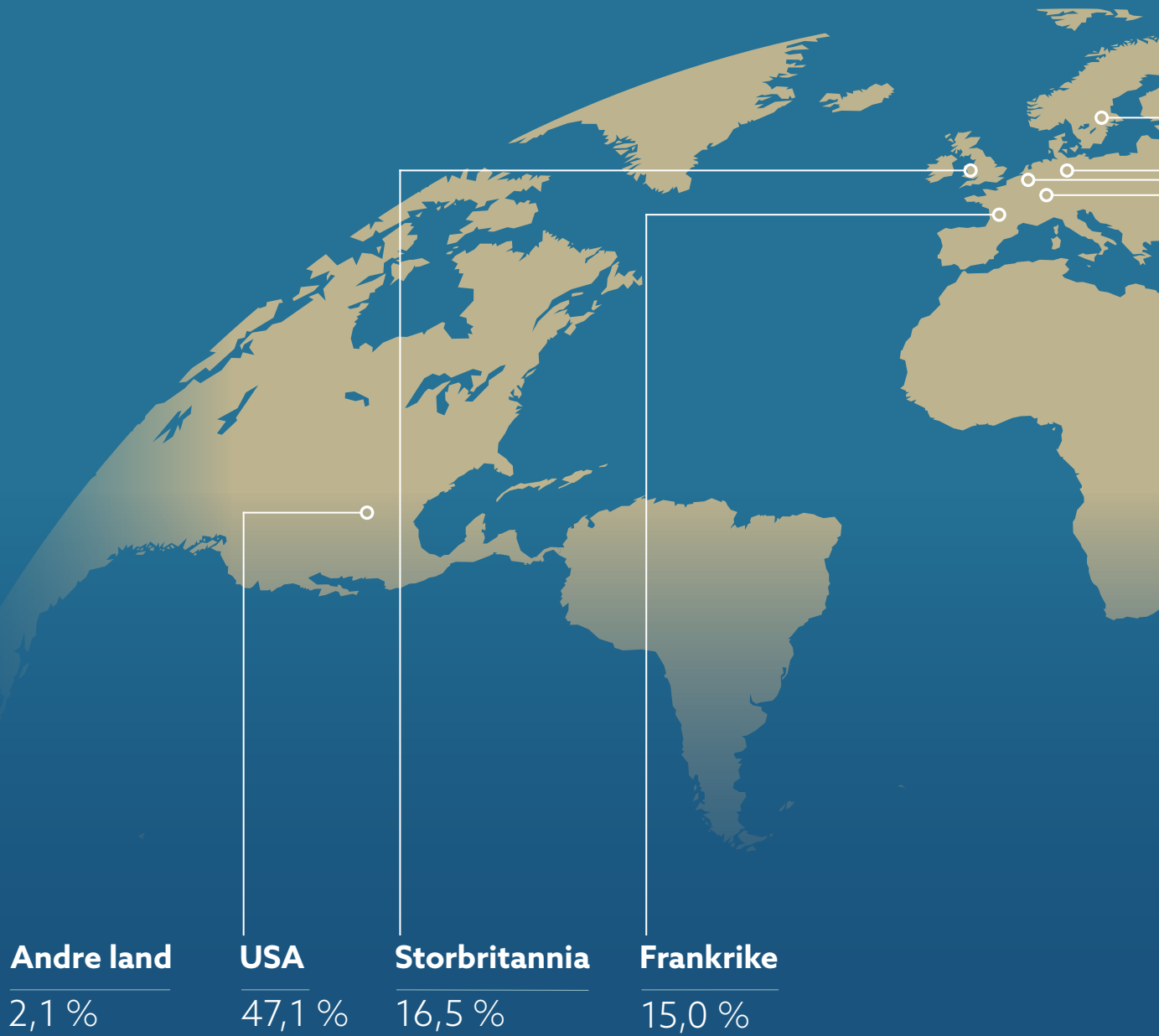
basert på fornybare energikilder. Finansdepartementet har i mandatet fastsatt en øvre ramme for disse investeringene på 2 prosent av fondets verdi. Det er i tillegg stilt krav om at investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi skal gjennomføres innenfor rammen for de miljørelaterte investeringsmandatene på 120 milliarder kroner.

I 2020 har fondet bygd opp en gruppe dedikert til å investere i unotert infrastruktur for fornybar energi, og vi har arbeidet med å vurdere konkrete investeringsmuligheter. I tråd med strategiplanen for 2020-22 konsentrerer vi oss hovedsakelig om prosjekter innenfor vind- og solkraftproduksjon i Europa og Nord-Amerika, med erfarne partnere og lav kraftprisisiko. Ved utgangen av 2020 er det ikke gjort noen investeringer i denne aktivaklassen.



Eiendomsinvesteringene

Andel av markedsverdi





Sveits

2,5 %

Nederland

1,1 %

Tyskland

11,3 %

Sverige

1,5 %

Japan

3,0 %

God avkastning på renteinvesteringene

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 7,5 prosent i 2020. Året var preget av store penge- og finanspolitiske lettelser i alle markeder i kjølvannet av koronapandemien.

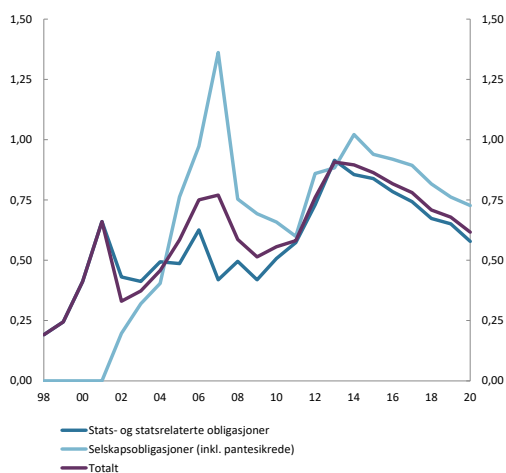
Renteinvesteringene utgjorde 24,7 prosent av fondet ved utgangen av året. Investeringene besto hovedsakelig av obligasjoner i tillegg til kortsiktige rentepapirer og bankinnskudd. Rentemarkedet begynte å ta inn over seg de forventede økonomiske konsekvensene av pandemien i slutten av februar og begynnelsen av mars. Pengepolitiske lettelser og høyere risikopremier ble priset inn. Sentralbankene reagerte med både tradisjonelle rentekutt og utstrakt bruk av kvantitative lettelser og annen likviditetstilførsel. Risikopremiene returnerte etter hvert tilbake til mer normale nivåer.

Størst rentenedgang i USA

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 6,4 prosent i fjor og utgjorde 56,5 prosent av renteinvesteringene. Statsobligasjoner i utviklede markeder, som utgjorde 51,4 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 7,2 prosent.

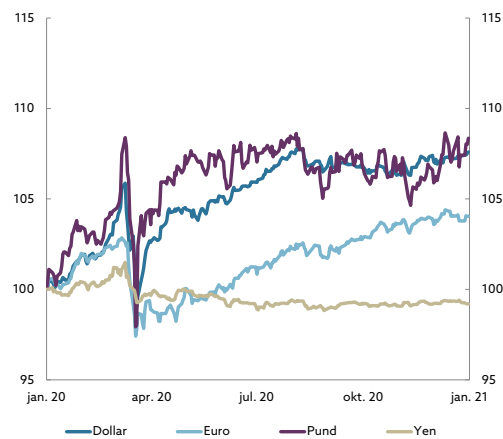
Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 8,7 prosent i amerikanske dollar, 5,3 prosent målt i valutakurven, og utgjorde 23,2 prosent av renteinvesteringene. Dette var fondets største beholdning av statsgjeld fra én

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



Kilde: Bloomberg Barclays Indices, Norges Bank Investment Management

Figur 16 Kursutviklingen for obligasjonsromer utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2019 = 100.



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

enkeltutsteder. Tiårsrenten i USA startet året på rekordlave 1,9 prosent, men falt videre. Ved utgangen av første kvartal hadde den falt til 0,6 prosent. Deretter har den vært stabil, med en moderat oppgang mot slutten av året. Federal Reserve (den amerikanske sentralbanken) var raskt ute da pandemien rammet med å kutte renten til null for alle praktiske formål og med å tilføre likviditet til markedet gjennom ulike støtteprogrammer. Balansen til den amerikanske sentralbanken økte fra drøyt 4 000 milliarder til godt over 7 000 milliarder amerikanske dollar i løpet av året.

Eurodenominerte statsobligasjoner fikk en avkastning på 5,2 prosent i euro og 11,2 prosent i valutakurven og utgjorde 11,6 prosent av renteinvesteringene. Innskuddsrenten i den europeiske sentralbanken var allerede -0,5 prosent ved inngangen til 2020 og har ikke blitt

endret. Pengepolitiske lettelse har fokusert på likviditetstilførsel, med et nytt kjøpsprogram kjent som PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) som det mest sentrale elementet. Rentepåslaget investorer krever for å investere i statsobligasjoner fra land med svakere statsfinanser innad i eurosonen har sunket i løpet av året, og dette har bidratt positivt til avkastningen.

Britiske statsobligasjoner, som utgjorde 2,6 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 11,0 prosent i britiske pund og 11,0 prosent i valutakurven. Styringsrenten i Storbritannia ble kuttet fra 0,75 prosent til 0,1 prosent i mars, og sentralbanken fokuserte i tillegg på kvantitative lettelse for å hjelpe den britiske økonomien, som også er påvirket av utmeldelsen fra EU.

Tabell 22 Avkastning på fondets største obligasjonsbeholdninger i 2020. Fordelt etter valuta. Prosent.

Valuta	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av renteinvesteringene
Amerikanske dollar	6,7	10,0	47,0
Euro	9,9	4,0	28,1
Japanske yen	1,5	-0,6	11,6
Britiske pund	9,8	9,8	4,8
Kanadiske dollar	8,0	9,5	3,9
Australske dollar	11,4	4,7	2,5
Sørkoreanske won	5,1	1,8	1,4
Meksikanske dollar	7,1	16,6	0,9
Svensk krone	11,9	1,3	0,8
Sveitsiske franc	8,0	1,7	0,6

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 10,6 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på -0,6 prosent i yen og 1,4 prosent i valutakurven. Det har ikke vært vesentlige endringer hverken i pengepolitikk eller rentenivå i Japan, i motsetning til i andre utviklede markeder.

Statsobligasjoner i fremvoksende markeder, som utgjorde 5,2 prosent av renteinvesteringene, fikk i 2020 en avkastning på 3,3 prosent. Pengepolitikk i de fremvoksende markedene har i større grad enn tidligere blitt brukt motsyklisk innenlands. Det har vært mer oppmerksomhet på å øke etterspørselen i økonomien og mindre på å stabilisere valutakurs. Det har gitt høy avkastning målt i lokal valuta, men mer moderat avkastning målt i valutakurven.

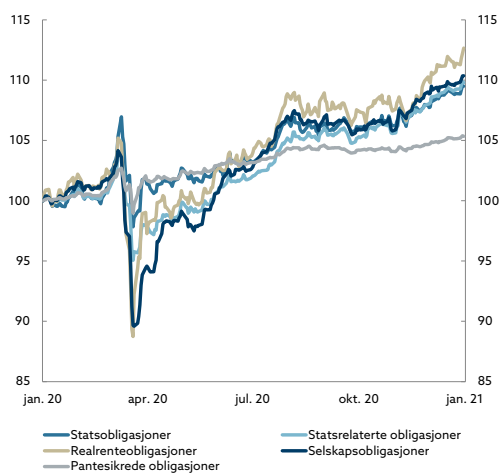
Realrenteobligasjoner, som alle er utstedt av stater, fikk en avkastning på 9,1 prosent og

utgjorde 6,3 prosent av renteinvesteringene. Inflasjonsforventningene målt i markedet falt mye i mars, men har siden returnert til omtrent der de var ved starten av året.

Fondet var også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau, Canada Mortgage and Housing Corp. og European Investment Bank. Beholdningen av slike obligasjoner fikk en avkastning på 7,2 prosent og sto for 11,6 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

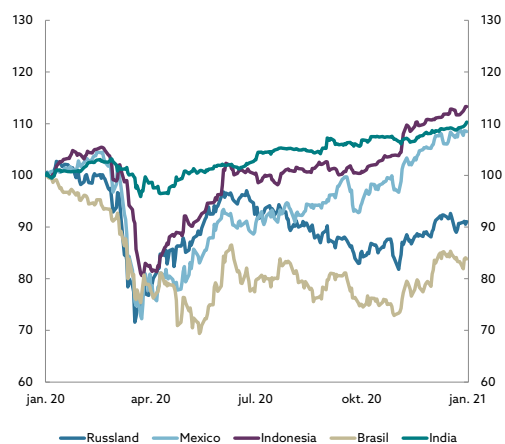
Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 7,7 prosent og utgjorde 26,1 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året. Det var en kraftig og veldig rask økning i kredittpremien i slutten av februar og første halvdel av mars. Kredittpåslaget for selskapsobligasjoner med

Figur 17 Kursutviklingen for ulike typer obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2019 = 100.



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Figur 18 Kursutviklingen for statsobligasjoner utstedt i et utvalg av fremvoksende økonomiers valutaer. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2019 = 100.



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Tabell 23 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i 2020. Fordelt etter sektor i internasjonal valuta. Prosent.

Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	6,4	56,5
Statsrelaterte obligasjoner ²	7,2	11,6
Realrenteobligasjoner ²	9,1	6,3
Selskapsobligasjoner	7,7	26,1
Pantesikrede obligasjoner	6,7	5,8

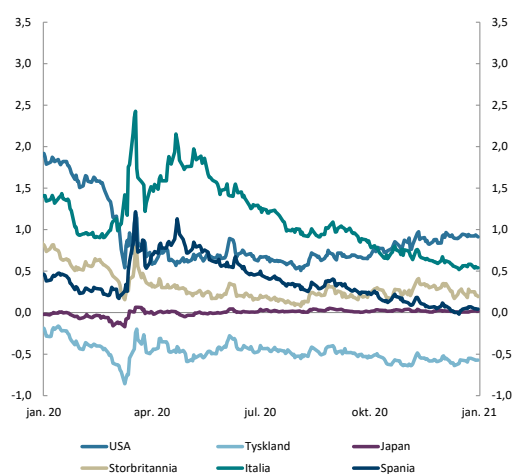
¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

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

Tabell 24 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2020. Millioner kroner.

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	717 935
Japanske stat	Japan	294 195
Tyske stat	Tyskland	138 176
Britiske stat	Storbritannia	87 746
Franske stat	Frankrike	72 442
Spanske stat	Spania	51 345
Australske stat	Australia	41 065
Sørkoreanske stat	Sør-Korea	36 045
Canada Mortgage & Housing Corp	Canada	31 675
Italienske stat	Italia	31 261
Kanadiske stat	Canada	31 242
Meksikanske stat	Mexico	24 444
Bank of America Corp	USA	17 648
Indonesiske stat	Indonesia	16 785
Danske stat	Danmark	13 805
Province of Ontario Canada	Canada	13 643
Goldman Sachs Group Inc/The	USA	13 575
Irske stat	Irland	13 127
Morgan Stanley	USA	12 519
Sørafrikanske stat	Sør-Afrika	12 475

Figur 19 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent.



høy kredittverdighet denominert i amerikanske dollar gikk fra rundt 1 prosent til 3,5 prosent. Ved utgangen av året er dette reversert, og nivået er tilbake til rundt 1 prosent.

De pantesikrede obligasjonene, som i hovedsak besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på 6,7 prosent. Markedsandelen for denne typen obligasjoner er synkende som følge av at mange av utstederne har tilgang til billigere likviditet gjennom sentralbankenes pengepolitikk.

Pantesikrede obligasjoner utgjorde 5,8 prosent av fondets renteinvesteringer.

Endringer i beholdningen av rentepapirer

I 2020 økte markedsverdien av fondets renteinvesteringer mest i statsobligasjoner utstedt av Tyskland, USA og Australia. Fondets største markedsverdireduksjon var i statsobligasjoner utstedt av Italia, Mexico og Russland. Amerikansk statsgjeld sto for den største beholdningen av obligasjoner fra én enkeltutsteder, fulgt av statsgjeld fra Japan og Tyskland.

Tabell 25 Sektorfordeling av fondets renteinvesteringer.

Sektor	Millioner kroner ¹	Prosent
Statsobligasjoner	1 524 033	56,5
Statsobligasjoner	1 524 033	56,5
Statsrelaterte obligasjoner	312 717	11,6
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	128 305	4,8
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	121 732	4,5
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	57 155	2,1
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	5 525	0,2
Realrenteobligasjoner	169 965	6,3
Realrenteobligasjoner	169 965	6,3
Selskapsobligasjoner	702 214	26,1
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	366 363	13,6
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	272 234	10,1
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	63 618	2,4
Pantesikrede obligasjoner	155 409	5,8
Obligasjoner med fortrinnsrett	155 409	5,8

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

Tabell 26 Valutasammensetning av fondets obligasjonsbeholdninger.

Valuta	Millioner kroner ¹	Prosent
Amerikanske dollar	1 267 382	47,0
Euro	757 693	28,1
Japanske yen	313 814	11,6
Britiske pund	130 446	4,8
Kanadiske dollar	104 126	3,9
Australske dollar	68 708	2,5
Sørkoreanske won	38 922	1,4
Meksikanske peso	24 444	0,9
Svenske kroner	22 905	0,8
Sveitsiske franc	17 068	0,6
Danske kroner	16 231	0,6
Indonesiske rupiah	15 926	0,6
Sørafrikanske rand	12 410	0,5
Singapore dollar	12 361	0,5
Brasilianske real	12 082	0,4
Malaysiske ringgit	11 344	0,4
Indiske rupi	10 709	0,4
New Zealand dollar	10 000	0,4
Colombianske peso	9 618	0,4
Russiske rubler	6 722	0,2
Filippinske peso	955	0,0
Polske zloty	474	0,0

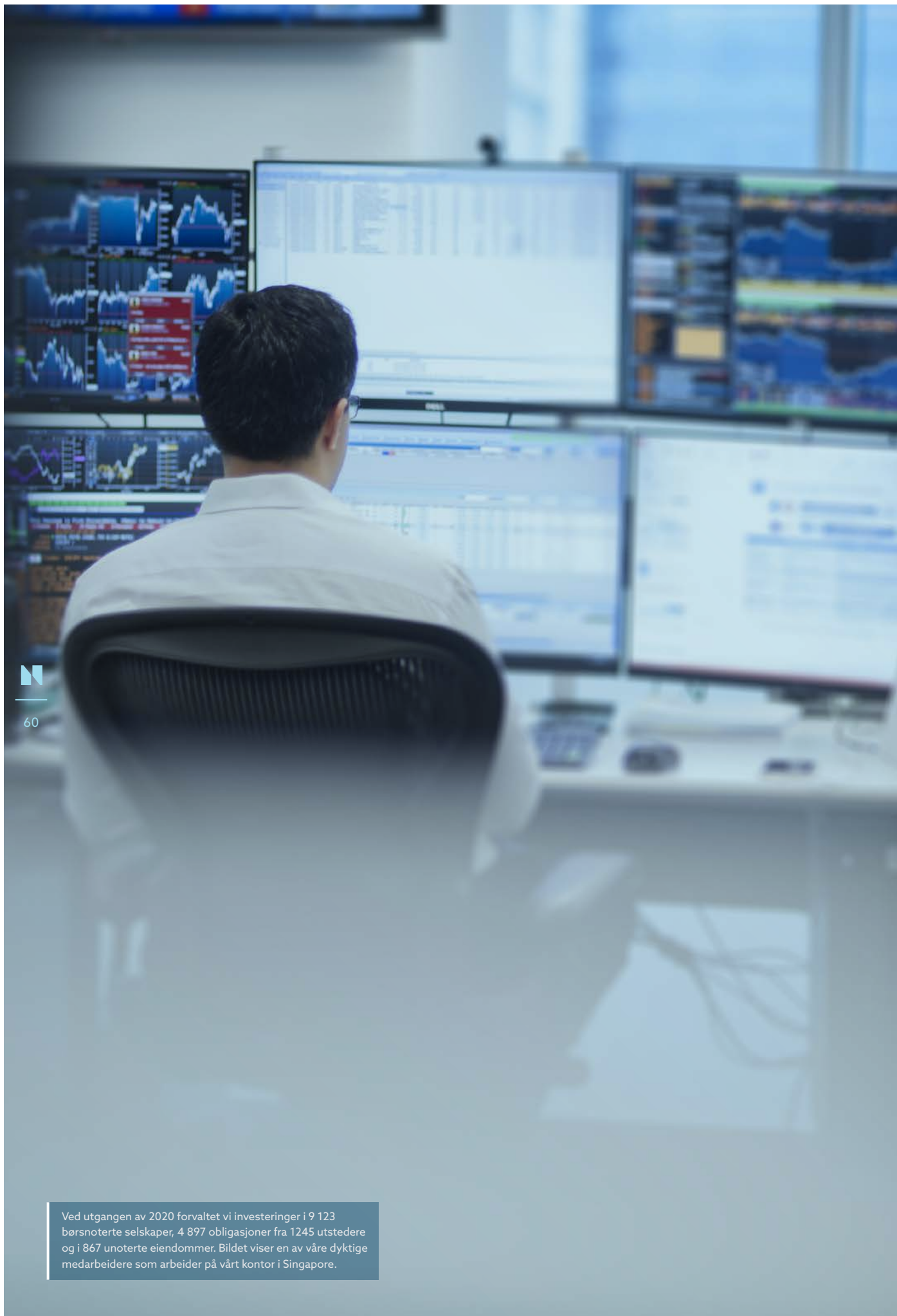
¹ Summerer seg ikke til total markedsverdi for renteinvesteringene fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

4 | Forvaltningen

Investeringsstrategiene _____ 60

Investeringsrisiko _____ 66

Investere ansvarlig _____ 70



Ved utgangen av 2020 forvaltet vi investeringer i 9 123 børsnoterte selskaper, 4 897 obligasjoner fra 1245 utstedere og i 867 unoterte eiendommer. Bildet viser en av våre dyktige medarbeidere som arbeider på vårt kontor i Singapore.

Høyere avkastning enn referanseindeksen

Vi søker å utnytte fondets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse for å skape høy avkastning med akseptabel risiko. I 2020 var fondets samlede avkastning 0,27 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen.

Avkastningen på fondets investeringer sammenlignes med avkastningen på fondets referanseindeks, som er fastsatt av Finansdepartementet og sammensatt av globale indekser for aksjer og obligasjoner. Aksjedelen av indeksen tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen, som besto av 8 966 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2020. Obligasjonsdelen av indeksen tar utgangspunkt i indekser fra Bloomberg Barclays Indices, bestående av 15 506 obligasjoner fra 1 721 utstedere.

Ved utgangen av 2020 var fondet investert i 9 123 børsnoterte aksjeselskaper, inkludert børsnoterte eiendomsselskaper og 4 897 obligasjoner fra 1 245 utstedere. I tillegg var fondet investert i 867 unoterte eiendommer. Fondets investeringer i eiendom er finansiert med salg av aksjer og obligasjoner tilpasset valutaen som eiendomsinvesteringen gjøres i. Når vi måler den relative avkastningen for aksjer og obligasjoner måler vi mot en indeks som er justert for finansieringen av eiendom.

I 2020 var fondets samlede avkastning 0,27 prosentpoeng høyere enn avkastningen på fondets referanseindeks. Fondets relative avkastning har siden 1998 vært 0,25 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen, for de siste ti årene 0,16 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,19 prosentpoeng høyere.

Aksjeforvaltningen

Aksjeforvaltningen måles mot aksjedelen i referanseindeksen, justert for salg av aksjer som finansiering av eiendom. Aksjeforvaltningens avkastning var 0,98 prosentpoeng høyere enn den justerte referanseindeksen for aksjer i 2020, og bidro med 0,68 prosentpoeng til fondets samlede relative avkastning. Investeringer i sektorene finans, teknologi og helse bidro mest til den relative avkastningen. Investeringene i konsumtjenester hadde et svakt negativt bidrag. Blant de ulike landene som fondet var investert i, bidro kinesiske, amerikanske og britiske aksjer mest til den relative avkastningen mens danske og franske bidro negativt.

Siden 2019 har fondet tatt en regnskapsmessig avsetning for framtidige skatteforpliktelser knyttet til kapitalgevinster i India. Ved utgangen av 2020 påvirket avsetningen det relative resultatet for 2020 med -1 844 millioner kroner.

Aksjeforvaltningens relative avkastning har siden 1999 vært 0,46 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen, for de siste ti årene 0,25 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,29 prosentpoeng høyere.

Renteforvaltningen

Renteforvaltningen blir sammenlignet med obligasjonsdelen av referanseindeksen, justert for salg av obligasjoner for finansiering

av eiendom. Renteforvaltningens avkastning var 0,76 prosentpoeng høyere enn den justerte referanseindeksen i 2020. Bidraget til fondets relative avkastning var 0,22 prosentpoeng, med positive bidrag fra selskapsobligasjoner samt stats- og statsrelaterte obligasjoner.

Renteforvaltningens relative avkastning har siden 1998 vært 0,17 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen, for de siste ti årene 0,09 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,28 prosentpoeng høyere.

Eiendom

Vi investerer i eiendom for å forbedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Fondets samlede strategi for eiendom består av både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Den relative avkastningen for eiendomsforvaltningen er avkastningsforskjellen mellom avkastningen på fondets samlede eiendomsinvesteringer og avkastningen på de obligasjonene og aksjene vi har solgt for å finansiere disse. Eiendomsforvaltningen bidro med -0,64 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2020. De unoterte eiendomsinvesteringene ga et negativt bidrag på -0,25 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Fondets eiendommer i USA sto for det største bidraget. De børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde et negativt bidrag på -0,39 prosentpoeng.

Vi rapporterer avkastning for unotert eiendom hvert kvartal og hvert år, men lengre tidsintervaller gir et bedre bilde av eiendommenes utvikling. Siden fondets første unoterte eiendomsinvestering og frem til utgangen av 2016 var årlig avkastning på de unoterte eiendomsinvesteringene 7,67 prosent. I denne perioden ble eiendomsinvesteringene finansiert ved salg av obligasjoner. Årlig avkastning på obligasjonsinvesteringene var 3,62 prosent i

tilsvarende periode. Fra 2017 ble unotert eiendom finansiert med salg av aksjer og obligasjoner. I perioden 2017 til 2020 har denne sammensetningen gitt en årlig avkastning på 6,98 prosent, sammenlignet med avkastningen for de unoterte eiendomsinvesteringene på 4,10 prosent.

Investeringsstrategier

I forvaltningen av fondet bruker vi flere ulike investeringsstrategier. Investeringsstrategiene er gruppert i hovedstrategiene allokering, verdipapirseleksjon og markedseksponering. Disse strategiene går på tvers av aksje-, rente- og eiendomsforvaltningen.

Allokeringsstrategien er representert med ulike delstrategier som søker å forbedre fondets markeds- og risikoeksponering på sikt. Den strategien bidro med -0,67 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2020, der allokeringen til eiendom bidro med -0,64 prosentpoeng.

Innenfor allokeringsstrategien hadde fondet i 2020 en referanseportefølje. Referanseporteføljen har inkludert flere markeder og markedssegmenter, og blant annet eksponering mot systematiske risikofaktorer. Den interne referanseporteføljen for aksjeforvaltningen fikk en avkastning på 11,40 prosent i 2020. Avkastningen var 0,37 prosentpoeng lavere enn aksjedelen til referanseindeksen og bidro med -0,24 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Referanseporteføljen overveker verdiselskaper. Dette bidro negativt i 2020. En høyere andel i små selskaper bidro også negativt.

Renteforvaltningens interne referanseportefølje hadde en avkastning på 6,69 prosent i 2020. Avkastningen var 0,01 prosentpoeng lavere enn obligasjonsdelen av referanseindeksen justert

for salg av obligasjoner for å finansiere eiendom, og bidro med -0,01 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Referanseporteføljen hadde en overvekt i fremvoksende markeder, noe som bidro negativt til den relative avkastningen. Undervekt i kredittobligasjoner hadde et positivt bidrag.

Miljørelaterte mandater er en delstrategi innenfor allokering. Investeringer innenfor denne delstrategien bidro med 0,20 prosentpoeng i 2020.

Verdipapirseleksjonstrategien er basert på selskapsanalyser med mål om å forbedre avkastningen, gi fundamental innsikt i fondets største investeringer og bidra til fondets rolle som en ansvarlig og aktiv eier. Posisjoner fra denne strategien bidro med 0,71 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2020. Intern aksjeseleksjon bidro med 0,37 prosentpoeng i 2020. Investeringer innenfor teknologi- og telekommunikasjonsaksjer bidro særlig positivt. Investeringer i industriselskaper bidro svakt negativt. Ekstern aksjeseleksjon bidro med 0,22 prosentpoeng i 2020, med positive bidrag fra alle regioner der investeringer i Asia Pacific hadde de største bidragene.

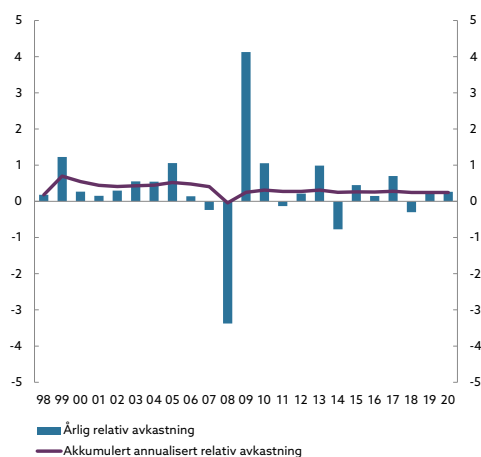
Innenfor renteforvaltningen fokuserer seleksjonsstrategien på kredittobligasjoner. Den delstrategien bidro med 0,12 prosentpoeng til fondets relative avkastning der både kredittposisjonering og valg av utstedere bidro positivt.

Markedseksponeringsstrategien består av posisjonering og utlån av verdipapirer. Samlet bidro disse strategiene 0,23 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Posisjoneringsstrategien for aksjer implementerer markedseksponeringer med sikte på å øke investeringsavkastningen og redusere

transaksjonskostnadene for fondet. Denne strategien bidro 0,07 prosentpoeng med europeiske og amerikanske aksjer som hoved bidragsytere. På obligasjonssiden bidro posisjoneringsstrategien 0,10 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Strategien består av taktiske makroposisjoner i områder som durasjon, krumning, inflasjon, valuta- og landeksponering og relativ verdiposisjoner på tvers av instrumenter, sektorer og utstedere. I tillegg er det posisjoner relatert til transisjonsaktivitet for å redusere transaksjonskostnader. Posisjoneringstrategien hadde positive bidrag fra både utviklede og framvoksende markeder i løpet av året. Utlån av verdipapirer bidro med 0,04 prosentpoeng til fondets relative avkastning.

Tabell 27 Relativ avkastning. Prosentpoeng.

	2020
Fondet	0,27
Aksjeinvesteringene	0,40
Renteinvesteringene	0,69

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

År	Fondet ¹	Aksje- forvalt- ningen ²	Rente- forvalt- ningen ²	Eiendoms- forvalt- ningen ²
2020	0,27	0,98	0,76	-13,81
2019	0,23	0,51	0,11	-3,89
2018	-0,30	-0,69	-0,01	5,49
2017	0,70	0,79	0,39	0,70
2016	0,15	0,15	0,16	-
2015	0,45	0,83	-0,24	-
2014	-0,77	-0,82	-0,70	-
2013	0,99	1,28	0,25	-
2012	0,21	0,52	-0,29	-
2011	-0,13	-0,48	0,52	-
2010	1,06	0,73	1,53	-
2009	4,13	1,86	7,36	-
2008	-3,37	-1,15	-6,60	-
2007	-0,24	1,15	-1,29	-
2006	0,14	-0,09	0,25	-
2005	1,06	2,16	0,36	-
2004	0,54	0,79	0,37	-
2003	0,55	0,51	0,48	-
2002	0,30	0,07	0,49	-
2001	0,15	0,06	0,08	-
2000	0,27	0,49	0,07	-
1999	1,23	3,49	0,01	-
1998	0,18	-	0,21	-

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

² Målt mot faktisk finansiering fra og med 2017. Aksje- og renteforvaltningens relative avkastning før 2017 er målt mot Finansdepartementets delindekser for akjer og renter.

Tabell 29 Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning i 2020. Prosentpoeng.

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	-0,03	-0,01	-0,64	0,01	-0,67
Intern referanseportefølje	-0,24	-0,01		0,01	-0,24
herav systematiske faktorer	-0,35				-0,35
Eiendom			-0,64		-0,64
Unotert eiendom			-0,25		-0,25
Notert eiendom			-0,39		-0,39
Miljørelaterte mandater	0,20	0,00			0,20
Allokeringsbeslutninger	0,00	0,01		0,00	0,01
Verdipapirseleksjon	0,59	0,12			0,71
Intern verdipapirseleksjon	0,37	0,12			0,49
Ekstern verdipapirseleksjon	0,22				0,22
Markedseksposering	0,12	0,11		0,00	0,23
Posisjonering	0,07	0,10		0,00	0,17
Utlån av verdipapirer	0,03	0,01			0,04
Totalt	0,68	0,22	-0,64	0,01	0,27

Tabell 30 Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning fra 2013 til 2020. Annualisert. Prosentpoeng.

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	-0,05	-0,08	-0,07	0,02	-0,17
Intern referanseportefølje	-0,05	-0,08		0,00	-0,12
herav systematiske faktorer	-0,05				-0,05
Eiendom			-0,07		-0,07
Unotert eiendom			-0,02		-0,02
Notert eiendom			-0,05		-0,05
Miljørelaterte mandater	0,04	0,00			0,04
Allokeringsbeslutninger	-0,04	0,00	0,00	0,02	-0,02
Verdipapirseleksjon	0,17	0,02			0,18
Intern verdipapirseleksjon	0,06	0,02			0,08
Ekstern verdipapirseleksjon	0,11				0,11
Markedseksposering	0,10	0,08		0,00	0,18
Posisjonering	0,07	0,07		0,00	0,14
Utlån av verdipapirer	0,05	0,01			0,06
Totalt	0,22	0,02	-0,07	0,03	0,20

Store svingninger i fondets verdi

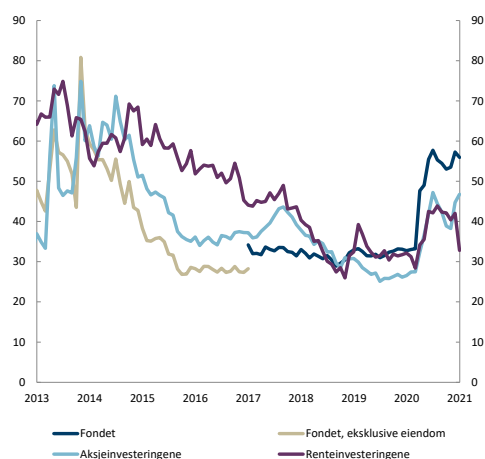
Fondets verdi kan svinge mye. I 2020 var fondets laveste markedsverdi 9 388 milliarder kroner den 16. mars, mens den høyeste verdien var på 10 989 milliarder kroner den 17. november.

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

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

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av 2020 var fondets forventede absolutte volatilitet på 10,4 prosent, eller om lag 1130 milliarder kroner, mot 7,7 prosent ved utgangen av 2019. Oppgangen skyldes hovedsakelig økte prissvingninger i markedene de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2019. Med en aksjeandel på rundt 70 prosent og et stort fond må en være forberedt på potensielt store svingninger i fondets avkastning og markedsverdi.

Figur 21 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter.



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



Vi investerer i eiendom for å skape en bedre diversifisert portefølje. Vi forventer at eiendomsinvesteringene ikke vil ha samme avkastningsprofil som aksjer eller obligasjoner, hverken på kort eller lengre sikt. Den relative risikoen dette innebærer, vil gi utslag i beregningene av forventet relativ volatilitet i forvaltningen. Siden det ikke finnes daglige priser for de unoterte eiendomsinvesteringene våre, bruker vi en modell levert av MSCI for å beregne risikoen for de unoterte eiendomsinvesteringene fondet har.

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksen fondet kan ha. Én av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindeks. I henhold til mandatet er alle fondets

investeringer inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet og blir målt mot referanseindeksen for fondet, som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet er på 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den forventede relative volatiliteten i fondet 0,56 prosentpoeng, opp fra 0,33 prosentpoeng. Oppgangen i fondets forventede relative volatilitet in 2020 skyldes hovedsakelig økte prissvingninger i markedene.

Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen på fondet og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den på 1,80 prosentpoeng.

Tabell 31 Risiko og eksponering for fondet.

Grenser fastsatt av Finansdepartementet		31.12.2020
Allokering	Aksjeporteføljen 60–80 prosent av fondet ¹	72,9
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,5
	Obligasjonsporteføljen 20–40 prosent av fondet ¹	26,0
	Unotert infrastruktur for fornybar energi inntil 2 prosent av fondet	0,0
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,6
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	1,2
Fremvoksende markeder	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan være investert i fremvoksende markeder ²	5,9
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen ³	9,6

¹ Derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen.

² Finansdepartementet har vedtatt en utfasingsplan for obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder fra den strategiske referanseindeksen. Rammen om at slike obligasjoner kan utgjøre inntil 5 prosent av obligasjonsporteføljen kan fravikes inntil utfasingen er gjennomført.

³ Eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskaper er unntatt fra dette.

Relative eksponeringer

Fondet er investert forskjellig fra fondets referanseindeks langs dimensjoner som valuta, sektorer, land, regioner, enkeltaksjer og enkeltutstedere av obligasjoner. I aksjeporteføljen hadde fondet ved utgangen av 2020 en høyere andel aksjer som var mer volatile enn gjennomsnittet i referanseindeksen, samt en høyere andel små selskaper og verdiselskaper enn referanseindeksen. Aksjeporteføljen hadde også en overvekt i enkelte segmenter karakterisert med høy vekst, for eksempel investeringer innenfor de miljørelaterte mandater. Innenfor renteporteføljen hadde fondet relativ overvekt i obligasjoner i fremvoksende markeder og statsrelaterte obligasjoner, men mindre eksponering mot selskapsobligasjoner enn referanseindeksen.

Fondet hadde 273 milliarder kroner i unoterte eiendomsinvesteringer samt en allokering til børsnoterte eiendomsinvesteringer på 147 milliarder kroner ved utgangen av 2020. Disse eiendomsinvesteringene var finansiert med salg av aksjer og obligasjoner i samme valuta. Alle fondets investeringer, inkludert eiendomsinvesteringene, måles mot fondets referanseindeks sammensatt av globale indekser og obligasjoner. Eiendomsinvesteringene utgjorde en av fondets største relative eksponeringer ved utgangen av 2020.

Faktoreksponeringer

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

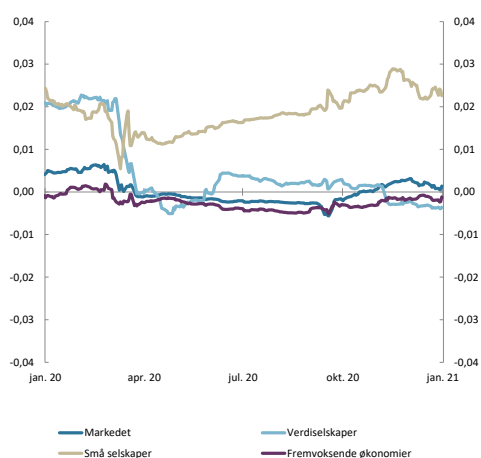
En slik analyse av faktoreksponeringer for aksjeforvaltningen indikerer blant annet at fondet hadde mer samvariasjon med små selskaper enn referanseindeksen ved utgangen av 2020. Om lag 20 prosent av svingningene i den relative avkastningen på aksjeforvaltningen kunne tilskrives generelle markedsbevegelser samt faktorene verdiselskaper, små selskaper og fremvoksende økonomier. Rundt 25 prosent av svingningene i renteforvaltningen kunne forklares med bevegelser i termin- og kredittpremier.

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

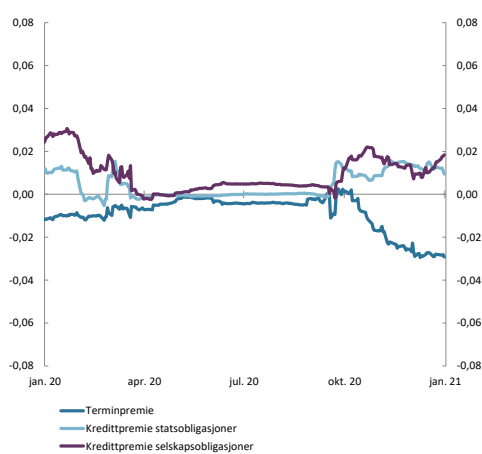
Tabell 32 Fondets obligasjoner per 31. desember 2020 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen.

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	29,8	6,6	12,8	3,2	0,8	53,2
Statsrelaterte obligasjoner	4,4	4,6	1,5	0,4	0,0	10,9
Realrenteobligasjoner	4,0	1,2	0,3	0,4	0,0	5,9
Selskapsobligasjoner	0,2	1,7	10,0	12,2	0,3	24,5
Pantesikrede obligasjoner	4,6	0,8	0,0	0,0	0,0	5,4
Totalt	43,1	14,9	24,7	16,1	1,2	100,0

Figur 23 Aksjeforvaltningens faktoreksponeringer. Koeffisienter.



Figur 24 Renteforvaltningens faktoreksponeringer. Koeffisienter.



Tabell 33 Forventet relativ volatilitet for investeringsstrategiene per 31. desember 2020. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Alle tall er på fondsnivå. Basispunkter.

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	17	7	39	0	51
Intern referanseportefølje	17	5		0	16
herav systematiske faktorer	17				17
Eiendom			39		39
Unotert eiendom			22		22
Notert eiendom			21		21
Miljørelaterte mandater	5				5
Allokeringsbeslutninger	2	5		0	5
Verdipapirseleksjon	15	5			14
Intern verdipapirseleksjon	12	5			11
Ekstern verdipapirseleksjon	8				8
Markedseksponering	7	1		1	8
Posisjonering	7	1		1	8
Totalt	28	7	39	1	56



Vi søker å fremme langsiktig økonomisk utvikling i våre investeringer og redusere den finansielle risikoen knyttet til selskapenes miljømessige og sosiale atferd.

Langsiktig og ansvarlig

Fondets fremtidige verdi avhenger av verdiene som selskapene vi investerer i skaper. Vi bruker eierrettighetene våre og bidrar til markedsstandarder for å støtte god styring av selskaper og ansvarlig virksomhet.

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

Sette prinsipper

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

Vi bidrar til videreutviklingen av standarder. I 2020 deltok vi i 16 offentlige høringer knyttet til ansvarlig forvaltning og var i jevnlig kontakt med internasjonale organisasjoner, regulatoriske myndigheter og andre standardsettere. Høringene berørte forhold som er viktige for oss, slik som felles standard for utvidet risikorapportering, aksjonærs rettigheter og ansvarlig virksomhet. Vi hadde møter med OECD, FNs Global Compact, EU-kommisjonen, International Accounting Standards Board, Global Reporting Initiative og Sustainability Accounting Standards Board. I tillegg møtte vi nasjonale standardsettere i Frankrike, Sverige, Storbritannia, Tyskland og USA.

Vi har siden 2008 formulert tydelige forventninger til selskapene vi er investert i. Disse forventningene er bygd på internasjonale standarder og prinsipper. Vi ønsker at selskapene skal være rustet til å håndtere globale utfordringer som kan føre til store endringer i markedet og på sikt påvirke lønnsomheten deres. I 2020 oppdaterte vi forventningene om klimaendringer ved å beskrive bærekraftig arealbruk og risikoen for landforringelse. Vi oppdaterte også forventningene om menneskerettigheter ved å beskrive økt risiko ved enkelte forretningsmodeller. I 2020 offentliggjorde vi fem nye posisjonsnotater om uavhengighet i styret, aksjeutstedelser, ulike aksjeklasser, transaksjoner med nærstående og rapportering om bærekraft. Disse notatene forklarer vår holdning til sentrale forhold ved selskapsstyring og er et viktig utgangspunkt for vår stemmegivning.

Vi støtter og tar initiativ til forskningsprosjekter for å forstå og bidra til bedre markedsstandarder. Vi samarbeider med akademiske institusjoner for å lære av den seneste forskningen og skaffe oss analyser som kan være relevante for vår investeringsstrategi, våre risikoanalyser og vårt eierskap. I 2020 ga vi støtte til tre nye forskningsprosjekter fra European Corporate Governance Institute, École Polytechnique Fédérale de Lausanne og universitetet i Oxford. Prosjektene skal belyse hvordan endringer i eierskap innvirker på selskaper og hvordan institusjonelle investorer kan påvirke styringen av selskaper. Vi fortsatte også å støtte et

forskningsprosjekt ved New York University som så på de finansielle konsekvensene av klimaendringer.

Utøve eierskap

Fondet eier en andel i 9 123 selskaper verden over. Vi stemte på 121 619 saker på 11 871 generalforsamlinger i 2020. Vi stemte i tråd med styrets anbefaling i 95,1 prosent av sakene. Dette var på linje med vår stemmegivning i 2019.

Valg av styremedlemmer utgjør nær 40 prosent av alle forslag vi stemmer over. Hvem som skal sitte i styret, er det viktigste valget vi gjør. Vi eier en liten andel i flere tusen selskaper og overlater de fleste avgjørelsene til styret. Vi forventer at styret setter strategien, følger opp ledelsen og opptre i aksjonærenes interesse. Vi stemte i tråd med styrets anbefaling ved 94,6 prosent av styrevalgene, sammenlignet med 94,1 prosent i 2019. Mangel på uavhengighet i styret, styreledere som samtidig var administrerende direktør og styremedlemmer med for mange verv var de viktigste grunnene til at vi stemte mot kandidater til styret. Vi har beskrevet våre forventninger til uavhengighet og tidsbruk i styret i våre offentlige posisjonsnotater som vi har delt med selskapene.

Vi har over tid opplevd en økning i antallet aksjonærforslag om miljø og sosiale forhold. Vi støtter velbegrunnede forslag som er i tråd med våre prioriteringer, særlig på områder som er beskrevet i våre forventninger til selskaper. I 2020 stemte vi for 35,1 prosent av forslagene, sammenlignet med 39,9 prosent i 2019.

Vi hadde totalt 2 877 møter med 1 209 selskaper. Størrelsen på våre investeringer gir oss tilgang til styremedlemmer, toppledere og spesialister i selskapene. Vi er interessert i å forstå hvordan selskapene styres og hvordan de håndterer vesentlige forhold knyttet til bærekraft.

Vi fulgte opp våre syv forventningsdokumenter gjennom dialog med utvalgte selskaper, analyser av selskapenes rapportering om bærekraft og støtte til industriinitiativer. I 2020 innledet vi nye dialoger om avskoging og råvareproduksjon, klimarisiko i bankenes utlåns- og finansieringsporteføljer, klimarisiko og -muligheter i jern- og stålproduksjon, klimapolitiske tiltak og myndighetskontakt i tungindustrien, bærekraftig fiske, rapportering og håndtering av vannrelatert risiko, barns rettigheter og telekommunikasjonsbransjen, organisering av arbeidsstyrken i den såkalte plattformøkonomien, næringsvirksomhet i krigs- og konfliktområder, tilsyn med korrupsjonsrisiko i industribransjen og virksomhet i lavskatteland og lukkede jurisdiksjoner.

Vi gjennomførte til sammen 4 158 vurderinger i lys av våre offentlige forventninger til selskaper. Vi gjennomførte 1 521 vurderinger av selskapers rapportering om klimaendringer, 694 og 494 om henholdsvis menneskerettigheter og barns rettigheter, 500 om vannforvaltning, 250 om henholdsvis antikorrupsjon og bærekraftig bruk av havet, 249 om avskoging og 200 om skatt. Selskapene vi vurderte, sto for 74,8 prosent av aksjeporteføljens markedsverdi ved utgangen av året.

Vi kontakter selskaper med svak eller begrenset rapportering og oppfordrer dem til å bedre rapporteringen sin ved blant annet å delta i etablerte rapporteringsinitiativer. I 2020 sendte vi brev til 127 selskaper om deres rapportering på tvers av forventningsområdene. Selskaper vi kontaktet i 2019 hadde en gjennomsnittlig økt måloppnåelse på 9,8 prosentpoeng i 2020. For selskapene i målingene våre som helhet var økningen på 6,5 prosentpoeng fra 2019 til 2020. Denne forskjellen var størst for selskapene vi kontaktet om temaene skatt og åpenhet, klimaendringer og avskoging, og lavest for menneskerettigheter og vannforvaltning.

Samlet sett så vi en forbedring hos 50 prosent av selskapene vi kontaktet.

Vi støtter initiativer der flere selskaper går sammen om å finne felles standarder for bærekraftig virksomhet. Slike initiativer fungerer best når flere selskaper i én bransje eller verdikjede står overfor den samme utfordringen. Utgangspunktet for våre forventinger til selskapene er at styrene bør fastsette egnede strategier, kontrollfunksjoner og rapporteringsrutiner. Samtidig har mange selskaper praktiske utfordringer med å gjennomføre slike tiltak. Behovet for standardisering og mer helhetlige tilnærminger er stort. Initiativene våre ser på utfordringer som oppfølging av leverandørkjeden og rapportering.

Investere ansvarlig

Ansvarlig forvaltning er integrert i fondets investeringsstrategi. En forutsetning for å vurdere selskapene er å få dem til å gå fra ord til tall. Da kan vi få en bedre forståelse av risikoer og muligheter i investeringene våre.

Vi støtter anbefalingene til arbeidsgruppen for klimarelatert finansiell informasjon som ble etablert av G20s råd for finansiell stabilitet. Vi arbeider med selskaper for å sikre at de er godt rustet for overgangen til et samfunn med lavere utslipp. Vi investerer særskilt i klimaløsninger, tilpasser porteføljen gjennom nedsalg og ser på klimarisiko i investeringsbeslutninger. I tillegg analyserer vi klimagassutslipp fra selskaper i fondets portefølje og ulike klimascenarier for



fondet. Basert på vår prosentvise eierandel i de enkelte selskapene, var samlede karbonutslipp fra selskaper i aksjeporteføljen på 92,4 millioner tonn CO₂-ekvivalenter i 2020.

De miljørelaterte aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 34,3 prosent i 2020. De miljørelaterte mandatene forvaltes i sin helhet internt. Finansieringen til de miljørelaterte aksjemandatene hadde i samme periode en avkastning på 3,5 prosent. Ved utgangen av 2020 hadde vi 98,9 milliarder kroner investert i miljørelaterte aksjemandater.

Innenfor de miljørelaterte investeringsmandatene investerer vi i tre hovedtyper av miljøvirksomhet. Miljøsegmentene som vi inkluderer i investeringsuniverset, er i) lavutslippenergi og alternative drivstoffer, ii) ren energi og energieffektivisering og iii) naturressursforvaltning. Selskapene må ha minst 20 prosent av virksomheten sin i disse definerte miljøsegmentene for å kunne inngå i

miljøinvesteringsuniverset vårt. I tillegg fikk fondet i november 2019 mandat til å investere i unotert infrastruktur for fornybar energi, det vil si infrastruktur for produksjon, overføring, distribusjon og lagring av energi basert på fornybare energikilder. Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi skal gjennomføres innenfor rammen for de miljørelaterte investeringsmandatene.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra fondet. Retningslinjene inneholder kriterier for utelukkelse som enten er basert på selskapenes produkter eller adferden deres. Fondet skal ikke være investert i selskaper som fremstiller visse typer våpen, baserer virksomheten sin på kull eller produserer tobakk. Selskaper som gjennom sin virksomhet bidrar til brudd på grunnleggende etiske normer kan også utelukkes. Norges Banks hovedstyre utelukket i 2020 fem kullselskaper, satte fire

Tabell 34 Avkastning på de miljørelaterte aksjemandatene, finansiering og andre avkastningsserier. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv. Prosent.

	Siden 01.01.2010	Siste 5 år	Siste 3 år	2020
Avkastning på de miljørelaterte aksjemandatene	9,5	18,0	18,7	34,3
Avkastning på finansieringen til de miljørelaterte aksjemandatene ¹	4,3	7,5	4,7	3,5
Avkastning på FTSE Environmental Technology 50 indeks	11,0	21,5	27,8	82,3
Avkastning på FTSE Environmental Opportunities All-Share indeks	13,4	17,5	16,8	35,6
Avkastning på MSCI Global Environment indeks	14,5	24,4	30,0	90,4
Avkastning på referanseindeksen for aksjer	9,8	10,5	8,6	11,7

¹ Finansieringen til de miljørelaterte aksjemandatene inkluderer dedikert allokering til miljørelaterte aksjemandater i referanseporteføljen.

selskaper til observasjon med bakgrunn i kullkriteriet og opphevet utelukkelsen av to selskaper, som var utelukket på bakgrunn av produktbaserte kriterier. I tillegg ble ti selskaper utelukket på grunn av adferd som anses for å utgjøre særlig grove brudd på etiske normer. Utelukkelsen av ett selskap, som var utelukket på bakgrunn av et adferdskriterium, ble opphevet.

Vi integrerer analyser av selskapsstyring, miljø og sosiale forhold i vår risikostyring. Det kan føre til at vi selger oss ut av selskaper som vi anser for å ha særlig høy langsiktig risiko. 2020 solgte vi oss ut av 32 selskaper som følge av risiko-vurderinger knyttet til miljø, sosiale forhold og selskapsstyring.

Ansvarlig eiendomsforvaltning

Vi integrerer miljøvennlige tiltak i forretningsplanene til fondets eiendommer og samarbeider med andre investorer for å utvikle verktøy for å måle klimarisiko i eiendomsmarkeder.

Vi måler årlig miljøvennlig forvaltning i eiendomsporteføljen opp mot Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB). Fondets eiendomsportefølje fikk 79 av 100 mulige poeng i 2020. Det var en nedgang fra 80 poeng i 2019. 82 prosent av fondets portefølje med store

kontor- og handelseiendommer var miljøsertifisert i 2020, mot 79 prosent året før. I tillegg var 34 logistikkeiendommer miljøsertifisert på grunnlag av miljøvennlig utforming og konstruksjon.

Fondets eiendomsinvesteringer er eksponert for klimarisiko. Vi anslår at 4 prosent av porteføljen, basert på verdi, ligger i områder der det har forekommet flom langs kysten eller i elver minst én gang i løpet av de siste hundre årene. I 2020 innhentet vi en ekstern analyse av den fremtidige sårbarheten til våre mest utsatte eiendomsinvesteringer i USA som stadfestet at den langsiktige risikoen for flom i noen områder kan bli betydelig innenfor det mest ekstreme klimascenariet.

Nasjonale og lokale myndigheter har begynt å implementere langsiktige planer for reduksjon av klimagassutslipp som vil påvirke eiendomssektoren. Gjennom samarbeid med andre investorer har vi støttet Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM), et forskningsprosjekt som i 2020 publiserte utslippsbaner frem mot 2050 for ulike eiendomsmarkeder som er i tråd med Parisavtalen. Vi anvender dette verktøyet i vårt bredere arbeid med å måle omstillingsrisiko i eiendomsmarkedet.



Rapport om ansvarlig forvaltning

Se egen rapport om ansvarlig forvaltning for mer informasjon. Rapporten er tilgjengelig på nettsidene våre www.nbim.no

5 | Organiseringen

Forvaltningsorganisasjonen _____ 80

Forvaltningens gjennomføring _____ 88

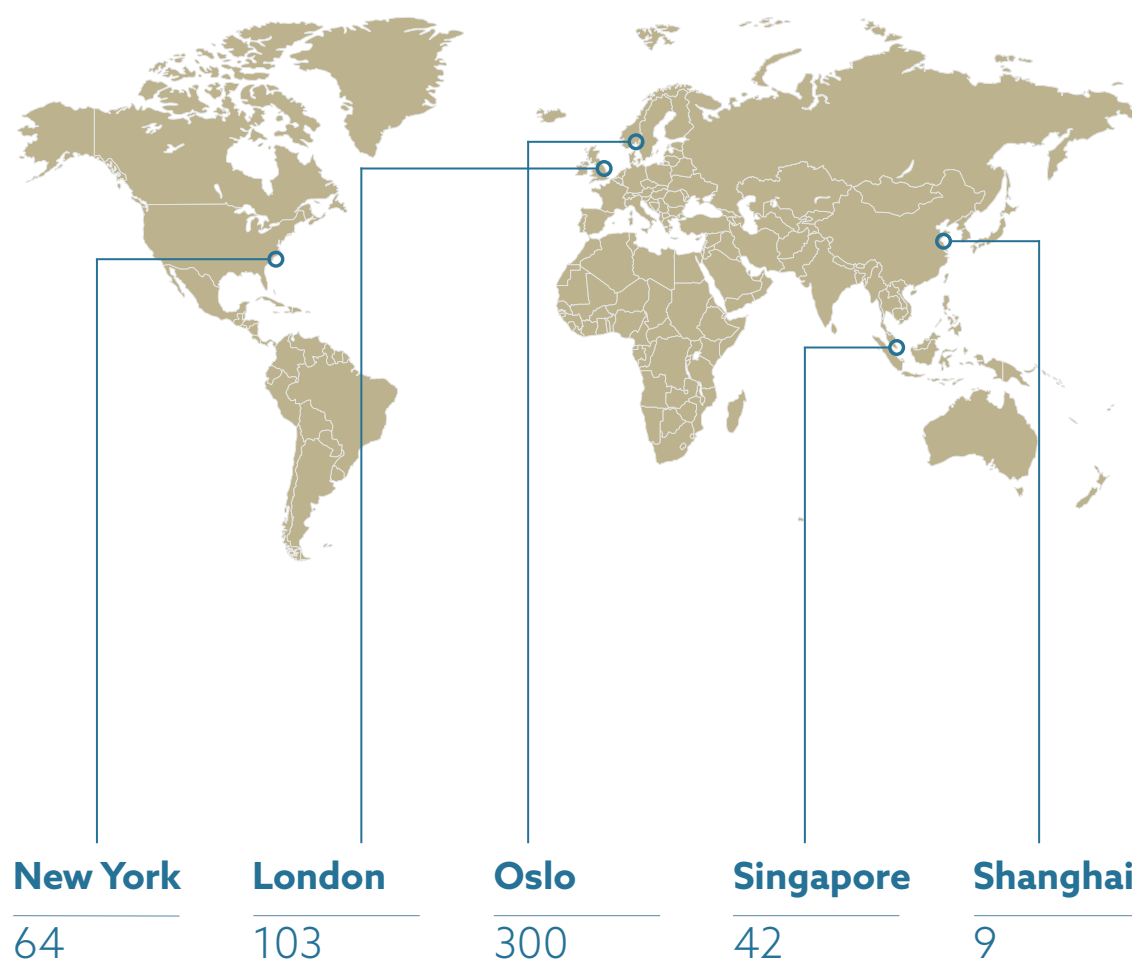
Forvaltningskostnader _____ 90



Med kontorer over hele verden ble våre virksomheter og ansatte i Shanghai og Singapore først rammet av koronapandemien. Dette gjorde at vi var godt forberedt da pandemien kom til Oslo, London og New York. Bildet viser vår seniorøkonom Honglin, som jobber med equity enhanced indexing på vårt kontor i Shanghai.

Forvaltningsorganisasjonen

Antall ansatte og våre kontorer



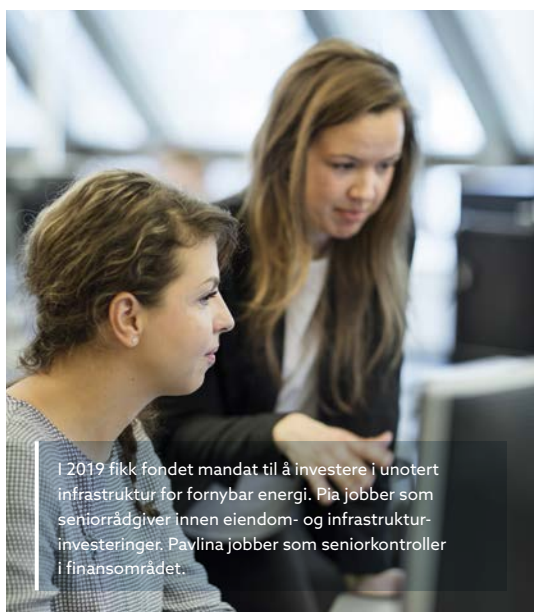
79

518

Ansatte totalt

33

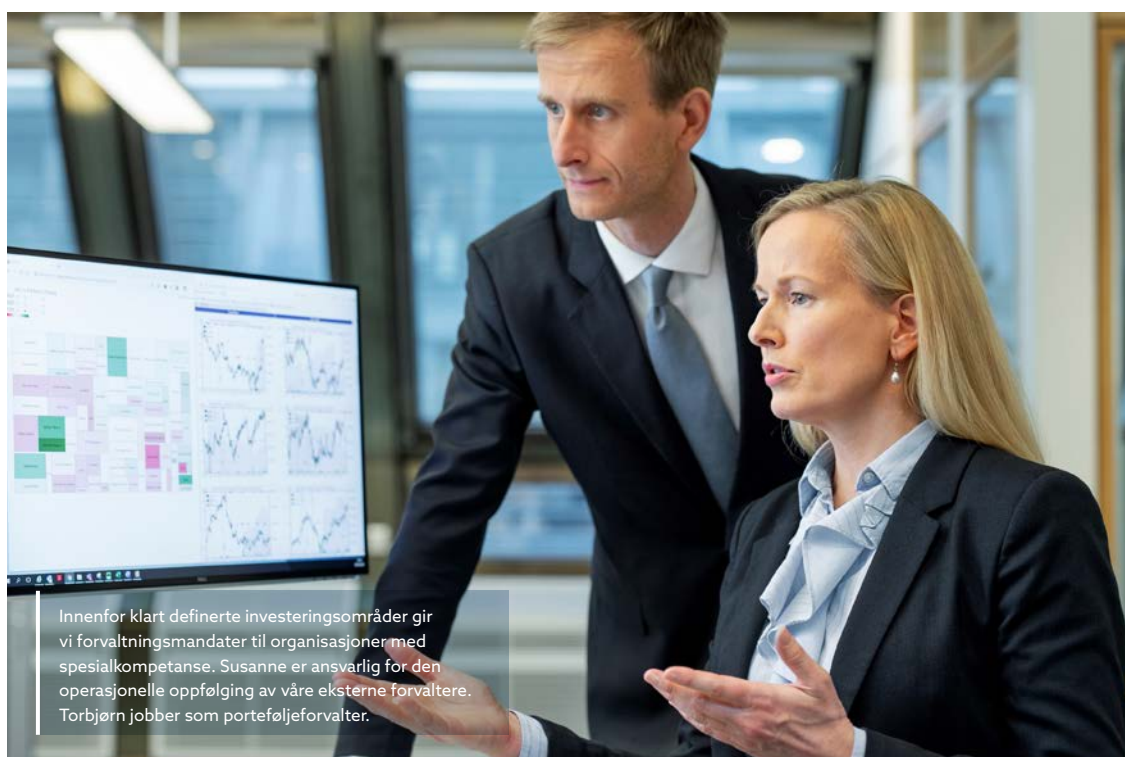
Nasjonaliteter



I 2019 fikk fondet mandat til å investere i unotert infrastruktur for fornybar energi. Pia jobber som seniorrådgiver innen eiendom- og infrastrukturinvesteringer. Pavlina jobber som seniorkontroller i finansområdet.



Fondet er en langsiktig investor. Fredrik jobber på vårt Londonkontor som ansvarlig for analyse av langsiktige investeringsstrategier og rådgivning til Finansdepartementet. Lukas er analytiker.



Innenfor klart definerte investeringsområder gir vi forvaltningsmandater til organisasjoner med spesialkompetanse. Susanne er ansvarlig for den operasjonelle oppfølging av våre eksterne forvaltere. Torbjørn jobber som porteføljeforvalter.

Internasjonal investeringsorganisasjon

Norges Bank Investment Management forvalter et av verdens største investeringsfond. Vi arbeider målrettet med å fremme en prestasjonskultur, utvikle og tiltrekke oss de beste talentene globalt samt sørge for en proaktiv, åpen og tydelig kommunikasjon.

Det er gjennom en solid prestasjonskultur at vi oppnår fondets mål om høyest mulig avkastning etter kostnader. I 2020 har vi økt innsatsen for å kunne ta enda bedre investeringsbeslutninger.

Medarbeiderne er kjernen i virksomheten. For å prestere, trenger vi de beste talentene. I 2020 økte vi satsningen på kontinuerlig opplæring og utvikling av de ansatte. Vi ønsker også å legge til rette for økt global mobilitet mellom kontorene våre. I tillegg har vi relansert talentprogrammene våre for å rekruttere og beholde unge talenter innen en rekke ulike fagområder i organisasjonen. Vi ser etter kandidater med ulike bakgrunner og innfallsvinkler.

Ved utgangen av 2020 var det 518 ansatte i Norges Bank Investment Management. 25 prosent av disse var kvinner. I ledende stillinger var andelen 21 prosent. Vårt mål er å øke kvinneandelen både totalt i organisasjonen og på ledernivå. 48 prosent av alle nyrekrutteringer i 2020 var kvinner sammenlignet med 17 prosent året før.

Likestilling og mangfold blant medarbeiderne gir det beste utgangspunktet for å oppnå gode resultater. Derfor arbeider vi systematisk med dette i organisasjonen, og det gjenspeiles i hvordan vi jobber med rekruttering, lønn og ansattgoder, medarbeiderutvikling og arbeidsmiljø.

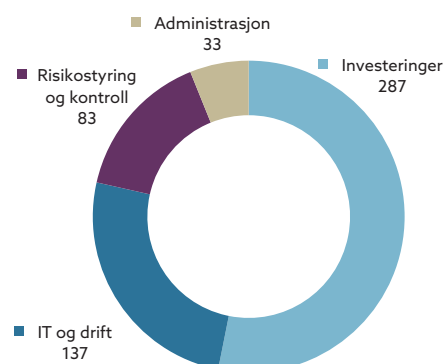
Vi søker mangfold i form av kunnskap, erfaringer og perspektiver ved å ansette på tvers av nasjonalitet, kjønn, alder, bakgrunn og utdanning. For å styrke dette arbeidet ble det i 2020 etablert

et mangfolds- og inkluderingsinitiativ på tvers av virksomhetsområdene i Norges Bank. Samarbeid med eksterne organisasjoner og nettverk har gitt verdifull utveksling av erfaringer og muligheten til å lære av de beste.

Vi jobber kontinuerlig med bevisstgjøring om mangfold og inkludering i vår kommunikasjon. Det er også et sentralt tema i lederopplæringen og kommunikasjonen fra ledergruppen til de ansatte.

Når vi utarbeider informasjonsmateriell om organisasjonen og utvikler stillingsannonser er det også med et mål om å tiltrekke oss kvinnelige søkere. I tillegg stiller vi krav til eksterne rekrutteringsbyråer om økt mangfold og kjønnsbalanse i prosessene. Vi har etablert sjekkpunkter

Figur 25 Antall ansatte fordelt etter område, inkludert datterselskaper.



De fleste av våre ansatte jobbet hjemmefra i store deler av 2020. Fleksible og dyktige medarbeidere og gode IT-løsninger har bidratt til at dette har fungert godt.



Yvonne Silden Langlo Junior porteføljevalter, Sektorstrategier, London

Jeg investerer i konsumvareselskaper. Da koronapandemien kom, var jeg mest opptatt av hvordan selskapene ble påvirket. Jeg tilbragte store deler av arbeidshverdagen min foran PC-en allerede før pandemien, men jeg gleder meg til å besøke selskapene og være mer sosial på fritiden igjen.



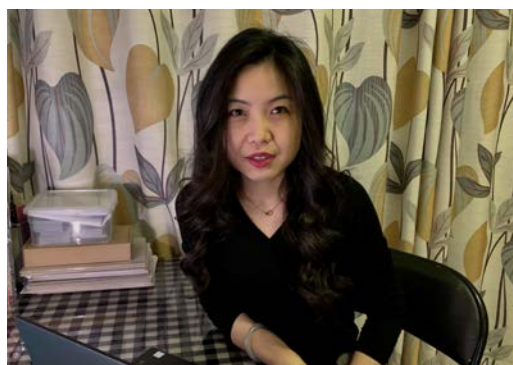
Gero Elerd Seniorrådgiver, Markedsstrategier, Oslo

2020 var et rart år, men som en global organisasjon, klarte vi oss overraskende godt. Terskelen for å ringe en kollega forsvant. Takket være raskere internett, riktig utstyr og bedre programvarer som la til rette for virtuelle møter og interaksjon, forandret arbeidshverdagen seg også ganske fort.



Godfrey Sendege Analytiker, Teknologi og brukerstøtte, Oslo

Den største forandringen er at man ikke kan møte andre mennesker fysisk og å balansere mellom det å være forelder og ansatt. Nå som barna er tilbake på skolen, har jeg tid til daglige statusmøter med kollegaene mine og jeg kan jobbe mer effektivt, med færre distraksjoner.



Odette Wang Ansvarlig for China A, Spesialmandater, Shanghai

Da pandemien var på sitt verste, var Shanghai nedstengt. Jeg tilpasset meg den nye situasjonen raskt ved å bestille dagligvarer på nettet, gjennomføre alle møter med kollegaer og selskaper digitalt og være disiplinert nok til å tilbringe litt tid borte fra PC-en.

i ansettelsesprosessen som skal sørge for at søkere behandles på et objektivt og rettferdig grunnlag. For å sikre at ingen forskjellsbehandles etter kjønn, har vi også utarbeidet retningslinjer for lønnsfastsettelse og lønnsrapportering.

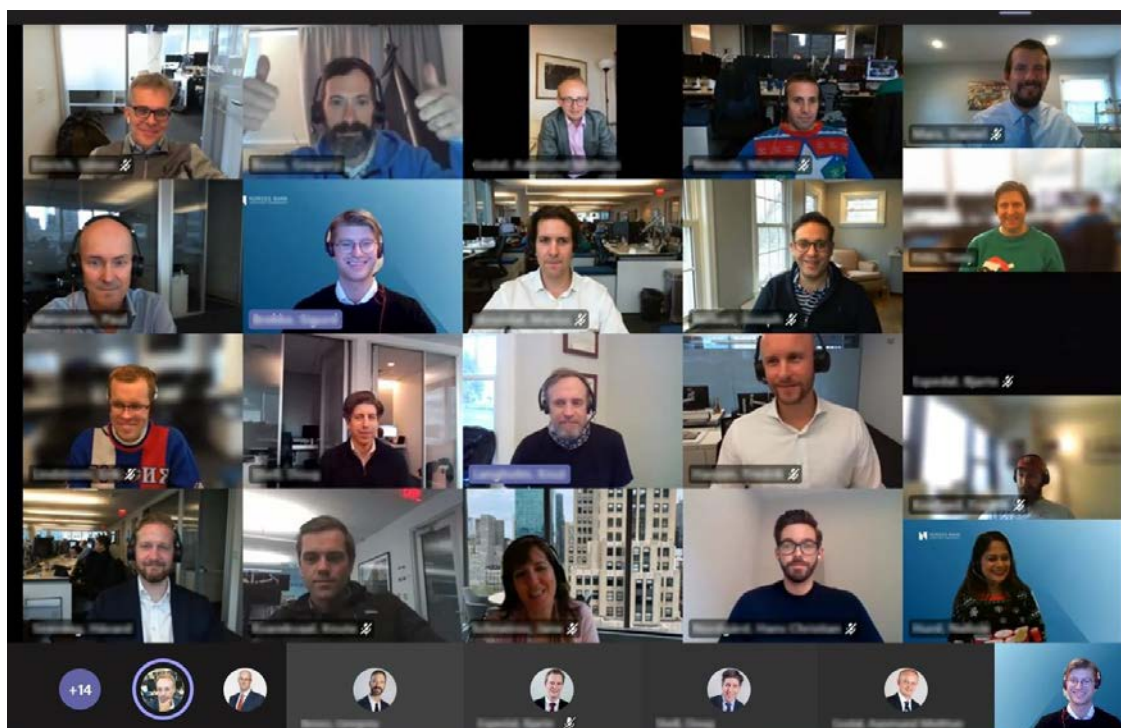
Vi har en strategi om å synliggjøre at kvinner har en viktig rolle i Norges Bank. Vi sørger for at kvinner er godt representert på arrangementene vi deltar på. Kvinnelige ansatte oppfordres også til å engasjere seg i nettverk og på eksterne arrangementer, som karrierestander og holde bedriftsprestasjoner på relevante undervisnings- og læresteder og arrangementer.

Vi opererer i globale investeringsmarkeder. Nærhet til markedene er derfor viktig for å sikre fondets langsiktige avkastning. 43 prosent jobbet ved utgangen av 2020 ved kontorene våre

i London, New York, Singapore og Shanghai, på linje med året før. I tillegg jobbet 22 ansatte i datterselskapene tilknyttet forvaltningen av eiendomsporteføljen.

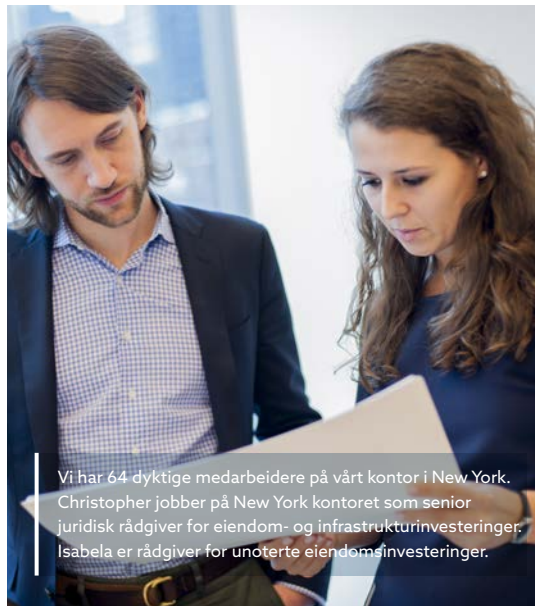
Organisasjonen er bygd på tillit og høy etisk standard. Gjennom året har vi styrket internkommunikasjonen i alle kanaler og mellom ledelsen og organisasjonen. Vi har arbeidet for å få en effektiv kommunikasjon på tvers av våre digitale kanaler for å drive strategiendringer og øke samarbeidet mellom våre avdelinger og våre globale kontorer.

2020 har også vært preget av den verdensomspennende koronapandemien. Vi har på ethvert tidspunkt siden virusutbruddet vært i stand til å gjennomføre forvaltningsoppdraget og forvalte fondet i tråd med strategiene fastsatt

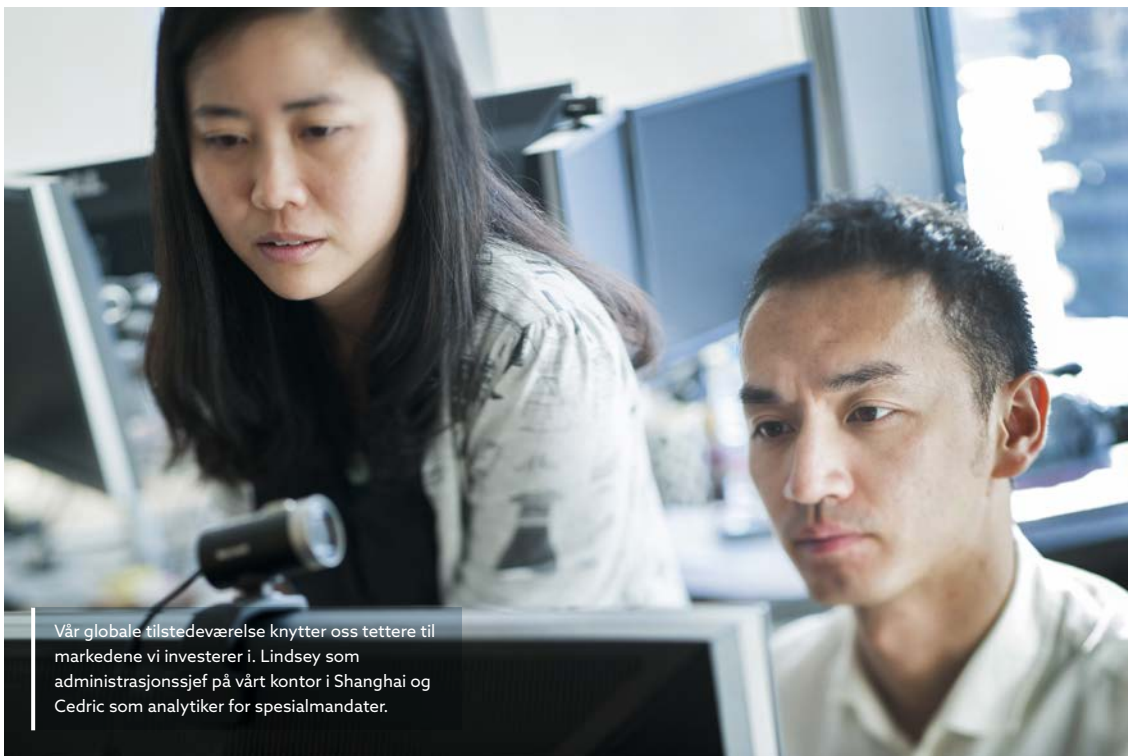




Nesten 300 av våre medarbeidere jobber innen investeringsområdet. Kristine arbeider på vårt kontor i Oslo som porteføljeforvalter for obligasjoner.



Vi har 64 dyktige medarbeidere på vårt kontor i New York. Christopher jobber på New York kontoret som senior juridisk rådgiver for eiendom- og infrastrukturinvesteringer. Isabela er rådgiver for unoterte eiendomsinvesteringer.



Vår globale tilstedeværelse knytter oss tettere til markedene vi investerer i. Lindsey som administrasjonssjef på vårt kontor i Shanghai og Cedric som analytiker for spesialmandater.

av hovedstyret. Vi har mer enn 500 ansatte, og nær sagt alle jobbet hjemmefra i perioden hvor markedene var på sitt mest urolige. Fleksible ansatte, gode IT-løsninger og lokale fullmakter til å fatte nødvendige beslutninger har bidratt til at dette har fungert godt.

Investeringsplattform

Kapitalforvaltningen er en svært IT- og informasjonsintensiv virksomhet. Vi benytter IT-systemer innenfor alle områder av forvaltningen, herunder analyse, gjennomføring av handler, utlån av verdipapirer, verdsettelse, regnskapsføring og måling av avkastning og risiko. Alle systemløsningene våre er basert på skytjenester. Arbeidsprosessene knyttet til den løpende driften av systemløsningene er i stor grad automatisert, noe som resulterer i svært god driftsstabilitet. Skytjenester gjør det mulig for oss å gjøre endringer raskere enn før og å skalere opp eller ned kapasiteten etter behov. I 2020 ga koronapandemien oss nye utfordringer. For at våre ansatte skulle kunne jobbe effektivt og sikkert hjemmefra rullet vi ut en ny skybasert tjeneste for sikker tilgang.

Vi har et stort fokus på informasjons- og IT-sikkerhet og jobber kontinuerlig med å vurdere trusselbildet og tilpasse oss det. Vi har en rekke systemløsninger som beskytter dataene våre og systemene våre, og som overvåker aktiviteten i nettverket vårt med sikte på å oppdage uautorisert tilgang. Vi samarbeider med en ekstern leverandør av IT-sikkerhetstjenester som sammen med våre egne sikkerhetsteam, sikrer at dette arbeidet gjøres kontinuerlig. Vi har etablert robuste løsninger for tilgangsstyring, integritet og sporbarhet av endringer i systemene og databasene våre.

De fleste IT-systemene våre er standardsystemer som er konfigurert etter vårt behov og som blir vedlikeholdt og videreutviklet av eksterne

leverandører. For noen områder har vi behov som gjør at slike standardsystemer ikke kan benyttes.

For disse områdene utvikler vi våre egne systemløsninger. Overgangen til skytjenester har gjort dette enklere. IT-infrastruktur er et viktig element i den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningsoppdraget og utgjør også en operasjonell risiko. Vi har etablerte prosesser for å håndtere denne risikoen og etablerte internkontrollaktiviteter for informasjons-sikkerhet og endringshåndtering.

Prosessene knyttet til gjennomføring og oppgjør av verdipapirhandler er i høy grad automatiserte. Vi har i 2020 gjort opp 330 810 transaksjoner. For 96 prosent av transaksjonene var denne prosessen helautomatisert.

Stor grad av åpenhet

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

Størst mulig grad av åpenhet er en sentral del av strategien vår. Åpenhet om resultater og forvaltningen skaper også en resultatorientert organisasjon. Vi jobber kontinuerlig for å styrke kunnskapen om fondet og gi tydelig og relevant informasjon om alle sider ved forvaltningen.

I 2020 arrangerte vi to presseseminarer og tre pressekonferanser. Vi publiserte fem historiske gjennomganger av ulike deler av forvaltningen og arrangerte fire tilhørende NBIM Talks. Vi gjennomførte forskningskonferansen Norwegian Finance Research Conference for tiende gang og publiserte fem brev til Finansdepartementet med råd og informasjon relatert til investeringsstrategien.

Ny ledergruppe

Nicolai Tangen tok over som leder for fondet etter Yngve Slyngstad 1. september 2020. I oktober ble det etablert en ny og mindre ledergruppe for å styrke fagmiljøene og høste flere synergier. Den nye ledergruppen er et kollektivt beslutningsorgan. Hovedoppgaven er å fortsette å levere god avkastning.



Nicolai Tangen
Leder

Nicolai er ansvarlig for forvaltningen av fondet. Dette inkluderer den dagelige driften og utviklingen av Norges Bank Investment Management.



Trond Grande
Stabsdirektør/Nestleder

Trond er ansvarlig for administrasjonsområdet. Han er også nestleder for forvaltningen av fondet og den dagelige driften og utviklingen av Norges Bank Investment Management.



Carine Smith Ihenacho
Direktør eierskap og etterlevelse

Carine er ansvarlig for området eierskap og etterlevelse, som inkluderer aktiviteter for eierskap og ansvarlig forvaltning, operasjonell risiko og kontroll, etterlevelse og juridiske tjenester.



Petter Johnsen
Direktør aksjeinvesteringer

Petter er ansvarlig for selskapsinvesteringer, inkludert intern aksje- og verdipapirseleksjon.



Mie Caroline Holstad
Direktør eiendom- og infrastrukturinvesteringer

Mie er ansvarlig for investeringer og porteføljeforvaltning i eiendom og fornybar infrastruktur samt for driften av unoterte aktiva, retningslinjer, ressurser, verktøy og forbedring av prosesser.



Geir Øivind Nygård
Direktør markedsstrategier

Geir Øivind er ansvarlig for porteføljeforvaltning, ekstern forvaltning, verdipapirutlån og verdipapirhandel.

87



Birgitte Bryne
Driftsdirektør

Birgitte er ansvarlig for handler og oppgjør, måling og rapportering av handler samt investeringsstøttefunksjoner.



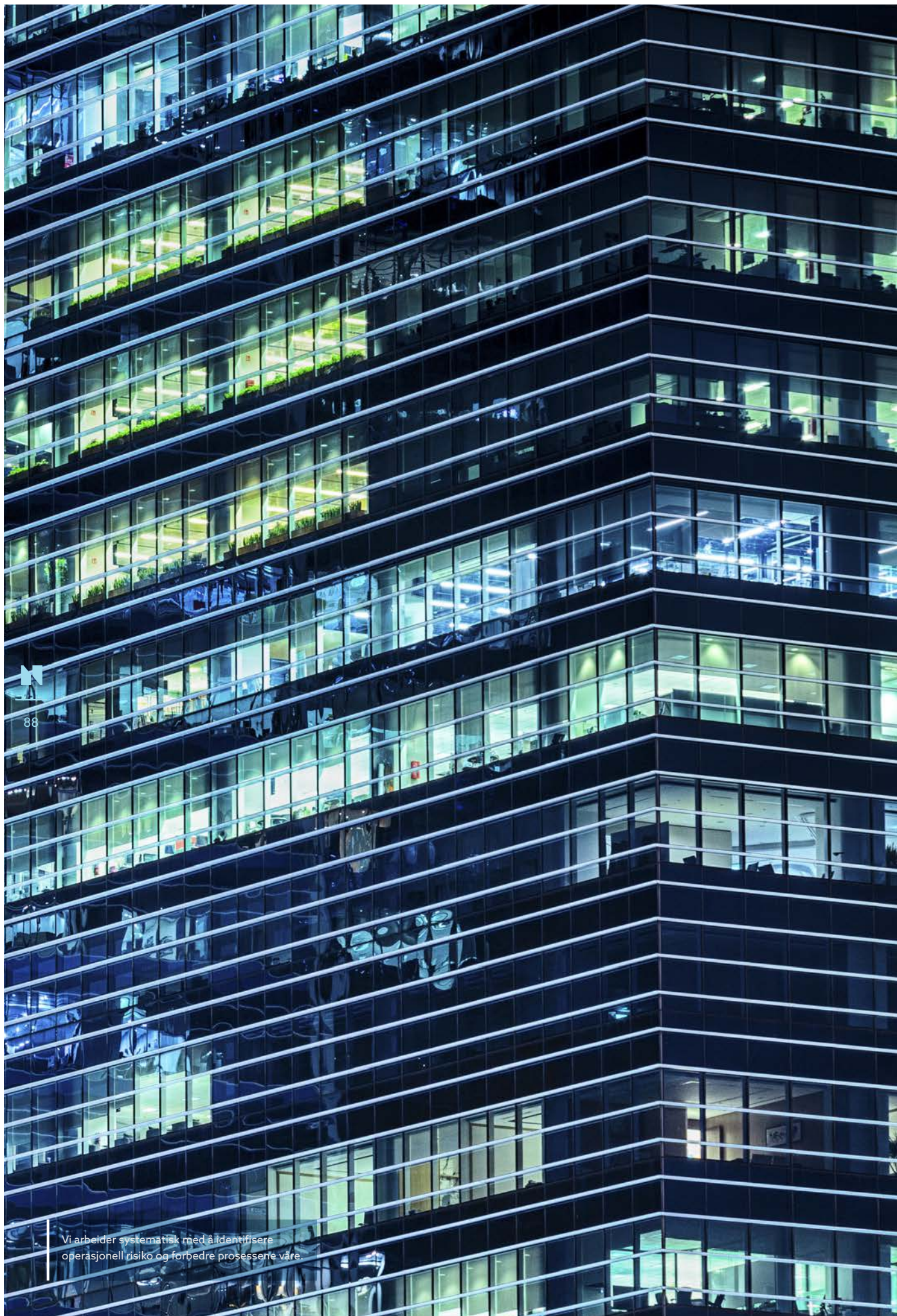
Age Bakker
Teknologidirektør

Age er ansvarlig for strategi og handlingsplan på teknologiområdet, inkludert prosesser innen IT-tjenester og administrative tjenester.



Dag Huse
Risikodirektør

Dag Huse er ansvarlig for å analysere, måle og rapportere investeringsrisiko og fondets avkastning.



88

Vi arbejder systematisk med at identificere
operasjonell risiko og forbedre prosessene våre.

Rammer for operasjonell risiko

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

Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en 12-måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til 750 millioner kroner eller mer i finansielle konsekvenser. Denne rammen betegnes som «styrets operasjonelle risikotoleranse».

Den beregnede operasjonelle risikoeksponeringen holdt seg innenfor denne rammen i hele 2020. Vi arbeider systematisk med å identifisere operasjonell risiko og å forbedre prosessene våre for å hindre at uønskede hendelser skal inntreffe. Rapportering og oppfølging av uønskede hendelser utgjør en

viktig del av tiltakene våre for å forbedre driften og internkontrollen.

Uønskede hendelser i 2020

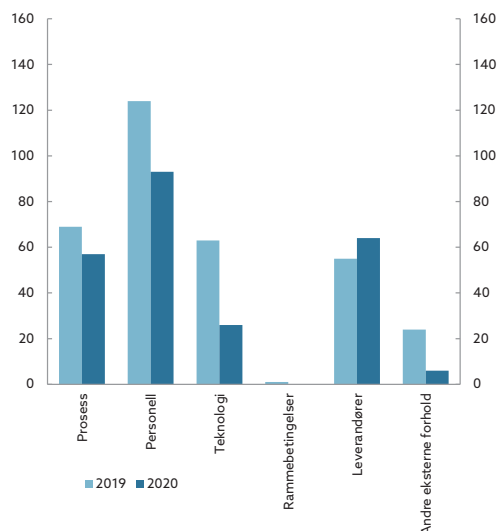
Det ble registrert 246 uønskede hendelser i 2020, ned fra 336 i 2019. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser. Samlet ga de uønskede hendelsene en estimert finansiell effekt på 75,8 millioner kroner. Av hendelsene ble to vurdert som alvorlige mens seks ble vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad.

Utbruddet av pandemien ble registrert som en alvorlig hendelse. Forretningsreiser ble innskrenket og ansatte måtte i stor grad jobbe hjemmefra. Den omfattende mediedekningen av daglig leders reise tilbake fra et seminar på fly betalt av arrangøren av seminaret, ble registrert som en alvorlig hendelse av renomméhensyn. Fire av de vesentlige hendelsene sto for omtrent 54,8 millioner kroner av den samlede finansielle effekten og var relatert til intern porteføljevaltning og håndtering av selskaps-hendelser, ordre og handel av verdipapirer. To vesentlige hendelser dreide seg om datahåndtering og informasjonssikkerhet.

Etterlevelse av retningslinjer

Finansdepartementet har fastsatt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2020. Vi mottok i samme periode ingen varsler om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

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



Lave forvaltningskostnader

Vi har høy kostnadsbevissthet i forvaltningen, og arbeider løpende med å forenkle og effektivisere driften for å realisere stordriftsfordeler. Flere store initiativer har vært gjennomført de siste årene for å oppnå dette.

Vi legger vekt på å holde høy kvalitet i forvaltningen og å sikre kostnadseffektivitet uten at det går på bekostning av betryggende kontroll, god risikostyring og muligheten til å skape merverdier i forvaltningen.

Interne forvaltningskostnader som andel av forvaltet kapital har vært fallende de senere år, til tross for oppbyggingen av en portefølje av unoterte investeringer og økte forventninger og krav knyttet til ansvarlige investeringer og rapportering. Omfanget av forvaltningsoppdraget har økt over tid med økt aksjeandel, samt investeringer i flere markeder og valutaer. Fondets målsetting i mandatet fra Finansdepartementet er å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader innenfor de rammene som gjelder for forvaltningen. Forvaltningen skal være kostnadseffektiv, men lave kostnader er ikke et mål i seg selv.

Forvaltningskostnadene i fondet er lave sammenlignet med andre fond, målt som andel av forvaltet kapital. For 2020 utgjorde forvaltningskostnadene 5,1 basispunkter av fondsverdien. En årlig rapport utarbeidet for Finansdepartementet av CEM Benchmarking Inc., som sammenligner forvaltningskostnader i fondet med andre store fond, viser at kostnadsnivået i forvaltningen siden 2012 har vært mellom 11 og 14 basispunkter lavere enn i sammenligningsgruppen. I denne sammenligningen er det tatt hensyn til forskjeller i størrelse og aktivasammensetning. CEM-rapporten anses som den beste kilden til informasjon om kostnadsnivået til sammenlignbare fond innen kapitalforvaltning.

Forvaltningskostnader

De totale forvaltningskostnadene i Norges Bank var 5,3 milliarder kroner i 2020, opp fra 4,3 milliarder kroner i 2019. Økningen skyldes i all hovedsak høyere honorarer til eksterne forvaltere, høyere depotkostnader samt valutaeffekter. Dette er delvis motvirket av generelt lavere kostnader på grunn av covid-19, inkludert kostnader til spesialistkompetanse, samt lavere avskrivningskostnader fordi tidligere aktiverte prosjekter er ferdig avskrevet. Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere har økt i forhold til 2019, som følge av sterk meravkastning fra den eksterne forvaltningen. Faste honorarer til eksterne forvaltere har også økt, i takt med høyere kapital forvaltet eksternt. Personalkostnadene er redusert i forhold til 2019, hovedsakelig som følge av helårseffekt av redusert antall ansatte og lavere reisevirksomhet som følge av covid-19. Dette er delvis motvirket av valutaeffekter, ordinær lønnsvekst samt høyere prestasjonsbasert lønn som følge av sterk avkastning i 2020.

Finansdepartementet fastsetter hvert år en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor denne rammen. Forvaltningskostnader i datterselskaper måles mot den øvre rammen, men er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen fordi de blir belastet porteføljerresultatet direkte. Norges Bank godtgjøres i tillegg for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, som er holdt utenfor den øvre rammen. Summen av forvaltningskostnader som påløper i

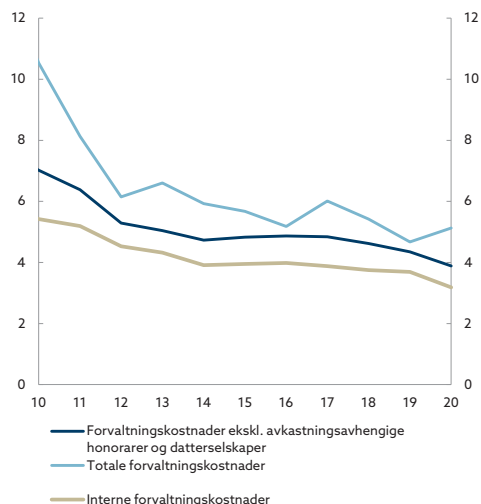
Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2020 begrenset til 4,9 milliarder kroner. Samlede forvaltningskostnader i 2020 som måles mot den øvre kostnadsrammen, utgjorde 4,1 milliarder kroner. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 4,0 milliarder kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 0,1 milliarder kroner. Dette tilsvarer 0,040 prosent av forvaltet kapital, en nedgang fra 0,045 prosent i 2019.

Det påløper forvaltningskostnader i datterselskaper som er etablert som en del av de unoterte eiendomsinvesteringene til fondet. Forvaltningskostnader i datterselskaper var på 103 millioner kroner i 2020, sammenlignet med 111 millioner kroner i 2019. I tillegg påløper det andre driftskostnader i datterselskaper knyttet

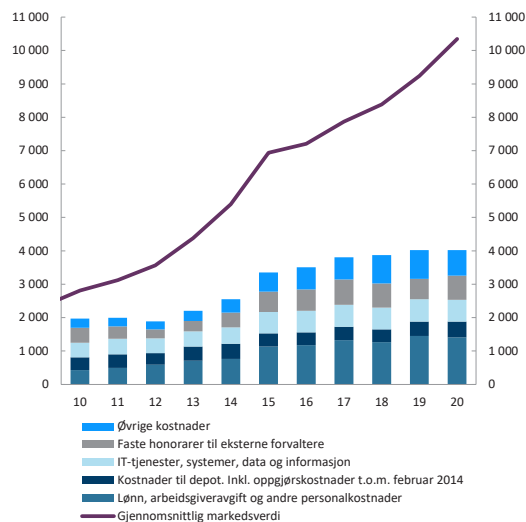
til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er kostnader ved å drifte bygningene etter at de er kjøpt og de er ikke definert som forvaltningskostnader.

Faste og variable kostnader til eksterne forvaltere utgjorde 38 prosent av driftskostnadene i 2020. Eksterne forvaltere benyttes i segmenter og markeder der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse. Vår strategi er i første rekke å benytte eksterne forvaltere til aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder og små og mellomstore selskaper. Bruk av eksterne forvaltere har spilt en viktig rolle for å nå fondets mål om høyest mulig avkastning etter kostnader med moderat risiko, med en meravkastning etter kostnader på 1,8 prosent årlig i fondets første 20 år.

Figur 27 Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning. Basispunkter.



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



¹ Ekskl. avkastningsavhengige honorarer og datterselskaper.

En andel av kostnadene til eksterne forvaltere varierer med oppnådd meravkastning i forhold til en referanseindeks. Avtaler med eksterne forvaltere om avkastningsavhengige honorarer struktureres slik at den vesentligste delen av positiv meravkastning beholdes av fondet, og avtalene inneholder bestemmelser om tak på honorarer som blir utbetalt. Variable honorarer til eksterne forvaltere forventes således å motsvares av meravkastning for fondet, og vil øke når meravkastningen øker.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere har økt sammenlignet med 2019 som følge av høyere meravkastning fra den eksterne forvaltningen. Faste honorarer til eksterne forvaltere har også økt som følge av at en noe større andel av fondet ble forvaltet eksternt i 2020.

Fondets investeringer i aksjer og obligasjoner må oppføres i lokale verdipapirregistre over hele verden. Vi bruker en global depotinstitusjon til å bistå oss i dette arbeidet. Kostnader til depot og tilknyttede tjenester utgjorde 9 prosent av forvaltningskostnadene i 2020, og har økt som følge av høyere kapital under forvaltning, samt økt transaksjonsvolum som følge av uttak fra fondet. Kostnader til depot som andel av forvaltningskapitalen har vært fallende de siste årene.

Fondets regnskap føres i norske kroner. Svingninger i valutakurser kan gi betydelige regnskapsmessige utslag selv om den faktiske kostnaden i utenlandsk valuta er uendret. Over 70 prosent av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta. Eksempelvis vil en endring på 25 prosent i valutakursen for norske kroner mot alle andre valutaer endre driftskostnadene med om lag 1 000 millioner kroner. Svekkelsen av norske kroner mot andre valutaer de siste årene har medført en betydelig økning i kostnader målt i norske kroner.

Transaksjonskostnader

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

Vi jobber kontinuerlig med å holde transaksjonskostnadene lave. Det gjør vi ved å ta hensyn til transaksjonskostnadene i investeringsstrategiene og derigjennom redusere antall transaksjoner. Markeder med høy kurtasje eller skatter kan derfor ha mindre aktivitet enn markeder med lavere faste transaksjonskostnader. I tillegg velger vi motparter som mest kostnadseffektivt kan gjennomføre våre investeringsbeslutninger. Transaksjonskostnader blir belastet porteføljeresultat direkte og er ikke en del av forvaltningskostnadene. Transaksjonskostnader for 2020 utgjorde 3,6 milliarder kroner, sammenlignet med 2,4 milliarder kroner for 2019. Dette inkluderer 3,0 milliarder kroner relatert til aksjer, 0,1 milliarder kroner relatert til obligasjoner og 0,5 milliarder kroner relatert til unotert eiendom.

I tillegg til de direkte kostnadene som beskrevet over har vi indirekte kostnader ved at prisene forandrer seg fra investeringsbeslutningene er fattet til de er implementert i markedet eller at prisene reflekterer likviditeten motparten bidrar med. Indirekte kostnader er inkludert i porteføljeresultatet.

Forvaltningskostnader fordelt på investeringsstrategier

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

Forvaltningskostnader for unotert eiendom for 2020 tilsvarer 0,11 prosent av forvaltet kapital. Forvaltningskostnader for samme periode for den eksterne forvaltningen tilsvarer 0,51 prosent av forvaltet kapital, mot 0,05 prosent for intern verdipapirseleksjon. Forvaltningskostnader for markedseksponering utgjorde 0,03 prosent av forvaltet kapital i denne perioden.

Tabell 35 Forvaltningskostnader per investeringsstrategi i 2020. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter.

	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Allokering	0,5	
hvorav unotert eiendom	0,3	10,7
Verdipapirseleksjon	2,7	14,4
Intern verdipapirseleksjon	0,7	4,6
Ekstern verdipapirseleksjon ¹	2,0	50,9
Markedseksponering	1,9	2,5
Totalt	5,1	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

Tabell 36 Forvaltningskostnader per investeringsstrategi 2013-2020. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter.

	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Allokering	0,3	
Verdipapirseleksjon	2,6	15,5
Intern verdipapirseleksjon	0,7	5,7
Ekstern verdipapirseleksjon ¹	1,8	44,8
Markedseksponering	2,2	2,9
Unotert eiendom ²	0,4	21,5
Totalt	5,6	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

² Fra 2017 er unotert eiendom en del av allokeringsstrategien.

Lønnssystemet

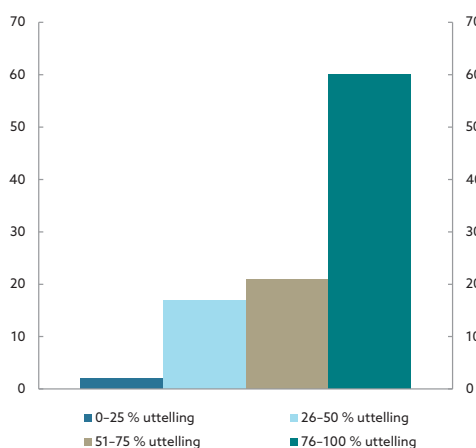
Norges Banks hovedstyre fastsetter prinsippene for lønnsystemet til Norges Bank Investment Management. Ledergruppen mottar kun fastlønn. Nye medlemmer av ledergruppen som tidligere har hatt prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i de tre påfølgende årene få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Norges Banks hovedstyre fastsetter lønn til leder av Norges Bank Investment Management og lønnsintervaller for ledergruppen. Utbetalt lønn til daglig leder Yngve Slyngstad var på 4,5 millioner kroner fram til fratredelse 31. august og daglig leder Nicolai Tangen 2,2 millioner kroner etter at han tiltrådte 1. september 2020.

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. 50 prosent utbetales året etter at prestasjonslønnen er opptjent, mens de resterende 50 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake, justeres for fondets avkastning. For ansatte som får en opptjening over 100 prosent av fastlønnen blir 40 prosent utbetalt året etter at prestasjonslønnen er opptjent, mens de resterende 60 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Rammen på prestasjonsbasert lønn kan som hovedregel maksimalt være 100 prosent av fastlønn for ansatte i Norge. For et begrenset antall ansatte ved de internasjonale kontorene kan rammen maksimalt være 200 prosent av fastlønn. Ansatte med prestasjonsbasert lønn tjente i gjennomsnitt 71 prosent av totalrammen for 2020, basert på resultater over flere år.

Organisasjonen hadde 217 ansatte med prestasjonsbasert lønn ved utgangen av 2020, hvorav 13 var ansatt i datterselskaper. Deres samlede øvre ramme for prestasjonsbasert lønn var 390 millioner kroner.

Figur 29 Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2020. Prosent.



Det foretas en årlig gjennomgang av godtgjøringsordningen. I tillegg avgir internrevisjonen i Norges Bank en uavhengig uttalelse om etterlevelse av regler og retningslinjer for godtgjøring. Gjennomgangen i 2020 bekreftet at godtgjøringsordningen for 2019 var i tråd med regelverket. Godtgjøringsordningen for ansatte i Norges Bank Investment Management følger kravene i forskrift til verdipapirfondloven med nødvendige tilpasninger, i tråd med Finansdepartementets mandat. Det har ikke vært vesentlige endringer i godtgjøringsordningen i 2020.

Tabell 37 Ytelser til ledende ansatte i 2020. Kroner.

Stilling	Navn	Brutto fastlønn	Brutto prestasjonslønn	Verdi av andre fordeler ⁹	Pensjonsopptjening	Personallån
Leder	Nicolai Tangen ¹	2 216 666	-	2 432	133 240	-
Stabsdirektør/Nestleder	Trond Grande	4 713 889	-	7 688	342 921	-
Teknologidirektør	Age Bakker	3 801 524	-	8 554	410 981	-
Driftsdirektør	Birgitte Bryne ²	814 555	-	2 536	89 114	-
Direktør for eiendom- og infrastrukturinvesteringer	Mie Caroline Holstad ²	742 145	-	2 837	62 997	-
Risikodirektør	Dag Huse	4 561 828	-	7 296	578 352	-
Direktør for eierskap og etterlevelse	Carine Smith Ihenacho ^{3,4}	4 091 917	75 934	90 456	409 192	-
Direktør for aksjeinvesteringer	Petter Johnsen ³	8 438 073	-	110 216	843 807	-
Direktør for markedsstrategier	Geir Øivind Nygård ⁴	4 521 252	351 680	7 296	241 751	-

Ledere som fratrådte sin stilling i 2020

Leder	Yngve Slyngstad ⁷	4 511 094	-	11 482	433 722	-
Investeringsdirektør, allokeringstrategier	Ole Christian Bech-Moen ⁶	4 486 923	-	6 398	206 374	-
Direktør for etterlevelse og kontroll	Stephen A. Hirsch ⁵	3 217 419	-	8 744	313 892	-
Finansdirektør	Hege Gjerde ⁵	2 152 561	-	5 472	255 250	1 250 201
Direktør for personal og drift	Nina Kathrine Hammerstad ⁵	2 325 845	-	5 564	275 935	-
Investeringsdirektør, eiendom	Karsten Kallevig ⁸	4 009 633	-	5 784	243 940	-

¹ Tiltrådte sin stilling 01.09.2020. Godtgjørelse vises fra tiltredelsestidspunktet.² Tiltrådte sin stilling 06.10.2020. Godtgjørelse vises fra tiltredelsestidspunktet.³ Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner. Pensjonsopptjening tilsvarer årets innbetaling til innskuddsordningen.⁴ Medlemmer av ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Enkelte medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Beløpene oppgitt i tabellen er prestasjonslønn som er utbetalt i regnskapsåret, men opptjent og resultatført i tidligere perioder.⁵ Fratrådte sin stilling 05.10.2020. Godtgjørelse vises frem til fratredelsestidspunktet.⁶ Fratrådte sin stilling 14.10.2020. Godtgjørelse vises frem til fratredelsestidspunktet.⁷ Fratrådte sin stilling 31.08.2020. Godtgjørelse vises frem til fratredelsestidspunktet.⁸ Fratrådte sin stilling 30.09.2020. Godtgjørelse vises frem til fratredelsestidspunktet.⁹ Består hovedsakelig av dekning av elektronisk kommunikasjon, personalforsikringer og enkelte reisekostnader.**Tabell 38** Godtgjørelse til ledende ansatte, ansatte med prestasjonslønn og øvrige ansatte utbetalt i 2020. Millioner kroner. ¹

	Antall ansatte	Fast godtgjørelse	Variabel godtgjørelse	Sum godtgjørelse
Ledende ansatte ²	15	54,6	0,4	55,0
Ansatte med prestasjonslønn ³	246	432,1	228,6	660,8
Øvrige ansatte ⁴	337	358,3	-	358,3

¹ Godtgjørelse som er utbetalt i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner² Medlemmer av ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Enkelte medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Beløpene oppgitt i tabellen er prestasjonslønn som er utbetalt i regnskapsåret, men opptjent og resultatført i tidligere perioder.³ Hvorav 14 var ansatt i datterselskaper.⁴ Hvorav 9 var ansatt i datterselskaper.

6 | Regnskaps- rapportering

Regnskapsrapportering _____ 100

Noter til regnskapsrapportering _____ 104

Uafhængig revisors beretning _____ 163

Regnskaps- rapportering

Regnskap



98

Resultatregnskap	100
Balanse	101
Kontantstrømoppstilling	102
Oppstilling av endringer i eiers kapital	103

Noter til regnskaps- rapporteringen

Note 1 Generell informasjon	104
Note 2 Regnskapsprinsipper	105
Note 3 Avkastning	108
Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater	109
Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater	111
Note 6 Unotert eiendom	114
Note 7 Måling til virkelig verdi	119
Note 8 Investeringsrisiko	127

Revisor

Note 9			
Skatt _____	142	Uavhengig revisors beretning _____	163
Note 10			99
Gevinst/tap valuta _____	145		
Note 11			
Forvaltningskostnader _____	148		
Note 12			
Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse _____	151		
Note 13			
Sikkerhetsstillelse og motregning _____	154		
Note 14			
Nærstående parter _____	157		
Note 15			
Interesser i andre foretak _____	158		
Note 16			
Andre eiendeler og annen gjeld _____	162		

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2020	2019
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer	4	883 788	1 486 909
- Obligasjoner	4	198 080	192 820
- Unotert eiendom	6	-1 017	16 175
- Finansielle derivater	4	-6 891	353
- Utlån med sikkerhetsstillelse	12	4 028	4 529
- Innlån med sikkerhetsstillelse	12	-751	-1 926
Skattekostnad	9	-7 513	-6 827
Renteinntekt/kostnad		25	77
Annen inntekt/kostnad		-35	-8
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		1 069 713	1 692 103
Gevinst/tap valuta	10	57 948	126 679
Porteføljeresultat		1 127 661	1 818 782
Forvaltningsgodtgjøring	11	-5 305	-4 312
Resultat og totalresultat		1 122 356	1 814 470

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2020	31.12.2019
Eiendeler			
Innskudd i banker		18 258	14 476
Utlån med sikkerhetsstillelse	12,13	192 526	222 946
Avgitt kontantsikkerhet	13	5 715	1 090
Uoppgjorte handler		4 460	3 169
Aksjer	5	7 538 156	6 714 195
Utlånte aksjer	5,12	438 353	426 623
Obligasjoner	5	2 343 362	2 316 823
Utlånte obligasjoner	5,12	520 978	479 852
Finansielle derivater	5,13	2 551	3 335
Unotert eiendom	6	272 507	264 538
Andre eiendeler	16	3 574	3 737
Sum eiendeler		11 340 440	10 450 786
Gjeld og eiers kapital			
Innlån med sikkerhetsstillelse	12,13	390 380	338 266
Mottatt kontantsikkerhet	13	6 004	6 754
Uoppgjorte handler		20 326	13 894
Finansielle derivater	5,13	7 619	3 294
Annen gjeld	16	2 350	495
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	11	5 305	4 312
Sum gjeld		431 983	367 015
Eiers kapital		10 908 457	10 083 771
Sum gjeld og eiers kapital		11 340 440	10 450 786

Regnskapsprinsipp

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

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

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

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	2020	2019
Operasjonelle aktiviteter			
Innbetaling av utbytte fra aksjer		152 788	172 591
Innbetaling av renter fra obligasjoner		60 255	67 751
Innbetaling av renter og utbytte fra uotert eiendom	6	8 375	5 865
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		3 053	2 711
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner og uotert eiendom</i>		224 470	248 918
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer			
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		-80 610	-256 760
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner			
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i uotert eiendom	6	-15 997	-5 300
Netto kontantstrøm finansielle derivater		-5 499	-357
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		-6 080	3 556
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		94 317	-18 907
Netto utbetaling av skatt	9	-5 724	-6 648
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		-10	44
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		-623	22
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	11	-4 312	-4 544
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter		302 018	-15 983
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat		5 032	32 051
Uttak fra den norske stat		-301 800	-14 400
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter		-296 768	17 651
Netto endring innskudd i banker			
Innskudd i banker per 1. januar		14 476	11 561
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden		5 250	1 668
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		-1 467	1 246
Innskudd i banker per periodens slutt		18 258	14 476

Regnskapsprinsipp

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

Oppstilling av endringer i eiers kapital

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital
1. januar 2019	3 366 340	4 885 061	8 251 401
Resultat og totalresultat	-	1 814 470	1 814 470
Tilførsel i perioden ¹	32 300	-	32 300
Uttak i perioden ¹	-14 400	-	-14 400
31. desember 2019	3 384 240	6 699 531	10 083 771
1. januar 2020	3 384 240	6 699 531	10 083 771
Resultat og totalresultat	-	1 122 356	1 122 356
Tilførsel i perioden ¹	4 130	-	4 130
Uttak i perioden ¹	-301 800	-	-301 800
31. desember 2020	3 086 570	7 821 887	10 908 457

¹ I 2020 ble 4,1 milliarder kroner tilført kronekontoen, mens 306,1 milliarder kroner ble trukket fra den. Av dette ble 4,3 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2019. I 2019 ble 32,3 milliarder kroner tilført kronekontoen, mens 18,9 milliarder kroner ble trukket fra den. Av dette ble 4,5 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2018.

Noter til regnskapsrapporteringen

Note 1 Generell informasjon

1. Innledning

Norges Bank er landets sentralbank. Banken er et eget rettssubjekt og eies av staten. Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond utland (SPU) på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 3 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland (*forvaltningsmandatet*), fastsatt av Finansdepartementet.

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

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

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

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

2. Godkjenning av årsregnskapet

Den årlige regnskapsrapporteringen for SPU er et utdrag av Norges Banks regnskapsrapportering, og inngår i Norges Banks årsregnskap som note 20. Årsregnskapet til Norges Bank for 2020 ble godkjent av hovedstyret 4. februar 2021 og godkjent av representantskapet 24. februar 2021.

Note 2 Regnskapsprinsipper

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

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

Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger

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

I tilfeller hvor det foreligger spesielt usikre estimater eller skjønnsmessige vurderinger, er dette omtalt i de respektive notene.

1. Grunnlag for utarbeidelse

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

2. Endringer i regnskapsprinsipper, herunder nye og endrede standarder og fortolkninger i perioden

De anvendte regnskapsprinsippene 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 startet 1. januar 2020 som har hatt vesentlig påvirkning på regnskapet.

3. Nye og endrede standarder og fortolkninger med virkning fra 2021 eller senere

Vedtatte IFRS-standarder, endringer i eksisterende standarder og fortolkninger som er utgitt med ikrafttredelsesdato fra 2021 eller senere forventes å være uvesentlige eller ikke relevante for regnskapsrapporteringen for SPU på implementeringstidspunktet.

4. Regnskapsprinsipper som gjelder hele regnskapet

4.1 Finansielle eiendeler og forpliktelser Innregning og fraregning

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

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

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

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

Klassifisering og måling

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

Finansielle forpliktelser, med unntak for *Skyldig forvaltningsgodtgjøring*, er integrert i investeringsporteføljen som styres og følges opp basert på virkelig verdi, og er derfor øremerket til virkelig

verdi med verdiendringer over resultatet. Skyldig forvaltningsgodtgjøring er målt til amortisert kost.

Finansielle derivater er målt til virkelig verdi over resultatet.

4.2 Datterselskaper

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

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

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet

Datterselskaper som investerer i fast eiendom gjennom eierandeler i andre selskaper, er investeringsforetak. Disse datterselskapene er målt til virkelig verdi over resultatet i tråd med prinsippene for finansielle eiendeler, som omtalt i punkt 4.1 ovenfor, og er presentert i balansen som *Unotert eiendom*. Se note 6 *Unotert eiendom* for utfyllende prinsipper.

Konsoliderte datterselskaper

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

Skjønnsmessig vurdering

SPU er et investeringsforetak basert på følgende:

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

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

Note 3 Avkastning

Tabell 3.1 Avkastning

	2020	2019
Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)		
Aksjeinvesteringenes avkastning	12,14	26,02
Renteinvesteringenes avkastning	7,46	7,56
Unotert eiendoms avkastning	-0,08	6,84
Fondets avkastning	10,86	19,95
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	0,27	0,23
Avkastning målt i norske kroner (prosent)		
Aksjeinvesteringenes avkastning	12,70	28,20
Renteinvesteringenes avkastning	8,00	9,41
Unotert eiendoms avkastning	0,42	8,68
Fondets avkastning	11,41	22,01

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

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

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

Regnskapsprinsipp

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

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

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

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

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

109

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

Tabell 4.1 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra aksjer

Beløp i millioner kroner	2020	2019
Utbytte	157 477	173 225
Realisert gevinst/tap	103 946	104 429
Urealisert gevinst/tap	622 365	1 209 256
Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta	883 788	1 486 909

Tabell 4.2 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2020	2019
Renter	62 213	67 097
Realisert gevinst/tap	71 432	38 143
Urealisert gevinst/tap	64 436	87 580
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	198 080	192 820

Tabell 4.3 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2020	2019
Renter	-1 186	1 146
Realisert gevinst/tap	-5 702	-57
Urealisert gevinst/tap	-3	-735
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	-6 891	353

Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Regnskapsprinsipp

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

Finansielle derivater er målt til virkelig verdi med verdiendringer over resultatet. Variasjonsmargin for 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, obligasjoner og finansielle derivater, se note 7 *Måling til virkelig verdi*. Endringer i virkelig verdi resultatføres og er spesifisert i note 4 *Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater*.

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	31.12.2020		31.12.2019	
	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	7 976 509	6 973	7 140 818	8 292
Sum aksjer	7 976 509	6 973	7 140 818	8 292
<i>Herav utlånte aksjer</i>	438 353		426 623	

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

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2020			31.12.2019		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter
Statsobligasjoner						
Statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta	1 389 636	1 523 986	6 406	1 404 163	1 526 110	10 076
Sum statsobligasjoner	1 389 636	1 523 986	6 406	1 404 163	1 526 110	10 076
Statsrelaterte obligasjoner						
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	5 251	5 525	45	7 099	7 642	94
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	108 392	121 827	600	94 219	104 104	629
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	53 855	57 155	219	47 506	49 790	285
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	122 001	128 258	399	150 843	155 619	587
Sum statsrelaterte obligasjoner	289 498	312 765	1 263	299 667	317 155	1 596
Realrente obligasjoner						
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	141 583	169 965	350	157 821	174 406	424
Sum realrente obligasjoner	141 583	169 965	350	157 821	174 406	424
Selskapsobligasjoner						
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	55 620	63 618	591	45 768	50 253	532
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	255 026	272 234	2 039	245 018	253 261	2 214
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	328 095	366 365	2 855	304 445	325 659	2 801
Sum selskapsobligasjoner	638 741	702 216	5 485	595 230	629 172	5 547
Pantesikrede obligasjoner						
Obligasjoner med fortrinnsrett	160 209	155 409	657	155 564	149 833	848
Sum pantesikrede obligasjoner	160 209	155 409	657	155 564	149 833	848
Sum obligasjoner	2 619 667	2 864 341	14 161	2 612 446	2 796 675	18 490
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		520 978			479 852	

Finansielle derivater

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

benyttes valutaderivater i forbindelse med likviditetsstyring. Aksjederivater med et opsjons-element er ofte et resultat av selskaphendelser og disse kan konverteres til aksjer eller bli solgt. I tillegg benytter SPU aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

Tabell 5.3 spesifiserer finansielle derivater innregnet i balansen. Pålydende verdi er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinst/tap for derivatkontraktene. Dette gir informasjon om i hvilken grad ulike typer finansielle derivater benyttes.

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2020			31.12.2019		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	359 170	1 620	6 475	330 125	2 884	2 740
Rentederivater	37 523	725	1 144	21 605	291	554
Aksjederivater ¹	-	206	-	-	159	-
Børsnoterte futureskontrakter ²	28 587	-	-	27 287	-	-
Sum finansielle derivater	425 280	2 551	7 619	379 017	3 335	3 294

¹ Pålydende verdi anses å ikke være relevant for aksjederivater og er derfor ikke inkludert i tabellen.

² Børsnoterte futureskontrakter gjøres opp daglig med marginbetalinger og virkelig verdi er derfor null ved balansedagen.

Ikke-børsnoterte finansielle derivater (OTC)

Valutaderivater

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

Rentederivater

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

Aksjederivater

Aksjederivater er derivater med eksponering mot underliggende enkeltaksjer. Aksjederivater innregnet i balansen består av rights og warrants som er instrumenter med et opsjonselement. Disse instrumentene gir kjøperen rett til å kjøpe en aksje til en avtalt pris innenfor en viss tidsramme.

Børsnoterte futureskontrakter

Futureskontrakter er børsnoterte avtaler om å kjøpe eller selge en spesifikk eiendel (verdipapir, indeks, rentesats eller lignende) til en avtalt pris en gang i fremtiden.

Aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer

Aksjebytteavtalene innregnes ikke i balansen, se regnskapsprinsipp i note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for ytterligere informasjon. Ved utgangen av 2020 var beløp for kjøp av aksjer utført i kombinasjon av motregnede aksjebytteavtaler 56 milliarder kroner (67 milliarder kroner ved utgangen av 2019). Beløp for salg av aksjer i kombinasjon med motregnede aksjebytteavtaler var 54 milliarder kroner (47 milliarder kroner ved utgangen av 2019). Se også tabell 13.1 i note 13 *Sikkerhetsstillelse og motregning*. SPU har tilnærmet ingen netto eksponering fra aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

Note 6 Unotert eiendom

Regnskapsprinsipp

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

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

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

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

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

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

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2020	2019
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	8 375	5 865
Urealisert gevinst/tap ¹	-9 392	10 311
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	-1 017	16 175

¹ Opptjente renter og utbytte som ikke er oppgjort er inkludert i *Urealisert gevinst/tap*.

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2020	31.12.2019
Unotert eiendom per 1. januar	264 538	243 818
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	15 997	5 300
Urealisert gevinst/tap	-9 392	10 311
Gevinst/tap valuta	1 363	5 109
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	272 507	264 538

Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som unotert eiendom

SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i fast eiendom, primært bygninger. Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene kan bli distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte, samt tilbakebetaling av

egenkapital og lånefinansieringen. Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene som ikke blir distribuert tilbake til SPU reinvesteres i de underliggende enhetene, for å finansiere for eksempel utvikling av bygninger eller nedbetaling av ekstern gjeld. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av renter og utbytte fra datterselskaper til SPU.

115

Tabell 6.3 spesifiserer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som *Unotert eiendom*, knyttet til løpende drift samt andre aktiviteter.

Tabell 6.3 Kontantstrøm unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2020	2019
Innbetaling av renter og utbytte fra løpende drift	5 976	5 099
Innbetaling av interne lån fra løpende drift	1 697	1 267
<i>Kontantstrøm fra løpende drift unotert eiendom</i>	<i>7 673</i>	<i>6 366</i>
Utbetaling til nye eiendomsinvesteringer	-20 531	-8 126
Utbetaling til utvikling av bygninger	-1 109	-1 419
Netto inn-/utbetaling ekstern gjeld	-	-451
Innbetaling av interne lån fra salg	3 945	3 429
Innbetaling av renter og utbytte fra salg	2 399	766
<i>Kontantstrøm til/fra andre aktiviteter unotert eiendom</i>	<i>-15 295</i>	<i>-5 801</i>
Netto kontantstrøm unotert eiendom¹	-7 622	565

¹ Fremgår av kontantstrømoppstillingen som *Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom* og *Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom*.

Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene som er distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte er presentert i kontantstrømoppstillingen som *Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom*. I 2020 utgjorde dette 8 375 millioner kroner (5 865 millioner kroner i 2019).

Kontantoverføringer mellom SPU og datterselskapene i form av egenkapital og lånefinansiering, samt tilbakebetaling av disse, er presentert i kontantstrømoppstillingen som *Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom*. I 2020 utgjorde dette -15 997 millioner kroner (-5 300 millioner kroner i 2019).

En netto utbetaling fra SPU til datterselskaper vil medføre en økning i balanseført verdi av *Unotert eiendom*, mens en netto innbetaling fra datterselskaper til SPU vil medføre en reduksjon.

Underliggende eiendomsselskaper

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



Prinsipper for måling og presentasjon

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

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

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

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

Tabell 6.4 spesifiserer SPUs andel av netto inntekt generert i de underliggende eiendomsselskapene som er grunnlaget for *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* presentert i tabell 6.1.

Tabell 6.4 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2020	2019
Netto leieinntekter	11 609	10 478
Ekstern eiendomsforvaltning - faste honorarer	-728	-576
Ekstern eiendomsforvaltning - variable honorarer	-71	-91
Intern eiendomsforvaltning - faste honorarer ¹	-65	-63
Forvaltningskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ²	-64	-70
Andre driftskostnader, utenfor rammen fra Finansdepartementet	-110	-101
Rentekostnader ekstern gjeld	-555	-525
Betalbar skatt	-211	-290
<i>Netto inntekt fra løpende drift</i>	<i>9 805</i>	<i>8 762</i>
Realisert gevinst/tap	2 151	1 114
Urealisert gevinst/tap ³	-12 472	6 510
<i>Realisert og urealisert gevinst/tap</i>	<i>-10 321</i>	<i>7 624</i>
<i>Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg</i>	<i>-500</i>	<i>-211</i>
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	-1 017	16 175

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

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

³ *Urealisert gevinst/tap* presentert i tabell 6.1 inkluderer netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene som ikke er distribuert tilbake til SPU og vil derfor ikke tilsvare *Urealisert gevinst/tap* presentert i tabell 6.4.

Tabell 6.5 spesifiserer SPUs andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende eiendomsselskapene som inngår i *Unotert eiendom* som presentert i tabell 6.2.

Tabell 6.5 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2020	31.12.2019
Bygninger	293 408	283 191
Ekstern gjeld	-18 783	-18 407
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	-2 118	-246
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	272 507	264 538

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

Avtaler om kjøp og salg av eiendom

Ved kjøp og salg av eiendom vil det normalt være en tidsperiode mellom avtaleinngåelse og gjennomføring av transaksjonen. I de underliggende eiendomsselskapene innregnes eller fraregnes eiendommer den datoen kontroll over eiendommen overdras. Dette vil normalt være tidspunktet vederlaget overføres og transaksjonen gjennomføres. Transaksjoner blir normalt annonsert ved avtaleinngåelsen. Kjøp og salg over 25 millioner amerikanske dollar blir annonsert. Tidligere annonserte avtaler om kjøp og salg av bygninger,

som ikke er gjennomført ved utgangen av 2020, beskrives i neste avsnitt.

I andre kvartal 2019 inngikk Norges Bank avtaler om å kjøpe en eierandel på 48 prosent i to nye bygninger som skal oppføres i New York på 561 Greenwich Street og 92 Avenue of the Americas, med forventet ferdigstillelse i henholdsvis fjerde kvartal 2022 og fjerde kvartal 2023. Bygningene vil bli kjøpt og endelig kjøpesum vil bli fastsatt ved ferdigstillelse.

Note 7 Måling til virkelig verdi

Regnskapsprinsipp

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

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

1. Innledning

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

2. Hierarkiet for virkelig verdi

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

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

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

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

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

Vesentlig estimat

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

Tabell 7.1 Investeringsporteføljen kategorisert per nivå i verdsettelsehierarkiet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019
Aksjer	7 932 488	7 093 963	43 424	46 039	597	816	7 976 509	7 140 818
Statsobligasjoner	1 319 168	1 386 488	204 818	139 622	-	-	1 523 986	1 526 110
Statsrelaterte obligasjoner	235 974	256 537	76 791	60 618	-	-	312 765	317 155
Realrenteobligasjoner	153 784	162 582	16 181	11 824	-	-	169 965	174 406
Selskapsobligasjoner	591 372	546 322	110 816	82 834	28	16	702 216	629 172
Pantesikrede obligasjoner	128 141	119 821	27 268	30 012	-	-	155 409	149 833
Sum obligasjoner	2 428 439	2 471 750	435 874	324 910	28	16	2 864 341	2 796 675
Finansielle derivater (eiendeler)	76	140	2 471	3 192	4	3	2 551	3 335
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-7 619	-3 294	-	-	-7 619	-3 294
Sum finansielle derivater	76	140	-5 148	-102	4	3	-5 068	41
Unotert eiendom	-	-	-	-	272 507	264 538	272 507	264 538
Annet (eiendeler)¹	-	-	224 533	245 418	-	-	224 533	245 418
Annet (gjeld)²	-	-	-419 059	-359 409	-	-	-419 059	-359 409
Totalt	10 361 003	9 565 853	279 623	256 856	273 136	265 373	10 913 762	10 088 083
Totalt (prosent)	94,9	94,8	2,6	2,6	2,5	2,6	100,0	100,0

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

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

Majoriteten av den totale porteføljen er priset basert på observerbare markedspriser. Ved utgangen av 2020 var 97,5 prosent av porteføljen klassifisert som nivå 1 eller 2, som er en marginal økning sammenlignet med årsslutt 2019. Bevegelser mellom nivåene i hierarkiet for virkelig verdi er beskrevet i punkt 3 i denne noten.

Aksjer

Målt som en andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer (99,45 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurs fra børs og klassifisert som nivå 1. En mindre andel aksjer (0,54 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er hovedsakelig aksjer hvor

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

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene (84,78 prosent) har observerbare bindende markedspriser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. 15,22 prosent av obligasjonsbeholdningene er klassifisert som nivå 2. Dette er beholdninger som

ikke har et tilstrekkelig antall observerbare markedskurser eller som er priset basert på sammenlignbare likvide obligasjoner. En ubetydelig andel av beholdningene som ikke har observerbare kurser, er klassifisert som nivå 3 da verdsettelsen er basert på vesentlig bruk av ikke-observerbare inndata.

Unotert eiendom

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Alle unoterte eiendomsinvesteringer er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsetterne. Unntaket er nylig innkjøpte eiendommer der kostpris eksklusive transaksjonskostnader normalt er vurdert som det beste anslaget på virkelig verdi, eller tilfeller hvor det finnes indikasjoner på at verdien fastsatt av eksterne verdsetterne ikke gjenspeiler virkelig verdi, slik at justering av verdsettelse er berettiget.

Markedsaktiviteten i mange sektorer av det unoterte eiendomsmarkedet var redusert gjennom året, med lavere transaksjonsvolumer som følge av covid-19 pandemien. På grunn av usikkerhet knyttet til virkningen av pandemien, kombinert med mangel på prisinformasjon fra sammenlignbare gjennomførte markedstransaksjoner, inneholdt flertallet av de eksterne verdsettelsesrapportene per 30. juni en klausul om vesentlig verdsettelsesusikkerhet. Markedsaktiviteten økte mot slutten av året, med mer tilgjengelig prisinformasjon fra gjennomførte markedstransaksjoner. Selv om transaksjonsvolumene ikke var tilbake på normalt nivå, var det tilstrekkelig tilgjengelig markedsinformasjon som de eksterne verdsetterne kunne basere sine verdsettelse på ved årsslutt 2020. For det alt vesentligste av porteføljen er klausulene om vesentlig verdsettelsesusikkerhet fjernet fra de eksterne verdsettelsesrapportene ved årsslutt.

Virkningen av pandemien er ikke ensartet mellom sektorer og markeder. Verdiutviklingen i de ulike sektorene og markedene har variert betydelig, noe som også har fremkommet i fondets portefølje.

Selv om klausulene om vesentlig verdsettelsesusikkerhet er fjernet, fremhever de eksterne verdsetterne at det er forhøyet markedsusikkerhet knyttet til de langsiktige virkningene av pandemien på kontantstrømmer og avkastningskrav. Ved årsslutt inkluderte de fleste verdsettelsesrapportene utsagn om at verdier og inntekt kan endres raskere enn under normale markedsforhold når ny informasjon blir tilgjengelig.

Det er ingen endring i verdsettelsesmetodikk på grunn av covid-19. Ytterligere kontroller har imidlertid blitt utført som beskrevet i punkt 6 i denne noten.

Norges Bank Investment Management har foretatt en detaljert gjennomgang av de eksterne verdsettelsesrapportene per 31. desember. Vurderingen er at de eksterne verdsetterne har hensyntatt effektene av pandemien i samsvar med de forutsetningene som markedsdeltakere vil legge til grunn under gjeldende markedsforhold på balanse-dagen. Basert på dette er verdien fastsatt av de eksterne verdsetterne vurdert som det beste anslaget på virkelig verdi ved årsslutt 2020.

Finansielle derivater

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

Andre eiendeler og forpliktelser er klassifisert som nivå 2.

3. Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet

Regnskapsprinsipp

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

Reklassifiseringer mellom nivå 1 og nivå 2

Det har ikke vært vesentlige reklassifiseringer av aksjer mellom nivå 1 og nivå 2. Andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 er tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2019.

Det har vært en netto reklassifisering av obligasjoner fra nivå 1 til nivå 2 på 92 918 millioner kroner på grunn av redusert likviditet. De reklassifiserte beholdningene består i hovedsak av statsobligasjoner i både utviklede og fremvoksende markeder, samt selskapsobligasjoner denominert i

amerikanske dollar og euro. Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 er redusert med 3,6 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2019, med en tilsvarende økning i nivå 2 beholdninger. I tillegg til reklassifisering mellom nivåer, har nivå 2 beholdninger økt i 2020 som følge av kjøp av en rekke statsobligasjoner klassifisert som nivå 2 like før årsslutt.

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 var 2,5 prosent ved utgangen av 2020, en nedgang fra 2,6 prosent ved årsslutt 2019. SPU's



Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2020	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2020
Aksjer	816	16	-18	-8	-195	75	-70	-18	597
Obligasjoner	16	-	-1	14	-2	-	-	-	28
Finansielle derivater (eiendeler)	3	-	-3	-	4	-	-	-	4
Unotert eiendom ¹	264 538	15 997	-	-	-9 392	-	-	1 363	272 507
Totalt	265 373	16 013	-22	6	-9 585	75	-70	1 345	273 136

Beløp i millioner kroner	01.01.2019	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2019
Aksjer	353	696	-128	-2	-90	44	-60	3	816
Obligasjoner	453	-	-425	-	-9	-	-3	-	16
Finansielle derivater (eiendeler)	12	-	-	-	-7	-	-2	-	3
Unotert eiendom ¹	243 818	5 300	-	-	10 311	-	-	5 109	264 538
Totalt	244 636	5 996	-553	-2	10 205	44	-65	5 112	265 373

¹ Kjøp representerer netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom. Se Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom i Kontantstrømoppstillingen.

samlede beholdninger i nivå 3 utgjorde 273 136 millioner kroner ved årsslutt 2020, en økning på 7 763 millioner kroner sammenlignet med årsslutt 2019. Økningen skyldes i hovedsak investeringer i unotert eiendom, som i sin helhet er klassifisert som nivå 3.

Investeringer i unotert eiendom var ved årsslutt 272 507 millioner kroner, en økning på 7 969 millioner kroner fra årsslutt 2019. Økningen skyldes i hovedsak nye investeringer og positive valuta-effekter, delvis motvirket av urealisert tap.

4. Verdsattelsesmetoder

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 indeksleverandørens priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av priser fra andre anerkjente eksterne leverandører. For aksjer og derivater som handles i aktive markeder (nivå 1) blir sluttkurs benyttet. For obligasjoner som handles i aktive markeder blir hovedsakelig kjøpskurs benyttet. Markedsaktivitet og volum overvåkes ved bruk av flere priskilder som gir tilgang til markedspriser, noterte priser og transaksjoner på måletidspunktet.

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

Unoterte eiendomsinvesteringer (nivå 3)

Virkelig verdi av unotert eiendom er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 6 *Unotert eiendom*. Eiendeler og forpliktelser består i det vesentligste av bygninger og eksternt gjeld. Bygninger verdsettes hver rapporteringsdato av eksterne, sertifiserte og uavhengige verdsettelses spesialister ved bruk av verdsettelsesmodeller. Verdsettelse av eiendomsinvesteringer er av natur disponert mot fremtidsrettede skjønsmessige

vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuell eiendomstype, beliggenhet, fremtidig inntektsstrøm og relevante avkastningskrav. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbare 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.

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

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

- Markedsleie og vekst i markedsleie
- Inflasjonsforventning (markert, konsumprisindeks, kostnader osv.)
- Reforhandlingssannsynlighet, ledighetsperiode og kostnader
- Mislighold leietakere

Fremtidige kontantstrømmer blir neddiskontert med en kombinasjon av både kapitaliserings- og diskonteringsfaktorer. Disse hensyntar en rekke faktorer tilpasset hver enkelt investering, herunder spesifikke eiendoms karakteristika, sammenlignbare markedstransaksjoner, lokale og globale økonomiske forhold, samt fremtidige prognoser.

Aksjer (nivå 2 og nivå 3)

Aksjer verdsatt basert på modeller med observerbar inndata fra leverandører er klassifisert som nivå 2 i verdsettelseshierarkiet. Disse beholdningene handles ikke i aktive markeder og inkluderer noterte aksjer som er suspendert fra handel. Verdsettelsesmodellene hensyntar flere typer observerbar inndata som pris på sammenlignbare aksjer, siste prisnotering og volum.

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

Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

Obligasjoner klassifisert som nivå 2 er verdsatt basert på observerbare inndata fra sammenlignbare utstedelser, i tillegg til direkte indikative eller bindende markedskurser. Disse beholdningene består som regel av obligasjoner som er mindre likvide enn de klassifisert som nivå 1, det vil si hvor det ikke er aktivitetsvolum for bindende handler og et lavt aktivitetsvolum for indikative prisnoteringer på måletidspunktet.

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

Finansielle derivater (nivå 2 og nivå 3)

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

Rentederivater, som i all hovedsak består av rentebytteavtaler, er verdsatt ved bruk av markedsstandardiserte modeller som hovedsakelig benytter markedsobserverbar inndata som renter fra handeledte rentebytteavtaler.

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

5. Sensitivitetsanalyse for nivå 3 beholdninger

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

Investeringer i unotert eiendom representerer det alt vesentligste av beholdninger klassifisert som nivå 3. Endring i nøkkelforutsetninger kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av investeringer i unotert eiendom. En rekke nøkkelforutsetninger benyttes, hvor avkastningskrav og vekstprognoser anvendt for fremtidig markedsleie er de forutsetningene som gir størst utslag i estimat for eiendomsverdiene. I sensitivitetsanalysen illustreres dette ved å benytte andre rimelige alternative forutsetninger for avkastningskrav og markedsleie. Analysen er basert på en statistisk relevant populasjon som er representativ for den unoterte eiendomsporteføljene og reflekterer både fordelaktige og ufordelaktige endringer.

Som nevnt over, har covid-19 pandemien påvirket det unoterte eiendomsmarkedet og ført til lavere transaksjonsvolumer enn normalt. Utvalget av rimelige alternative forutsetninger i sensitivitetsanalysen har derfor blitt vurdert ved årsslutt. Det er variasjon mellom sektorer og geografiske markeder. Nivået på utleieaktivitet og investerings-transaksjoner har vært høyt for logistikk, mens det har vært mindre markedsaktivitet innen sektorene handel og kontor, og spesielt innen handel. Basert på en samlet vurdering er det konkludert at det er tilstrekkelig prisinformasjon i de ulike sektorene og geografiske markedene til å beholde det samme utfallsrommet for rimelige alternative forutsetninger for avkastningskrav og markedsleie i sensitivitetsanalysen ved årsslutt 2020.

Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en reduksjon i markedsleie på 2 prosent vil redusere den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 17 109 millioner kroner eller 6,3

Tabell 7.3 Ytterligere spesifikasjon nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i million- er kroner	Nøkkel- forutsetninger	Endring nøkkel- forutsetninger	Spesifikasjon av nivå 3 per 31.12.2020	Sensitiviteter 31.12.2020		Spesifikasjon av nivå 3 per 31.12.2019	Sensitiviteter 31.12.2019 ¹	
				Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	Justering ved suspensjon fra handel ²	20,0 prosent	597	-119	119	816	-163	163
Obligasjoner	Sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer ³	10,0 prosent	28	-3	3	16	-2	2
Finansielle derivater (eiendeler)	Annet		4	-4	-	3	-3	-
Unotert eiendom	Avkastningskrav	0,2 prosent- poeng		-12 708	14 864		-11 954	9 720
	Markedsleie	2,0 prosent		-4 401	4 383		-4 608	4 639
			272 507	-17 109	19 247	264 538	-16 563	14 359
Totalt			273 136	-17 235	19 369	265 373	-16 731	14 524

125

¹ Sammenligningstall for aksjer og obligasjoner er omarbeidet for å samsvare med presentasjonen i inneværende år.

² For aksjer som har vært suspendert fra handel over en lengre periode er siste sluttkurs fra børs justert ned basert på en vurdering av selskaps-spesifikke forhold.

³ Beholdninger består i hovedsak av misligholdte obligasjoner.

prosent (6,3 prosent ved årsslutt 2019). Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i markedsleie på 2 prosent øke den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 19 247 millioner kroner eller 7,1 prosent (5,4 prosent ved årsslutt 2019).

For unotert eiendom er endringer i avkastningskrav en mer betydelig faktor for verdsettelse enn endringer i markedsleie. Den isolerte effekten av endringer i avkastningskrav og fremtidig markedsleie er presentert i tabell 7.3.

6. Kontrollmiljø

Kontrollmiljøet for måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter og investeringer i unotert eiendom er organisert rundt en formalisert og dokumentert verdsettelsespolicy samt retningslinjer som er støttet opp av arbeids- og kontrollprosedyrer.

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

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

Prisleverandørene følges opp løpende gjennom regelmessig dialog, kontroller og forespørsler knyttet til priser på enkeltpapirer. For en stor andel av beholdningene er innhentede priser basert på priser som er direkte observerbare i markedet. For beholdninger hvor det ikke er tilstrekkelig likviditet

til at verdsettelsen kan baseres på observerbare priser, anvendes anerkjente modeller. Her benyttes det så langt som mulig observerbare datapunkter, men i noen tilfeller er det 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 kvartalsslutt for unoterte eiendomsinvesteringer, blir det utført mer omfattende kontroller for å sikre at verdsettelsen representerer virkelig verdi i henhold til IFRS. I denne forbindelse gis det spesiell oppmerksomhet til illikvide finansielle instrumenter samt unoterte eiendomsinvesteringer, det vil si investeringer hvor det vurderes at det eksisterer verdsettelsesutfordringer. Illikvide instrumenter identifiseres ved hjelp av sektor og valuta, kredittvurderingsindikatorer, spredning mellom kjøps- og salgskurser og aktivitet i markedet.

I henhold til dette kontrollrammeverket ble det utført ytterligere analyser og kontroller av verdsettelseavdelingen som følge av redusert aktivitet i det unoterte eiendomsmarkedet i 2020. Dette inkluderer en utvidet dialog med de eksterne verdsetterne, ytterligere gjennomgang av uavhengige markedsanalyser og prognoser, sammenligning mot tilgjengelig kvartalsvis og månedlig eiendomsindeks informasjon fra MSCI og NCREIF, samt en utvidet sammenlignende analyse av verdsettelse og prising i det noterte eiendomsmarkedet.

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

I investeringsmøtet i forkant av fremleggelse av regnskapsrapporteringen blir dokumentasjonen gjennomgått, større prisingsspørsmål behandlet og verdifastsettelsen av porteføljen godkjent. I investeringsmøtet deltar flere fra ledergruppen i Norges Bank Investment Management.

Note 8 Investeringsrisiko

Forvaltningsmandat for SPU

SPU forvaltes av Norges Bank på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 3 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland fastsatt av Finansdepartementet.

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

Referanseindeksen for aksjer er satt sammen etter markedsverdien for aksjene i de land som inngår i indeksen. Referanseindeksen for obligasjoner angir en fast fordeling mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner, hvor statsdelindeksen har en vekt på 70 prosent og selskapsdelindeksen har en vekt på 30 prosent. Valutafordelingen følger av disse vektingsprinsippene.

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

Forvaltningsmandatet åpner også for investeringer i unotert infrastruktur innenfor fornybar energi på inntil 2 prosent av investeringsporteføljen.

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

Figur 8.1 Forvaltningsmandat for SPU



Norges Banks styringsstruktur

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

Leder i Norges Bank Investment Management er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse og et investeringsmandat. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for blant annet risikostyring, ansvarlige investeringer og godtgjøring til ansatte i Norges Bank Investment Management. Internasjonalt anerkjente standarder legges til grunn innen verdivering og avkastningsmåling, samt styring, måling og kontroll av risiko. Rapportering til

hovedstyret gjøres månedlig og mer utfyllende kvartalsvis. Sentralbanksjefen og hovedstyret gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller vesentlige forhold uten opphold.

I Norges Bank Investment Management er investeringsansvaret delegert videre gjennom investeringsmandater. Ansvar for prosesser og personale er delegert gjennom stillingsbeskrivelser, mens krav til prosesser er detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Sammensetningen av ledergruppen og delegeringen av myndighet skal sikre ansvarsdeling mellom investeringsområdene, verdipapirhandel, drift, risikostyring og etterlevelse og kontroll.

Figur 8.2 Norges Banks styringsstruktur



NBIM Ledergruppe Investeringsmøte komplementerer delegeringen blant annet ved å gi råd om styring av investeringsrisiko og gir råd om investeringsuniverset til porteføljen.

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.

Rammeverk for investeringsrisiko

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

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

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

Hovedstyrets prinsipper for risikostyring er videre detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Ansvar for effektive prosesser knyttet til risikostyring er delegert til CRO og Chief Corporate Governance & Compliance Officer.

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 porteføljen, på aktivaklassenivå og andre nivåer som reflekterer investeringsprosessen. For unotert eiendom er det krav til særskilte risikovurderinger i forkant av investeringer.

Tabell 8.1 Investeringsrisiko

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

Investeringsrisiko – markedsrisiko

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

Investeringsrisiko – kredittrisiko

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

Investeringsrisiko – motpartsrisiko

Norges Bank Investment Management definerer motpartsrisiko som risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke oppfyller sine forpliktelser. Motparter er nødvendige for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kredittrisiko. Motpartsrisiko oppstår også ved utlån av verdipapirer og i forbindelse med forvaltningen av

aksje- og obligasjonsporteføljen samt eiendomspporteføljen. Motpartsrisiko kontrolleres og begrenses i så stor grad som mulig, gitt investeringsstrategien.

Risikostyringsprosessen

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

Markedsrisiko

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

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

Konsentrasjonsrisiko

Konsentrasjonsanalyse er et supplement til statistisk risikoberegning ved å beskrive konsentrasjonen til en enkelt eksponering eller en gruppe med eksponeringer. Mer konsentrerte porteføljer har en tendens til å bidra med mindre diversifisering. Konsentrasjonen måles over ulike dimensjoner avhengig av aktivaklasse, inkludert land-, valuta-, sektor-, utsteder- og selskapseksponering.

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

Tabell 8.2 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring ²		
		31.12.2020	Marked	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019
Aksjer	Utviklet	88,0	Utviklet	88,6				
	USA	41,7	USA	39,7				
	Japan	8,2	Storbritannia	8,8				
	Storbritannia	7,3	Japan	8,4				
	Frankrike	4,8	Frankrike	5,2				
	Sveits	4,6	Tyskland	4,8				
	Sum andre	21,4	Sum andre	21,7				
	Fremvoksende	12,0	Fremvoksende	11,4				
	Kina	5,3	Kina	4,3				
	Taiwan	2,1	Taiwan	1,8				
	India	1,3	India	1,2				
	Brasil	0,6	Brasil	1,0				
	Sør-Afrika	0,5	Sør-Afrika	0,6				
	Sum andre	2,2	Sum andre	2,6				
Sum aksjer					72,80	70,83	7 945 475	7 145 463
Obligasjoner	Utviklet	97,2	Utviklet	92,0				
	Amerikanske dollar	47,7	Amerikanske dollar	45,9				
	Euro	28,1	Euro	26,9				
	Japanske yen	7,6	Japanske yen	7,5				
	Britiske pund	4,9	Britiske pund	4,3				
	Kanadiske dollar	3,6	Kanadiske dollar	3,1				
	Sum andre	5,2	Sum andre	4,4				
	Fremvoksende	2,8	Fremvoksende	8,0				
	Sørkoreanske won	0,8	Meksikanske peso	1,6				
	Meksikanske peso	0,7	Sørkoreanske won	1,1				
	Russiske rubler	0,3	Indonesiske rupiah	1,0				
	Indonesiske rupiah	0,2	Indiske rupi	0,7				
	Colombianske peso	0,2	Brasilianske real	0,7				
	Sum andre	0,7	Sum andre	2,9				
Sum obligasjoner					24,70	26,46	2 695 184	2 669 606
Unotert eiendom	USA	46,8	USA	48,5				
	Frankrike	19,3	Storbritannia	21,2				
	Storbritannia	18,1	Frankrike	17,9				
	Tyskland	4,0	Sveits	3,5				
	Sveits	3,9	Tyskland	3,4				
	Sum andre	7,9	Sum andre	5,6				
Sum unotert eiendom					2,50	2,71	273 109	273 014

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

² Ved årsslutt 2020 var netto gjeld på 6 millioner kroner knyttet til fremtidige investeringer i unotert infrastruktur ikke allokert ut til aktivklassene spesifisert i tabellen.

Ved utgangen av 2020 var aksjeandelen i fondet 72,8 prosent, opp fra 70,8, prosent ved årsslutt 2019. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 24,7 prosent, ned fra 26,5 prosent ved årsslutt 2019. Fremvoksende markedsvaluta i

renteporteføljen falt til 2,8 prosent, fra 8,0 prosent ved utgangen av 2019. Unotert eiendoms andel av fondet var 2,5 prosent, mot 2,7 prosent ved årsslutt 2019.

For aksjeinvesteringene måles konsentrasjon i porteføljen videre blant annet fordelt på sektor. Tabell 8.3 viser sektorfordelingen for aktivaklassen aksjer.

Tabell 8.3 Fordeling av aksjeinvesteringene per sektor¹, prosent

Sektor	31.12.2020	31.12.2019
Finans	20,4	23,6
Teknologi	18,5	14,6
Industri	13,8	13,4
Konsumvarer	12,0	11,5
Helse	11,7	11,3
Konsumtjenester	11,5	10,7
Materialer	4,4	4,4
Olje og gass	3,0	5,0
Kraft- og vannforsyning	2,6	2,8
Telekommunikasjon	2,4	2,7

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

SPU har betydelige investeringer i obligasjoner utstedt av stater. Tabell 8.4 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer statsobligasjoner utstedt i egen valuta og fremmed valuta, samt realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 8.4 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2020	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2019
USA	717 935	USA	701 616
Japan	294 195	Japan	244 195
Tyskland	138 176	Tyskland	98 548
Storbritannia	87 746	Frankrike	80 783
Frankrike	72 442	Storbritannia	72 793
Spania	51 345	Spania	51 554
Australia	41 065	Sør-Korea	49 049
Sør-Korea	36 045	Mexico	43 360
Italia	31 261	Italia	42 427
Canada	31 242	Canada	30 640

Porteføljen er også investert i selskaper som utsteder både aksjer og obligasjoner. Tabell 8.5 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 8.5 Største beholdninger utenom stat, både aksjer og obligasjoner

Beløp i millioner kroner, 31.12.2020	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Apple Inc	Teknologi	185 339	8 382	193 721
Microsoft Corp	Teknologi	147 893	1 722	149 616
Amazon.com Inc	Konsumtjenester	124 334	5 970	130 304
Alphabet Inc	Teknologi	97 343	2 614	99 957
Nestlé SA	Konsumvarer	77 028	2 503	79 531
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Teknologi	66 089	1 784	67 872
Facebook Inc	Teknologi	67 424	0	67 424
Roche Holding AG	Helse	59 125	424	59 549
Samsung Electronics Co Ltd	Teknologi	56 598	0	56 598
Alibaba Group Holding Ltd	Konsumtjenester	55 559	439	55 998

Beløp i millioner kroner, 31.12.2019	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Apple Inc	Teknologi	116 967	7 711	124 677
Microsoft Corp	Teknologi	104 640	1 258	105 897
Alphabet Inc	Teknologi	77 831	529	78 360
Nestlé SA	Konsumvarer	71 686	1 900	73 585
Amazon.com Inc	Konsumtjenester	68 631	3 716	72 347
Roche Holding AG	Helse	55 297	360	55 657
Alibaba Group Holding Ltd	Konsumtjenester	51 992	1 073	53 065
Royal Dutch Shell Plc	Olje og gass	52 193	496	52 689
Novartis AG	Helse	44 604	3 679	48 283
Facebook Inc	Teknologi	46 241	0	46 241

Tabell 8.6 viser sektorfordelingen for aktivaklassen unotert eiendom.

Tabell 8.6 Fordeling av unoterte eiendomsinvesteringer per sektor, prosent

Sektor	31.12.2020	31.12.2019
Kontor	57,2	56,5
Handel	16,4	18,2
Logistikk	26,0	21,9
Annet	0,5	3,4
Totalt	100,0	100,0

Volatilitet og samvariasjonsrisiko

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

Alle fondets investeringer er inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks bestående av globale aksje- og verdipapirindekser.

MSCI sin Barra Private Real Estate 2 (PRE2) modell brukes til å beregne markedsrisikoen for fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Som et generelt modelleringsproblem finnes det kun få eller ingen

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

Beregning av forventet volatilitet

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

Tabell 8.7 og 8.8 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

Tabell 8.7 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2020	Min 2020	Maks 2020	Snitt 2020	31.12.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019
Porteføljen	10,4	7,7	10,5	9,4	7,7	7,7	8,6	7,9
Aksjer	14,3	9,9	14,4	12,9	9,9	9,9	11,5	10,2
Obligasjoner	9,7	6,9	9,7	8,7	7,0	6,7	7,2	6,9
Unotert eiendom	10,5	8,7	10,7	10,1	8,7	8,7	9,4	9,0

Tabell 8.8 Relativ risiko målt mot referanseindeksene til fondet, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2020	Min 2020	Maks 2020	Snitt 2020	31.12.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019
Porteføljen	56	32	58	49	33	31	34	32

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 10,4 prosent, eller om lag 1 130 milliarder kroner, ved utgangen av 2020, mot 7,7 prosent ved årsslutt 2019. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 14,3 prosent ved årsslutt, opp fra 9,9 prosent ved utgangen av 2019, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 9,7 prosent, opp fra 7,0 prosent ved årsslutt 2019. Oppgangen i fondets forventede volatilitet i 2020 skyldes hovedsakelig økte prissingvingninger i aksjemarkedene for de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2019.

Forvaltningsmandatet angir at forventet relativ volatilitet for fondet ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Fondets forventede relative volatilitet var 56 basispunkter ved utgangen av året, opp fra 33 basispunkter ved årsslutt 2019. Oppgangen i fondets forventede relative volatilitet i 2020 skyldes hovedsakelig økte prissingvingninger i markedene.

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

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

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

Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen målt mot referanseindeksen ikke overstiger 3,75 prosentpoeng. Ekstremavviksrisikoen blir målt og fulgt opp basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Ved utgangen av året var ekstremavviksrisikoen 1,80 prosentpoeng, sammenlignet med 1,50 prosentpoeng ved årsslutt 2019.

Beregning av forventet ekstremavviksrisiko

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



Styrker og svakheter

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

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

Etterprøving av modeller

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

Kredittrisiko

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

Tabell 8.9 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.12.2020	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	854 305	187 976	366 824	90 714	24 167	1 523 986
Statsrelaterte obligasjoner	126 113	132 126	42 844	10 558	1 123	312 765
Realrenteobligasjoner	115 868	34 692	8 332	10 749	324	169 965
Selskapsobligasjoner	6 138	49 562	287 493	349 805	9 218	702 216
Pantesikrede obligasjoner	131 871	21 800	1 202	81	455	155 409
Sum obligasjoner	1 234 296	426 156	706 697	461 905	35 288	2 864 341

Beløp i millioner kroner, 31.12.2019	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	784 270	219 428	367 235	113 426	41 750	1 526 110
Statsrelaterte obligasjoner	127 462	131 904	42 359	14 164	1 265	317 155
Realrenteobligasjoner	127 523	29 901	7 433	9 549	-	174 406
Selskapsobligasjoner	5 567	39 019	260 796	317 812	5 978	629 172
Pantesikrede obligasjoner	122 767	24 524	1 583	526	433	149 833
Sum obligasjoner	1 167 588	444 778	679 406	455 478	49 425	2 796 675

Andelen av investeringer i selskapsobligasjoner økte med 2,0 prosentpoeng i løpet av året, til 24,5 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2020. Økningen var størst for selskapsobligasjoner med kredittvurdering BBB og A. Statsobligasjoner, inkludert realrenteobligasjoner, utgjorde ved årets slutt 59,1 prosent av obligasjonsporteføljen, sammenlignet med 60,8 prosent ved årsslutt 2019.

Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering AAA økte med 1,4 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2019, til 43,1 prosent ved årsslutt. Økningen skyldes en økning i beholdningen av statsobligasjoner. Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering AA ble redusert med 1,0 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2019, til 14,9 prosent ved årsslutt 2020. Dette skyldes hovedsakelig en reduksjon i beholdningen av statsrelaterte obligasjoner gjennom året. Andelen av

obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering A økte med 0,4 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2019, til 24,7 prosent ved årsslutt 2020. Dette kom som en følge av redusert beholdning av selskapsobligasjoner utstedt hovedsakelig i amerikanske dollar.

Andelen av obligasjonsporteføljen i kategorien *Lavere vurdering* ble redusert til 1,2 prosent ved utgangen av 2020, fra 1,8 prosent ved årsslutt 2019. Dette skyldes i hovedsak en reduksjon i beholdningen av statsobligasjoner i fremvoksende markeder i denne kategorien. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 51 millioner kroner ved årsslutt 2020, sammenlignet med 129 millioner kroner ved årsslutt 2019. Misligholdte obligasjoner er gruppert under *Lavere vurdering*. Obligasjonsporteføljens kredittkvalitet ble totalt sett noe forbedret i løpet av året.

Tabell 8.10 Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

31.12.2020	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	26,1	2,2	7,4	8,3	0,2	44,2
Euro	10,3	6,1	5,2	4,8	0,2	26,5
Japanske yen	-	-	11,0	-	-	11,0
Britiske pund	0,1	3,2	0,5	0,7	-	4,6
Kanadiske dollar	2,6	0,9	0,2	-	-	3,6
Andre valutaer	4,0	2,5	0,5	2,4	0,9	10,2
Totalt	43,1	14,9	24,7	16,1	1,2	100,0

31.12.2019	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	26,1	2,1	6,8	8,4	0,2	43,5
Euro	9,1	7,3	5,3	4,5	0,1	26,2
Japanske yen	-	-	9,4	-	-	9,4
Britiske pund	0,3	2,8	0,5	0,6	-	4,2
Kanadiske dollar	2,4	0,8	0,1	-	-	3,4
Andre valutaer	3,9	2,9	2,2	2,8	1,5	13,3
Totalt	41,7	15,9	24,3	16,3	1,8	100,0

Ved årsslutt 2020 var det ingen kredittderivater i porteføljen.

I tillegg til kredittvurderinger fra kredittvurderingsbyråer, komplementeres måling av kredittrisiko med to kredittrisikomodeller, 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 kredittrisiko i renteporteføljen.

Motpartsrisiko

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

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

For å redusere motpartsrisiko benyttes motregningsavtaler for handler i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjenkjøps- og gjensalgssavtaler. 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 godkjennelse av CRO. For 2020 ble 7 transaksjoner godkjent av CRO gjennom denne prosessen, sammenlignet med 11 transaksjoner i 2019.

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

Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko er i henhold til internasjonalt anerkjente standarder. I all hovedsak er det Baselregelverket for banker som er benyttet for måling av motpartsrisiko, med noen tilpasninger basert på interne analyser. Risikomodellen beregner forventet motpartseksponering ved konkurs for en motpart. For derivater og valutakontrakter benyttes standardmetoden i Baselregelverket (SA-CCR). Standardmetoden hensyntar mottatte sikkerheter og motregning ved beregning av motpartsrisiko.

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 motpartsrisikoeksponering.

Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjørsbanken reduseres

oppgjøringsrisikoen. I enkelte valutaer er Norges Bank utsatt for oppgjøringsrisiko da solgt valuta blir levert til motparten før kjøpt valuta er bekreftet mottatt. I tabell 8.11 inngår denne eksponeringen på linjen *Oppgjøringsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid*.

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

I tabell 8.11 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet/instrumenttype forbundet med motpartsrisiko.

Total motpartsrisikoeksponering var 117,5 milliarder kroner ved utgangen av 2020, en liten økning fra 116,4 milliarder kroner ved utgangen av 2019. Det var en økning i risikoeksponeringen fra usikrede verdipapirer og derivater inklusive valutakontrakter, mens risikoeksponering fra verdipapirutlån og gjenkjøps- og gjensalgssavtaler ble redusert gjennom året. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner. Risikoeksponeringen for programmet ble redusert til 55,9 milliarder kroner ved årsslutt 2020, fra 58,5 milliarder kroner ved årsslutt 2019.

Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 48 prosent av den totale motpartsrisikoeksponeringen til fondet ved utgangen av 2020, sammenlignet med 50 prosent ved utgangen av 2019.



Tabell 8.11 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	31.12.2020	31.12.2019
Verdipapirutlån	55 928	58 488
Derivater inklusive valutakontrakter	33 784	32 611
Usikrede bankinnskudd ¹ og verdipapirer	22 863	18 501
Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler	4 286	6 535
Oppgjøringsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	625	266
Totalt	117 487	116 401

¹ Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer eller en dokumentert intern kredittvurdering.

Kredittvurderingen for motparter overvåkes og komplementeres av alternative kredittrisikoindikatorer.

Tabell 8.12 viser godkjente motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori. Tabellen inkluderer også meglerhus som brukes ved kjøp og salg av verdipapirer.

Tabell 8.12 Motparter fordelt på kredittvurdering¹

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019
AAA	3	1	1	1
AA	32	34	33	35
A	63	61	83	79
BBB	10	10	35	32
BB	2	2	15	19
B	1	-	7	7
Totalt	111	108	174	173

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

Antall motparter og meglerhus har hatt en liten økning i løpet av året. Det var 111 motparter ved årsslutt 2020 mot 108 ved årsslutt 2019. Antall meglerhus økte til 174 ved årsslutt 2020 fra 173 ved årsslutt 2019. Kredittkvaliteten på motparter og meglerhus ved utgangen av 2020 er totalt sett som ved årsslutt 2019.

Belåning

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

SPUs belåning var 1,5 prosent for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2020, sammenlignet med 1,1 prosent ved utgangen av 2019. For investeringer i unotert eiendom er det satt begrensning i investeringsmandatet om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 35 prosent. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde ved utgangen av 2020 en gjeldsgrad på 6,4 prosent, sammenlignet med 6,1 prosent ved utgangen av 2019.

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i liten grad og ved utgangen av 2020 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.

Note 9 Skatt

Regnskapsprinsipp

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

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

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

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

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

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

Tabell 9.1 Spesifikasjon skattekostnad

Beløp i millioner kroner, 2020	Brutto inntekt før skatt	Inntekts-skatt på utbytte, renter og honorar	Gevinst-beskatning	Annet	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	883 788	-5 409	-1 847	-	-7 256	876 532
Obligasjoner	198 080	-136	-37	-	-172	197 908
Utlån med sikkerhetsstillelse	4 028	-80	-	-	-80	3 949
Annet	-	-	-	-5	-5	-
Skattekostnad		-5 624	-1 884	-5	-7 513	

Beløp i millioner kroner, 2019	Brutto inntekt før skatt	Inntekts-skatt på utbytte, renter og honorar	Gevinst-beskatning	Annet	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	1 486 909	-6 214	-472	-	-6 685	1 480 224
Obligasjoner	192 820	-22	-38	-	-60	192 760
Utlån med sikkerhetsstillelse	4 529	-73	-	-	-73	4 456
Annet	-	-	-	-9	-9	-
Skattekostnad		-6 308	-510	-9	-6 827	

Tabell 9.2 viser fordringer og forpliktelser knyttet til skatt som er innregnet i balansen.

Tabell 9.2 Spesifikasjon balanseposter knyttet til skatt

Beløp i millioner kroner	31.12.2020	31.12.2019
Inkludert i <i>Andre eiendeler</i> :		
Fordring kildeskatt	2 234	2 163
Inkludert i <i>Annen gjeld</i> :		
Betalbar skatt	12	9
Utsatt skatt	2 308	450

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

Tabell 9.3 Spesifikasjon netto utbetaling av skatt

Beløp i millioner kroner	2020	2019
Innbetaling av refundert kildeskatt	6 748	5 201
Utbetaling av skatt	-12 472	-11 848
Netto utbetaling av skatt	-5 724	-6 648



Note 10 Gevinst/tap valuta

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

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

Skjønnsmessig vurdering

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

Regnskapsprinsipp

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

Skjønnsmessig vurdering

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

Valutaelement

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

Verdipapirelement

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

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

Tabell 10.1 Spesifikasjon Gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	2020	2019
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	106 910	-5 461
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	18 103	15 693
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	4 854	33 334
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	-79 242	44 005
Gevinst/tap valuta - andre	7 324	39 108
Gevinst/tap valuta	57 948	126 679

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

Tabell 10.2 Spesifikasjon av investeringsporteføljen per valuta

Beløp i millioner kroner	31.12.2020	31.12.2019
Amerikanske dollar	4 644 534	4 325 398
Euro	1 995 892	1 999 881
Japanske yen	845 642	807 056
Britiske pund	800 602	758 899
Andre valutaer	2 627 092	2 196 849
Markedsverdi investeringsporteføljen	10 913 762	10 088 083

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

Tabell 10.3 Valutakurser

	31.12.2020	31.12.2019	Prosent endring
Amerikanske dollar	8,56	8,79	-2,6
Euro	10,48	9,86	6,2
Japanske yen	0,08	0,08	2,6
Britiske pund	11,70	11,64	0,5

Note 11 Forvaltningskostnader

Regnskapsprinsipp

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

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



148

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

Forvaltningskostnader i Norges Bank

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

Tabell 11.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2020		2019	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	1 408		1 448	
Kostnader til depot	474		431	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	650		671	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	214		258	
Øvrige kostnader	269		428	
Fordelte kostnader Norges Bank	281		174	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	728		611	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	4 023	3,9	4 021	4,4
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	1 282		291	
Forvaltningsgodtgjøring	5 305	5,1	4 312	4,7

Forvaltningskostnader i datterselskaper

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

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

149

Tabell 11.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2020		2019	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	26		34	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	21		19	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	31		36	
Øvrige kostnader	25		22	
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	103	0,1	111	0,1
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	64		70	
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	40		41	

Øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader

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

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2020 begrenset til 4 900 millioner kroner. I 2019 var rammen fastsatt som en andel av fondets verdi og var da begrenset oppad til 7,0 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjorde 4 126 millioner kroner i 2020. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 4 023 millioner kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 103 millioner kroner. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde 5 409 millioner kroner i 2020.

Kostnader målt som andel av forvaltet kapital

Kostnader måles også i basispunkter, som andel av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. Gjennomsnittlig kapital under forvaltning er beregnet basert på markedsverdien til investeringsporteføljen i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret.

I 2020 tilsvarte summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 4,0 basispunkter av forvaltet kapital. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, tilsvarte 5,2 basispunkter av forvaltet kapital.

Andre driftskostnader i datterselskaper

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

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

Note 12 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

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

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

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

Regnskapsprinsipp

Inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

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

Tabell 12.1 Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	2020	2019
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	4 028	4 529
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	-751	-1 926
Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	3 277	2 603

Regnskapsprinsipp

Overførte finansielle eiendeler

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

Ved salg av en aksje i kombinasjon med kjøp av en tilsvarende aksjebytteavtale, presenteres den solgte aksjen i balansen som *Utlånte aksjer*, da SPU's eksponering til aksjen er tilnærmet uendret.

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

Utlån med sikkerhetsstillelse

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

Innlån med sikkerhetsstillelse

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

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer

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

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

Tabell 12.2 Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2020	31.12.2019
Utlån med sikkerhetsstillelse	192 526	222 946
Sum utlån med sikkerhetsstillelse	192 526	222 946
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balansført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	62 514	68 147
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	134 307	155 990
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån	196 821	224 137

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

Tabell 12.3 Overførte finansielle eiendeler og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2020	31.12.2019
Overførte finansielle eiendeler		
Utlånte aksjer	438 353	426 623
Utlånte obligasjoner	520 978	479 852
Sum overførte finansielle eiendeler	959 332	906 475
Tilhørende kontantsikkerhet, innregnet som forpliktelse		
Innlån med sikkerhetsstillelse	390 380	338 266
Sum innlån med sikkerhetsstillelse	390 380	338 266
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer eller garantier (ikke-balanseført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	345 111	436 482
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	278 691	178 250
Garantier	959	8 548
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier knyttet til overførte finansielle eiendeler	624 761	623 280

Note 13 Sikkerhetsstillelse og motregning

Regnskapsprinsipp

Kontantsikkerhet ikke-børsnoterte derivattransaksjoner

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

Motregning

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



Sikkerhetsstillelse

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

Motregning

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

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

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

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

Tabell 13.1 Eiendeler og forpliktelser som er gjenstand for nettingavtaler

Beløp i millioner kroner, 31.12.2020	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						
	Brutto balanse- førte finansielle eiendeler	Eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale ¹	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som for- pliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter
Eiendeler							
Utlån med sikkerhetsstillelse	192 526	57 470	135 056	-	74 398	60 658	-
Avgitt kontantsikkerhet	5 715	-	5 715	5 715	-	-	-
Finansielle derivater	2 551	206	2 345	2 345	-	-	-
Totalt	200 791	57 676	143 116	8 060	74 398	60 658	-

Beløp i millioner kroner, 31.12.2020	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						
	Brutto balanse- førte finansielle forpliktelser	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale ²	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant- sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter
Gjeld							
Innlån med sikkerhetsstillelse	390 380	55 976	334 404	-	74 398	259 135	871
Mottatt kontantsikkerhet	6 004	-	6 004	1 452	-	-	4 552
Finansielle derivater	7 619	-	7 619	2 345	4 439	-	835
Totalt	404 003	55 976	348 027	3 797	78 837	259 135	6 257

Beløp i millioner kroner, 31.12.2019	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						
	Brutto balanse- førte finansielle eiendeler	Eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale ¹	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som for- pliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter
Beskrivelse							
Eiendeler							
Utlån med sikkerhetsstillelse	222 946	80 807	142 140	-	90 773	51 367	-
Avgitt kontantsikkerhet	1 090	-	1 090	984	-	-	107
Finansielle derivater	3 335	159	3 176	2 441	598	-	136
Totalt	227 372	80 966	146 406	3 425	91 371	51 367	243

Beløp i millioner kroner, 31.12.2019	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						
	Brutto balanse- førte finansielle forpliktelser	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale ²	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant- sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikker- het i verdi- papirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikker- heter
Beskrivelse							
Gjeld							
Innlån med sikkerhetsstillelse	338 266	71 979	266 287	-	100 734	164 663	890
Mottatt kontantsikkerhet	6 754	-	6 754	920	-	-	5 834
Finansielle derivater	3 294	-	3 294	2 441	570	-	283
Totalt	348 314	71 979	276 335	3 362	101 304	164 663	7 006

¹ Under *Utlån med sikkerhetsstillelse* inngår beløp for kjøp av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2020 var dette 56 milliarder kroner (67 milliarder kroner i 2019). Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for ytterligere informasjon.

² Under *Innlån med sikkerhetsstillelse* inngår beløp for salg av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2020 var dette 54 milliarder kroner (47 milliarder kroner i 2019). Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for ytterligere informasjon.

Note 14 Nærstående parter

Regnskapsprinsipp

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

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

Transaksjoner med staten

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

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

Transaksjoner med Norges Bank

Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til forvaltningen av SPU. Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU gjennom en forvaltningsgodtgjøring, se note 11 *Forvaltningskostnader*. I 2020 ble 4,3 milliarder kroner trukket fra kronekontoen for å betale

skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2019 til Norges Bank, sammenlignet med 4,5 milliarder kroner i 2019.

Interne handler i form av pengemarkedsutlån eller -innlån mellom SPU og valutareservene i Norges Bank presenteres som et netto mellomværende mellom porteføljene på balanselinjene *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*. Ved utgangen av 2020 representerte netto mellomværende mellom porteføljene en fordring på 806 millioner kroner for SPU, sammenlignet med en fordring på 195 millioner kroner ved utgangen av 2019. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet, som *Renteinntekt/kostnad*.

Transaksjoner med datterselskaper

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

Note 15 Interesser i andre foretak

Investeringer i unotert eiendom utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU.

Datterselskapene investerer, gjennom holdingselskaper, i enheter som investerer i fast eiendom. Disse selskapene kan være datterselskaper eller tilknyttede selskaper.

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

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

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

Tabell 15.1 Eiendomsselskaper

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
Ikke-konsoliderte selskaper					
Storbritannia					
NBIM George Partners LP ¹	London	London	100,00	25,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited	London	Sheffield	50,00	50,00	2012
NBIM Charlotte Partners LP	London	London	100,00	57,75	2014
NBIM Edward Partners LP	London	London	100,00	100,00	2014
NBIM Caroline Partners LP	London	London	100,00	100,00	2015
NBIM Henry Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Elizabeth Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Eleanor Partners LP	London	London	100,00	100,00	2018
WOSC Partners LP	London	London	75,00	75,00	2019
Luxembourg					
NBIM S.à r.l.	Luxembourg	I/A	100,00	I/A	2011
Frankrike					
NBIM Louis SAS	Paris	Paris	100,00	50,00	2011
SCI 16 Matignon	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
Champs Elysées Rond-Point SCI	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI PB 12	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI Malesherbes	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 15 Scribe	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SAS 100 CE	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Daumesnil	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 9 Messine	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Pasquier	Paris	Paris	50,00	50,00	2013
NBIM Marcel SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2014
NBIM Victor SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2016
NBIM Eugene SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2017
NBIM Beatrice SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2018
NBIM Jeanne SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2019

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
Tyskland					
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Frankfurt	Berlin	50,00	50,00	2012
NBIM Helmut 2 GmbH & Co KG	Berlin	Berlin	100,00	100,00	2020
Sveits					
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Luxembourg	Zürich	100,00	100,00	2012
Europa					
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Luxembourg	Flere europeiske byer	50,00	50,00	2013
USA					
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	49,90	2013
T-C 475 Fifth Avenue Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2013
No. 1 Times Square Development LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2013
OFC Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2013
425 MKT LLC	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	47,50	2013
555 12th LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	44,96	2014
OBS Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
BP/CGCenter MM LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
SJP TS JV LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2015
T-C 888 Brannan Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2015
Hudson Square Properties, LLC	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2015



Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
ConSquare LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2016
100 First Street Member LLC	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
303 Second Street Member LLC	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
900 16th Street Economic Joint Venture (DE) LP	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
1101 NYA Economic Joint Venture (DE) LP	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
375 HSP LLC	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2017
T-C 501 Boylston Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	49,90	2018
SVF Seaport JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2018
Japan					
TMK Tokyo TN1	Tokyo	Tokyo	70,00	70,00	2017
Tokyo MN1 TMK	Tokyo	Tokyo	100,00	39,90	2020
Konsoliderte datterselskaper					
Japan					
NBRE Management Japan Advisors K.K.	Tokyo	I/A	100,00	I/A	2015
Storbritannia					
NBRE Management Europe Limited	London	I/A	100,00	I/A	2016

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

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

I tillegg til selskapene vist i tabell 15.1 har Norges Bank heleide holdingselskaper etablert som en del av investeringene i unotert eiendom. Disse holdingselskapene har ingen drift og eier ingen

eiendommer direkte. Holdingselskapene har forretningsadresse enten i samme land som eiendommen, i tilknytning til NBIM S.å r.l. i Luxembourg, eller i Norge for holdingselskapene etablert for investeringer i eiendom i Japan, Frankrike og Tyskland. Det er også etablert et heleid holdingselskap i Norge for fremtidige unoterte investeringer i infrastruktur for fornybar energi.

Note 16 Andre eiendeler og annen gjeld

Tabell 16.1 Andre eiendeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2020	31.12.2019
Fordring kildeskatt	2 234	2 163
Mellomværende valutareservene Norges Bank	806	195
Uoppgjort tilførsel kronekonto	227	1 129
Opptjent inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	299	232
Annet	9	19
Andre eiendeler	3 574	3 737

Tabell 16.2 Annen gjeld

Beløp i millioner kroner	31.12.2020	31.12.2019
Betalbar skatt	12	9
Utsatt skatt	2 308	450
Annet	30	36
Annen gjeld	2 350	495

Til Norges Banks representantskap

Uavhengig revisors beretning

Uttalelse om revisjonen av regnskapsrapporteringen

Konklusjon

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2020, resultatregnskap, oppstilling over endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og noteopplysninger til regnskapsoppstillingen, herunder et sammendrag av viktige regnskapsprinsipper.

Etter vår mening er den medfølgende regnskapsrapporteringen avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettvisende bilde av den finansielle stilling for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2020, og av dets resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret avsluttet per denne datoen i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU.

163

Grunnlag for konklusjonen

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

Sentrale forhold ved revisjonen

Sentrale forhold ved revisjonen er de forhold vi mener var av størst betydning ved revisjonen av regnskapsrapporteringen for 2020. Disse forholdene ble håndtert ved revisjonens utførelse og da vi dannet oss vår mening om regnskapsrapporteringen som helhet. Vi konkluderer ikke særskilt på disse forholdene.

Forvaltning av aksje og renteporteføljen

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Prosesser og kontrollaktiviteter i aksje og renteforvaltningen knyttet til blant annet gjennomføring av handler, utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, inntektsføring av renter og utbytte, verdsettelse, gevinst- og tapsberegning, valutaomregning og avkastnings- og risikomåling er i utstrakt grad automatisert.</p> <p>Avvik i de automatiserte forvaltningsprosessene analyseres og følges opp.</p> <p>Norges Banks IT-systemer er i hovedsak standardssystemer tilpasset bankens behov. IT-løsningene driftes i samarbeid med ulike tredjeparter.</p> <p>Det vises til nærmere beskrivelse om utvikling, forvaltning og drift av IT-systemene i Norges Bank, se kapittel 5 om Forvaltningsorganisasjonen i årsrapporten for 2020.</p> <p>IT-systemene som benyttes i forvaltningen er helt sentrale for regnskapsføring og rapportering. God styring og kontroll i de automatiserte forvaltningsprosessene og i avvikshåndtering er av vesentlig betydning for å sikre nøyaktig, fullstendig og pålitelig finansiell rapportering og er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert overordnede styringsmodeller og kontrollaktiviteter for oppfølgingen av aksje og renteforvaltningen.</p> <p>Vi vurderte de deler av de overordnede styringsmodellene som er relevante for finansiell rapportering.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til IT-drift, endringshåndtering og informasjonssikkerhet. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte om utvalgte verdsettelses og beregningsmetoder, herunder metode for valutaomregning, var i overensstemmelse med IFRS.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte automatiserte kontrollaktiviteter i IT-systemene knyttet til gjennomføring av handler, utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, inntektsføring av renter og utbytte, verdsettelse, gevinst- og tapsberegning, valutaomregning og avkastnings- og risikomåling. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte manuelle kontrollaktiviteter for de ovennevnte områder knyttet til analyse og oppfølging av avvik som ble identifisert gjennom de automatiserte prosessene. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte tredjepartsbekreftelser (ISAE 3402-rapporter) fra enkelte av Norges Banks tjenesteleverandører som benyttes i forvaltningen med hensyn til om disse hadde tilfredsstillende internkontroll på områder som har betydning for Norges Banks finansielle rapportering.</p> <p>Vi har benyttet egne IT-spesialister i arbeidet med å forstå den overordnede styringsmodellen for IT og i vurderingen og testingen av kontrollaktivitetene knyttet til IT.</p>

Verdsettelse av investeringer ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata (nivå 3 eiendeler)

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Virkelig verdi av majoriteten av eiendeler og forpliktelser i Statens pensjonsfond utland er basert på offisielle sluttkurser og observerbare markedspriser.</p> <p>Investeringer i unotert eiendom og enkelte verdipapirer verdsettes derimot ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata, og denne type eiendeler er klassifisert som nivå 3 i hierarkiet for virkelig verdi. Å fastsette forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte ved prising av eiendelen eller forpliktelsen når observerbar markedsinformasjon ikke er tilgjengelig, innebærer betydelig utøvelse av skjønn. Verdsettelsen av nivå 3 investeringer er derfor beheftet med betydelig usikkerhet.</p> <p>Balansført verdi av eiendeler klassifisert som nivå 3 er 273,1 milliarder kroner per 31. desember 2020. Av dette utgjør investeringer i unotert eiendom 272,5 milliarder kroner.</p> <p>Unoterte eiendomsinvesteringer i Statens pensjonsfond utland verdsettes av eksterne verdsetterne. Markedsaktiviteten i mange sektorer av det unoterte eiendomsmarkedet var redusert gjennom året, med lavere transaksjonsvolum som følge av covid-19 pandemien.</p> <p>Verdsettelse av unoterte eiendomsinvesteringer er komplekst og krever skjønnsmessige vurderinger. Verdsettelsen bygger på informasjon om den enkelte eiendomstype og beliggenhet, samt en rekke forutsetninger og estimater.</p> <p>Forutsetningene og estimatene er avgjørende for verdsettelsen og verdsettelse av unotert eiendom er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter for oppfølging av verdsettelsene foretatt av de eksterne verdsetterne. Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til viktige forutsetninger og estimater, herunder fremtidige kontantstrømmer og relevante diskonteringsrenter. For et utvalg eiendommer testet vi om disse kontrollaktivitetene hadde fungert i perioden.</p> <p>For et utvalg eiendommer mottok vi per 31. desember 2020 de eksterne verdsettelsesrapportene fra Norges Bank og vurderte om benyttede verdsettelsesmetoder var i overensstemmelse med anerkjente verdsettelsesstandarder og praksis. Vi rimelighetsvurderte utvalgte ikke-observerbare inndata benyttet i fastsettelsen av fremtidige markedsleier og avkastningskrav mot vår forståelse av markedsituasjonen. Vi vurderte verdsetterens uavhengighet, kvalifikasjoner og erfaringer.</p> <p>Vi benyttet egne eksperter i arbeidet med kontroll av verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi avstemte at virkelig verdi i den finansielle rapportering var i overensstemmelse med verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene i note 6 og 7 om verdsettelse av unotert eiendom var dekkende.</p>

Noteinformasjon om avkastning

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Avkastning måles i norske kroner og i valuta basert på en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner.</p> <p>Alle fondets investeringer, inkludert unoterte eiendomsinvesteringer, måles mot fondets referanseindeks som består av globale aksje- og obligasjonsindekser.</p> <p>Absolutt og relativ avkastningsinformasjon for Statens pensjonsfond utlands investeringer i aksjer og obligasjoner fremgår av note 3.</p> <p>Måling av absolutt og relativ avkastning er et komplekst område i regnskapet og er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter knyttet til beregning av avkastning.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til beregningsmetodene, sammenheng mellom regnskap og avkastningsmåling, og nøyaktig anvendelse av informasjon fra eksterne kilder i beregningene. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>I tillegg etterregnet vi om absolutt avkastning for hele året, og relativ avkastning for utvalgte dager, var beregnet i tråd med metodene som er beskrevet i note note 3.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene om avkastning i note 3 var dekkende.</p>

Øvrig informasjon

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

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

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

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

Hovedstyret og ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

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

Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen

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

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

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

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

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

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

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

Oslo 4. februar 2021
Deloitte AS



Henrik Woxholt
statsautorisert revisor



ISSN 1891-1331 (trykk) / ISSN 2464-3122 (nett)

Design: Scandinavian Design Group

Bilder: Hans Fredrik Asbjørnsen, Nils Stian Aasheim, Rolf Estensen,
GettyImages, Shutterstock, Nina E. Rangøy / NTB.

Front page: GettyImages.

Papir: Galerie Art Silk 300 g / Matt 150 g

Produksjon: 07 Media AS | Opplag: 1 000



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