



NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

2014
STATENS
PENSJONSFOND
UTLAND
ÅRSRAPPORT

VÅRT OPPDRAG ER Å IVARETA OG
UTVIKLE FINANSIELLE VERDIER
FOR FREMTIDIGE GENERASJONER



INNHold

HOVEDPUNKTER	Tall og fakta for 2014		4
LEDELSEN	Leder for hovedstyret	En langsiktig forvalter	10
	Leder for Norges Bank Investment Management	Styrket organisasjon	12
HOVEDTALL	Resultater for 2014	Positive resultater for alle fondets aktivaklasser	14
INVESTERINGENE	Forvaltningsstrategien	Vårt oppdrag	20
	Globale investeringer	Bredere eksponert mot den globale veksten	22
	Aksjeinvesteringene	Sterk oppgang i USA	28
	Renteinvesteringene	Lavere rentenivåer ga positiv avkastning	34
	Eiendomsinvesteringene	Forberedt på vekst	38
	Ansvarlig forvaltning	Egen rapport om ansvarlig forvaltning	46
	Risiko	Forventede svingninger i fondets verdi	48
NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT	Organisasjonen	Utvidet ledergruppe og større organisasjon	52
REGNSKAP	Regnskapsrapportering		60
	Noter til regnskapsrapportering		65
	Revisors beretning		104

PUBLISERT PÅ WWW.NBIM.NO

Beholdningslister | Stemmelister | Sammensetningen av referanseindeksene |

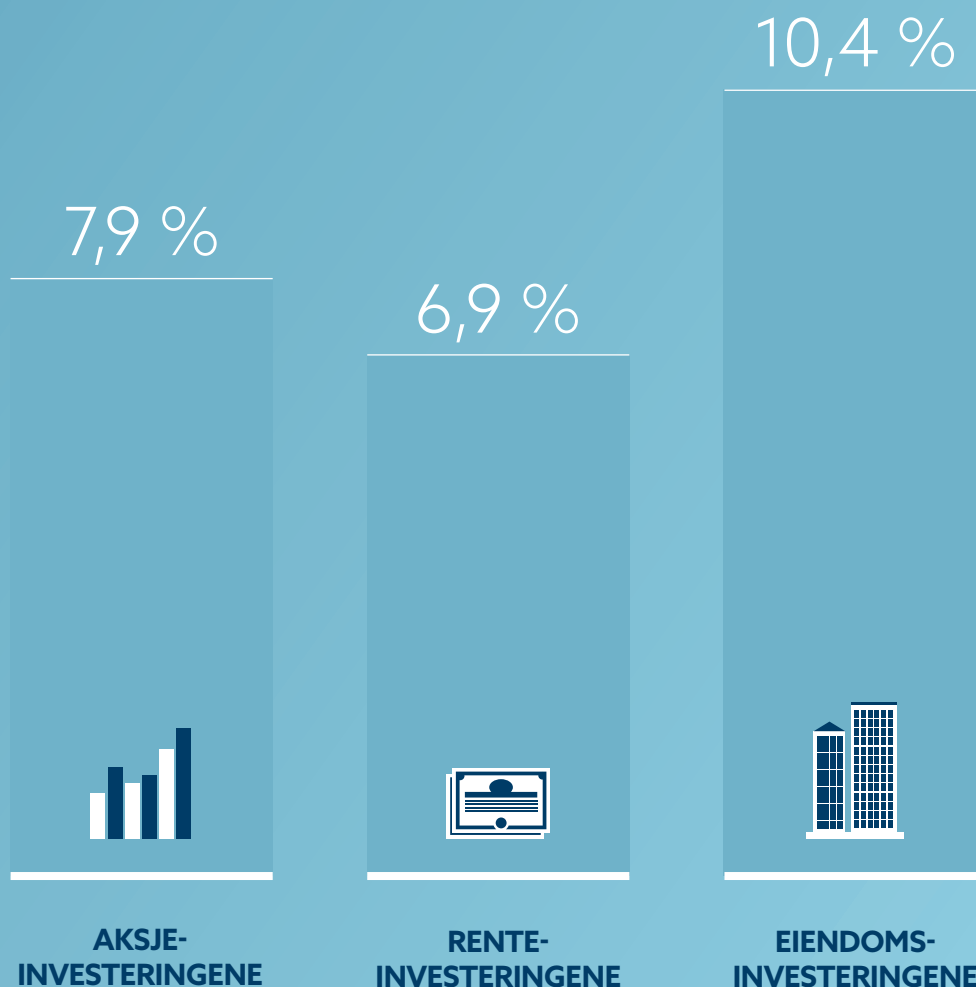
GIPS-rapport | Vesentlige eksterne tjenesteleverandører | Månedlige avkastningstall | Eksterne mandater

TALL OG FAKTA FOR 2014

STATENS PENSJONSFOND UTLAND FIKK EN AVKASTNING PÅ
7,6 PROSENT, ELLER **544** MILLIARDER KRONER.

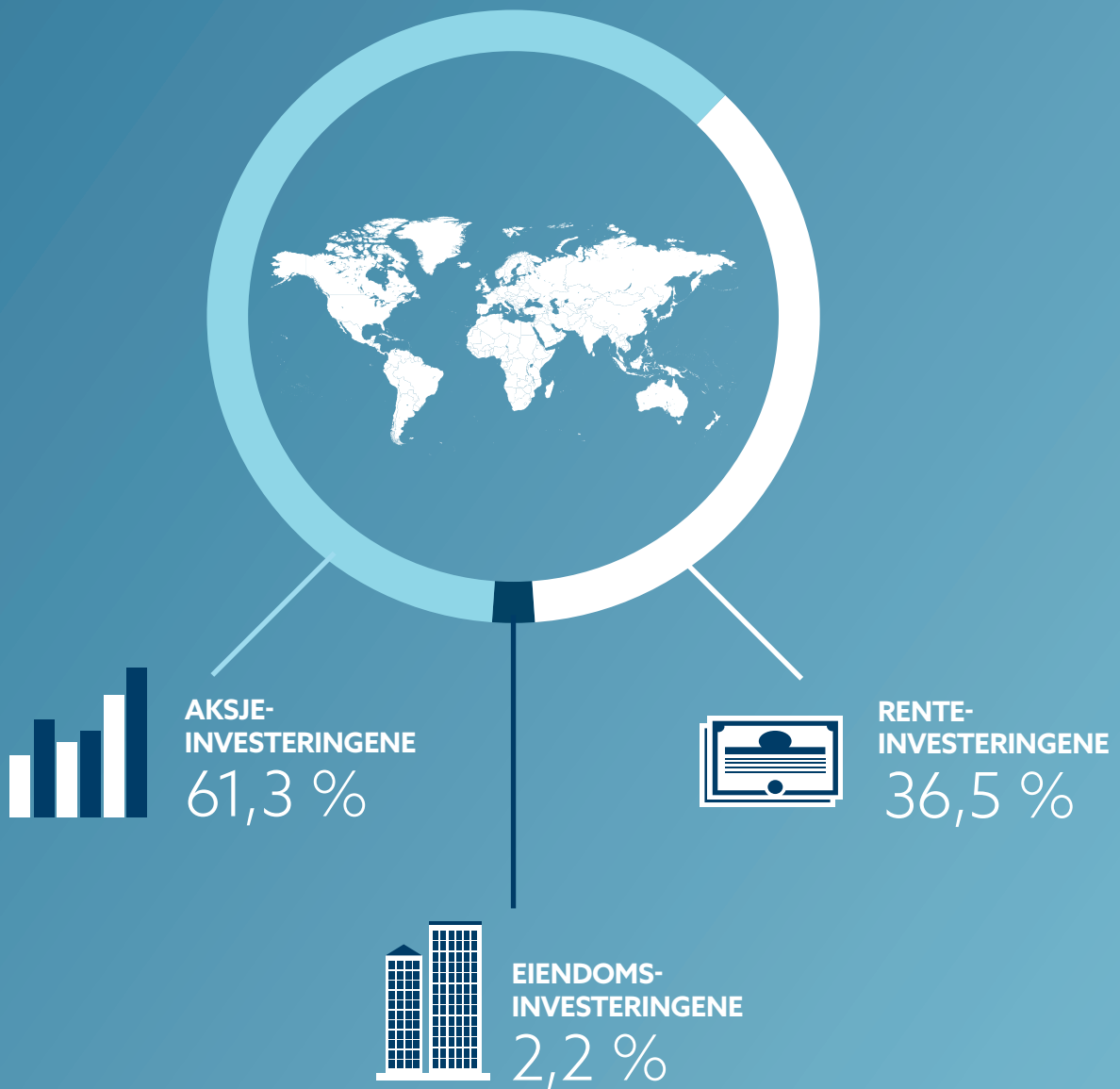
7,6 %

544 MRD. KR



AVKASTNINGEN PÅ FONDETS AKSJEINVESTERINGER VAR **7,9** PROSENT, MENS RENTEINVESTERINGENE FIKK EN AVKASTNING PÅ **6,9** PROSENT. INVESTERINGER I FAST EIENDOM FIKK EN AVKASTNING PÅ **10,4** PROSENT.

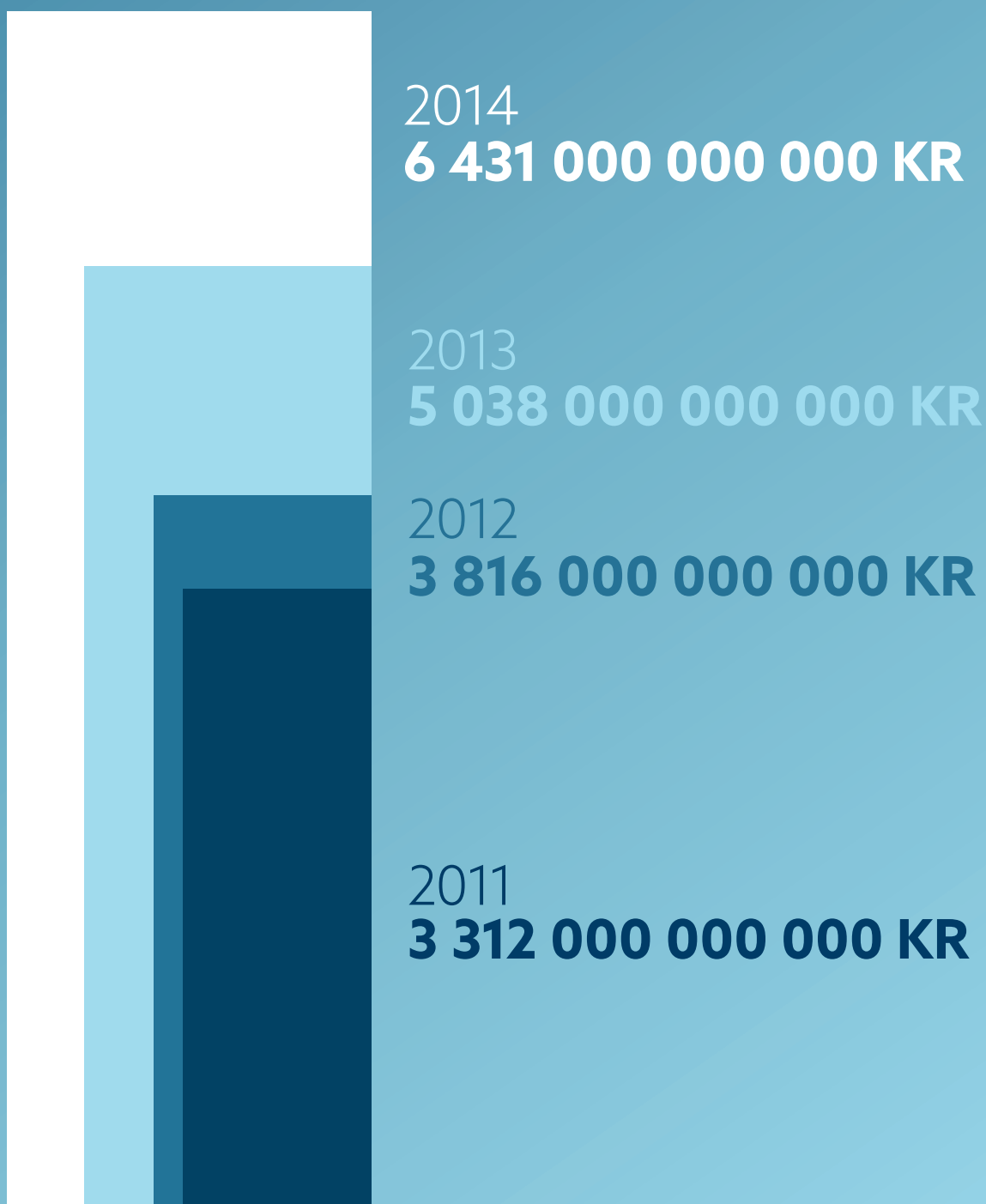
INVESTERINGENE VAR FORDELT MED **61,3** PROSENT I AKSJER,
36,5 PROSENT I RENTEPAPIRER OG **2,2** PROSENT I EIENDOM.



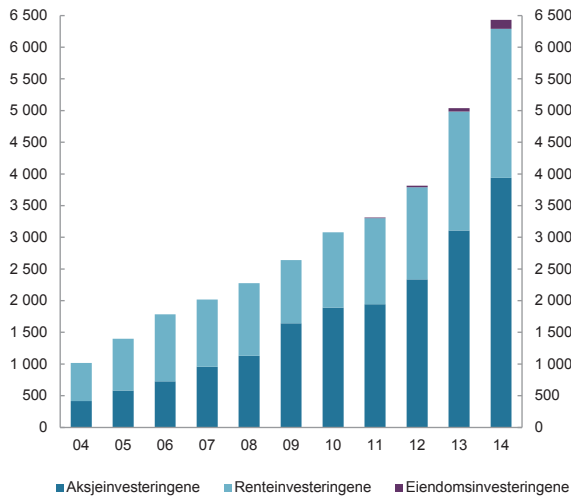
AVKASTNINGEN PÅ AKSJE- OG RENTEINVESTERINGENE VAR **0,8** PROSENTPOENG LAVERE ENN AVKASTNINGEN PÅ REFERANSEINDEKSENE SOM FONDET MÅLES MOT.



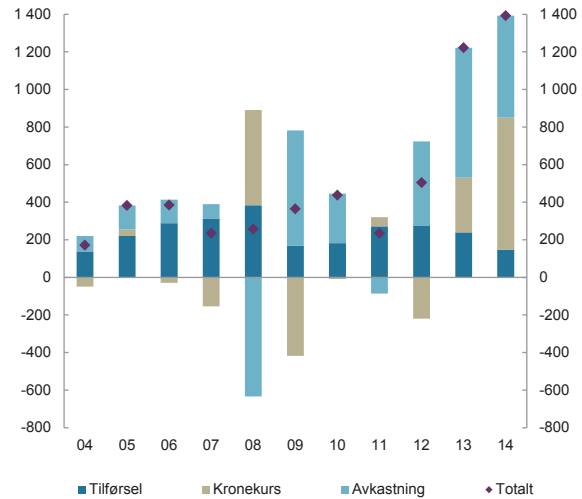
MARKEDSVÆRDIEN AV FONDET VAR **6 431** MILLIARDER
KRONER VED UTGANGEN AV ÅRET,
OPP FRA **5 038** MILLIARDER KRONER ÅRET FØR.



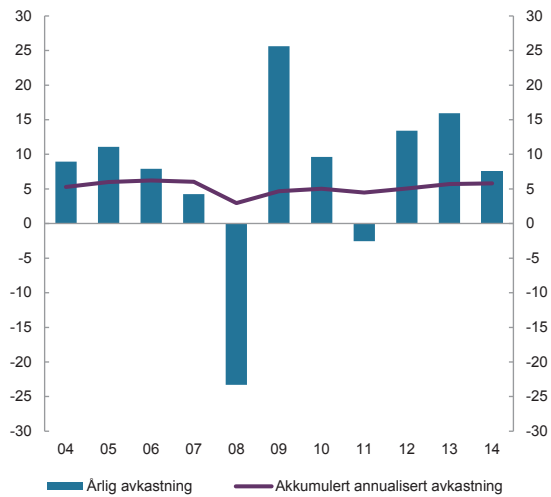
Markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



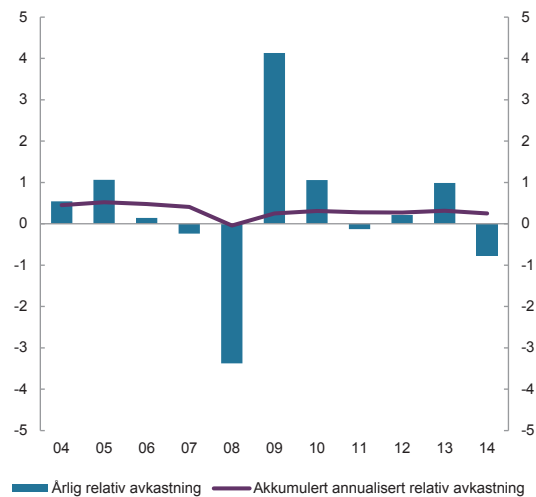
Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



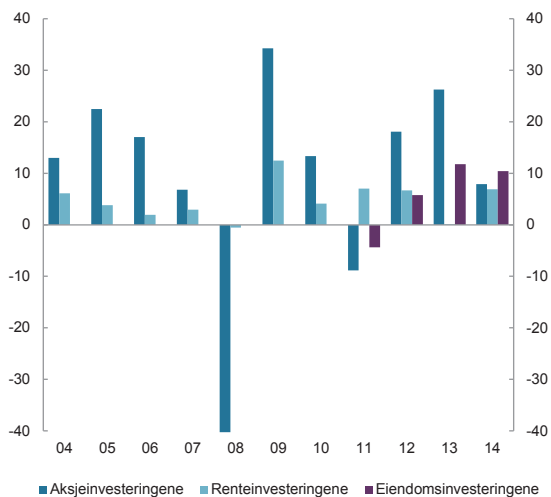
Fondets årlige avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



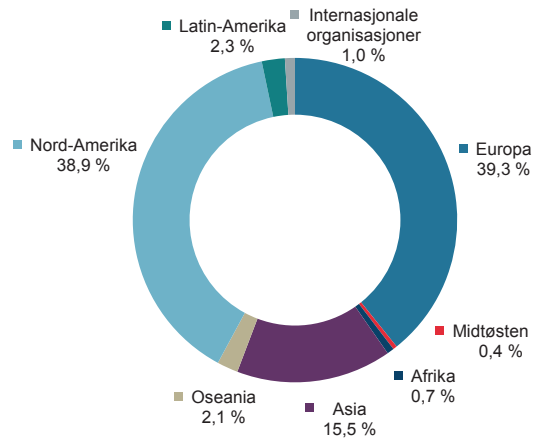
Fondets årlige relative avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning, eksklusive eiendom. Prosentpoeng



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



Fondets investeringer fordelt på regioner per 31. desember 2014. Prosent





EN LANGSIKTIG FORVALTER

Statens pensjonsfond utland er felles sparing for fremtidige generasjoner. I 2014 passerte fondets markedsverdi 6 000 milliarder kroner, noe som tilsvarer rundt 1,2 millioner per nordmann.

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

Fondet fikk i 2014 en avkastning på 7,6 prosent. Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer har de siste årene vært svært god. Vi kan ikke forvente at dette skal vedvare. Sammen med historisk lave rentenivåer globalt vil det være krevende for fondet å oppnå like høy avkastning fremover. Vi må også forvente betydelige svingninger i fondets verdi. Fondet har et langsiktig perspektiv og er godt rustet til å tåle markedssvingninger på kort sikt.

Fondet har vokst betydelig de siste årene, og raskere enn forventet. I slutten av november passerte fondet 6 000 milliarder kroner i markedsverdi, noe som tilsvarer nesten 1,2 millioner

kroner per innbygger. I siste del av 2014 var mye av veksten i fondets markedsverdi drevet av svekkelsen i kronekursen. For fondet er det den internasjonale kjøpekraften som er relevant, og denne påvirkes ikke av kroneendringer.

Fondet er en langsiktig og ansvarlig eier. Investeringsbeslutningene skal ta hensyn til det samlede risikobildet, som kan påvirke den langsiktige lønnsomheten i selskapene og dermed fondets verdiutvikling. Fra og med 2015 skal Etikkrådet gi sine anbefalinger direkte til Norges Bank, som fremover skal fatte beslutninger om uttrekk i henhold til retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet.

« Strategien støtter opp under målet om å maksimere fondets langsiktige realavkastning.

Norske myndigheter har høye ambisjoner for forvaltningen av fondet. I juni publiserte Norges Bank en ny strategiplan for perioden 2014–2016. Strategien støtter opp under målet om å maksimere fondets langsiktige realavkastning. Vi tar sikte på å nå dette målet med en akseptabel risiko, som en ansvarlig investor og gjennom en effektiv organisasjon. Det skal være tillit til måten vi forvalter fondet på. Åpenhet om forvaltningen bidrar til dette.

Oslo, 10. februar 2015



ØYSTEIN OLSEN
leder for hovedstyret



STYRKET ORGANISASJON

I 2014 fikk fondet en avkastning på 7,6 prosent, noe som var på linje med den gjennomsnittlige avkastningen de siste ti årene. Det var positive resultater for alle fondets aktivaklasser.

Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 7,9 prosent. Lavere vekstforventninger og økende geopolitisk uro i eurosoneens nærrområde påvirket avkastningen i de europeiske markedene. Rentenivået falt i de fleste hovedmarkedene, og avkastningen på våre obligasjonsinvesteringer var på 6,9 prosent. Avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer var 0,8 prosentpoeng lavere enn de brede markedene fondet måles mot. Avkastningen på investeringene i eiendom var på 10,4 prosent.

I 2014 fortsatte vi å kjøpe eiendommer i USA og Europa. Investeringene i eiendom økte til 2,2 prosent av fondet. Vi har aldri gjort så mange eiendomsinvesteringer som i fjor, og vi vil de neste årene fortsette å øke investeringene i eiendom. For å nå målene har vi i 2014 opprettet en egen ledergruppe for eiendomsforvaltningen som skal bygge opp en egen organisasjon for eiendomsinvesteringene.

Ved utgangen av 2014 var fondets verdi på 6 431 milliarder kroner, en økning på nesten 1 400 milliarder kroner fra inngangen til året.

Avkastningen var på 544 milliarder kroner, mens vi fikk en tilførsel på 147 milliarder kroner. Fondet har siden oppstarten blitt tilført 3 452 milliarder kroner fra oljeinntektene, mens den samlede avkastningen har vært på 2 343 milliarder kroner.

I år har vi også, for første gang, publisert en egen rapport om arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Arbeidet bygger på tre hovedprinsipper. Vi vil være med og bedre standardene for virksomhetsstyring, vi vil utøve eierskapet vårt på en ansvarlig måte, og vi vil overvåke og håndtere risikoen i fondets investeringer. Målet for forvaltningen er å oppnå høyest mulig avkastning til akseptabel risiko. Vårt arbeid med ansvarlig forvaltning støtter opp om dette målet.

« Vi skal forvalte folkets finansielle verdier på en ansvarlig og god måte.

Norges Bank Investment Management er en internasjonal investeringsorganisasjon som forvalter betydelige verdier. Vi har et klart mandat og et entydig investeringsfokus. Vi skal forvalte folkets finansielle verdier på en ansvarlig og god måte. Vår oppgave er å tenke langsiktig og sikre verdier for fremtidige generasjoner.

Oslo, 10. februar 2015



YNGVE SLYNGSTAD
leder for Norges Bank Investment Management



« Fra oppstarten og frem til utgangen av 2014 har fondet hatt en årlig avkastning på 5,8 prosent.

POSITIVE RESULTATER FOR ALLE FONDETS AKTIVAKLASSER

Sterke aksjemarkeder i første halvår og lavere rentenivåer bidro til en avkastning på 7,6 prosent for Statens pensjonsfond utland i 2014.

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 7,9 prosent i 2014, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på 6,9 prosent. Avkastningen på eiendomsinvesteringene var 10,4 prosent.

544 MILLIARDER I AVKASTNING

Fondet mottok sin første kapitaltilførsel fra den norske stat i mai 1996. Ved utgangen av 2014 var den samlede tilførselen siden oppstarten på 3 452 milliarder kroner, mens fondets samlede avkastning var på 2 343 milliarder kroner. Norges Bank Investment Management ble etablert 1. januar 1998 for å forvalte fondets midler. Fra oppstarten og frem til utgangen av 2014 har fondet hatt en årlig avkastning på 5,8 prosent. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisvekst har avkastningen vært på 3,8 prosent.

FONDETS MARKEDSVERDI OVER

6 400 MILLIARDER KRONER

Fondets markedsverdi steg i løpet av 2014 med 1 393 milliarder kroner til 6 431 milliarder kroner. Markedsverdien påvirkes av fondets avkastning, kapitaltilførsler og endringer i valutakurser. I 2014 fikk fondet en avkastning på 544 milliarder kroner og ble tilført 147 milliarder kroner fra den norske stat. Kronekursen svekket seg mot flere av valutaene som fondet investeres i, og det økte isolert sett markedsverdien med 702 milliarder kroner. Ved utgangen av året var fondets investeringer fordelt med 61,3 prosent i aksjer, 36,5 prosent i rentepapirer og 2,2 prosent i eiendom.

RELATIV AVKASTNING

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

I 2014 var fondets samlede avkastning på aksje- og renteinvesteringene 0,8 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksene. Resultatet ble påvirket av at fondet hadde en høyere andel europeiske aksjer, overvekt i enkeltelskaper med svak utvikling og en kortere varighet på fondets renteinvesteringer sammenlignet med referanseindeksen. Fondets relative avkastning siden fondets opprettelse har vært 0,3 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen, og de siste ti årene har den vært 0,1 prosentpoeng høyere.

AVKASTNING MÅLT I FONDETS VALUTAKURV

Fondet investerer i internasjonale verdi-papirer i utenlandsk valuta. Fondets avkastning måles primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv, og den besto av 34 valutaer ved utgangen av 2014. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

Tabell 1 Avkastningstall per 31. desember 2014

	2014	2013	2012	2011	2010
Avkastning målt i fondets valutakurv					
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	7,90	26,28	18,06	-8,84	13,34
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	6,88	0,10	6,68	7,03	4,11
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	10,42	11,79	5,77	-4,37	-
Fondets avkastning (prosent)	7,58	15,95	13,42	-2,54	9,62
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)					
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	7,53	15,97	13,45	-2,55	9,62
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	8,30	14,98	13,24	-2,42	8,57
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)					
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,77	0,99	0,21	-0,13	1,06
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,82	1,28	0,52	-0,48	0,73
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,70	0,25	-0,29	0,52	1,53
Forvaltningsgodtgjøring (prosentpoeng)					
Forvaltningsgodtgjøring (prosentpoeng)	0,06	0,07	0,06	0,08	0,11
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	7,52	15,88	13,36	-2,63	9,52
Avkastning målt i norske kroner (prosent)					
Aksjeinvesteringenes avkastning	24,61	36,26	11,07	-7,77	13,21
Renteinvesteringenes avkastning	23,43	8,01	0,36	8,30	3,99
Eiendomsinvesteringenes avkastning	27,51	20,62	-0,50	-0,79	-
Fondets avkastning	24,23	25,11	6,70	-1,39	9,49

Tabell 2 Historiske nøkkeltall per 31. desember 2014. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

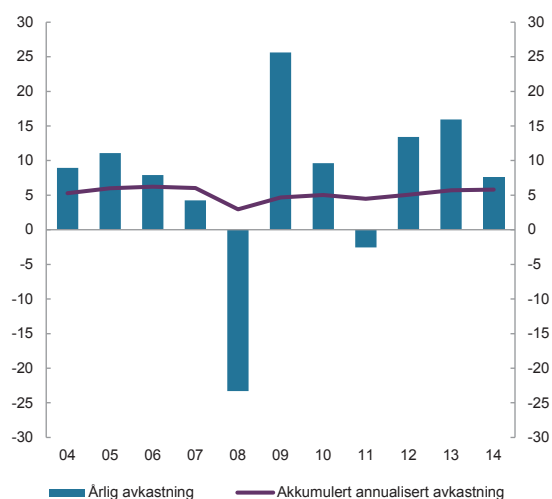
	Siden 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	2014
Fondets avkastning (prosent)	5,81	6,17	8,61	12,26	7,58
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	5,81	6,17	8,61	12,26	7,53
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	5,56	6,06	8,36	12,14	8,30
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,25	0,11	0,25	0,12	-0,77
Standardavvik (prosent)					
Standardavvik (prosent)	7,52	8,59	7,24	5,72	4,57
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)					
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)	0,74	0,91	0,40	0,38	0,38
Informasjonsrate (IR)* på aksje- og renteinvesteringene					
Informasjonsrate (IR)* på aksje- og renteinvesteringene	0,34	0,12	0,64	0,33	-2,01
Fondets avkastning (prosent)					
Årlig prisvekst (prosent)	1,85	2,01	1,87	1,51	1,13
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,09	0,07	0,06	0,06
Årlig netto realavkastning (prosent)	3,80	3,98	6,55	10,53	6,31

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

Tabell 3 Fondets avkastning, målt i ulike valutaer. Prosent

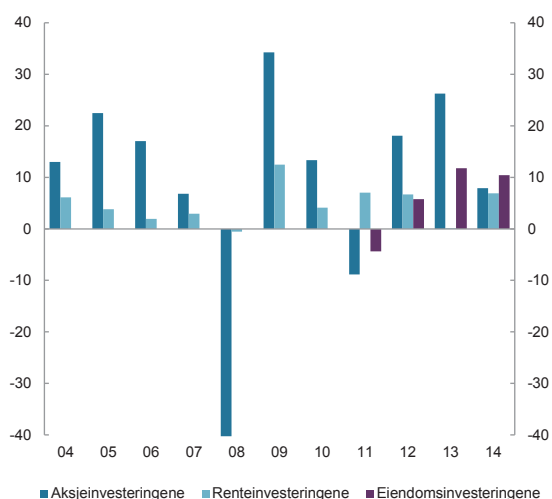
	Siden 01.01.1998 Annualiserte tall	2014	2013	2012	2011	2010
Amerikanske dollar	6,33	0,52	14,77	14,42	-3,96	8,81
Euro	5,71	14,47	9,81	12,66	-0,75	16,37
Britiske pund	6,71	6,78	12,63	9,39	-3,25	12,23
Norske kroner	6,48	24,23	25,11	6,70	-1,39	9,49
Valutakurven	5,81	7,58	15,95	13,42	-2,54	9,62

Figur 1 Fondets årlige avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



Kilde: Norges Bank Investment Management

Figur 2 Fondets årlige avkastning for aksje-, rente- og eiendomsinvesteringene. Prosent

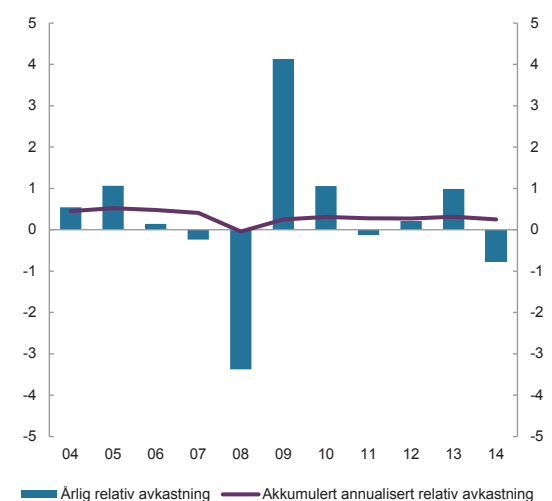


Kilde: Norges Bank Investment Management

Tabell 4 Bidrag fra forvaltningsområdene til aksje- og renteforvaltningens relative avkastning i 2014. Prosentpoeng

	Totalt	Herav ekstern forvaltning
Aksjeforvaltning	-0,46	0,08
Renteforvaltning	-0,31	0,02
Totalt	-0,77	0,10

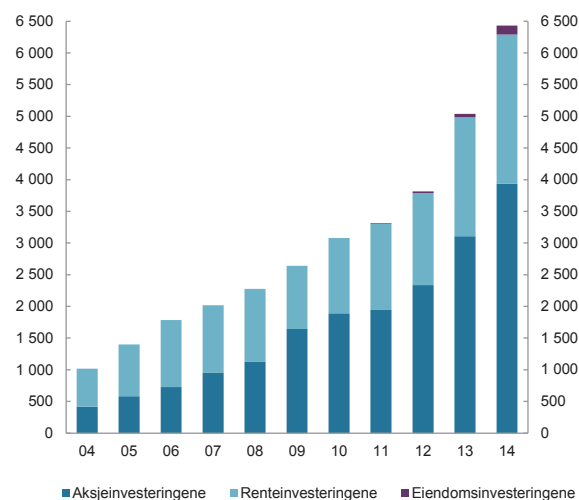
Figur 3 Fondets årlige relative avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning, eksklusive eiendom. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank Investment Management

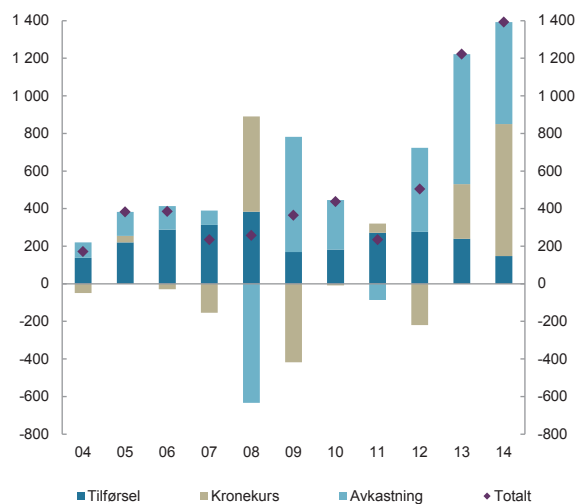


Figur 4 Markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank Investment Management

Figur 5 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank Investment Management

Tabell 5 Nøkkeltall per 31. desember 2014

	2014	2013	2012	2011	2010
Markedsverdi (mrd. kroner)*					
Aksjeinvesteringenes markedsverdi	3 940	3 107	2 336	1 945	1 891
Renteinvesteringenes markedsverdi	2 350	1 879	1 455	1 356	1 186
Eiendomsinvesteringenes markedsverdi	141	52	25	11	-
Fondets markedsverdi	6 431	5 038	3 816	3 312	3 077
Tilførsel*					
Fondets avkastning	544	692	447	-86	264
Endring som følge av svingninger i kronekursen	702	291	-220	49	-8
Endring i markedsverdien	1 393	1 222	504	234	437
Kostnader i forvaltningen (prosent)					
Beregnete innfasingskostnader**	0,00	0,01	0,03	0,05	0,01
Forvaltningskostnader	0,06	0,06	0,06	0,08	0,11
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996 (mrd. kroner)					
Samlet brutto tilførsel	3 452	3 302	3 060	2 782	2 508
Samlet forvaltningsgodtgjøring***	27	24	21	19	16
Samlet tilførsel etter forvaltningsgodtgjøring	3 425	3 278	3 039	2 763	2 492
Samlet avkastning	2 343	1 799	1 107	660	746
Endring som følge av svingninger i kronekursen	663	-39	-331	-111	-160
Fondets markedsverdi	6 431	5 038	3 816	3 312	3 077
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	2 316	1 775	1 087	641	730

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

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

*** 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.

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

	2014	2013	2012	2011	2010
Aksjeinvesteringenes avkastning	1 567	1 242	579	226	395
Renteinvesteringenes avkastning	761	551	528	434	351
Eiendomsinvesteringenes avkastning	14	5	0	0	0
Fondets avkastning	2 343	1 799	1 107	660	746

STORTINGET

Lov om Statens pensjonsfond

FINANSDEPARTEMENTET

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

NORGES BANK HOVEDSTYRE

Hovedstyrets prinsippdokumenter
Investeringsmandat
Stillingsinstruks for leder i Norges Bank Investment Management

NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT

Retningslinjer
Leder delegerer investeringsmandater og stillingsinstrukser

VÅRT OPPDRAG

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

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

I mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland er det uttalt at fondet skal investeres bredt utenfor Norge med 60 prosent i aksjer, 35–40 prosent i rentepapirer og inntil 5 prosent i eiendom. Vår forvaltningsstrategi kjennetegnes av at fondet er investert globalt og fordelt på tre aktivaklasser. Investeringene skal gi en høy langsiktig avkastning. Vi tar sikte på å nå dette målet med en akseptabel risiko, som en ansvarlig investor og gjennom en effektiv organisasjon. Vår mulighet til å investere langsiktig avhenger av at det er tillit til måten vi forvalter fondet på. En stor grad av åpenhet om forvaltningen bidrar til å sikre dette.

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

Vi skal sikre den internasjonale kjøpekraften til fondet ved å oppnå en realavkastning over tid som er høyere enn veksten i verdensøkonomien. Fondet skal være investert i de fleste markeder, land og valutaer for å få en bred eksponering mot veksten i verdensøkonomien.

■ Vår forvaltningsstrategi kjennetegnes av at fondet er investert globalt og fordelt på tre aktivaklasser.

BREDERE EKSPONERT MOT DEN GLOBALE VEKSTEN

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

I 2014 fikk fondet en kapitaltilførsel på 147 milliarder kroner. 64 prosent av dette ble investert i aksjer, mens det resterende beløpet ble investert i rentepapirer og eiendom. Andelen av tilførselen som ble investert i eiendom økte betydelig i 2014 og utgjorde totalt 47 prosent av den samlede kapitaltilførselen. Det var første gang andelen av tilførselen som ble investert i eiendom var større enn andelen investert i rentepapirer, og ettersom vi solgte rentepapirer for å kjøpe mer eiendom, var tilførselen til rentepapirer negativ.

Ved utgangen av 2014 var 39,3 prosent av fondets investeringer i Europa, ned fra 45,2 prosent året før. 38,9 prosent var investert i Nord-Amerika, opp fra 32,8 prosent året før.

17,5 prosent var investert i Asia og Oseania, opp fra 14,8 prosent året før. Ved årsslutt var 10,6 prosent av fondets investeringer i fremvoksende markeder, opp fra 10,3 prosent året før.

EIERANDELER I MER ENN 9 000 SELSKAPER

Fondet var investert i 9 134 selskaper ved utgangen av 2014, mot 8 213 selskaper ett år tidligere. Eierandelen var større enn 2 prosent i 1 205 selskaper og over 5 prosent i 57 selskaper. Ved utgangen av året var 61 land godkjent som markedsplasser der fondet kan handle aksjer, mot 58 året før. Nye markedsplasser var Ghana, Mauritius og Nigeria.

Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper, målt som andel av aksjeindeksen FTSE Global All Cap, var ved utgangen av året 1,3 prosent, uendret fra året før. Den største eierandelen var i europeiske selskaper og utgjorde 2,4 prosent i gjennomsnitt av de børsnoterte selskapene, ned fra 2,5 prosent fra året før. Eierandelen i aksjeselskaper i utviklede markeder var på 1,3 prosent ved utgangen av 2014. I fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder, eide fondet i gjennomsnitt 1,4 prosent av de børsnoterte selskapene.

Fondets renteinvesteringer besto av 4 256 verdipapirer fra 1 143 utstedere ved utgangen av 2014, mot 3 803 verdipapirer fra 1 060 utstedere året før. Totalt var renteinvesteringene fordelt på 31 valutaer ved utgangen av året, uendret fra året før.

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i valutaer til fremvoksende land økte noe sammenlignet med i fjor. Ved utgangen av året var 12,8 prosent av renteinvesteringene i



fremvoksende markeder, mot 12,3 prosent ved inngangen til året. Renteinvesteringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 78,7 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året, mot 78,8 prosent ett år tidligere.

BREDERE GEOGRAFISK EKSPONERING

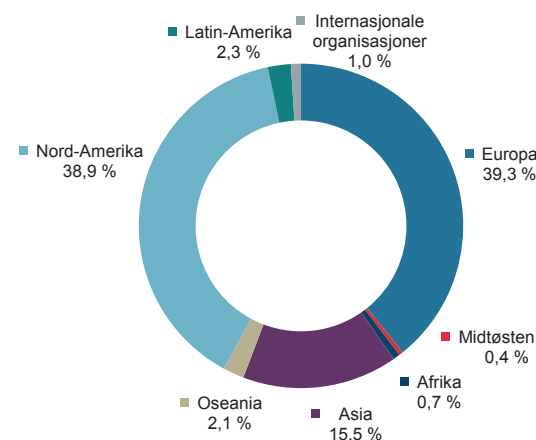
Investeringsmulighetene endrer seg over tid. Nye markeder blir tilgjengelige for investeringer, nye muligheter vokser frem og risikobildet endres. Fondets samlede eksponering mot ulike markeder, kilder til risiko og avkastning må tilpasses løpende. Vi mener målet om høyest mulig avkastning til akseptabel risiko nås best ved å være bredt investert i den globale produksjonen av varer og tjenester. Fondet skal være investert i de fleste markeder, land og valutaer for å få en bred eksponering mot veksten i verdensøkonomien.

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

valutaer i obligasjonsporteføljen vil også øke. Ved utgangen av året var 679 milliarder kroner investert i aksjer og i rentepapirer i fremvoksende markeder, mot 530 milliarder kroner året før. Investeringene i aksjer og rentepapirer i nye fremvoksende (frontier) markeder utgjorde ved utgangen av året totalt 7,5 milliarder kroner, mot 4,9 milliarder kroner ved utgangen av 2013.

Fondets investeringer kunne knyttes til 75 land ved utgangen av 2014.

Figur 6 Fondets investeringer fordelt på regioner per 31. desember 2014. Prosent



Kilde: Norges Bank Investment Management

Tabell 7 Fondets ti største beholdninger fordelt på land per 31. desember 2014. Prosent

Land	Totalt	Aksjer	Rentepapirer	Eiendom
USA	32,3	20,4	11,1	0,7
Storbritannia	10,7	7,6	2,5	0,6
Japan	7,9	4,7	3,2	0,0
Tyskland	6,7	3,7	2,8	0,2
Frankrike	5,2	3,6	1,3	0,3
Sveits	4,3	3,5	0,8	0,0
Canada	3,0	1,4	1,6	0,0
Spania	2,6	1,1	1,5	0,0
Kina	2,2	1,8	0,4	0,0
Australia	2,2	1,3	0,9	0,0

INVESTERINGER I FREMVOKSENDE MARKEDER

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

Fondets investeringer kunne knyttes til 75 land ved utgangen av 2014. Nye land i 2014 var Slovenia, Ghana og Mauritius. Fondet var samtidig investert i 47 valutaer ved utgangen av året. I løpet av året investerte vi for første gang i ghanesiske cedi, mauritiske rupi og nigerianske naira.

Fondets investeringer kan knyttes til 18 land som typisk klassifiseres som nye fremvoksende (frontier) markeder. Dette var Slovenia, Qatar, Slovakia, Vietnam, Tunisia, Romania, Bulgaria, Litauen, Kenya, Oman, Nigeria, Bahrain, Kroatia, Estland, Mauritius, Kypros, Jordan og Ghana. I tillegg har fondet investeringer i land som er klassifisert som nye fremvoksende markeder, men som ikke inngår i FTSE-indeksen: Ukraina, Kuwait, Panama, Latvia, Kasakhstan og Uruguay. Enkelte av investeringene er gjort i aksjer notert på børser i andre land.

Tabell 8 Investeringer i nye fremvoksende markeder. Landklassifisering i henhold til FTSE. Millioner kroner

Land	2014
Slovenia* ***	4 820
Qatar***	2 837
Slovakia	1 963
Vietnam	1 220
Tunisia**	1 075
Romania*	965
Bulgaria***	939
Litauen* ***	731
Kenya	630
Oman	522
Nigeria*	497
Bahrain*	366
Kroatia***	343
Estland	110
Mauritius	82
Kypros*	49
Jordan	27
Ghana	15

Land utenfor FTSE-indeksene

Ukraina* **	918
Kuwait	687
Panama***	324
Latvia	251
Kasakhstan*	239
Uruguay***	225

* Inkludert investeringer i aksjer notert på børser i andre land

** AID-obligasjoner garantert av den amerikanske stat

*** Inkludert obligasjoner utstedt i annen valuta enn lokal valuta

Tabell 9 Investeringer i Afrika per 31. desember 2014. Millioner kroner

Land	Aksjer	Renter
Sør-Afrika	22 680	11 647
Egypt**	4 107	195*
Kenya	630	-
Marokko	525	-
Nigeria**	497	-
Mauritius	82	-
Tunisia	77	997*
Ghana	15	-
Zambia	7	-
Totalt	28 620	12 840

African Development Bank	1 346
--------------------------	-------

* AID-obligasjoner garantert av den amerikanske stat

** Inkludert investeringer i aksjer notert på børser i andre land (ADR/GDR)

VIETNAM

- Fondet hadde totalt 1,2 milliarder kroner investert i Vietnam ved utgangen av 2014.
- Investeringene var i 20 aksjeselskaper.



KENYA

- Fondet hadde totalt 630 millioner kroner investert i Kenya ved utgangen av 2014.
- Investeringene var i 11 aksjeselskaper.



KROATIA

- Fondet hadde totalt 343 millioner kroner investert i Kroatia ved utgangen av 2014.
- Investeringene var i 10 aksjeselskaper og en obligasjon.



EUROPA

2 058 selskaper

1 356 obligasjoner fra **415** utstedere

53 eiendomsinvesteringer*

MIDTØSTEN

133 selskaper

38 obligasjoner fra **13** utstedere

AFRIKA

169 selskaper

22 obligasjoner fra **4** utstedere

ASIA

3 712 selskaper

550 obligasjoner fra **87** utstedere

1 eiendomsinvestering*

OSEANIA

339 selskaper

128 obligasjoner fra **36** utstedere

NORD-AMERIKA

2 429 selskaper

1 844 obligasjoner fra **535** utstedere

43 eiendomsinvesteringer*

LATIN-AMERIKA

294 selskaper

211 obligasjoner fra **37** utstedere

INTERNASJONALE ORGANISASJONER

107 obligasjoner fra **16** utstedere

* Inkludert investeringer i børsnoterte eiendomsselskaper

STERK OPPGANG I USA

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 7,9 prosent i 2014, etter en sterk oppgang i fondets amerikanske aksjeinvesteringer.

Den økonomiske veksten i verden var nær uendret fra 2013 til 2014. I de tilfellene der det var økonomisk vekst, var den skjør, varierende mellom ulike land og regioner og lavere enn forventet ved inngangen til året. USA fremsto i økende grad som vekstmotoren til tross for at veksten i året var lavere enn forventet, mens veksten i eurosoneen var svak. Geopolitisk uro i nærområdene medvirket negativt i eurosoneen.

I Japan så vi en ujevn økonomisk vekst gjennom året. Markedet fokuserte på momsøkningen og regjeringens økonomiske støttetiltak. I Kina bidro svakere aktivitet i boligmarkedet til lavere økonomisk vekst. Tiltak fra kinesiske myndigheter bidro til å stabilisere veksten mot utgangen av året. Uttalelser fra myndighetene la samtidig vekt på at landet er på vei mot strukturelt lavere vekst.

Veksten i fremvoksende markeder falt fra 2013 til 2014 og var noe svakere enn ventet. Dette skyldtes delvis lav vekst i global handel, påvirket av aktiviteten i USA og Kina. Lavere priser på olje og andre råvarer påvirket også flere fremvoksende markeder negativt. Analytikerne nedjusterte sine anslag for veksten på mellomlang sikt for flere fremvoksende markeder.



STERK UTVIKLING I NORD-AMERIKA

Investeringene i Nord-Amerika sto for 35,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Den overveiende delen av investeringene i Nord-Amerika var i USA. USA var fondets største enkeltmarked og sto for 33,1 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 0,2 prosent i 2014. Totalt var 41,7 prosent av fondets aksjer plassert i europeiske selskaper. Storbritannia var det nest største enkeltmarkedet og utgjorde 12,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

Investeringene i Asia og Oseania fikk en avkastning på 9,3 prosent og sto for 19,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Den svake avkastningen i Japan bidro til å begrense avkastningen. Avkastningen for japanske aksjer var 3,0 prosent i 2014. Japanske aksjer utgjorde 7,6 prosent av aksjeinvesteringene og var fondets tredje største enkeltmarked.

Avkastningen for kinesiske aksjer var på 20,4 prosent i 2014. Kinesiske aksjer utgjorde 2,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer og var det største enkeltmarkedet innen fremvoksende markeder. Deretter fulgte Taiwan og India som utgjorde henholdsvis 1,5 prosent og 0,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for fondets investeringer her var henholdsvis 14,6 prosent og 56,1 prosent. Avkastningen for russiske aksjer var på -40,9 prosent i 2014. Investeringene utgjorde 0,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

Fremvoksende markeder hadde en sterk utvikling i 2014. Fondets investeringer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 11,5 prosent. Regionen med sterkest utvikling var Midtøsten med en avkastning på 22,5 prosent, mens fondets investeringer i Afrika hadde en avkastning på 18,2 prosent. Regionene sto for totalt 1,1 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Totalt var 9,7 prosent av fondets aksjebeholdning plassert i fremvoksende markeder.

BEST RESULTAT I TEKNOLOGISEKTOREN

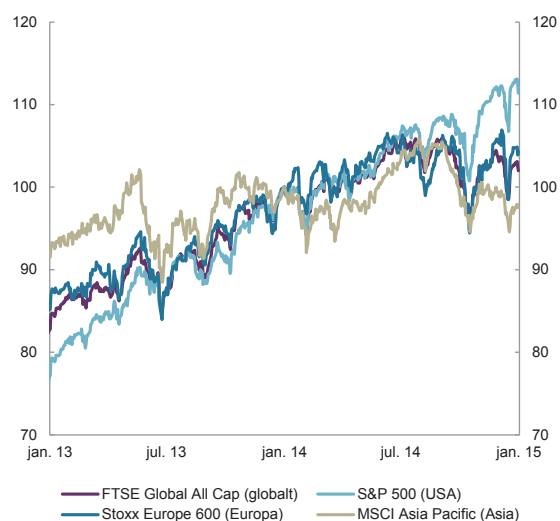
Teknologiselskaper hadde den sterkeste avkastningen i året med en avkastning på 22,4 prosent. Optimisme knyttet til utviklingen, og dermed inntjeningsmuligheter, innenfor skyteknologi, håndtering av store datamengder og «tingenes internett» dro opp avkastningen for teknologisektoren. Avkastningen ble også positivt påvirket av lanseringen av flere nye produkter.

Helseselskaper hadde en avkastning på 21,9 prosent. Avkastningen ble positivt påvirket av en rekke fusjoner og oppkjøp i sektoren. Fremgang innen forskning og utvikling, samt at lanserte produkter ble tatt godt imot av markedet, påvirket også resultatet.

Kraft- og vannforsyningselskaper hadde en avkastning på 17,6 prosent. Dette er en sektor med forholdsvis stabil inntjening, som blir mer verdifull når rentenivået synker.

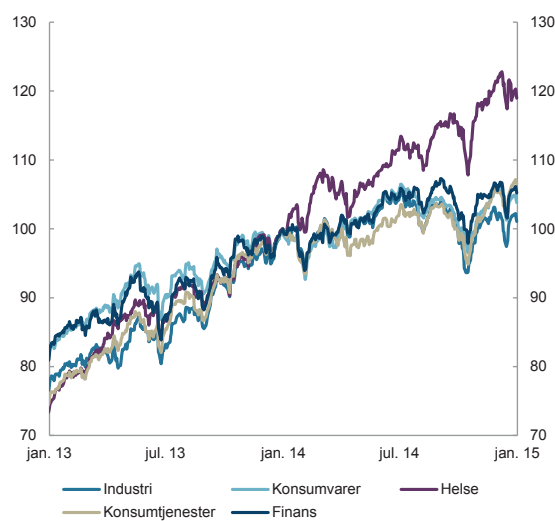
Den svakeste avkastningen i året var for olje- og gasselskaper, som hadde en avkastning på -10,5 prosent. En markant nedgang i oljeprisen, som var på sitt laveste nivå på fem år, bidro til negativ avkastning.

Figur 7 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert 31.12.2013 = 100



Kilde: Bloomberg

Figur 8 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2013 = 100



Kilde: FTSE

Tabell 10 Avkastning på fondets aksjeinvesteringer.

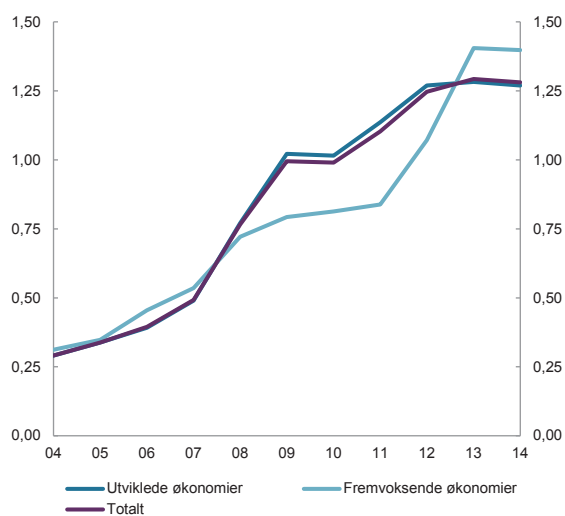
År	Avkastning Prosent	Relativ avkastning Prosentpoeng
2014	7,90	-0,82
2013	26,28	1,28
2012	18,06	0,52
2011	-8,84	-0,48
2010	13,34	0,73
2009	34,27	1,86
2008	-40,71	-1,15
2007	6,82	1,15
2006	17,04	-0,09
2005	22,49	2,16
2004	13,00	0,79
2003	22,84	0,51
2002	-24,39	0,07
2001	-14,60	0,06
2000	-5,82	0,49
1999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

Tabell 11 Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i 2014. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksjebeholdningen*
Finans	9,9	23,7
Industri	4,5	13,7
Konsumvarer	7,3	13,9
Konsumtjenester	8,2	10,4
Helse	21,9	9,6
Teknologi	22,4	8,4
Olje og gass	-10,5	6,9
Materialer	-2,5	5,8
Telekommunikasjon	-1,3	3,3
Kraft- og vannforsyning	17,6	3,7

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

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



Kilde: FTSE, Norges Bank Investment Management

Tabell 12 Fondets største aksjebeholdninger per 31. desember 2014. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Nestlé SA	Sveits	47 924
Novartis AG	Sveits	36 318
Apple Inc	USA	35 509
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	32 501
BlackRock Inc	USA	31 439
Roche Holding AG	Sveits	28 610
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	24 737
Daimler AG	Tyskland	22 699
Microsoft Corp	USA	21 304
Exxon Mobil Corp	USA	21 303

Tabell 13 Fondets største eierandeler i aksjemarkedene per 31. desember 2014. Prosent

Selskap	Land	Eierandel
Smurfit Kappa Group Plc	Irland	9,3
Stora Enso OYJ	Finland	8,2
Monitise Plc	Storbritannia	7,9
CNinsure Inc	Kina	7,8
UPM-Kymmene OYJ	Finland	7,6
Tesco Plc	Storbritannia	7,2
BlackRock Inc	USA	7,0
Telecity Group Plc	Storbritannia	6,8
Linde AG	Tyskland	6,7
Svenska Cellulosa AB SCA	Sverige	6,6



APPLE

Apple er et amerikansk multinasjonalt teknologiselskap med hovedkvarter i California, USA. Selskapet designer, utvikler og selger forbrukerelektronikk, programvare, nettbaserte tjenester og datamaskiner. Selskapet hadde 92 600 ansatte og driftsinntekter på 182,8 milliarder dollar for regnskapsåret 2014, som ble avsluttet 27. september 2014.



NOVARTIS

Novartis er et sveitsisk farmasiselskap med hovedkontor i Basel, Sveits. Selskapet forsker, utvikler og markedsfører legemidler for mennesker og dyr, i tillegg til at de produserer kontaktlinser. Selskapet hadde mer enn 133 000 ansatte og driftsinntekter på 10,7 milliarder dollar i 2014.

DE STØRSTE ENKELTINVESTERINGENE

Investeringen i det amerikanske teknologiselskapet Apple bidro mest til fondets avkastning i 2014, fulgt av investeringen i det sveitsiske farmasiselskapet Novartis og det amerikanske finansselskapet BlackRock. Fondets største verdifall i et enkelt-selskap var i det britiske konsumvareselskapet Tesco, fulgt av det britiske oljeselskapet BG Group og det amerikanske telekommunikasjonsselskapet Sprint Corp.

Den største aksjeholdningen i et enkelt-selskap var i Nestlé. Fondets eierandel på 2,7 prosent hadde en markedsverdi på 47,9 milliarder kroner ved utgangen av 2014. I tillegg sto to finansselskaper, to teknologiselskaper, to olje- og gasselskaper, to farmasiselskaper og ett bilselskap på listen over fondets ti største aksjeholdninger.

Fondets største prosentvise eierandel i et enkelt-selskap i aksjeporteføljen var i industri-selskapet Smurfit Kappa. Eierandelen på 9,3 prosent hadde en verdi på nær 3,6 milliarder kroner. Fondet kan ikke eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkelt-selskap.

Vi deltok i totalt 138 børsnoteringer i 2014. Den største børsnoteringen i markedet som fondet kjøpte aksjer i, var i det australske forsikrings-selskapet Medibank Private Limited. Deretter fulgte det kinesiske kraftselskapet CGN Power Co og det amerikanske finansselskapet Citizens Financial Group. Fondets største deltagelse i børsnoteringer var i det amerikanske eiendoms-selskapet Paramount Group, det russiske konsumvareselskapet Lenta og det nederlandske forsikringsselskapet NN Group.

RELATIV AVKASTNING

Fondet eide aksjer i 9 134 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2014. Investeringene måles mot referanseindeksen til Finansdepartementet. Denne tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen, som besto av 7 441 børsnoterte selskaper.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 0,8 prosentpoeng lavere enn referanseindeksens avkastning. Hovedårsaken til det lavere resultatet var at fondet gjennom 2014 hadde en høyere andel europeiske aksjer og en lavere andel amerikanske aksjer enn i fondets referansindeks. Dette forklarer om lag 80 prosent av det negative resultatet til aksjeporteføljen. Ettersom europeiske aksjer i 2014 hadde en lavere avkastning i forhold til de amerikanske, fikk fondet et negativt bidrag til relativ avkastning fra denne posisjoneringen. Blant de ulike landene fondet var investert i, bidro aksjer i USA og Storbritannia mest negativt til den relative avkastningen. Investeringene i Kina og Nederland bidro mest positivt til den relative avkastningen. Verdifallene i Tesco, BG Group og Sprint var alene årsak til om lag 30 prosent av det negative resultatet til aksjeporteføljen. Andre posisjoner i aksjeporteføljen bidro til meravkastning.

INTERNE REFERANSEPORTEFØLJER

Den interne referanseporteføljen for aksjer besto av 9 209 selskaper ved utgangen av 2014. Den fikk en avkastning på 8,5 prosent for året, noe som var 0,2 prosentpoeng lavere enn avkastningen til referanseindeksen som er sammensatt av FTSE Group. Forskjellen skyldtes i hovedsak at referanseporteføljen hadde en høyere vekt i europeiske aksjer og en lavere vekt i amerikanske aksjer enn referanseindeksen til Finansdepartementet.

LAVERE RENTENIVÅER GA POSITIV AVKASTNING

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 6,9 prosent. Avkastningen ble positivt påvirket av nedgangen i de globale rentenivåene.

2014 var preget av fortsatt lav inflasjon. Inflasjonen var særlig lav i eurosoneen, også sammenlignet med forventningene ved inngangen til året. Fallet i oljeprisene bidro til ytterligere fall i inflasjonen i andre halvdel av året. Inflasjon og uventet lav økonomisk vekst bidro til at rentene i hovedmarkedene fondet er investert i, falt gjennom hele året. Tiårsrenten i USA falt fra 3,0 prosent ved årsslutt 2013 til 2,2 prosent ved utgangen av 2014. I Tyskland falt tiårsrenten fra 1,9 prosent til 0,5 prosent, mens den i Japan falt fra 0,7 prosent til 0,3 prosent. Dette økte prisene på obligasjonene og bidro positivt til avkastningen.

Det var samtidig store forskjeller i pengepolitikken i hovedmarkedene fondet er investert i. I USA trappet den amerikanske sentralbanken gradvis ned sine kjøp av verdipapirer, før disse ble endelig avsluttet i oktober. Samtidig signaliserte sentralbanken rentehevinger i 2015. I eurosoneen bidro lav inflasjon og svak økonomisk vekst til flere pengepolitiske lettelsers fra den europeiske sentralbanken. Mot slutten av året tiltok forventningene om ytterligere lettelsers i form av statspapirkjøp. I Japan fikk momsøkningen i april trolig større negativ effekt for den japanske økonomien enn forventet, og det fikk konsekvenser for prisveksten. I lys av dette, samt lavere oljepriser, annonserte den japanske sentralbanken i oktober ytterligere pengepolitiske lettelsers. Forskjellene i sentralbankenes pengepolitikk bidro til at den amerikanske dollaren styrket seg betydelig i andre halvår, noe som fikk konsekvenser for hele det globale markedet.

POSITIV AVKASTNING PÅ STATSOBLIGASJONER

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 6,7 prosent i 2014 og utgjorde 55,2 prosent av renteinvesteringene. Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 7,3 prosent i lokal valuta, 14,8 prosent i valutakurven, og utgjorde 16,8 prosent av renteinvesteringene.

Dette var fondets største beholdning av statsgjeld fra enkeltsteder. Denne høye avkastningen skyldtes hovedsakelig at den amerikanske dollaren styrket seg betydelig mot andre valutaer. Lavere renter i USA bidro også positivt til resultatet. Euro-denominerte statsobligasjoner fikk en avkastning på 12,4 prosent i lokal valuta, 5,6 prosent i valutakurven, og utgjorde 11,7 prosent av renteinvesteringene. Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 7,9 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 4,5 prosent i lokal valuta og -3,3 prosent i valutakurven. Resultatet ble påvirket av en svakere yen i siste halvdel av året.

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 6,7 prosent i 2014 og utgjorde 55,2 prosent av renteinvesteringene.

Selskapsobligasjoner utviklet seg sterkest av fondets renteinvesteringer i 2014. Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 11,3 prosent og utgjorde 19,3 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året. Realrenteobligasjoner fikk en avkastning på 5,6 prosent og utgjorde 2,7 prosent av renteinvesteringene. De pantsikrede obligasjonene, som i hovedsak består av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på 3,5 prosent. Pantesikrede obligasjoner utgjorde 8,1 prosent av fondets renteinvesteringer.

Fondet var også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som European Investment Bank, Kreditanstalt für Wiederaufbau og Canada Housing Trust. Beholdningen av slike obligasjoner fikk en avkastning på 5,5 prosent og sto for 14,6 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

ENDRINGER I BEHOLDNINGEN AV RENTEPAPIRER

I 2014 økte markedsverdien av fondets renteinvesteringer mest i statsobligasjoner fra Japan, Spania og Storbritannia. Fondets største markedsverdireduksjon var i statsobligasjoner utstedt av Canada, USA og Tyskland. Fondets tre største deltagelser i enkeltutstedelser av nye obligasjoner utenom statspapirer var i obligasjoner utstedt av CDP Financial Inc., JPMorgan Chase & Co og The Export-Import Bank of China.

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

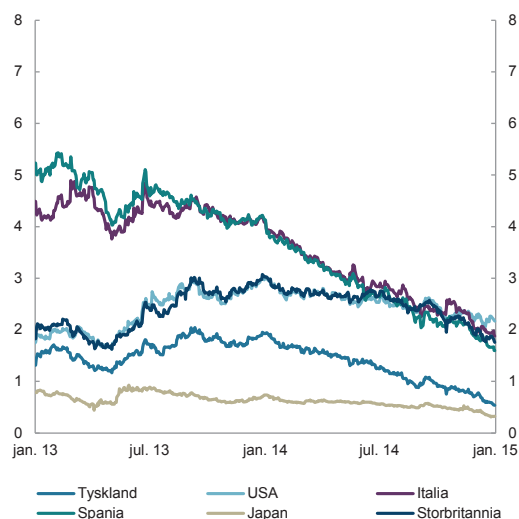
RELATIV AVKASTNING

Fondet var investert i 4 256 obligasjoner fra 1 143 utstedere ved utgangen av 2014. Investeringene måles mot en referanseindeks fastsatt av Finansdepartementet. Referanseindeksen er satt sammen av ulike delindekser fra Barclays og besto av i underkant av 11 000 obligasjoner fra mer enn 1 500 forskjellige utstedere ved utgangen av 2014. Fra 31. mars 2014 inkluderte Barclays

nominelle statsobligasjoner utstedt i russiske rubler og tyrkiske lire i sin BNP-vektede indeks, og som en følge av dette ble Russland og Tyrkia inkludert i fondets strategiske referanseindeks. Finansdepartementet valgte, etter råd fra Norges Bank, å introdusere vektingsfaktorer for russiske rubler og tyrkiske lire på henholdsvis 0,25 og 0,5. Dette bidro til å redusere innslaget av russiske og tyrkiske obligasjoner i referanseindeksen. Avkastningen til fondets referanseindeks ble med dette 1,3 prosent høyere enn den ellers ville ha vært.

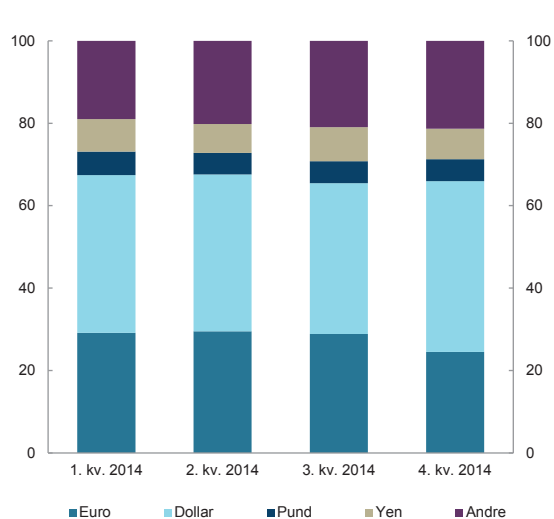
Avkastningen på fondets renteinvesteringer var 0,7 prosentpoeng lavere enn referanseindeksens avkastning. Hovedårsaken til det lavere resultatet var en kortere varighet på fondets renteinvesteringer sammenlignet med referanseindeksen. Når rentenivået faller, vil renteinvesteringer med kortere varighet stige mindre i verdi enn investeringer med lengre varighet. Dette forklarer rundt 140 prosent av det negative resultatet til renteporteføljen. Fondets renteinvesteringer hadde i 2014 en høyere vekt i fremvoksende markeder enn

Figur 10 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

Figur 11 Valutafordelingen av fondets renteinvesteringer. Prosent



Kilde: Norges Bank Investment Management

fondets referanseindeks. Russiske statsobligasjoner er blant fondets største investeringer innenfor fremvoksende markeder. Rundt 50 prosent av det negative resultatet til renteporteføljen skyldtes svak avkastning for russiske statsobligasjoner grunnet kursfall og svekket valuta. Renteinvesteringene fikk gjennom 2014 høyere løpende renteinntekter enn referanseindeksen. Det veide opp for deler av tapene knyttet til kortere varighet på fondets renteinvesteringer og russiske statsobligasjoner.

INTERNE REFERANSEPORTEFØLJER

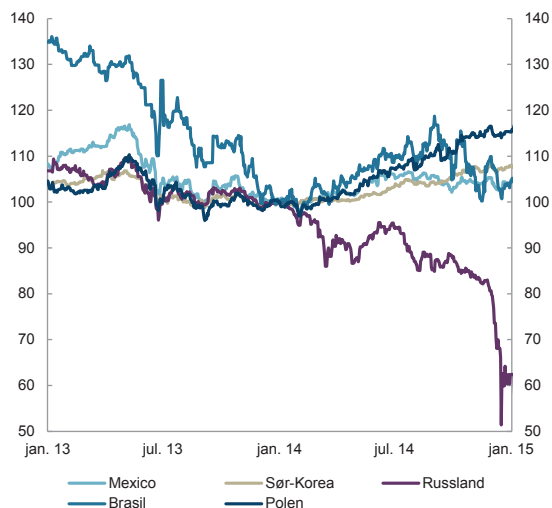
Den interne referanseporteføljen for renter besto av 12 720 obligasjoner ved utgangen av 2014. Den fikk en avkastning på 7,4 prosent for året, noe som var 0,2 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksen som er utarbeidet av Barclays Capital. Forskjellen skyldtes hovedsakelig at referanseporteføljen hadde en høyere andel av statsobligasjoner fra fremvoksende markeder enn referanseindeksen til Finansdepartementet. Den økte eksponeringen mot fremvoksende markeder er en del av den langsiktige strategien.

Figur 12 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer, og som inngår i Barclays Global Aggregate-indeksen. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2013 = 100



Kilde: Barclays Capital

Figur 13 Kursutviklingen for tiårige statsobligasjoner utstedt i fremvoksende økonomiers valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2013 = 100



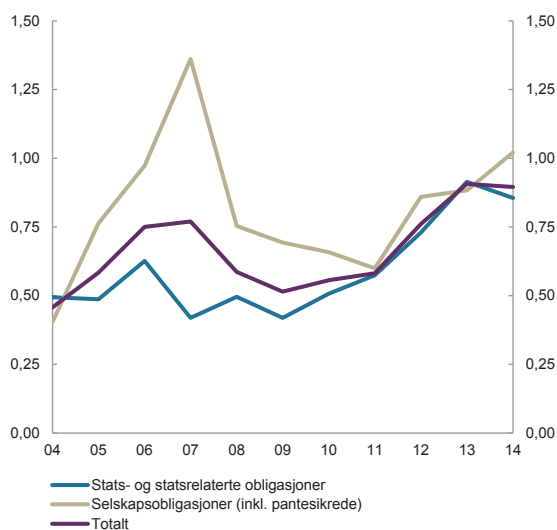
Kilde: Bloomberg

Figur 14 Kursutviklingen for ulike obligasjoner i Barclays Global Aggregate-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2013 = 100



Kilde: Barclays Capital

Figur 15 Fondets eierandeler i obligasjonsmarkedene. Prosent av markedsværdien til obligasjoner som inngår i obligasjonenes referanseindeks



Kilde: Barclays Capital, Norges Bank Investment Management

Tabell 14 Avkastningen på fondets renteinvesteringer

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

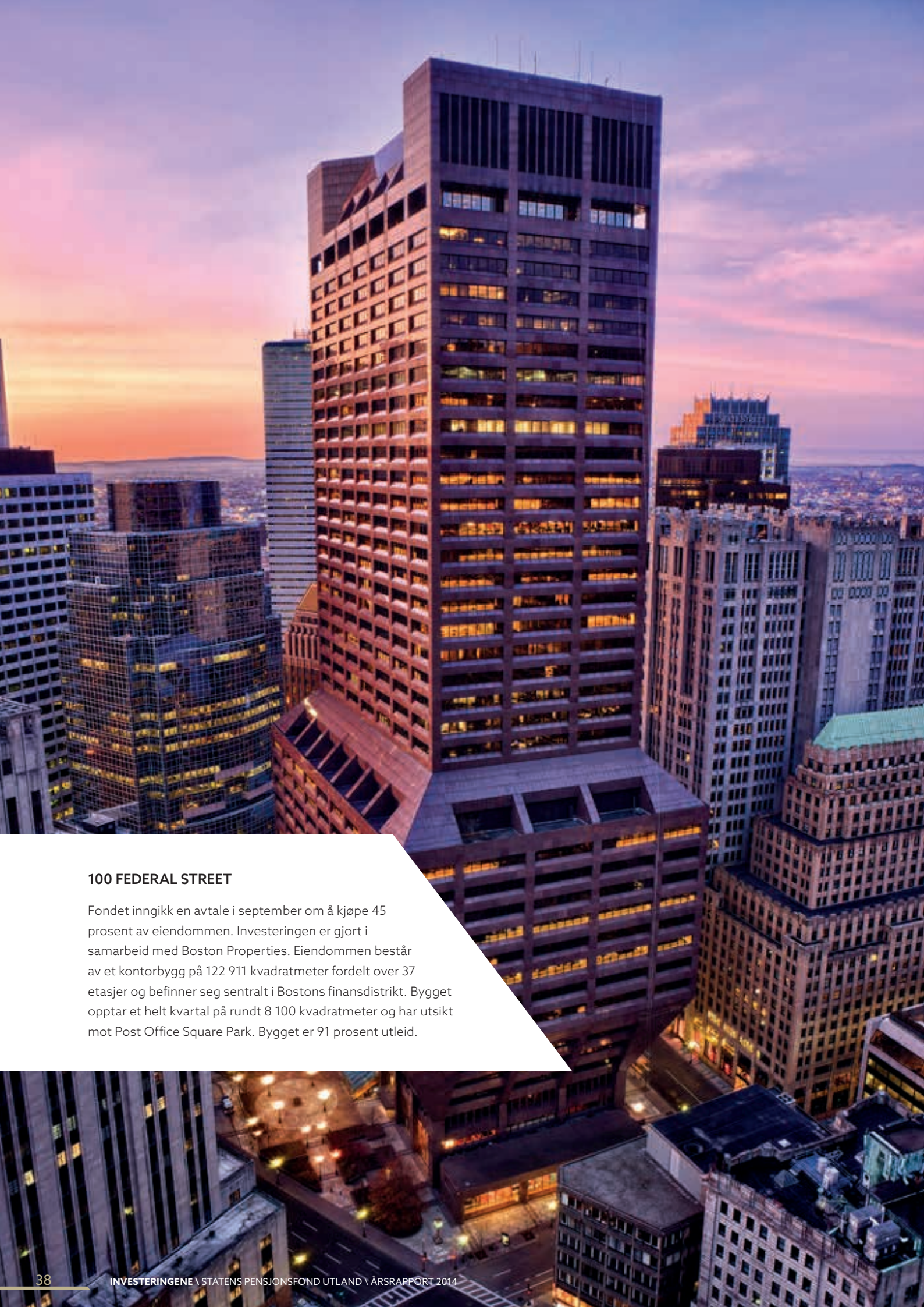
Tabell 15 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i 2014. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av renteinvesteringene
Statsobligasjoner*	6,7	55,2
Statsrelaterte obligasjoner*	5,5	14,6
Realrenteobligasjoner*	5,6	2,7
Selskapsobligasjoner	11,3	19,3
Pantesikrede obligasjoner	3,5	8,1

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

Tabell 16 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2014

Utsteder	Land	Beholdning Millioner kroner
Amerikanske stat	USA	422 200
Japanske stat	Japan	186 044
Tyske stat	Tyskland	84 021
Britiske stat	Storbritannia	76 341
Italienske stat	Italia	52 369
Spanske stat	Spania	46 731
Mexikanske stat	Mexico	46 620
Brasilianske stat	Brasil	43 505
Koreanske stat	Sør-Korea	41 107
Nederlandske stat	Nederland	37 121



100 FEDERAL STREET

Fondet inngikk en avtale i september om å kjøpe 45 prosent av eiendommen. Investeringen er gjort i samarbeid med Boston Properties. Eiendommen består av et kontorbygg på 122 911 kvadratmeter fordelt over 37 etasjer og befinner seg sentralt i Bostons finansdistrikt. Bygget opptar et helt kvartal på rundt 8 100 kvadratmeter og har utsikt mot Post Office Square Park. Bygget er 91 prosent utleid.

FORBEREDT PÅ VEKST

Andelen av fondet som var investert i eiendom, steg til 2,2 prosent ved utgangen av 2014. Fondet gjorde betydelig flere eiendomsinvesteringer i fjor enn i tidligere år.

Fondets eiendomsinvesteringer fikk i 2014 en avkastning på totalt 10,4 prosent, hvorav investeringene i unotert eiendom fikk en avkastning på 9,6 prosent. Avkastningen på fondets noterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter fratrukket driftskostnader, verdiendringer på eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp av eiendom. Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 4,4 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendring på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 7,1 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutasvingninger hadde en negativ innvirkning på resultatet med -1,0 prosentpoeng i året. Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom bidro negativt med -0,8 prosentpoeng.

Tabell 17 Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer i 2014 fordelt etter land/region. Prosent

	Avkastning
Europa uten Storbritannia	3,7
Storbritannia	15,8
USA	16,1
Andre land/regioner	-10,9
Total avkastning	10,4

NOTERTE EIENDOMSINVESTERINGER

I mange av de aktuelle markedene for eiendomsinvesteringer er eiendommer som fondet ønsker eksponering mot eid av børsnoterte selskaper. Norges Bank Investment Management har de siste årene bygget opp en portefølje av slike noterte eiendomsinvesteringer innenfor aksjeporteføljen. For å sikre en bredere eiendomsportefølje og for å kunne utnytte fondets fortrinn innenfor et fleksibelt eiendomsmandat, overførte vi deler av fondets investeringer i totalt 11 børsnoterte eiendoms-selskaper fra aksjeporteføljen til eiendomsporteføljen med virkning fra 31. oktober 2014. Ved årsslutt var den gjennomsnittlige eierandelen i disse selskapene 4,8 prosent i eiendomsporteføljen, mens den gjennomsnittlige eierandelen i aksjeporteføljen var 1,7 prosent. Investeringene hadde en markedsverdi på 27,3 milliarder kroner ved overføringstidspunktet. Ved årsslutt hadde verdien steget til 33,2 milliarder kroner.

Investeringene i notert eiendom hadde en avkastning på 6,0 prosent i perioden frem til årsslutt.

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

	2014	2013	2012
Netto resultat fra løpende leieinntekter	4,4	4,6	4,2
Netto verdiendringer på eiendom og gjeld	7,1	3,8	0,4
Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom	-0,8	-0,4	-0,6
Resultat av valutajusteringer	-1,0	3,8	1,8
Unoterte eiendomsinvesteringer	9,6	11,8	5,8
Børsnotert eiendom*	6,0	-	-
Total avkastning	10,4	11,8	5,8

* Fra 1. november 2014



601 LEXINGTON AVENUE

Fondet inngikk en avtale i september om å kjøpe 45 prosent av eiendommen. Investeringen er gjort i samarbeid med Boston Properties. Eiendommen befinner seg i hjertet av Midtown Manhattan, ved East 53de gate og Lexington Avenue. Den består av en skyskraper på 59 etasjer og et seks etasjers kontor- og detaljhandelsbygg på totalt 115 055 kvadratmeter. Bygget er 99 prosent utleid.

VEKST

Investeringene i eiendom tilsvarte 2,2 prosent av fondet ved utgangen av året, mot 1,0 prosent året før. Andelen skal over tid økes til inntil 5 prosent av fondets verdi. I 2014 gjorde vi et betydelig antall investeringer både i Europa og i USA. I første kvartal 2014 gjorde vi den første investeringen på vestkysten i USA. Investeringene er innenfor segmentene kontor, detaljhandel og logistikk.

Målet er å bygge en global, men konsentrert eiendomsportefølje. Strategien er å investere i et begrenset antall storbyer i sentrale markeder. I USA har vi valgt fire byer vi ønsker å investere i. Dette er New York, Washington D.C, Boston og San Francisco. I Europa vil vi fortsette å investere i London og Paris, i tillegg til å se videre på muligheter i et begrenset antall andre europeiske byer. Vi vil samtidig fortsette å gjøre investeringer i logistikeiendommer både i Europa og USA. I løpet av de neste årene vil vi også vurdere investeringer i storbyer utenfor Europa og USA, fortrinnsvis i Asia. Vi planlegger å fortsette veksten vi har sett i 2014 og forventer å investere 1 prosent av fondet i eiendom hvert år de neste årene.

ANSVARLIG FORVALTNING AV EIENDOMSINVESTERINGENE

Før en eiendomsinvestering gjør vi en grundig gjennomgang, såkalt due diligence, av partene

som er involvert i transaksjonen og av selve eiendomsobjektet. Både finansielle, juridiske, skattemessige, strukturelle, operasjonelle, tekniske og forsikringsmessige aspekter inngår i denne prosessen. Analyser av potensielle investeringer inkluderer også en vurdering av miljøfaktorer. Tiltak for å forbedre effektiviteten av energi- og vannforbruk og avfallshåndtering inngår samtidig i den kontinuerlige dialogen fondet har med sine samarbeidspartnere. Vi benytter ofte ekstern ekspertise for å avdekke eventuell miljømessig risiko knyttet til materialer med miljø- og helseskadelige effekter som kan påvirke eiendomsobjektets finansielle verdi over tid.

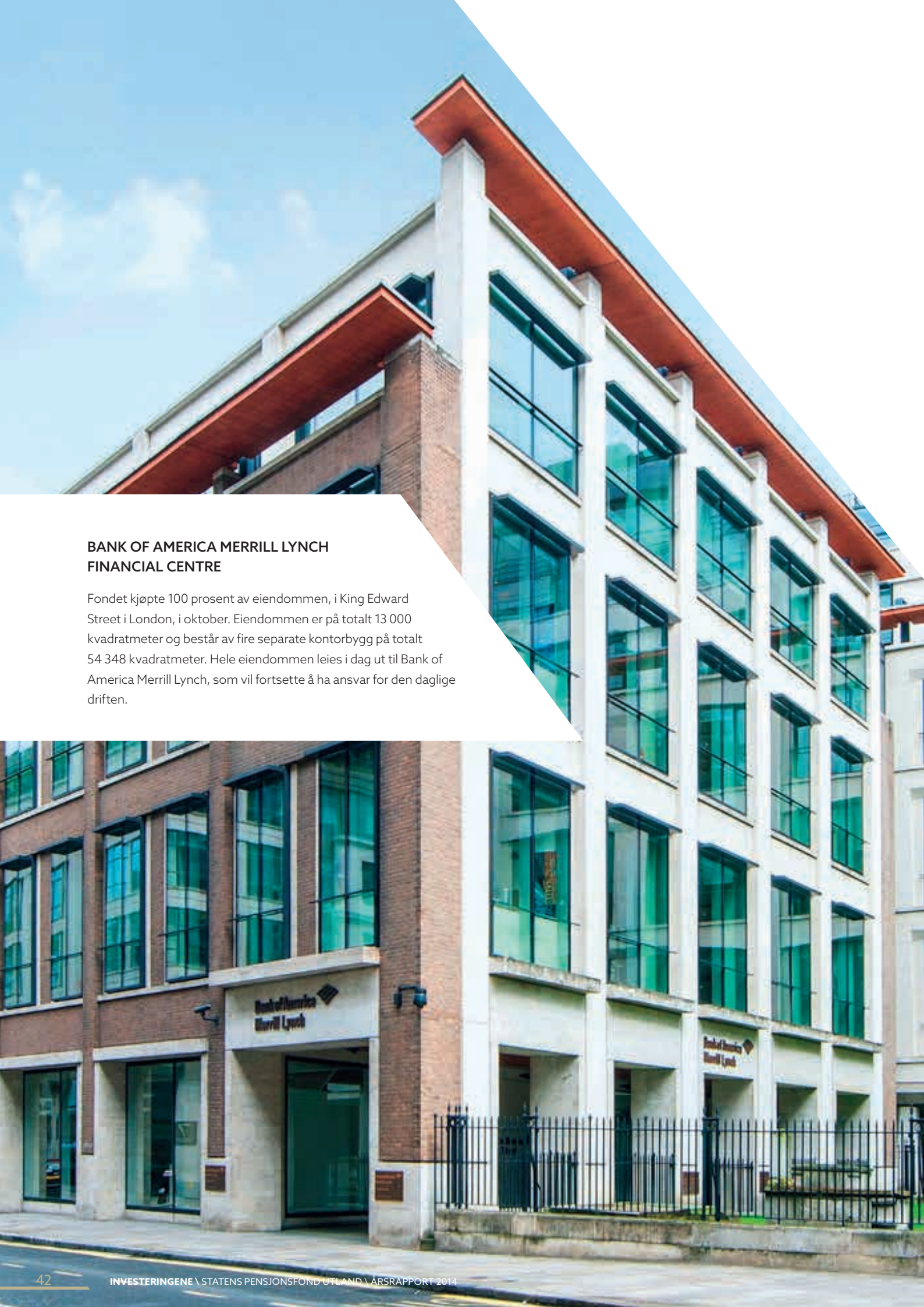
Vi legger vekt på at eiendomsinvesteringene våre skal følge internasjonale standarder når det gjelder ansvarlig forvaltning og rapportering. Siden 2011 har vi vært medlem av Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB). Vi har benyttet dette rammeverket for å fremme bedre rapportering om bærekraftig drift i eiendomssektoren og for å sammenligne vårt arbeid rundt ansvarlig eiendomsforvaltning med andre aktører. Vi har satt som krav til samarbeidspartnere at de oppgir informasjon om forvaltningen av eiendommene våre til GRESB på årlig basis. Vi bruker denne informasjonen systematisk i samarbeid med partnere til gradvis å forbedre eiendommenes kvalitet, driftseffektivitet og miljøtilstand.

Tabell 19 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. desember 2014. Millioner kroner

	Verdi
Investeringer i unotert eiendom	106 431
Investeringer i notert eiendom	33 238
Andre eiendeler tilknyttet eiendomsmandatet	1 199
Total verdi	140 868

Tabell 20 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer per 31. desember 2014. Fordelt etter by. Prosent

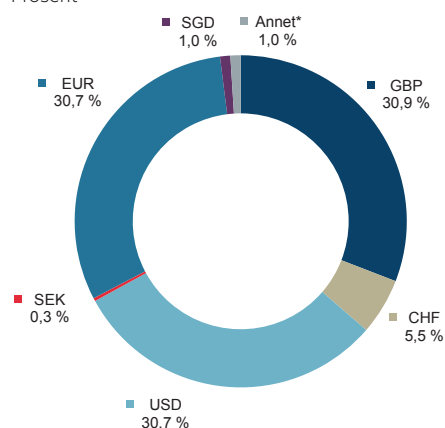
By	Land	Markedsverdi
London	Storbritannia	20,3
Paris	Frankrike	13,3
New York	USA	12,9
Boston	USA	9,9
Zurich	Sveits	7,1



BANK OF AMERICA MERRILL LYNCH FINANCIAL CENTRE

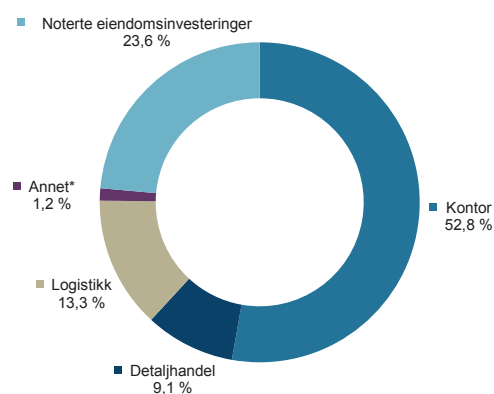
Fondet kjøpte 100 prosent av eiendommen, i King Edward Street i London, i oktober. Eiendommen er på totalt 13 000 kvadratmeter og består av fire separate kontorbygg på totalt 54 348 kvadratmeter. Hele eiendommen leies i dag ut til Bank of America Merrill Lynch, som vil fortsette å ha ansvar for den daglige driften.

Figur 16 Fondets eiendomsinvesteringer fordelt på valuta per 31. desember 2014. Inkludert noterte eiendomsinvesteringer. Prosent



* Bankinnskudd og andre fordringer
Kilde: Norges Bank Investment Management

Figur 17 Fondets eiendomsinvesteringer fordelt på sektor per 31. desember 2014. Inkludert noterte eiendomsinvesteringer. Prosent



* Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer
Kilde: Norges Bank Investment Management

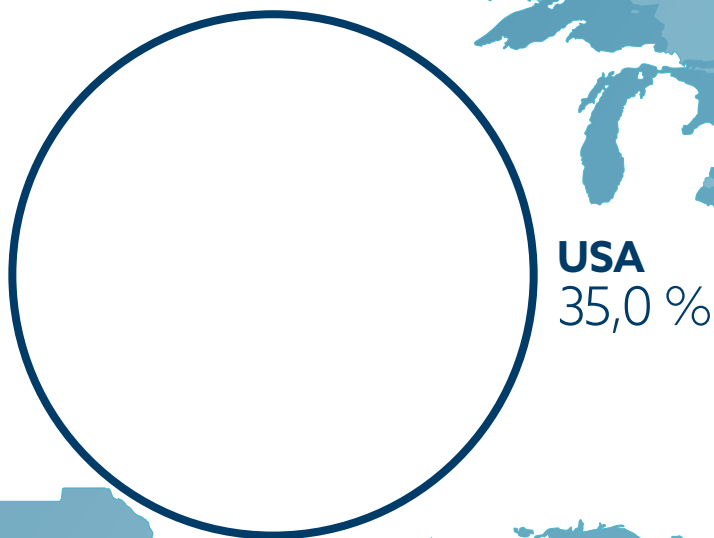
Tabell 21 Fondets største eierandeler i børsnoterte eiendomsselskaper per 31. desember 2014*. Prosent

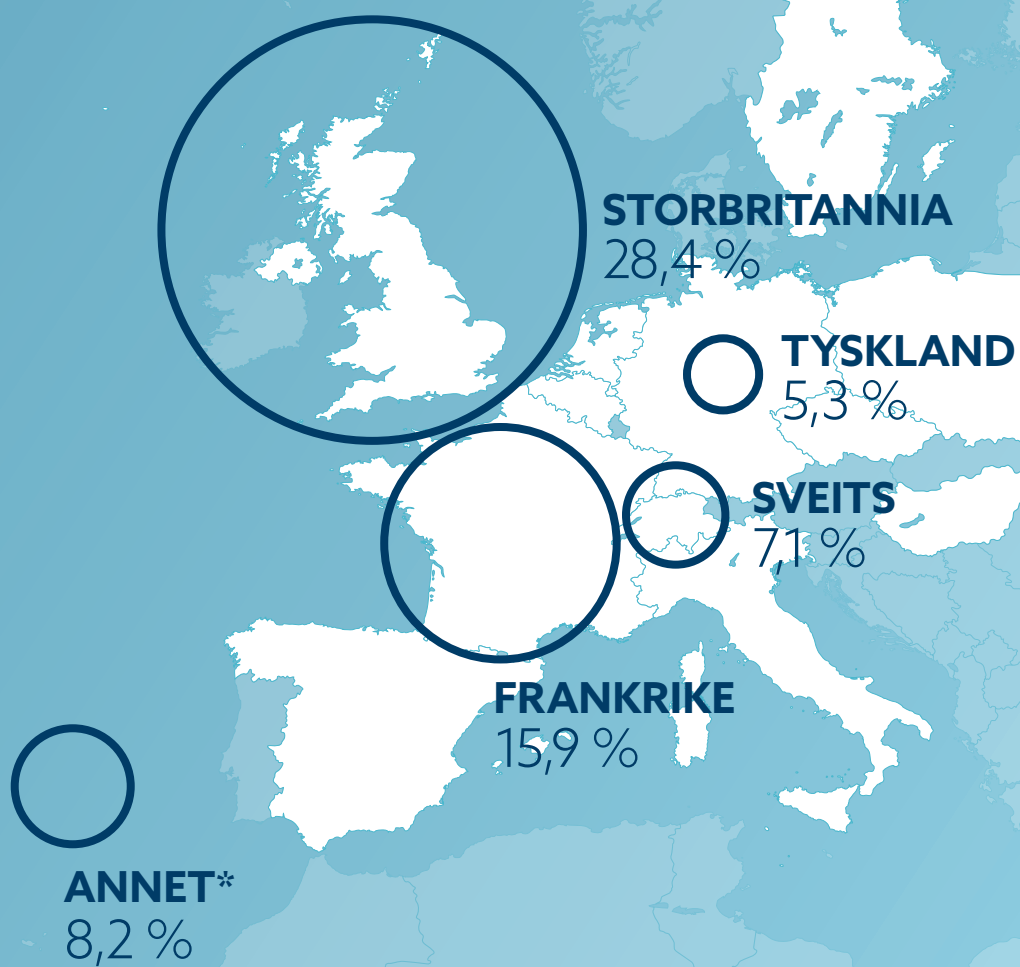
Selskap	Land	Eierandel
Gecina SA	Frankrike	9,0
Deutsche Annington Immobilien SE	Tyskland	7,8
Great Portland Estates Plc	Storbritannia	7,1
Shaftesbury Plc	Storbritannia	6,9
Capital & Counties Properties Plc	Storbritannia	4,7
Deutsche Wohnen AG	Tyskland	4,7
British Land Co Plc	Storbritannia	4,0
Land Securities Group Plc	Storbritannia	3,5
Prologis Inc	USA	2,1
Global Logistic Properties Ltd	Singapore	2,1
Boston Properties Inc	USA	1,4

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

EIENDOMSINVESTERINGENE

ANDEL AV MARKEDSVERDI. UNOTERTE EIENDOMSINVESTERINGER





* Andre land, bankinnskudd og andre fordringer

EGEN RAPPORT OM ANSVARLIG FORVALTNING

Vi skal drive en ansvarlig forvaltningsvirksomhet som støtter fondets mål om høyest mulig avkastning innenfor et akseptabelt risikonivå.

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en viktig og integrert del av forvaltningsoppdraget vårt. I år har vi for første gang skrevet en egen rapport om ansvarlig forvaltning. For oss handler det om å forvalte folkets finansielle verdier på en ansvarlig og god måte. Vi videreutvikler investeringene gjennom langsiktig oppfølging, og vårt mål er å bidra til en markedspraksis som er gunstig for kapitalmarkedene på lang sikt. I forvaltningen vurderer vi derfor blant annet selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold som kan ha en vesentlig innvirkning på fondets verdier.

En del av fondets investeringsstrategi er å spre investeringene bredt på selskaper, sektorer og land. I og med at vi eier mer enn 9 000 selskaper, kan vi ikke ha dyp innsikt i alle selskapene. Vi konsentrerer oss derfor om selskaper der vi mener at potensialet for å skape verdier for fondet er størst. Våre analyser inkluderer finansielle selskapsmodeller og vurderinger av økonomiske utsikter. Selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold er også innarbeidet i slike vurderinger.

Gjennom vår ansvarlige forvaltningsvirksomhet jobber vi med standardsetting, eierskap og risikohåndtering. Fondet bidrar til å utvikle standarder gjennom kontakt med regulerende myndigheter og standardsettere. Vi forventer at selskapene følger gjeldende lover og regler i de landene og markedene der de har virksomhet. Våre forventninger og prinsipper bygger på internasjonale standarder, som blant annet legger til grunn at ansvaret for et selskaps strategi og drift er lagt til styre og ledelse. Vi vil være i dialog med selskapets representanter, uten at vi ønsker å detaljstyre selskapene.

Vår eierskapsutøvelse kan gi grunnlag for langsiktig lønnsom forretningsvirksomhet og sikre fondets investeringer. Vårt arbeid er derfor avhengig av inngående kunnskap om selskapene, sektorene og markedene der vi er investert. Stemmegivning er et viktig virkemiddel for å utøve eierrettigheter og er en prioritert aktivitet for oss. I 2014 stemte vi på 10 519 generalforsamlinger. I stemmegivningen kan vi blant annet uttrykke støtte til velfungerende styre, og vi kan holde styret ansvarlig. Vi har som mål å stemme på alle generalforsamlinger. Stemmegivningen baseres på fondets stemmepinsipper og tar hensyn til enkelt-selskapers særtrekk. Kontakt med selskaper er en naturlig del av forvaltningen. I 2014 var det 2 641 selskapsmøter. Vi prioriterer eierskapsaktiviteter der sannsynligheten for positive effekter for porteføljen er størst.

Gjennom våre miljørelaterte mandater investeres det ekstra i miljøteknologi. I tråd med mandatet fra Finansdepartementet skal disse investeringene utgjøre mellom 30 og 50 milliarder kroner. Porteføljen av miljørelaterte aksjeinvesteringer hadde en samlet markedsverdi på 42 milliarder kroner og var investert i 220 selskaper ved utgangen av 2014. Investeringene hadde en avkastning på 5 prosent i 2014. Enkelte sektorer har særskilte miljø- og samfunnsmessige utfordringer. Vi har i 2014 videreført vårt arbeid knyttet til avskoging, gruvedrift og klimagassutslipp. Basert på blant annet disse analysene valgte vi i 2014 å selge oss ut av 49 enkelt-selskaper der vi vurderte at det var høy usikkerhet knyttet til bærekraften i forretningsmodellen.

Se egen rapport om ansvarlig forvaltning på våre nettsider www.nbim.no

VI HAR FOKUSOMRÅDER DER VI ARBEIDER MED UTVALGTE TEMAER



BARNES RETTIGHETER

Vi forventer at selskaper skal sikre barns rettigheter i sin virksomhet. De bør ha tilfredsstillende systemer på plass og rapportere om sine aktiviteter. Vi har siden 2008 vurdert utvalgte selskaper med aktiviteter eller leverandørkjeder i bransjer der risikoen for barnearbeid er høy.



VANNFORVALTNING

Begrenset tilgang til vann er en økende risiko for mange selskaper. Vi forventer at selskaper i særlig utsatte næringer skal ha en klar strategi for vannforvaltning. Vi har siden 2010 vurdert selskaper som er utsatt for vannrelatert risiko.



KLIMAENDRINGER

Vi forventer at selskaper analyserer hvordan deres virksomhet påvirkes av klimautfordringene og at de utvikler planer og mål for å håndtere klimarisiko. Vi har siden 2010 vurdert utvalgte selskaper som er utsatt for klimarisiko.

FORVENTEDE SVINGNINGER I FONDETS VERDI

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

Sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer og kredittrisikopåslag 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.

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

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av 2014 var fondets forventede absolutte volatilitet på 8,2 prosent, eller om lag 530 milliarder kroner, mot 9,3 prosent året før. Simuleringer av fondets investeringer ved slutten av 2014 med bruk av ti års prishistorikk viser imidlertid at fondet i et kraftig fallende marked kan tape om lag 24 prosent av sin verdi i løpet av en periode på ett år.

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksene fondet kan ha i forvaltningen av aksje- og renteinvesteringene. En av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindekser. Forvaltningen skal legges opp med sikte på at den forventede relative volatiliteten

ikke skal overstige 1 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den på 0,4 prosentpoeng, mot 0,6 året før.

Om lag halvparten av den relative risikoen skyldtes at bankens referanseporteføljer hadde en annen sammensetning enn Finansdepartementets referanseindeks. I tillegg er det krav i mandatet fra Finansdepartementet at banken skal ta hensyn til statsfinansiell styrke for obligasjoner, samt at banken skal etablere mandater som er miljørelaterte. Disse kravene er hver for seg beregnet til å ha en relativ volatilitet på 5–10 basispunkter for henholdsvis rente- og aksje porteføljen.

STØRSTE RELATIVE EKSPONERINGER

Fondet er posisjonert forskjellig fra fondets referanseindekser langs flere dimensjoner som valuta, sektorer, land, regioner, enkeltaksjer og enkeltutstedere av obligasjoner. I aksjeporteføljen hadde fondet ved utgangen av 2014 en høyere andel europeiske aksjer og en lavere andel amerikanske aksjer enn i fondets referanseindeks. Fondet hadde også en høyere andel aksjer som var noe mer volatile enn gjennomsnittet. Innenfor renteporteføljen har fondet en høyere andel i fremvoksende markeder som Brasil og India, og motsvarende lavere andel i euro og japanske yen enn fondets referanseindeks. Renteporteføljen hadde også en kortere varighet enn referanseindeksen. Kortere varighet gjør at fondet generelt er mindre følsomt for endringer i rentenivåene enn referanseindeksen.

■ Fondet er posisjonert forskjellig fra fondets referanseindekser langs flere dimensjoner.

FAKTOREKSPONERINGER

Vi måler fondets eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer, slik som små selskaper, verdiselskaper og kreditt. Risikofaktorer er fellestrekk som verdipapirer har over tid, og som bidrar til både risiko og avkastning på investeringene. Det er flere ulike metoder for å måle eksponering mot slike risikofaktorer. En av de mest anvendte er å sammenligne variasjonen i den relative avkastningen på fondet med variasjonen i avkastningen på faktorene. En slik analyse av faktoreksponeringer for 2014 viser blant annet at fondets aksjeinvesteringer var noe mer eksponert mot selskaper i fremvoksende land, og noe mer eksponert mot den generelle utviklingen i aksjemarkedet enn referanseindeksen. Analysene viser at bare 2 prosent av svingningene i den relative avkastningen på fondets aksjeinvesteringer kunne forklares av generelle markedsbevegelser og faktorene verdiselskaper, små selskaper og fremvoksende økonomier. I tillegg kunne om lag 39 prosent av svingningene i den relative avkastningen på fondets renteinvesteringer forklares av endringer i terminpremier. Resultatene fra slike statistiske analyser er usikre, og vi bruker flere supplerende innfallsvinkler for å analysere fondets faktoreksponeringer.

Se note 7 i regnskapsrapporteringen for mer informasjon om fondets investeringsrisiko.

OPERASJONELL RISIKOSTYRING

Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management. Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en tolv-måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til 750 millioner kroner eller mer i brutto tap. Denne grensen betegnes som

styrets risikotoleranse. I 2014 var vår operasjonelle risikoeksponering innenfor styrets risikotoleranse.

Vi arbeider systematisk med å fange opp uønskede hendelser, og vi forbedrer prosessene våre kontinuerlig for å hindre at slike hendelser inntreffer. Rapportering og oppfølging av disse hendelsene utgjør en viktig del av tiltakene for å forbedre driften og internkontrollen.

UØNSKEDE HENDELSER I 2014

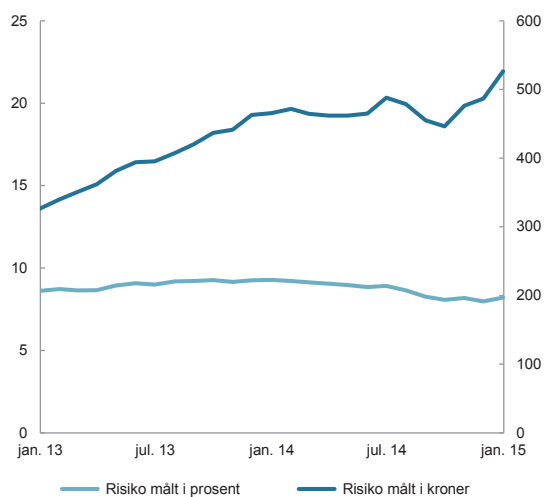
Det ble registrert 262 uønskede hendelser i 2014, opp fra 193 i 2013. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser, enten fordi de ble oppdaget i tide, eller fordi de var knyttet til mulige omdømmekonsekvenser. Av hendelsene ble åtte vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad. Det ble beregnet at hendelsene medførte en finansiell gevinst på 4,7 millioner kroner.

To av de åtte vesentlige hendelsene hadde finansielle konsekvenser. Den ene omhandlet forsinkelser ved gjennomføring av en aksjetransaksjon og resulterte i et tap på om lag 7,5 millioner kroner. Den andre omhandlet feil ved handel i standardiserte derivatkontrakter og resulterte i en gevinst på om lag 14,3 millioner kroner. De øvrige hendelsene gjaldt i hovedsak forhold relatert til informasjonssikkerhet, men disse hadde ingen finansielle konsekvenser.

ETTERLEVELSE AV RETNINGSLINJER

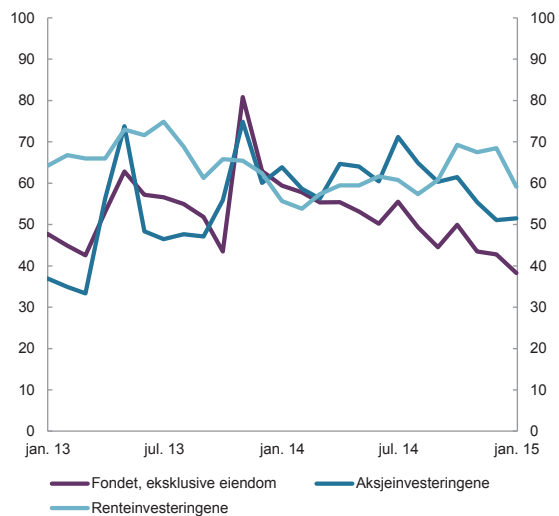
Finansdepartementet har satt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2014. Vi mottok i samme periode ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

Figur 18 Forventet absolutt volatilitet for fondet. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse)



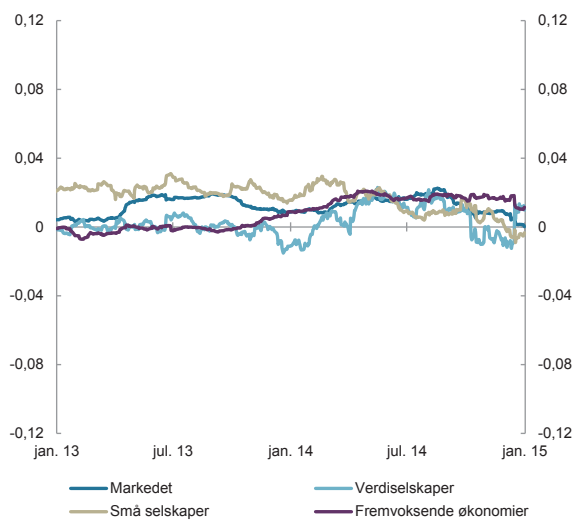
Kilde: Norges Bank Investment Management

Figur 19 Forventet relativ volatilitet for fondet, eksklusive eiendom. Basispunkter



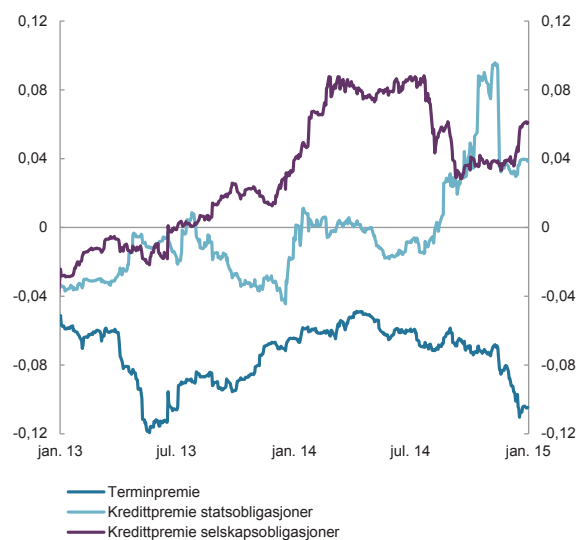
Kilde: Norges Bank Investment Management

Figur 20 Aksjeinvesteringenes faktoreksponeeringer. Koeffisienter



Kilde: Norges Bank Investment Management

Figur 21 Renteinvesteringenes faktoreksponeeringer. Koeffisienter



Kilde: Norges Bank Investment Management

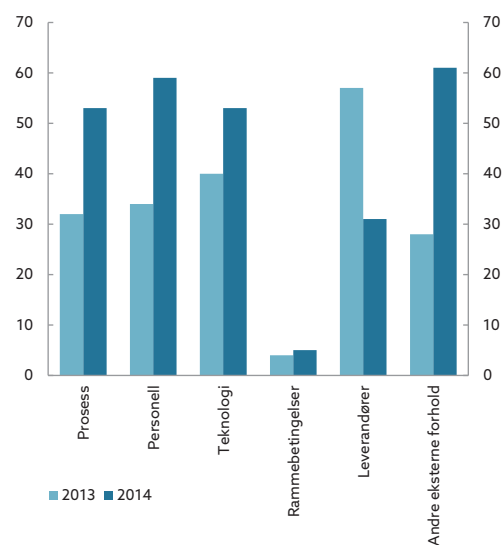
Tabell 22 Risiko og eksponering for fondet. Prosent

			31.12.2014
Grenser fastsatt av Finansdepartementet			
Eksponering	Aksjer 50-70% av fondet*		60,9
	Eiendom 0-5% av fondet		2,2
Markedsrisiko	1 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets aksje- og renteinvesteringer		0,4
Kredittrisiko	Inntil 5% av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-		0,7
Høyeste eierandel	Maksimalt 10% av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap		9,7

* Eksponering mot aksjer er beregnet der derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen mot aksjer.

Tabell 23 Fondets obligasjoner per 31. desember 2014 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	25,8	7,9	11,8	9,5	0,1	55,2
Statsrelaterte obligasjoner	6,1	6,0	1,0	1,4	0,1	14,6
Realrenteobligasjoner	1,5	0,2	0,1	0,9	-	2,7
Selskapsobligasjoner	0,1	1,6	9,4	7,9	0,4	19,3
Pantesikrede obligasjoner	6,1	0,4	0,8	0,8	0,0	8,1
Sum obligasjoner	39,5	16,2	23,0	20,6	0,7	100,0

Figur 22 Antall uønskede hendelser i Norges Bank Investment Management. Årsakskategorier

Kilde: Norges Bank Investment Management



ORGANISASJONEN

428 ANSATTE

31 NASJONER



LONDON
89



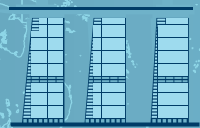
OSLO
253



NEW YORK
57



SHANGHAI
8



SINGAPORE
21



ORGANISASJONEN

UTVIDET LEDERGRUPPE OG STØRRE ORGANISASJON

Norges Bank Investment Management økte antallet ansatte med 58 personer til 428 i 2014. De fleste ble ansatt ved våre utenlandskontorer for å øke nærheten til markedene vi investerer i.

Vi arbeider systematisk med å videreutvikle en internasjonal investeringsorganisasjon som kan sikre verdiene i fondet for fremtidige generasjoner. Organisasjonen er resultatorientert, preget av høyt tempo og krav til leveranser med nøyaktighet og kvalitet.

I 2014 jobbet vi målrettet med å rekruttere forvaltere og analytikere innenfor aksje,- rente,- og eiendomsforvaltningen til våre utenlandskontorer. Nærheten til markedene vi investerer i gir oss bedre tilgang til investeringsmulighetene og sørger for at vi kan følge opp fondets investeringer kontinuerlig. Vi ansatte porteføljeforvaltere og analytikere innen alle aktivaklasser, både for å kunne gjennomføre strategien om å spre investeringene over flere markeder og med sikte på fortsatt vekst innenfor eiendomsinvesteringene. Over en tredjedel av våre ansatte er direkte involvert i investeringsbeslutninger.

Fra og med 1. oktober 2014 ble ledergruppen i Norges Bank Investment Management utvidet med seks personer til totalt tolv. Fire av disse inngår i en egen ledergruppe for eiendom, som skal bygge og videreutvikle eiendomsorganisasjonen. Vi har i strategiplanen for 2014–2016 skissert

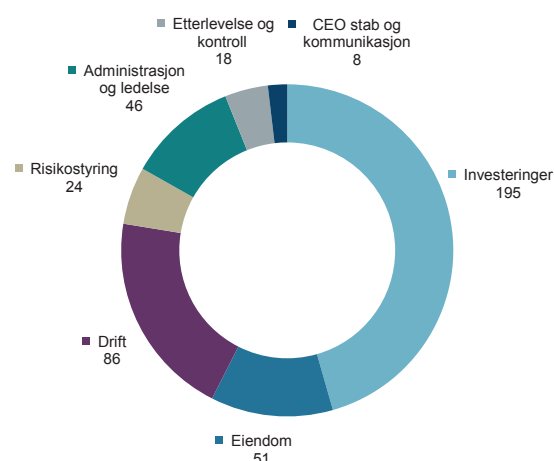
ambisiøse mål for eiendomsforvaltningen, noe som tilsier at det vil bli behov for en betydelig større organisasjon i tiden fremover. Vi forventer at antallet ansatte i eiendomsforvaltningen vil øke til 200 i løpet av strategiperioden, og vi startet i fjor arbeidet med å rekruttere dyktige personer til disse stillingene.

I tillegg til endringene i eiendomsdelen av fondet omorganiserte vi i 2014 investeringsavdelingene i tråd med fondets hovedstrategier. Tre investeringsdirektører har fått ansvaret for fondets tre investeringsområder; allokering, markedseksponering og selskapsinvesteringer. Direktøren for allokering vil lede arbeidet med å forbedre fondets eksponering mot de brede markedene og ulike kilder til avkastning. Direktøren for markedseksponering vil lede arbeidet med å sikre en kostnadseffektiv implementering av fondets eksponering, samt balansere hensyn til transaksjonskostnader, risiko og avkastning. Direktøren for selskapsinvesteringer vil fortsette å bygge opp spesialistkompetanse for å kunne gjennomføre grundige analyser av enkeltsselskaper, identifisere investeringsmuligheter og utøve aktivt eierskap.

Vi har samtidig styrket risiko- og kontrollfunksjonene ved å opprette en egen lederstilling for kontroll og etterlevelse.

I løpet av året har vi økt antall faste ansatte med 58 personer. 41,0 prosent av arbeidstokken var ved utgangen av 2014 lokalisert ved våre kontorer i London, New York, Singapore og Shanghai, mot 35,0 prosent året før. Ved utgangen av året hadde vi 428 ansatte fra 31 nasjoner, inkludert 16 personer som er ansatt i traineeprogrammet vårt. Våre ansatte har det globale perspektivet og erfaringen som er nødvendig for å kunne forvalte et fond som er investert i store deler av verden.

Figur 23 Ansatte fordelt etter område. Antall



Kilde: Norges Bank Investment Management

CHIEF EXECUTIVE OFFICER
Yngve Slyngstad

DEPUTY CHIEF EXECUTIVE OFFICER
Trond Grande

CHIEF COMPLIANCE OFFICER
Jan Thomsen

CEO STAFF AND COMMUNICATIONS



Øyvind Schanke

Age Bakker

Petter Johnsen

Ole Christian Bech-Moen

Jan Thomsen

Dag Huse

**NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT**

CHIEF INVESTMENT OFFICER, ALLOCATION STRATEGIES
Ole Christian Bech-Moen

CHIEF INVESTMENT OFFICER, ASSET STRATEGIES
Øyvind Schanke

CHIEF INVESTMENT OFFICER, EQUITY STRATEGIES
Petter Johnsen

CHIEF RISK OFFICER
Dag Huse

CHIEF OPERATING OFFICER
Age Bakker

CHIEF ADMINISTRATIVE OFFICER
Trond Grande

**NORGES BANK
REAL ESTATE MANAGEMENT**

CHIEF INVESTMENT OFFICER
Karsten Kallevig

CHIEF RISK OFFICER
Lars Dahl

CHIEF OPERATING OFFICER
Nina Hammerstad

CHIEF ADMINISTRATIVE OFFICER
Mie Holstad



Yngve
Slyngstad

Trond
Grande

Mie
Holstad

Nina
Hammerstad

Karsten
Kallevig

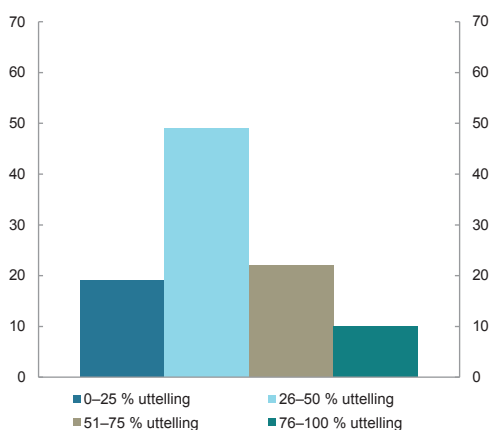
Lars
Dahl

LAVE INTERNE FORVALTNINGSKOSTNADER

Vi har som mål å maksimere fondets langsiktige avkastning etter kostnader. Vi har en høy kostnadsbevissthet i forvaltningen og tar ut stordriftsfordeler der det er mulig. Vi legger vekt på å holde en høy kvalitet i forvaltningen og sikre god risikostyring og kontroll av virksomheten.

Norges Bank mottar årlig en godtgjøring fra Finansdepartementet for kostnadene ved å forvalte fondet. Disse kostnadene økte til 3,2 milliarder kroner i 2014, fra 2,9 milliarder kroner i 2013. Økningen skyldtes i hovedsak en svakere krone, høyere kostnader knyttet til eksterne forvaltere som følge av flere mandater og mer kapital forvaltet eksternt, i tillegg til en økning i depotkostnader som følge av mer kapital under forvaltning. Veksten i antall ansatte medførte høyere lønns- og personalkostnader. Som en andel av fondet var forvaltningskostnadene på 5,9 basispunkter i 2014, ned fra 6,6 basispunkter året før. Etter at avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er trukket fra, gikk kostnadene ned fra 5,0 basispunkter til 4,7 basispunkter.

Figur 24 Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2014. Prosent



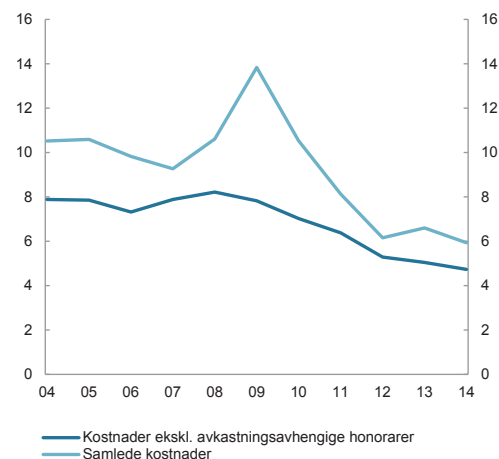
LØNNSSYSTEMET I NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT

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

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

Organisasjonen hadde 189 ansatte med prestasjonsbasert lønn i 2014. Deres samlede fastlønn utgjorde 225 millioner kroner i 2014, mens den samlede øvre rammen for prestasjonsbasert lønn var 266 millioner kroner. Ansatte med prestasjonsbasert lønn opptjente i

Figur 25 Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning. Basispunkter

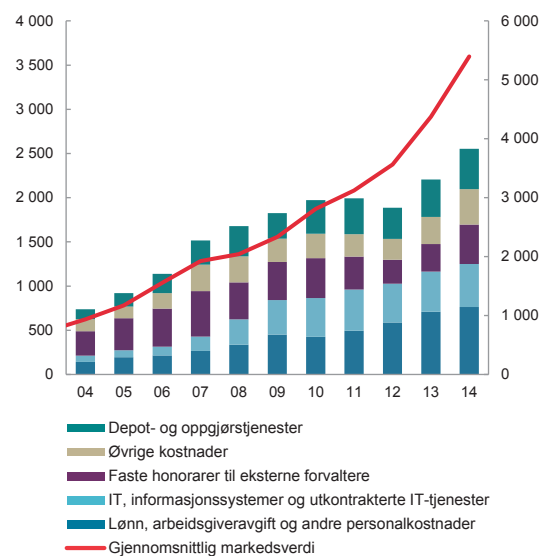


Kilde: Norges Bank Investment Management

gjennomsnitt 60 prosent av totalrammen for 2014, basert på resultater over flere år. For 2014 alene var den gjennomsnittlige opptjeningen 38 prosent av rammen.

Ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Nye medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Lønn til leder og lønnsintervaller for ledergruppen fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Utbetalt lønn til organisasjonens leder var på 6,2 millioner kroner i 2014. Foruten ledergruppen og ansatte med prestasjonsbasert lønn var det 232 faste ansatte innenfor risikostyrings-, kontroll-, drifts- og stabsfunksjoner ved utgangen av 2014. Disse hadde en samlet årlig fastlønn på 203 millioner kroner.

Figur 26 Utviklingen i de enkelte kostnadsbestanddelene. Kostnader (millioner kroner, venstre akse) og fondets gjennomsnittlige markedsverdi (milliarder kroner, høyre akse)



Kilde: Norges Bank Investment Management

Tabell 24 Ytelser til ledende ansatte i Norges Bank Investment Management i 2014

Stilling	Navn	Utbetalt lønn	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	Personallån
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	6 247 170	9 084	479 580	503 387
Deputy CEO og Chief Administrative Officer	Trond Grande	4 027 805	9 084	330 432	
Chief Compliance Officer	Jan Thomsen	3 446 715	9 084	324 387	
Chief Investment Officer, Allocation Strategies	Ole Christian Bech-Moen*	937 500	2 271	68 547	2 520 000
Chief Investment Officer, Equity Strategies	Petter Johnsen	6 884 774	87 769	688 477	
Chief Investment Officer, Asset Strategies	Øyvind Schanke*	1 062 500	2 271	123 457	
Chief Risk Officer	Dag Huse*	1 062 500	2 271	123 473	
Chief Operating Officer	Age Bakker	3 182 418	9 137	370 546	
Chief Investment Officer, Real Estate	Karsten Kallevig	4 241 414	9 084	315 124	
Chief Operating Officer, Real Estate	Nina Hammerstad*	625 000	2 371	85 161	2 166 138
Chief Administrative Officer, Real Estate	Mie Holstad*	437 500	2 346	57 473	2 052 899

* Leder fra 1. oktober 2014

REGNSKAPSRAPPORTERING

Regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland er presentert på de følgende sidene.

RESULTATREGNSKAP	61
BALANSE	62
KONTANTSTRØMOPPSTILLING	63
OPPSTILLING AV ENDRINGER I EIERS KAPITAL	64
NOTER TIL REGNSKAPSRAPPORTERING	65
NOTE 1 Generell informasjon	65
NOTE 2 Regnskapsprinsipper	65
NOTE 3 Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta og avkastning per aktivaklasse	69
NOTE 4 Aksjer, andeler og obligasjoner	71
NOTE 5 Eiendom	73
NOTE 6 Måling til virkelig verdi	75
NOTE 7 Risiko	80
NOTE 8 Finansielle derivater	90
NOTE 9 Overførte finansielle eiendeler	91
NOTE 10 Sikkerhetsstillelse og motregning	92
NOTE 11 Forvaltningskostnader	95
NOTE 12 Andre eiendeler og annen gjeld	97
NOTE 13 Skattekostnad	97
NOTE 14 Nærstående parter	99
NOTE 15 Interesser i andre foretak	100
NOTE 16 Virkning av endring i regnskapsprinsipper	102
REVISORS BERETNING	104

RESULTATREGNSKAP

Beløp i millioner kroner	Note	2014	2013 Omarbeidet*
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta			
Renteinntekter og kostnader fra innskudd i banker og kortsiktig innlån		48	61
Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgsvtaler		159	150
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:			
- Aksjer og andeler		388 521	681 787
- Obligasjoner		158 027	5 897
- Eiendom	5	7 160	3 236
- Finansielle derivater		- 8 208	1 590
Rentekostnad på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		- 35	- 34
Andre renteinntekter og rentekostnader		- 9	2
Skattekostnad	13	- 2 026	- 1 133
Andre kostnader		- 3	- 26
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta	3	543 634	691 530
Gevinst/tap valuta		702 259	291 428
Porteføljeresultat		1 245 893	982 958
Forvaltningsgodtgjøring	11	- 3 202	- 2 889
Periodens resultat og totalresultat		1 242 691	980 069

* Se notene 2 og 16 for detaljer angående omarbeidede sammenligningstall.

BALANSE

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2014	31.12.2013 Omarbeidet*
EIENDELER			
Innskudd i banker		11 731	3 982
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	10	45 536	89 189
Uoppgjorte handler		1 376	1 125
Aksjer og andeler	4	3 790 853	2 972 317
Utlånte aksjer	4, 9	166 842	161 150
Obligasjoner	4	2 324 626	1 804 456
Utlånte obligasjoner	4, 9	25 163	75 807
Eiendom	5	106 431	51 032
Finansielle derivater	8	5 777	1 416
Andre eiendeler	12	5 136	3 522
SUM EIENDELER	6, 7	6 483 471	5 163 996
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Gjeld			
Kortsiktig innlån		-	29
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	9, 10	13 512	69 147
Mottatt kontantsikkerhet	10	27 006	48 064
Uoppgjorte handler		4 001	7 654
Finansielle derivater	8	7 895	972
Annen gjeld	12	318	395
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	11	3 202	2 889
Sum gjeld		55 934	129 150
Eiers kapital		6 427 537	5 034 846
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL	6, 7	6 483 471	5 163 996

* Se notene 2 og 16 for detaljer angående omarbeidede sammenligningstall.

KONTANTSTRØMOPPSTILLING

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	2014	2013 Omarbeidet*
Operasjonelle aktiviteter		
Netto innbetaling/utbetaling av renter på innskudd i banker og låneopptak hos banker	- 1 718	1 396
Netto innbetaling/utbetaling ved gjensalgsvtaler og gjenkjøpsavtaler	- 18 744	27 128
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av aksjer og andeler	- 144 448	- 24 851
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av obligasjoner	- 62 878	- 361 384
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av eiendom	- 37 711	- 19 307
Netto innbetaling/utbetaling fra finansielle derivater	- 1 204	- 285
Utbytte fra investeringer i aksjer og andeler	82 623	72 637
Innbetaling av renter på investeringer i obligasjoner	63 309	49 511
Inntekt mottatt fra utlån av aksjer og obligasjoner	2 550	2 620
Netto innbetaling/utbetaling fra eiendomsdrift	1 966	1 008
Kontantsikkerhet mottatt eller betalt ved verdipapirlån, derivater og gjenkjøpsavtaler	- 21 058	15 063
Netto innbetaling/utbetaling knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	- 2 625	- 1 329
Netto innbetaling/utbetaling av skatt	- 2 740	- 2 800
Utbetaling forvaltningshonorar til Norges Bank**	- 2 889	- 2 193
Netto utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	- 145 567	- 242 786
Finansieringsaktiviteter		
Tilførsel fra den norske stat***	150 894	240 934
Netto innbetaling fra finansieringsaktiviteter	150 894	240 934
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter		
Kontanter og kontantekvivalenter per 1. januar	3 953	5 845
Netto innbetaling/utbetaling av kontanter i perioden	5 327	- 1 852
Netto gevinst/tap valuta på kontanter og kontantekvivalenter	2 451	- 40
Kontanter og kontantekvivalenter per periodens slutt	11 731	3 953
Kontanter og kontantekvivalenter består av:		
Innskudd i banker	11 731	3 982
Kortsiktig innlån	-	- 29
Totalt kontanter og kontantekvivalenter per periodens slutt	11 731	3 953

* Se notene 2 og 16 for detaljer angående omarbeidede sammenligningstall.

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

*** Tilførsel inkluderer her kun de overføringer som er gjort opp i perioden (kontantprinsippet). Tilførsel i *Oppstilling av endringer i eiers kapital* er basert på opptjent tilførsel.

OPPSTILLING AV ENDRINGER I EIERS KAPITAL

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Valutaomregnings-effekter utenlandske datterselskaper	Sum eiers kapital*
1. januar 2013	3 057 740	755 844	-8	3 813 576
Virkning av endring i regnskapsprinsipper	-	- 8	8	-
1. januar 2013 omarbeidet**	3 057 740	755 836	-	3 813 576
Totalresultat omarbeidet**	-	980 069	-	980 069
Tilførsel i perioden*	241 201	-	-	241 201
31. desember 2013	3 298 941	1 735 905	-	5 034 846
1. januar 2014	3 298 941	1 735 905	-	5 034 846
Totalresultat	-	1 242 691	-	1 242 691
Tilførsel i perioden*	150 000	-	-	150 000
31. desember 2014	3 448 941	2 978 596	-	6 427 537

* Sum eiers kapital tilsvarer Finansdepartementets innskudd på kronekonto i Norges Bank. Av totale tilførsler til kronekontoen til Statens pensjonsfond utland i 2014 ble 2,9 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2013, mens 147,1 milliarder kroner gikk til investeringsporteføljens plasseringer. Tilsvarende beløp for 2013 var henholdsvis 2,2 milliarder kroner og 239 milliarder kroner.

** Se notene 2 og 16 for detaljer angående omarbeidede sammenligningstall.

Statens pensjonsfond utland er en del av statsregnskapet. Fondsmidlene er plassert til forvaltning som et innskudd på konto i Norges Bank. I statsregnskapet fremkommer følgende forklaring til forskjeller som oppstår mellom statsregnskapet og regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen som del av Norges Banks regnskap:

På grunn av forskjellige regnskapsrammeverk vil eiers kapital i henhold til Norges Banks regnskap hvert år avvike noe fra Statens pensjonsfond utlands (SPU) egenkapital i statsregnskapet. Dette kommer av at overføringene til SPU gjennom året baserer seg på anslag over inntekter til SPU. Faktisk regnskapsførte

inntekter (netto avsetning) i statsregnskapet vil først være kjent etter årsskiftet. I statsregnskapet omtales forskjellen mellom netto avsetning og overførte midler som en mellomregning mellom SPU og statskassen. Dersom det ble overført for mye til SPU, svarer mellomregningen til en fordring som statskassen har på SPU, og tilsvarende lavere egenkapital for SPU i statsregnskapet enn eiers kapital i Norges Banks oppstilling. Hvis det derimot ble overført for lite til SPU i forhold til de regnskapsførte inntektene, svarer mellomregningen til en fordring som SPU har på statskassen, og tilsvarende høyere egenkapital for SPU i statsregnskapet enn eiers kapital i Norges Banks oppstilling. Se statsregnskapets kapittel 3 for ytterligere informasjon.

NOTER TIL REGNSKAPSRAPPORTERING

NOTE 1 GENERELL INFORMASJON

1. INNLEDNING

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

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

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

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

2. GODKJENNING AV ÅRSREGNSKAPET

Årsregnskapet til Norges Bank for 2014, som omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 10. februar 2015 og fastsatt av representantskapet 12. mars 2015.

NOTE 2 REGNSKAPSPRINSIPPER

HENVISNINGER TIL REGNSKAPSPRINSIPPER, VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNMESSIGE VURDERINGER

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

FORKLARING TIL VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNMESSIGE VURDERINGER

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

1. GRUNNLAG FOR UTARBEIDELSE

Årsregnskapet til Norges Bank er i henhold til sentralbankloven § 30, annet ledd, avlagt etter regnskapsloven og forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank, som er fastsatt av Finansdepartementet.

Forskriften krever at Norges Banks regnskap skal utarbeides i samsvar med International Financial Reporting Standards (IFRS) som fastsatt av EU, men fastsetter særskilte krav til presentasjon av SPU og datterselskaper. Årsregnskapet utarbeides med regnskapsavslutning per 31. desember. Det er presentert i norske kroner og avrundet til nærmeste million.

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

De anvendte regnskapsprinsipper er konsistente med prinsippene i forrige regnskapsår, med unntak av nye/andrede IFRS standarder og fortolkninger som har trådt i kraft for regnskapsår som starter 1. januar 2014. De nye/andrede standarder er som følger:

IFRS 10 Konsernregnskap

IFRS 10 erstatter IAS 27 *Konsernregnskap og separate finansregnskap* og SIC-12 *Konsolidering – foretak for særskilte formål*. IFRS 10 definerer en investeringsenhet og innfører et pliktig unntak fra konsolidering for investeringsenheter. Det er vurdert at SPU tilfredsstillers definisjonen av en investeringsenhet.

Som følge av implementering av IFRS 10, blir investeringer i datterselskaper (inkludert deres investeringer i *Tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter eiendom, Finansielle eiendeler eiendom og Investeringseiendommer*, tidligere presentert på egne linjer i balansen), ikke lenger konsolidert. Disse måles til virkelig verdi over resultatet og presenteres i balansen som *Eiendom*. Dette medfører imidlertid kun en endring i hvordan dette presenteres i resultatregnskapet og balansen, og har ingen resultateffekt. Endringen i regnskapsprinsipp har blitt implementert med tilbakevirkende kraft i henhold til overgangsreglene i IFRS 10. Se note 16 *Virkning av endring i regnskapsprinsipper* for ytterligere informasjon.

For gjeldende regnskapsprinsipper, inkludert relaterte skjønsmessige vurderinger vedrørende konsolidering, se punkt 3.2 *Datterselskaper*.

IFRS 11 Felleskontrollerte ordninger og IAS 28 Tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet (revidert 2011) og tilhørende endringer

Som følge av at SPU er en investeringsenhet etter IFRS 10, har IFRS 11 og endringene i IAS 28 ikke hatt påvirkning på regnskapsrapporteringen.

IFRS 12 Opplysning om interesser i andre foretak og endringer til IFRS 12

IFRS 12 krever opplysninger som gjør en bruker av regnskapet i stand til å vurdere karakteren av og risikoen knyttet til interesser i andre foretak så vel som effektene av disse interessene på den finansielle stillingen, resultat og kontantstrøm. Endringene krever detaljerte opplysninger for SPU, som er reflektert i notene 5 og 15. Utover dette har endringene ikke hatt vesentlig påvirkning på regnskapsrapporteringen.

IAS 32 Finansielle instrumenter: Presentasjon

Endringene i IAS 32 presiserer vilkårene for motregning og angir hvordan disse skal anvendes. Dette gjelder særlig definisjonen av juridisk rett til motregning og når systemer for brutto oppgjør anses likestilte med netto oppgjør. Endringene har ikke hatt påvirkning på regnskapsrapporteringen.

3. REGNSKAPSPRINSIPPER SOM GJELDER HELE REGNSKAPET

3.1 *Presentasjon av regnskapet*

Resultatregnskap og balanse

Resultatregnskapet og balansen er satt opp i henhold til IAS 1 *Presentasjon av finansregnskap*. Rekkefølgen for presentasjon i balansen er basert på likviditet.

Kontantstrømoppstilling

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet i samsvar med IAS 7 *Oppstilling av kontantstrømmer* etter den direkte metoden. Vesentlige kategorier av kontantinnbetalinger og -utbetalinger er presentert separat. Enkelte kategorier av kontantstrømmer, i hovedsak kjøp og salg av finansielle instrumenter, er presentert på netto basis. Alle investeringsaktiviteter og forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank som belastes SPU presenteres som operasjonelle aktiviteter. Kontanter og kontantekvivalenter omfatter *Innskudd i banker og Kortsiktig innlån*.

Kontantoverføringer til SPU, i form av tilførsler fra den norske stat, anses som finansieringsaktiviteter i kontantstrømoppstillingen i regnskapet til SPU.

Oppstilling av endringer i eiers kapital

Oppstilling av endringer i eiers kapital er utarbeidet i henhold til IAS 1 *Presentasjon av finansregnskap*. Eiers kapital for SPU består av innskutt kapital i form av tilførsler fra staten og opptjent kapital i form av totalresultat.

3.2 *Datterselskaper*

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

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

SKJØNNMESSIG VURDERING

SPU er en investeringsenhet basert på følgende:

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

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

Som følge av at SPU er en investeringsenhet er konsolideringsunntaket anvendt, og datterselskaper konsolideres ikke. Kun datterselskaper som yter investeringsrelaterte tjenester for SPU og som ikke er investeringsenheter skal konsolideres i regnskapet til SPU.

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet er presentert i balansen som *Eiendom*. Datterselskapene investerer, gjennom andre selskaper, utelukkende i fast eiendom. For ytterligere informasjon om regnskapsprinsipper for finansielle eiendeler, som er anvendt for datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet, se punkt 3.4. Se note 5 for regnskapsprinsipper knyttet til *Eiendom*.

Konsoliderte datterselskaper

Konserninterne transaksjoner og mellomværender elimineres ved konsolidering. Per 31. desember 2014 er det ingen konsoliderte datterselskaper.

3.3 Valuta

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

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

VESENTLIGE ESTIMATER

Gevinster og tap på verdipapirer og finansielle derivater er basert på endringer i verdipapiret/instrumentets kurs (før gevinst/tap valuta) og endringer i 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 et estimat. Forskjellige metoder vil kunne gi forskjellige utslag for fordelingen.

Valutaelement

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

Verdipapirelement

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

3.4 Finansielle eiendeler og forpliktelser

Innregning og fraregning

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

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktmessige rettighetene til kontantstrømmene opphører, eller når den finansielle eiendelen og det vesentligste av risiko og avkastning knyttet til eierskap av eiendelen overføres. Ved fraregning tilordnes gjennomsnittlig anskaffelseskost. Se note 9 *Overførte finansielle eiendeler* for spesifikasjon av overførte eiendeler som ikke er fraregnet.

Finansielle forpliktelser blir fraregnet når forpliktelsen har opphørt, det vil si når den kontraktmessige forpliktelsen har blitt oppgjort, er utgått eller har blitt kansellert.

Klassifisering

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

Virkelig verdi over resultatet (virkelig verdi opsjon)

Finansielle eiendeler og forpliktelser som styres og følges opp på bakgrunn av virkelig verdi i samsvar med en dokumentert risikostyrings- eller investeringsstrategi blir klassifisert ved førstegangsinnregning i kategorien *virkelig verdi over resultatet*. Dette innebærer at det benyttes en virkelig verdi forretningsmodell for porteføljene som omfatter disse finansielle eiendeler og/eller forpliktelser, og at det overordnede målet er å oppnå gevinster på lengre sikt knyttet til endringer i virkelig verdi. Finansielle eiendeler og forpliktelser blir i all hovedsak klassifisert som til virkelig verdi over resultatet.

Holdt for handelsformål

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

Lån og fordringer

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

Spesifikke regnskapsprinsipper med hensyn til klassifisering per gruppe av instrumenter er inkludert i relevant note.

4. NYE STANDARDER MED VIRKNING FRA 2015 ELLER SENERE

Vedtatte IASB standarder og IFRS og International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC) fortolkninger med ikrafttredelsesdato etter 2014:

IFRS 9 Finansielle instrumenter

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

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

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

Som en følge av forretningsmodeller som følges for finansielle eiendeler- og forpliktelser, forventes det at disse vil kvalifisere for virkelig verdimåling innenfor IFRS 9 per 31. desember 2014.

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

NOTE 3 PORTEFØLJERESULTAT FØR GEVINST/TAP VALUTA OG AVKASTNING PER AKTIVAKLASSE

REGNSKAPSPRINSIPP

Tabell 3.1 spesifiserer inntekts- og kostnadselementer, hvor kolonnen *Sum* viser beløpet innregnet i resultatregnskapet for den aktuelle resultatlinjen. Følgende regnskapsprinsipper er knyttet til de respektive inntekts- og kostnadselementer:

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

Utbytte innregnes som inntekt for investeringer i *Aksjer og andeler* samt *Eiendom* på det tidspunkt utbytte er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan.

Netto inntekt/kostnad for *Aksjer og andeler* samt *Obligasjoner* består av netto inntekter fra utlån av verdipapirer. Inntektene består av verdipapirutlånsgebyrer, kostnader knyttet til mottatt kontantsikkerhet, avkastning fra reinvesteringer og er fratrukket utlånsagentens honorar knyttet til gjennomføring av transaksjonen. Skattekostnader er presentert separat som *Netto inntekt/kostnad*. Regnskapsprinsipper for skatt er spesifisert i note 13 *Skattekostnad*.

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

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

Tabell 3.1 Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	2014					Sum
	Renter	Utbytte	Netto inntekt/kostnad	Realisert gevinst/tap	Urealisert gevinst/tap	
Renteinntekter og kostnader fra innskudd i banker og kortsiktig innlån	48	-	-	-	-	48
Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgsvtaler	159	-	-	-	-	159
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:						
- Aksjer og andeler	-	87 962	2 578	75 832	222 149	388 521
- Obligasjoner	65 472	-	21	14 831	77 703	158 027
- Eiendom	1 368	598	-	-	5 194	7 160
- Finansielle derivater	-285	-	-11	-4 215	-3 697	-8 208
Rentekostnad på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-35	-	-	-	-	-35
Andre renteinntekter og rentekostnader	-9	-	-	-	-	-9
Skattekostnad	-	-	-2 026	-	-	-2 026
Andre kostnader	-	-	-3	-	-	-3
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta	66 718	88 560	559	86 448	301 349	543 634

Beløp i millioner kroner	2013					Sum
	Renter	Utbytte	Netto inntekt/kostnad	Realisert gevinst/tap	Urealisert gevinst/tap	
Renteinntekter og kostnader fra innskudd i banker og kortsiktig innlån	61	-	-	-	-	61
Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgssavtaler	150	-	-	-	-	150
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:						
- Aksjer og andeler	-	73 329	2 564	87 490	518 404	681 787
- Obligasjoner	52 279	-	51	9 537	-55 970	5 897
- Eiendom	749	259	-	-	2 228	3 236
- Finansielle derivater	-232	-	-	2 070	-248	1 590
Rentekostnad på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-34	-	-	-	-	-34
Andre renteinntekter og rentekostnader	2	-	-	-	-	2
Skattekostnad	-	-	-1 133	-	-	-1 133
Andre kostnader	-	-	-26	-	-	-26
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta	52 975	73 588	1 456	99 097	464 414	691 530

Tabell 3.2 Avkastning per aktivaklasse

	2014	2013	4. kvartal 2014	3. kvartal 2014	2. kvartal 2014	1. kvartal 2014
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	7,90	26,28	2,74	-0,49	4,01	1,47
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	6,88	0,10	1,68	0,95	2,04	2,05
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	10,42	11,79	3,53	1,48	3,04	1,99
Fondets avkastning (prosent)	7,58	15,95	2,37	0,07	3,25	1,70
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	7,53	15,97	2,35	0,06	3,26	1,70
Avkastning på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	8,30	14,98	2,43	0,58	3,38	1,68
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,77	0,99	-0,08	-0,52	-0,13	0,01
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,82	1,28	0,09	-0,76	-0,17	0,07
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,70	0,25	-0,39	-0,14	-0,07	-0,07
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	24,61	36,26	16,14	-0,20	7,09	0,39
Renteinvesteringenes avkastning	23,43	8,01	14,94	1,24	5,06	0,96
Eiendomsinvesteringenes avkastning	27,51	20,62	17,04	1,78	6,09	0,90
Fondets avkastning	24,23	25,11	15,72	0,36	6,31	0,61
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning	24,18	25,14	15,70	0,35	6,31	0,61

Avkastningen i tabell 3.2 er en gjengivelse av avkastningsinformasjon i tabell 1 i årsrapportens kapittel *Resultater for 2014*. Den anvendte metodikken beregner tidsvektet avkastning på månedlig basis. Beholdningenes virkelige verdi fastsettes på tidspunkter for kontantstrømmer inn i og ut av aktivklassene, og det benyttes geometrisk kobling av periodenes avkastning. Avkastning beregnes etter fradrag for ikke refunderbar kildeskatt på utbytte, renter og skatt på gevinster. Kildeskatt kostnadsføres når den påløper. Renteinntekter og utbytte inntektsføres når den opptjenes. Avkastning rapporteres målt i fondets valutakurv, samt

i norske kroner, der valutakurven er vektet etter sammensetningen av valutaene i referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Avkastningen målt i fondets valutakurv beregnes som den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvets avkastning. Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner beregnes ved å vekte den månedlige avkastningen til referanseporteføljen for henholdsvis aksjer og obligasjoner med faktiske inngående markeds kapitaliseringsvekter for måneden.

NOTE 4 AKSJER, ANDELER OG OBLIGASJONER

REGNSKAPSPRINSIPP

Investeringer i aksjer, andeler og obligasjoner er klassifisert ved førstegangsinnregning som virkelig verdi over resultat og måles i balansen til virkelig verdi.

Opptjente og påløpte utbytter og renter presenteres i balansen på samme linje som den tilhørende finansielle eiendelen eller forpliktelsen og er spesifisert i tabellene 4.1 og 4.2.

Utlånte aksjer, andeler og obligasjoner presenteres separat. For mer informasjon om utlånte instrumenter, se note 9 *Overførte finansielle eiendeler*.

For ytterligere informasjon om måling til virkelig verdi av aksjer, andeler og obligasjoner, se note 6 *Måling til virkelig verdi*. Endringer i virkelig verdi resultatføres og er spesifisert i note 3 *Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta og avkastning per aktivklasse*.

Tabell 4.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2014		31.12.2013	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer og andeler				
Børsnoterte aksjer og andeler	3 957 695	7 012	3 133 467	3 215
Sum aksjer og andeler	3 957 695	7 012	3 133 467	3 215
<i>Herav utlånte aksjer</i>	<i>166 842</i>		<i>161 150</i>	

Tabell 4.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2014			31.12.2013		
	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	1 095 771	1 296 796	9 832	1 134 335	1 180 774	9 896
Sum statsobligasjoner	1 095 771	1 296 796	9 832	1 134 335	1 180 774	9 896
Statsrelaterte obligasjoner						
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	19 094	20 867	359	11 294	12 264	253
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	71 470	82 793	721	53 721	56 214	610
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	59 365	64 904	680	45 842	47 865	526
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	166 567	175 207	1 548	105 664	110 065	1 130
Sum statsrelaterte obligasjoner	316 496	343 771	3 308	216 521	226 408	2 519
Realrente obligasjoner						
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	52 788	63 715	222	25 933	30 318	154
Sum realrente obligasjoner	52 788	63 715	222	25 933	30 318	154
Selskapsobligasjoner						
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	32 421	35 994	443	29 644	31 901	462
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	144 974	149 846	1 743	53 953	53 684	930
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	252 622	268 718	2 747	153 987	160 703	1 778
Sum selskapsobligasjoner	430 017	454 559	4 933	237 584	246 288	3 170
Pantsikrede obligasjoner						
Obligasjoner med fortrinnsrett	173 114	189 208	2 760	182 985	194 334	3 152
Mortgage-backed securities	711	-	-	3	-	-
Asset-backed securities	209	-	-	61	-	-
Commercial mortgage-backed securities	2 165	1 740	7	2 000	2 141	9
Sum pantsikrede obligasjoner	176 199	190 948	2 767	185 049	196 475	3 161
Sum obligasjoner	2 071 271	2 349 789	21 062	1 799 421	1 880 263	18 900
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		25 163			75 807	

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

NOTE 5 EIENDOM

REGNSKAPSPRINSIPP

Eiendomsinvesteringer utføres gjennom datterselskaper utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Disse datterselskapene er ikke konsolidert i regnskapet til SPU fordi SPU er en investeringsenhet. Se note 2 *Regnskapsprinsipper* for mer informasjon. Investeringene i datterselskap, som består av egenkapital og langsiktig lånefinansiering, presenteres i balansen til SPU som *Eiendom*. Datterselskapene blir utpekt ved førstegangsinnregning til virkelig verdi over resultat. Endringer i virkelig verdi i perioden resultatføres og er spesifisert i note 3 *Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta og avkastning per aktivaklasse*.

Tabell 5.1 spesifiserer linjen *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Eiendom* i resultatregnskapet, før

gevinst/tap valuta. Tabell 5.2 viser endringer i perioden for balansenlinjen *Eiendom*.

Tabell 5.1 Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Eiendom

Beløp i millioner kroner	2014	2013
Utbytte	598	259
Renteinntekter	1 368	749
Urealisert gevinst/tap	5 194	2 228
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Eiendom	7 160	3 236

Tabell 5.2 Balanseendringer Eiendom

Beløp i millioner kroner	2014	2013
Eiendom, inngående balanse for perioden	51 032	25 008
Tilgang nye investeringer	37 711	19 307
Urealisert gevinst/tap	5 194	2 228
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	12 494	4 489
Eiendom, utgående balanse for perioden	106 431	51 032

UNDERLIGGENDE EIENDOMSSELSKAPER

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. Dette kan være datterselskaper, tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter. Se note 15 *Interesser i andre foretak* for en oversikt over sentrale enheter. Disse enhetene har videre investert i eiendom, primært bygninger. Virkelig verdi av eiendom anses å være summen av alle underliggende eiendeler og forpliktelser målt til virkelig verdi, justert for SPUs eierandel. Eiendelene og forpliktelsene er spesifisert i tabell 5.4. For ytterligere informasjon angående måling av eiendomseiendeler og -forpliktelser til virkelig verdi, se note 6 *Måling til virkelig verdi*.

Leieinntekter innregnes som inntekt lineært over leieperioden, hensyntatt eventuelle incentivordninger. Transaksjonskostnader inkluderer utgifter til rådgivere, herunder advokater og verdsetter mv. og dokumentavgift. Transaksjonskostnadene resultatføres etter hvert som de påløper. Regnskapsprinsipper for andre inntekts- og kostnadselementer, ikke spesifikke for underliggende eiendomsselskaper, presenteres i note 3.

Tabell 5.3 gir en spesifisering av SPUs andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende eiendomsenhetene. Inntekter generert gjennom leieinntekter, med fradrag for kostnader, kan distribueres til SPU i form av renter og utbytte som angitt i tabell 5.1.

Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 5.1 inkluderer overskudd som ikke er utdelt, og vil derfor ikke tilsvare virkelig verdiendringer i tabell 5.3, som kun omfatter virkelig verdiendringer av eiendommer og gjeld.

Tabell 5.3 Inntekt fra underliggende eiendomsenheter

Beløp i millioner kroner	2014	2013
Netto leieinntekter*	3 747	2 215
Virkelig verdiendringer – bygninger	5 464	1 539
Virkelig verdiendringer – gjeld	- 395	336
Transaksjonskostnader	- 586	- 201
Rentekostnader ekstern gjeld	- 354	- 239
Betalbar skatt	- 81	- 64
Endring utsatt skatt	- 292	- 182
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet**	- 83	- 61
Andre driftskostnader***	- 261	- 107
Netto inntekt eiendomsenheter	7 160	3 236

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

** Se tabell 11.2 for spesifikasjon av driftskostnader som inngår i rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

*** Andre driftskostnader består av honorar til eksterne forvaltere for forvaltning av eiendommene, samt andre kostnader som ikke dekkes innenfor rammen fra Finansdepartementet.

Tabell 5.4 gir en spesifikasjon av eiendeler og forpliktelseser som inngår i de underliggende eiendomsenheter.

Tabell 5.4 Netto eiendeler i eiendomsenheter

Beløp i millioner kroner	2014	2013
Innskudd i banker	1 170	695
Bygninger	118 515	57 329
Ekstern gjeld	- 11 985	- 6 307
Betalbar skatt	- 98	- 30
Netto utsatt skatt	- 520	- 230
Netto andre eiendeler og forpliktelseser	- 651	- 424
Netto eiendeler eiendomsenheter	106 431	51 032

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

eiendomsinvesteringer er presentert på regnskapslinjen *Aksjer og andeler*, og utgjør 33 238 millioner kroner ved årsslutt.

NOTE 6 MÅLING TIL VIRKELIG VERDI

REGNSKAPSPRINSIPP

Alle eiendeler og forpliktelser presentert som aksjer, obligasjoner, eiendom, derivater, samt kortsiktige posisjoner i gjenkjøps- og gjensalgssavtaler, innskudd/gjeld i pengemarkedet og kontantsikkerhet er holdt til virkelig verdi i balansen.

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

1. INNLEDNING

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

2. VERDSETTELSESUSIKKERHET OG HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

Alle eiendeler og gjeldsposter som måles til virkelig verdi har blitt inndelt i de 3 kategoriene i hierarkiet for virkelig verdi, presentert i tabell 6.1. Inndelingen er basert på vurdert verdsettelsesusikkerhet:

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

En oversikt over modeller og verdsettelsesmetoder med sine respektive observerbare og ikke-observerbare inndata, kategorisert per type instrument er beskrevet i punkt 5 i denne noten.

VESENTLIG ESTIMAT

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

Tabell 6.1 allokterer investeringene i nivåer fordelt etter verdsettelseshierarkiet og inkluderer alle balanselementer verdsatt til virkelig verdi.

Tabell 6.1 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
Aksjer og andeler	3 925 476	3 130 980	30 236	734	1 983	1 753	3 957 695	3 133 467
Statsobligasjoner	1 141 268	1 021 481	155 528	159 293	-	-	1 296 796	1 180 774
Statsrelaterte obligasjoner	308 397	173 767	27 424	52 134	7 950	507	343 771	226 408
Realrenteobligasjoner	55 613	26 676	8 102	3 642	-	-	63 715	30 318
Selskapsobligasjoner	246 887	2 062	192 266	243 194	15 406	1 032	454 559	246 288
Pantesikrede obligasjoner	172 332	153 273	16 703	43 170	1 913	32	190 948	196 475
Sum obligasjoner	1 924 497	1 377 259	400 023	501 433	25 269	1 571	2 349 789	1 880 263
Finansielle derivater (eiendeler)	-	192	5 777	1 224	-	-	5 777	1 416
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-7 895	-972	-	-	-7 895	-972
Sum finansielle derivater	-	192	-2 118	252	-	-	-2 118	444
Eiendom	-	-	-	-	106 431	51 032	106 431	51 032
Annet*	-	-	18 942	-27 471	-	-	18 942	-27 471
Totalt	5 849 973	4 508 431	447 083	474 948	133 683	54 356	6 430 739	5 037 735
Totalt (prosent)	91,0	89,5	6,9	9,4	2,1	1,1	100,0	100,0

* Annet består av ikke-investerings eiendeler og forpliktelser begrenset til pengemarkedsinstrumenter, herunder gjensalgsvtaler, gjenkjøpsavtaler, innskudd i banker, kortsiktig innlån, uoppgjorte handler, mottatt kontantsikkerhet og andre eiendeler og gjeld.

Verdsettelsesusikkerheten for SPU totalt ved utgangen av 2014 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2013. Majoriteten av den totale porteføljen er forbundet med lav verdsettelsesusikkerhet og klassifisert som nivå 1 eller 2 (97,9 prosent ved årsslutt 2014 mot 98,9 prosent ved årsslutt 2013).

Aksjer og andeler

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

Obligasjoner

Majoriteten (81,9 prosent) av obligasjonsbeholdningene er verdsatt ved bruk av observerbare markedskurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1.

Dette inkluderer de aller fleste statsobligasjoner, statsrelaterte obligasjoner, realrenteobligasjoner og pantesikrede obligasjoner. Totalt sett var 17,0 prosent av obligasjonsbeholdningene klassifisert som nivå 2, og kun 1,1 prosent som nivå 3 ved årsslutt 2014.

Enkelte statsobligasjoner utstedt i fremvoksende markeder og obligasjoner utstedt av et fåtall europeiske stater med uavklarte gjeldssituasjoner er allokert til nivå 2. Ingen statsobligasjoner er allokert til nivå 3. Et mindretall statsrelaterte obligasjoner er allokert til nivå 2 og enkelte til nivå 3. En fellesnevner for disse er at de enten er utstedt i mindre likvide valutaer eller at utsteder er fra fremvoksende markeder.

Ingen realrenteobligasjoner er allokert til nivå 3 og mindretallet som er betegnet som nivå 2 stammer fra fremvoksende markeder. En liten andel av pantesikrede obligasjoner er klassifisert som nivå 2 eller 3. De har lav grad av observerbare markedspriser og noen av disse verdipapirene er modellpriset. Halvparten av selskapsobligasjonene er ansett som likvide med observerbare markedspriser, og er således allokert til nivå 1. De resterende selskapsobligasjonene er i hovedsak allokert til nivå 2. Disse består av mindre likvide obligasjoner utstedt i amerikanske dollar, med større grad av usikkerhet rundt virkelig verdi. Enkelte selskapsobligasjoner er illikvide utstedelser hvor prisen er vanskelig å verifisere, og er klassifisert som nivå 3.

Eiendom

Alle 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 eiendomsinvesteringer er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsettere, med unntak av nyinnkjøpte eiendommer hvor kostpris eksklusiv transaksjonskostnader er ansett som det beste anslaget på virkelig verdi. Verdsettelsesusikkerheten knyttet til eiendomsinvesteringene vurderes i hovedsak å være uendret sammenlignet med forrige årsslutt. Økningen i eiendom klassifisert som nivå 3 kommer i stor grad av virkelig verdi endringer som beskrevet i note 5 *Eiendom*.

Finansielle derivater og andre eiendeler og forpliktelser

Samtlige derivater har blitt klassifisert som nivå 2 investeringer, da verdsettelsen av disse er basert på standardiserte modeller, hvor det er benyttet observerbare inndata. Hovedandelen av derivatene på eiendels-siden av balansen er ikke-børsomsatte valutahandler med positiv markedsverdi. På gjeldssiden utgjør valutahandler med negativ markedsverdi noe over en tredjedel av den totale verdien, og rentebytteavtaler de resterende to tredjedelene.

Andre eiendeler og forpliktelser er klassifisert som nivå 2.

3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2.

Det har ikke vært signifikante endringer mellom nivåene i aksjeporteføljen siden forrige årsslutt, men i underkant av 10 prosentpoeng av obligasjonsporteføljen har blitt reklassifisert.

Aksjebeholdninger med netto markedsverdi på 20 593 millioner kroner, eller 0,7 prosentpoeng, er flyttet fra nivå 1 til nivå 2. I hovedsak består denne reklassifisering av russiske aksjer, hvor usikkerheten rundt virkelig verdi har økt i takt med den finansielle utviklingen. Samtidig er en andel kinesiske aksjer reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1, noe som modererer effekten av reklassifisering av russiske aksjer.

Innen obligasjoner er en større andel av stats- og selskapsobligasjoner allokert til nivå 1 enn ved forrige årsslutt. Den totale reklassiferingen beløper seg til 293 385 millioner kroner og nivå 1 har økt med 8,7 prosentpoeng. Nivå 2 har blitt redusert med 9,7 prosentpoeng, og nivå 3 har av denne grunn økt med 1,0 prosentpoeng. Hovedårsaken til dette er implementering av et nytt verktøy med ytterligere likviditetsdata, som øker informasjonsgrunnlaget og gir økt markedstransparens.

Tabell 6.2 Spesifisering endringer i nivå 3 beholdninger

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

Beløp i millioner kroner	01.01.2013	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2013
Aksjer og andeler	1 623	100	-54	-161	-774	579	-24	464	1 753
Obligasjoner	5 002	237	-4 587	-92	118	638	-467	722	1 571
Eiendom	25 008	19 307	-	-	2 228	-	-	4 489	51 032
Totalt	31 633	19 644	-4 641	-253	1 572	1 217	-491	5 675	54 356

SPUs samlet eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til verdsettelse (nivå 3) økte med 79 327 millioner kroner i 2014, til en eksponering ved slutten av året på 133 683 millioner kroner.

Aksje- og obligasjonsbeholdninger allokert til nivå 3 økte med 23 928 millioner kroner i løpet av 2014 til 27 252 millioner kroner ved årsslutt, som tilsvarer 0,4 prosent av den totale aksje- og obligasjonsporteføljen.

For aksjer består verdøkningen av selskaper som har blitt suspendert, tatt av børs eller av andre grunner ikke har blitt handlet. Disse har blitt flyttet til nivå 3 fra både nivå 1 og 2. Økningen i obligasjonsporteføljen skyldes primært en reklassifisering av selskapsobligasjoner fra nivå 2 til nivå 3. Hovedårsaken til dette er implementering av et nytt verktøy med ytterligere likviditetsdata, som øker informasjonsgrunnlaget og gir økt markedstransparens.

Alle eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, og økningen på 55 399 millioner kroner i 2014 skyldes i

hovedsak nye investeringer på 37 711 millioner kroner, samt verdiøkninger og valutaeffekter.

4. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 6.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2014	Sensitiviteter 31.12.2014		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2013	Sensitiviteter 31.12.2013	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer og andeler	1 983	-843	587	1 753	-560	175
Statsrelaterte obligasjoner	7 950	- 781	780	507	- 44	29
Selskapsobligasjoner	15 406	-1 884	1 640	1 032	-107	118
Pantsikrede obligasjoner	1 913	- 191	287	32	- 5	3
Sum obligasjoner	25 269	-2 856	2 707	1 571	-156	150
Eiendom	106 431	-5 532	6 071	51 032	- 2 830	3 093
Totalt	133 683	-9 231	9 365	54 356	-3 546	3 418

Det er usikkerhet forbundet med virkelig verdi av investeringer klassifisert som nivå 3, og den totale nedside verdsettelsesusikkerheten har økt med 5 685 millioner kroner til 9 231 millioner kroner ved årsslutt 2014. Oppside verdsettelsesusikkerhet har økt med 5 947 millioner kroner til 9 365 millioner kroner. Økningene skyldes hovedsakelig nye eiendomsinvesteringer og økningen i beholdningsverdien på obligasjoner innen nivå 3.

Den totale verdsettelsesusikkerheten for nivå 3 beholdninger er forventet å være lavere enn dette fordi verdsettelsen av alle beholdninger ikke vil bevege seg i samme retning basert på en underliggende endring i en parameter. Eksempelvis vil tidlig tilbakebetaling av underliggende utlån ha en positiv effekt på verdsettelsen av noen obligasjoner, mens det vil ha en negativ effekt på verdien av andre obligasjoner, slik at det vil forekomme motgående effekter i den totale verdsettelsen av porteføljen.

Usikkerhet forbundet med fastsettelse av virkelig verdi for eiendomsinvesteringer er i hovedsak uendret i forhold til forrige årsslutt, men den totale verdsettelsesusikkerheten har økt som følge av økningen i eiendomsporteføljen. Eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastning (diskonteringsrente) og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under et ufordelaktig scenario er det beregnet at en endring i diskonteringsrenten på +0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på -2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 5,2 prosent eller 5 532 millioner kroner. Under et fordelaktig scenario vil en tilsvarende endring i diskonteringsrenten på -0,2 prosentpoeng og en økning i frem-

tidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 5,7 prosent eller 6 071 millioner kroner.

Usikkerheten rundt verdsettelse av aksje- og obligasjonsporteføljen har totalt sett gått ned. Samtidig er det isolert sett en verdiøkning i nivå 3 i forhold til 2013, samt en økning i sensitivitetene, både relativt og absolutt. På nedsidene estimeres det mulige utfallet til å være 3 699 millioner kroner. Oppsiden er ansett å være marginalt mindre enn nedsidene og denne estimeres til å være 3 294 millioner kroner.

For aksjer er usikkerheten noe høyere enn for obligasjoner da modellprisene er mer følsomme for variasjoner i antagelsene. Fra forrige årsslutt er ufordelaktige endringer økt med 283 millioner kroner og fordelaktige endringer økt med 412 millioner kroner. Økningen skyldes delvis at beholdningsverdien er økt, men hovedsakelig er det større usikkerhet rundt etablering av virkelig verdi. Det er videre knyttet større usikkerhet i ufordelaktige endringer ettersom dette nivået inneholder noen selskaper som kan bli verdiløse.

Økningen i beholdningsverdien på obligasjoner innen nivå 3 resulterer i et større spenn hva gjelder fordelaktige og ufordelaktige endringer sammenlignet med forrige årsslutt. Nivået på verdsettelsesutslaget er basert på hvilken sektor obligasjonen tilhører, samt tilgjengelighet, pålitelighet og variasjon av priser. Det er knyttet marginalt mindre usikkerhet rundt statsrelaterte obligasjoner sammenlignet med selskapsobligasjoner og pantsikrede obligasjoner. Innen selskapsobligasjoner er det i tillegg en større nedside rundt obligasjoner som er misligholdt. Blant pantsikrede obligasjoner er imidlertid usikkerheten rundt fordelaktige endringer større enn for ufordelaktige endringer.

5. VERDSETTELSESMETODER

Norges Bank Investment Management har definert hierarkier for hvilke priskilder som skal brukes i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene verdsettes normalt i henhold til indeksleverandørens priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av andre anerkjente eksterne leverandørers priser.

Aksjer og andeler (nivå 2 og nivå 3)

Inkluderer noterte og unoterte aksjer hvor relativt illikvide beholdninger er priset basert på tilsvarende likvide aksjer utstedt av det samme selskapet, eller på prisindikasjoner fra motparter. Observerbare inndata er:

- Aksjepriser – hentet fra børser eller standard datakilder.

Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

Inkluderer stats- og statsrelaterte obligasjoner, inflasjonsjusterte obligasjoner og pantesikrede obligasjoner herunder obligasjoner med fortrinnsrett og obligasjoner som er pantesikret i eiendom.

Verdsettelsesmetodene er en kombinasjon av markedsstandardiserte- og egenutviklede modeller, men basert på standard verdsettelsesprinsipper. Hvilken modell som brukes varierer med aktivklasse eller underaktivklasse. Observerbare inndata i modellene er:

- Obligasjonspriser – inndata basert på kursstillelse samt relevant markedsaktivitet
- Kredittspreader – hentet fra kredittderivatmarkedet samt fra handel i mer likvide obligasjoner
- Rentekurver – ofte fundamentet i verdsettelsesmodellen, hentet inn fra ulike rentemarkeder
- Forskuddsbetalingsrater – forskuddsvis tilbakebetaling av hovedstol. Estimater som er basert på både historiske og forventede nivåer kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av enkelte obligasjonstyper, og er hentet fra diverse markedsilder
- Mislighold og gjenvinningsestimater – antagelser rundt forventet mislighold og tap ved mislighold er viktige datapunkter ved verdsettelse av strukturerte instrumenter. Datakilde er som for forskuddsbetalingsrater
- Opsjonsjusterte nåverdimodeller for konvertible obligasjoner
- Rentepåslag for obligasjoner med flytende rente
- Samvariasjon – graden av hvor mye endringer i en variabel har samhörighet med endringer i en annen. Datakilde er som for forskuddsbetalingsrater
- Strukturings- og kontantstrømdetaljer per transje – analyse av strukturerte obligasjoner produserer estimerte kontantstrømmer som er en vesentlig faktor for slike instrumenter. Datakilde er som for forskuddsbetalingsrater.

Eiendomsinvesteringer (nivå 3)

Virkelig verdi av eiendom er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 5 *Eiendom*. Eiendeler og forpliktelser består i det vesentligste av bygninger og eksterne gjeld. Bygninger verdsettes hver rapporteringsdato av eksterne uavhengige verdsettelsesspesialister som bruker neddiskontert kontantstrømsteknikker eller inntektsmetoden. Regnskapsført virkelig verdi er basert på verdien utarbeidet av eksterne verdsettere, med mindre det vurderes at prisen fra en nylig transaksjon er et bedre estimat på virkelig verdi. 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 bygningens tilstand. Estimater som er brukt reflekterer nylig gjennomførte sammenlignbare transaksjoner med tilsvarende beliggenhet og tilstand, og er basert på markedsbetingelser. Observerbare og ikke-observerbare inndata brukt i modellene er:

- Forventede fremtidige kontantstrømmer (som leiekontrakter) justert for forventet ledig utleieareal, justert for utleieincentiver og ombyggningskostnader
- Estimert sluttverdi (netto kontantstrøm ved slutten av beregnet tidsperiode)
- Markedsavkastning
- Markedets risikojusterte diskonteringsrente (avkastning).

Derivater (nivå 2)

Inkluderer OTC valutaterminkontrakter, rentebytteavtaler og opsjoner (herunder warrants). De benyttede verdsettelsesmetodene er utprøvd og allment aksepterte. Observerbare inndata til modellene er:

- Valutakurser – hentet fra forskjellige børser og handelsplasser for bruk i verdsettelse av spot, forward og futures kontrakter
- Rentekurver
- Kredittspreader
- Volatilitet – graden av hvor mye prisen på et verdipapir svinger er en nøkkelparameter i verdsettelse av opsjoner. Datakilde er som for forskuddsbetalingsrater
- Motpartsrisiko – prisene er basert på antagelsen om risikofrie motparter. Dette er en rimelig forutsetning på grunn av at det eksisterer nettingavtaler og at det benyttes sikkerhetsstillelser.

6. KONTROLLMILJØ

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

Verdsettelsesmiljøet er tilpasset i samsvar med markedsstandarder og etablert praksis for verdifastsettelse. I praksis er dette gjennomført i form av en daglig verdifastsettelse av alle beholdninger, med unntak for 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 avdelingen som er ansvarlig for verdifastsettelsen.

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

mulig observerbare datapunkter, men i noen tilfeller er det grunnet manglende likviditet benyttet ikke-observerbare datapunkter.

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

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

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

NOTE 7 RISIKO

FORVALTNINGSMANDAT FOR SPU

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

SPU skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i valutakurven til faktisk referanseindeks. Finansdepartementets strategiske referanseindeks er fordelt på aktivklasser. Referanseindeksen for aksjer er satt sammen etter markeds kapitalisering for aksjene i de land som inngår i indeksen, der utvalgte selskaper er ekskludert fra investeringsuniverset. Referanseindeksen for obligasjoner angir en fast fordeling mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner og en referanseindeks for hver av disse. Obligasjoner i referanseindeksen for statsobligasjoner vektet i henhold til respektive lands bruttonasjonalprodukt, mens obligasjoner i referanseindeksen for selskapsobligasjoner vektet i henhold til markedsverdi. Valutafordelingen følger av disse vektingsprinsippene.

SPU kan ikke investere i verdipapirer utstedt av norske foretak eller som er utstedt i norske kroner. Slike verdipapirer er heller ikke med i referanseindeksen.

NORGES BANKS STYRINGSSTRUKTUR

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

Leder i Norges Bank Investment Management er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse og et investeringsmandat. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for risikostyring, prinsipper for organisering og ledelse, og prinsipper for avlønning av ansatte i Norges Bank Investment Management. Organisasjonen må etterleve internasjonalt anerkjente standarder innen verddivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko. Rapportering til hovedstyret gjøres månedlig

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

STYRINGSSTRUKTUR

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

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

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

RAMMEVERK FOR INVESTERINGSRISIKO

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

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

Hovedstyrets prinsipper for risikostyring er videre detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Risikostyring er definert som styring av markedsrisiko, kredittisiko, 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 risikostyringsområdet på uavhengig basis måler, styrer og rapporterer investeringsrisiko på tvers av portefølje, på aktivaklassenivå og andre nivåer som reflekterer investeringsprosessen.

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. Markedsrisiko for aksje- og obligasjonsporteføljen måles etter dimensjonene absolutt eksponering og relativ eksponering mot referanseindeks, volatilitet og samvariasjonsrisiko, systematisk faktorrisiko og likviditetsrisiko. Eiendom måles på absolutt eksponering, gjeldsgrad, andel eiendom under utvikling og eiendom som ikke er leid ut. Markedsrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

Investeringsrisiko – kredittisiko

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

Investeringsrisiko – motpartsrisiko

Norges Bank Investment Management definerer motpartsrisiko som risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Motpartsrisiko kan deles inn i kredittisiko knyttet til konkurs hos motparter, oppgjørskrisiko og depotrisiko. Motpartsrisiko oppstår både i forbindelse med forvaltningen av aksje- og obligasjonsporteføljen samt eiendomsporteføljen. Motpartsrisiko kontrolleres og motvirkes i så stor grad som mulig, gitt investeringsstrategien.

Risikostyringsprosessen

Norges Bank Investment Management benytter flere målemetoder, prosesser og systemer for å kontrollere investeringsrisiko. Robuste anerkjente risikostyrings-systemer 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.

Aktivaklasse per land/valuta

Porteføljen er investert på tvers av flere aktivaklasser, land og valutaer som vist i tabell 7.1.

Tabell 7.1 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta*		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld for forvaltningsgodtgjøring		
		31.12.2014	Marked	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
Aksjer	Utviklet	90,2	Utviklet	90,2				
	USA	33,7	USA	29,2				
	Storbritannia	12,5	Storbritannia	14,8				
	Japan	7,4	Japan	6,7				
	Tyskland	6,1	Tyskland	6,7				
	Frankrike	5,8	Frankrike	6,7				
	Sum andre	24,7	Sum andre	26,1				
	Fremvoksende	9,8	Fremvoksende	9,8				
	Kina	2,9	Kina	2,5				
	Taiwan	1,5	Taiwan	1,4				
	India	1,0	Brasil	1,3				
	Brasil	0,9	Russland	0,7				
	Sør-Afrika	0,6	India	0,7				
	Sum andre	2,9	Sum andre	3,1				
Aksjer totalt					61,3	61,7	3 939 923	3 106 945
Obligasjoner	Utviklet	87,2	Utviklet	88,0				
	Amerikanske dollar	41,4	Amerikanske dollar	38,4				
	Euro	24,5	Euro	27,8				
	Japanske yen	7,4	Japanske yen	7,4				
	Britiske pund	5,3	Britiske pund	5,2				
	Kanadiske dollar	3,3	Kanadiske dollar	3,5				
	Sum andre	5,3	Sum andre	5,8				
	Fremvoksende	12,8	Fremvoksende	12,0				
	Meksikanske peso	1,8	Meksikanske peso	1,7				
	Brasilianske real	1,5	Sørkoreanske won	1,6				
	Sørkoreanske won	1,5	Brasilianske real	1,5				
	Tyrkiske lira	1,1	Russiske rubler	1,3				
	Indiske rupi	1,0	Polske zloty	0,8				
	Sum andre	5,9	Sum andre	5,1				
Obligasjoner totalt					36,5	37,3	2 349 948	1 878 996
Eiendom	Storbritannia	30,9	Storbritannia	27,0				
	USA	30,7	Frankrike	22,5				
	Frankrike	15,9	USA	18,7				
	Tyskland	9,7	Sveits	13,8				
	Sveits	5,5	Tyskland	8,5				
	Sum andre	7,3	Sum andre	9,6				
Eiendom totalt**					2,2	1,0	140 868	51 794

* Markedsverdi per land og valuta inkluderer derivater og kontanter.

** *Eiendom totalt* inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer. Disse presenteres i balansen som *Aksjer og andeler*.

Konsentrasjonsrisiko

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

Tabell 7.2 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer nominelle statsobligasjoner utstedt i egen valuta, fremmed valuta og realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 7.2 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2014	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2013
USA	422 200	USA	437 306
Japan	186 044	Japan	139 475
Tyskland	84 021	Tyskland	97 534
Storbritannia	76 341	Storbritannia	58 852
Italia	52 369	Mexico	36 001
Spania	46 731	Nederland	35 844
Mexico	46 620	Italia	35 336
Brasil	43 505	Frankrike	31 370
Sør Korea	41 107	Sør Korea	31 162
Nederland	37 121	Brasil	30 335

Tabell 7.3 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger.

Obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner samt gjeld utstedt av andre underliggende selskaper er inkludert i obligasjonskolonnen.

Tabell 7.3 Største beholdninger utenom stat, både obligasjoner og aksjer

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2013	Sektor	Obligasjoner	Aksjer	Totalt
Nestlé SA	Konsumvarer	336	39 268	39 604
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Statsrelatert	31 742	-	31 742
Royal Dutch Shell Plc	Olje og gass	1 629	28 957	30 586
HSBC Holdings Plc	Finans	3 362	24 968	28 330
Novartis AG	Helse	757	26 078	26 835
Lloyds Banking Group Plc	Finans	15 126	11 288	26 414
Vodafone Group Plc	Telekommunikasjon	1 738	24 613	26 351
Roche Holding AG	Helse	228	24 183	24 411
BP Plc	Olje og gass	3 584	20 150	23 734
Apple Inc	Teknologi	1 909	21 075	22 984

Verdien av eiendomsporteføljen var 141 milliarder kroner ved utgangen av året. Eiendomsporteføljen består av direkte eiendomsinvesteringer og investeringer i børsnotert eiendom. I løpet av 2014 økte verdien av direkte eiendomsinvesteringer med 56 milliarder kroner, til en verdi på 108 milliarder kroner ved årsslutt. Økningen skyldes hovedsakelig et høyt investerings-

nivå, hovedsakelig innen kontorbygg i USA og Storbritannia. Fra og med november 2014 ble investeringer i børsnotert eiendom inkludert i denne aktivaklassen. Verdien på børsnoterte eiendom var 33 milliarder kroner ved utgangen av året.

Tabell 7.4 viser eiendomsporteføljen fordelt på sektorer.

Tabell 7.4 Fordeling av eiendomsinvesteringer per sektor

Sektor	Prosent 31.12.2014	Prosent 31.12.2013
Kontorbygg	52,8	62,4
Detaljhandel	11,8	17,1
Industri	13,1	18,7
Annet	0,5	1,7
Sum direkte eiendomsinvesteringer*	78,2	100,0
Børsnoterte eiendomsinvesteringer*	21,8	-
Totalt	100,0	100,0

* Direkte eiendomsinvesteringer er presentert i balansenlinjen *Eiendom*. Børsnoterte eiendomsinvesteringer er presentert i balansenlinjen *Aksjer og andeler*.

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. Forventningen er gitt ved et standardavvik som tilsvarer om lag 68 prosent av utfallene. Forventet volatilitet kan uttrykkes i form av porteføljens absolutte eller relative risiko. Modellen vekter ukentlige avkastningsdata likt over de

siste tre år, benytter en parametrisk beregningsmetode, og er tilpasset den langsiktige investeringshorisonten for SPUs investeringer. Samme modell benyttes både for porteføljerisiko og relativ volatilitet. I tillegg til bruk av nevnte modell brukes andre risikomodeller som i større grad hensyntar den siste tids markedsdynamikk. Eiendomsinvesteringer er ikke inkludert i beregninger for relativ volatilitet. Dette er konsistent med investeringsmandatene gitt av Finansdepartementet og hovedstyret i Norges Bank i tillegg til interne retningslinjer for investering og risikostyring.

Tabell 7.5 og 7.6 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

Tabell 7.5 Porteføljerisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014	31.12.2013	Min 2013	Maks 2013	Snitt 2013
Portefølje	8,2	7,9	9,3	8,7	9,3	8,5	9,4	9,0
Aksjer	11,1	11,0	14,4	13,0	14,2	13,7	14,4	14,1
Obligasjoner	7,9	7,5	8,9	8,3	8,7	8,3	8,9	8,6

Tabell 7.6 Relativ risiko, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014	31.12.2013	Min 2013	Maks 2013	Snitt 2013
Portefølje	38	38	63	51	59	32	81	53
Aksjer	52	49	71	60	64	33	76	51
Obligasjoner	59	52	69	60	56	50	75	64

Målt risiko ble noe redusert både for porteføljen totalt, samt aktivklassene bestående av obligasjoner og aksjer. Ved årets slutt hadde porteføljen totalt en målt risiko på 8,2 prosent. Dette betyr at man for porteføljen kan forvente å se årlige verdisvingninger på om lag 530 milliarder kroner. Tilsvarende, var målt risiko ved utgangen av 2013 på 9,3 prosent og man kunne forvente å se verdisvingninger på om lag 470 milliarder kroner. Da modellen bruker 3 års historikk, kan risikoendringen forklares med at den volatile perioden høsten 2011 har gått ut av beregningsperioden.

Mandatet for SPU angir at forventet relativ volatilitet ikke skal overstige 100 basispunkter. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Forventet relativ volatilitet har vært innenfor rammen i 2014 og var ved utgangen av året på 0,4 prosentpoeng, noe som er en nedgang fra slutten av 2013.

De globale aksjemarkedene var preget av god vekst i USA. I eurosonen, var det lav vekst i land som for eksempel Tyskland, Frankrike og Portugal. Obligasjonsmarkedene var preget av fallende statsrenter i eurosonen, USA, Brasil, Japan og India. Råvaremarkedet ble preget av et kraftig oljeprisfall på over 50 prosent. I valutamarkedet så man en tendens til økt volatilitet, der den amerikanske dollaren styrket seg mot valutaene i valutakurven, samt at den russiske rubelen svekket seg kraftig.

Styrker og svakheter

Styrken ved denne typen risikomodeller er at man kan estimere risiko knyttet til en portefølje på tvers av forskjellige aktivklasser, markeder, valutaer, verdi-

papirbeholdninger og derivater, og uttrykke risikoen gjennom ett enkelt tall som hensyntar samvariasjon mellom de forskjellige aktivklassene, verdipapirene og risikofaktorene.

De modellbaserte risikoestimatene bruker historiske sammenhenger i markedene og vil ha gode prognoseevner i markeder uten nevneverdige endringer i volatilitet. Estimatene er mindre pålitelige i perioder med vesentlige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Beregnet volatilitet gir et 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 stress-tester, og analyse av konsentrasjonsrisiko og realisert avkastning.

Etterprøving av modeller

Det gjennomføres jevnlig etterprøving av risikomodellene for å validere modellens evne til å estimere risiko. Risikomodellens beregningsmetode og etterprøving av dens resultater hensyntar SPUs lange investeringshorisont.

KREDITTRISIKO

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at utstedere av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Obligasjoner 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 7.7 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2013	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	658 742	298 019	71 283	150 360	2 369	1 180 774
Statsrelaterte obligasjoner	105 869	85 439	11 294	21 271	2 535	226 408
Realrenteobligasjoner	16 180	1 431	271	12 435	-	30 318
Selskapsobligasjoner	871	23 080	109 052	108 438	4 847	246 288
Verdipapiriserte obligasjoner	126 600	11 855	26 525	30 285	1 210	196 475
Sum obligasjoner	908 262	419 825	218 425	322 789	10 961	1 880 263

Gjennom 2014 har vekstanslagene for store deler av verden blitt nedjustert. Det har blitt tydeligere at det tar tid før veksten i Eurosonen tar seg opp. I tillegg har den kinesiske veksten vært svakere enn forventet. Som følge av Russlands annektering av Krimhalvøya og den betente situasjonen i Øst-Ukraina ble det innført internasjonale økonomiske sanksjoner mot Russland. Dette svekket etter hvert veksten i Russland samt land med betydelig eksport til Russland. I Japan var det også usikkerhet knyttet til resultatene av de store kvantitative lettelsene som er gjennomført. I USA har den økonomiske veksten derimot holdt stand samtidig som arbeidsledighetstall bekrefter en positiv trend med flere i arbeid. Basert på den positive utviklingen varslet den amerikanske sentralbanken en tidligere renteøkning enn opprinnelig forventet. I siste halvdel av året kom et stort fall i oljeprisen. Dette var negativt for oljeproduiserende land som Russland, Brasil og Mexico. For Russland har fallende oljepris, internasjonale sanksjoner og redusert tillit fra markedsaktører ført til et stort fall i valutakursen og kredittpåslag på russiske statsobligasjoner økte til 476 basispunkter ved slutten av 2014 sammenlignet med 165 basispunkter ved årsslutt 2013.

I løpet av 2014 ble andelen av beholdningen av pantsikrede obligasjoner, samt amerikanske og noen europeiske lands statsobligasjoner redusert, samtidig som andelen av selskapsobligasjoner og statsrelaterte obligasjoner økte. Det var også en overvekt av nedgraderinger av kredittvurderingsbyråene av land og selskaper i obligasjonsporteføljen, særlig i fjerde

kvartal. Dette skyldes blant annet svakere økonomiske utsikter i en rekke markeder, som beskrevet ovenfor. Japan ble blant annet nedgradert av Moody's i dette kvartalet, noe som førte til at japanske statsobligasjoner flyttet til A kategorien fra AA kategorien. Japan utgjorde ved årsslutt 8,0 prosent av obligasjonsporteføljen. Nye midler ble gjennom året fortsatt investert i statspapirer i fremvoksende markeder. Slike beholdninger utgjorde ved årets slutt 13,5 prosent av obligasjonsporteføljen sammenlignet med 12,0 prosent ved utgangen av 2013. Totalt sett medførte dette at obligasjonsporteføljens kredittkvalitet ble redusert i løpet av året.

Sammensetningen av obligasjonsporteføljen er derfor endret, ved at andelen AAA og AA obligasjoner er redusert og andelen A og BBB er økt. Beholdningen av AAA og AA obligasjoner ble redusert til henholdsvis 39,5 og 16,2 prosent av obligasjonsporteføljen ved slutten av 2014 sammenlignet med 48,3 og 22,3 prosent ved årsslutt 2013. A og BBB obligasjoner økte tilsvarende til 23,0 prosent og 20,6 prosent ved årsslutt 2014 fra 11,6 prosent og 17,2 prosent ved utgangen av 2013. Ved årsslutt 2014 hadde beholdningen av *Lavere vurdering* økt til 0,7 prosent av obligasjonsporteføljen fra 0,6 prosent ved utgangen av 2013. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 440 millioner kroner ved årsslutt 2014. Den nominelle størrelsen av misligholdte obligasjoner var 13,2 milliarder kroner, opp fra 11,8 milliarder kroner ved utgangen av 2013. Misligholdte obligasjoner er gruppert under *Lavere vurdering*.

Tabell 7.8 Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

31.12.2014	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	21,8	2,8	7,9	7,2	0,2	39,9
Euro	11,2	4,4	2,5	6,3	0,3	24,7
Japanske yen	-	-	8,0	-	-	8,0
Britiske pund	0,8	3,9	0,4	0,6	-	5,7
Canadiske dollar	1,6	1,1	0,4	0,3	-	3,3
Andre valutaer	4,2	4,1	3,9	6,2	0,1	18,4
Totalt	39,5	16,2	23,0	20,6	0,7	100,0

31.12.2013	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	27,3	2,1	4,1	4,7	0,1	38,3
Euro	13,1	4,9	3,2	6,3	0,4	27,9
Japanske yen	-	7,4	-	-	-	7,4
Britiske pund	0,8	3,4	0,5	0,6	-	5,2
Canadiske dollar	2,2	0,7	0,2	0,3	-	3,4
Andre valutaer	4,9	3,7	3,7	5,4	0,1	17,8
Totalt	48,3	22,3	11,6	17,2	0,6	100,0

Ved årsslutt 2014 var det ingen kredittderivater i porteføljen, se note 8 *Finansielle derivater*.

I tillegg til kredittvurderinger fra kredittvurderingsbyråer komplementeres måling av kredittrisiko med 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 nødvendig for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kredittrisiko. Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til handel i ikke-børsnoterte derivater og valuta-kontrakter, gjenkjøps- og gjensalgavtaler, verdipapirutlån samt verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel og verdipapirutlån. Usikrede bankinnskudd er også definert som motpartsrisiko. Slik motpartsrisiko oppstår blant annet i forbindelse med den daglige likviditetsstyringen i fondet og i forbindelse med kjøp og salg av eiendom. Det er videre eksponering for motpartsrisiko knyttet til motparter i de internasjonale oppgjørs- og depotsystemene der transaksjoner gjøres opp. Dette kan forekomme både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. Oppgjørsrisiko og eksponering fra handler med lang oppgjørstid defineres også som motpartsrisiko.

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

For å redusere motpartsrisiko benyttes motregningsavtaler for handler i ikke-børsnoterte derivater, valuta-kontrakter og gjenkjøps- og salgavtaler. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv markedsverdi av nettoposisjonen mot motparten. For instrumenter hvor det stilles sikkerhet er det satt minimumskrav, blant annet til sikkerhetens kredittkvalitet, løpetid og konsentrasjon. Avtaler om motregning og sikkerhetsstillelse er inngått for samtlige motparter godkjent for denne type handler. Det blir også stilt krav til hvordan eiendomstransaksjoner skal gjennomføres. Motpartsrisikoen som oppstår blir analysert i forkant av at transaksjonen gjennomføres og krever godkjenning av CRO.

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

Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko er i henhold til internasjonalt anerkjente standarder. For ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter

benyttes markedsverdimetoden. For hver kontrakt beregnes markedsverdien og en sats for fremtidig forventet eksponering. Motregningsavtaler og sikkerhet blir hensyntatt i beregningen av netto eksponering. Kun kontanter mottas som sikkerhet for disse kontraktene.

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

Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. For de aller fleste valutahandler er oppgjørsrisiko lav. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjørsbanken reduseres oppgjørsrisikoen. I et fåtall valutaer er Norges Bank utsatt for oppgjørsrisiko da solgt valuta blir levert til motparten før kjøpt valuta er bekreftet mottatt. I tabell 7.9 inngår denne eksponeringen på linjen *Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter*.

Mot slutten av året endret Norges Bank Investment Management oppgjørsbank og agent for verdipapirutlån. Med dette skiftet har generelt motpartsrisikoen

blitt noe redusert, ved at oppgjørsbanken tar noe mer ansvar i forbindelse med verdipapirutlån og oppgjør.

I tabell 7.9 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet/instrumenttype forbundet med motpartsrisiko.

Total motpartsrisiko målt ved netto eksponering har økt med 10,1 milliarder kroner gjennom året. Dette skyldes blant annet høyere bankinnskudd ved årsslutt 2014 sammenlignet med årsslutt 2013. Samtidig økte netto eksponeringen fra ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter og kontanter og obligasjoner stilt som sikkerhet ved futureshandel, mens netto eksponering fra verdipapirutlånstransaksjoner ble betydelig redusert gjennom året. Sistnevnte var som følge av at verdipapirutlånsagentene økte sitt garanti-ansvar i løpet av 2014. Mesteparten av verdipapirutlånene er nå garantert av agentene, noe som gjør at netto eksponeringen er liten, se kolonnen *Sikkerheter og garantier* for garantieffekten.

Total motpartsrisiko målt ved brutto eksponering økte med 15,7 milliarder kroner i løpet av 2014. Økningen kan hovedsakelig forklares av de samme driverne som økningen i netto eksponeringen. Økningen i brutto eksponeringen fra verdipapirutlånstransaksjoner er større enn økningen i netto eksponeringen fra verdipapirutlånstransaksjoner, noe som skyldes at garanti-ansvaret fra agentene kun tas med i beregningen av netto eksponeringen.

Tabell 7.9 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	13 268	-	-	13 268
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	10 162	5 254	-1 658	6 566
Gjenkjøps- og gjensalgavtaler	989	-	-	989
Verdipapirutlånstransaksjoner	16 480	-	15 345	1 135
Kontanter og obligasjoner stilt som sikkerhet ved futureshandel	5 603	-	-	5 603
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	15	-	-	15
Totalt	46 517	5 254	13 687	27 576

Beløp i millioner kroner, 31.12.2013	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	3 933	-	-	3 933
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter**	4 652	1 948	298	2 406
Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler	660	86	-	574
Verdipapirutlånstransaksjoner**	18 542	-	11 008	7 534
Konter og obligasjoner stilt som sikkerhet ved futureshandel**	2 997	-	-	2 997
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	-	-	-	-
Totalt	30 784	2 034	11 306	17 444

* Beløpet inkluderer bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

** Metodikk for beregning av motpartseksponering for verdipapirutlånstransaksjoner og aksjebytteavtaler er justert. Konter stilt som sikkerhet for aksjebytteavtaler presenteres nå under linjen *Ikke børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter*. Sammenlignbare tall for 2013 er omarbeidet.

Linjen *Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter* i tabellen består av netto markedsverdi av valutakontrakter (2 134 millioner kroner) og rentebytteavtaler (-4 642 millioner kroner), se note 8 *Finansielle derivater*. Motpartsrisiko for derivatposisjoner følges opp på netto basis.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer. Kun i tilfeller hvor motpartsrisikoen regnes som lav, kan en intern kredittvurdering benyttes som grunnlag for godkjenning av en motpart. Kredittvurderingen for motparter overvåkes og komplementeres av alternative kredittrisikoindikatorer. Tabell 7.10 viser motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori.

Tabell 7.10 Motparter fordelt på kredittvurdering*

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
AAA	-	-	-	-
AA	22	21	23	23
A	56	55	72	65
BBB	3	3	28	30
BB	-	1	3	5
B	-	-	13	9
Totalt	81	80	139	132

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

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

SPU har ikke hatt noen belåning ved utgangen av kvartalene gjennom 2014 i de aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljene.

SALG AV VERDIPAPIRER NORGES BANK IKKE EIER

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i svært liten grad og ved utgangen av 2014 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.

NOTE 8 FINANSIELLE DERIVATER

REGNSKAPSPRINSIPP

Finansielle derivater er klassifisert som *holdt til handelsformål* og måles i balansen til virkelig verdi.

Fra 2014 anses variation margin for børsnoterte futures og aksjebytteavtaler som oppgjort og verdier er derfor nå presentert i balansen som *Innskudd i banker* og ikke som *Finansielle derivater*.

Norges Bank benytter ikke sikringsbokføring, og ingen finansielle instrumenter er derfor utpekt som sikringsinstrumenter. For ytterligere informasjon om måling til virkelig verdi av finansielle derivater, se note 6 *Måling til virkelig verdi*. Endringer i virkelig verdi resultatføres og er spesifisert i note 3 *Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta og avkastning per aktivaklasse*.

Finansielle derivater benyttes i forvaltningen for å justere eksponeringen innenfor forskjellige porteføljer, som et kostnadseffektivt alternativ til handel i de underliggende verdipapirer. Dette kan være for å justere eksponeringen mot aksjer eller obligasjoner og rentemarkedet.

Tabell 8.1 spesifiserer finansielle derivater. Pålydende verdier (de nominelle verdiene av den underliggende) er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinster/tap for kontraktene. Pålydende verdier vises brutto som summen av verdiene for kjøpte og solgte posisjoner. Dette gir informasjon om i hvilken grad ulike typer finansielle derivater benyttes.

Tabell 8.1 Spesifikasjon finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2014			31.12.2013		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi*		Pålydende verdi	Virkelig verdi*	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutahandler	204 179	5 275	3 141	46 504	460	273
Rentebytteavtaler	37 194	112	4 754	18 656	574	699
Opsjoner	6 150	390	-	6 803	382	-
Sum finansielle derivater	247 523	5 777	7 895	71 963	1 416	972

* Som følge av endret regnskapsprinsipp for variation margin er børsnoterte futures og aksjebytteavtaler reklassifisert fra *Finansielle derivater* til *Innskudd i banker* i balansen, og sammenlignbare tall er omarbeidet. Endringen har ikke resultat effekt.

IKKE-BØRSNOTERTE FINANSIELLE DERIVATER (OTC)

Valutahandler

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

Rentebytteavtaler

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

Opsjoner

Opsjoner er avtaler hvor kjøperen av en opsjon betaler for retten til å kjøpe eller selge en eiendel til en avtalt pris på eller innen et avtalt tidspunkt i fremtiden, mens selgeren har en plikt til å kjøpe eller selge eiendelen til avtalt pris og tidspunkt. Opsjoner inkluderer warrants som gir kjøperen rett til å kjøpe en aksje til en avtalt pris innenfor en viss tidsramme.

Aksjebytteavtaler

Aksjebytteavtaler er avtaler mellom to motparter om å bytte betalingsstrømmer basert på endringer i underliggende verdipapir (aksjebenet) og normalt flytende rente. I tillegg til den periodiske kontantstrømmen mottar kjøper av bytteavtalen innbetalinger i forbindelse med utbytter og selskaphendelser. En variant av aksjebytteavtaler er Contracts for Difference (CFD), hvor kjøper og selger på løpende basis vil gjøre opp mellom seg forskjellen mellom nåverdi av underliggende aksje eller indeks og verdien på transaksjonstidspunktet. Dersom forskjellen er positiv vil selger betale til kjøper, mens dersom forskjellen er negativ vil kjøper betale til selger.

BØRSNOTERTE FUTURES KONTRAKTER

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

NOTE 9 OVERFØRTE FINANSIELLE EIENDELER

REGNSKAPSPRINSIPP

Utlån av verdipapirer

Verdipapirer utlånt gjennom utlånsprogrammer fraregnes ikke fra balansen da kriteriene for fraregning ikke er oppfylt. I avtaleperioden regnskapsføres de etter de ordinære regnskapsprinsipper for verdipapirer. Siden motparten har rett til å selge eller pantsette verdipapiret, anses verdipapiret som overført. Utlånte verdipapirer presenteres derfor på egne linjer i balansen, *Utlånte aksjer* og *Utlånte obligasjoner*. I avtaleperioden regnskapsføres de underliggende verdipapirene i samsvar med regnskapsprinsipper for det aktuelle verdipapiret.

Gjenkjøpsavtaler

I forbindelse med posisjoner i gjenkjøpsavtaler fraregnes ikke det overførte verdipapiret (obligasjonen) ved inngåelsen av gjenkjøpsavtalen, da kriteriene for fraregning ikke er oppfylt. Siden motparten har rett til å selge eller pantsette verdipapiret, anses verdipapiret som overført. Disse verdipapirene presenteres derfor sammen med øvrige utlånte obligasjoner på linjen *Utlånte obligasjoner*. I avtaleperioden regnskapsføres de underliggende verdipapirene i samsvar med regnskapsprinsipper for det aktuelle verdipapiret.

VERDIPAPIRUTLÅN

Det er inngått avtaler med eksterne agenter som gir disse agentene rett til å låne ut verdipapirer som eies av Norges Bank til andre markedsaktører med lånebehov. Både aksjer og obligasjoner lånes ut. Formålet med utlånene er å skape inntekter for SPU basert på dets verdipapirbeholdninger. SPU får en nettoinntekt fra utlånsprogrammene. Denne nettoinntekten består av selve utlånsgebyret, fratrukket kostnader knyttet til mottatt kontantsikkerhet, samt renter og realisert avkastning fra reinvesteringer. Agentens andel, som er vederlag for gjennomføring av transaksjonene, er fratrukket i denne nettoinntekten. For inntektsdetaljer, se note 3 *Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta og avkastning per aktivaklasse*.

Tabell 9.1 viser totalen av utlånte verdipapirer samt tilhørende forpliktelser i form av kontantsikkerhet.

GJENKJØPSAVTALER

Markedet for gjenkjøpsavtaler benyttes til å støtte finansieringsaktiviteter. Til enhver tid vil deler av beholdninger i obligasjoner være lånt ut gjennom gjenkjøpsavtaler, mot å motta kontanter (repos og sell buy backs). Dette kan være en form for finansiering av verdipapirforvaltningen (lån av kontanter), eller utlån av verdipapirer med formål å reinvestere mottatte kontanter til en høyere rente og således skape merinntekter.

Tabell 9.1 viser totalen av obligasjoner overført gjennom gjenkjøpsavtaler og tilhørende forpliktelser. Total eksponering på disse kontraktene er vist i tabell 10.4 i note 10 *Sikkerhetsstillelse og motregning*.

Tabell 9.1 Overførte finansielle eiendeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2014		31.12.2013	
	Balanseført verdi	Virkelig verdi	Balanseført verdi	Virkelig verdi
Verdipapirutlån				
Aksjer	166 842	166 842	161 150	161 150
Obligasjoner	11 823	11 823	7 124	7 124
Gjenkjøpsavtaler				
Obligasjoner	13 340	13 340	68 682	68 682
Tilleggssikkerhet knyttet til gjenkjøpsavtaler	-	-	1	1
Totale overførte eiendeler som ikke er fraregnet	192 005	192 005	236 956	236 956
Tilhørende forpliktelser				
Mottatt kontantsikkerhet i forbindelse med verdipapirutlån	26 463	26 463	47 766	47 766
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	13 512	13 512	69 147	69 147
Totale tilhørende forpliktelser	39 975	39 975	116 913	116 913

NOTE 10 SIKKERHETSSTILLELSE OG MOTREGNING

REGNSKAPSPRINSIPP

Det mottas sikkerhet i forbindelse med verdipapirutlånstransaksjoner, gjenkjøps- og gjensalgsvtaler og finansielle derivattransaksjoner.

Kontantsikkerhet

Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med verdipapirutlån eller ikke-børsnoterte derivattransaksjoner innregnes i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Mottatt kontantsikkerhet*. Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med gjenkjøpsavtaler innregnes som *Innskudd i banker* med en tilsvarende kortsiktig finansiell forpliktelse, *Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler*. Begge kortsiktige forpliktelser, *Mottatt kontantsikkerhet* og *Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler* er utpekt til virkelig verdi over resultatet ved første-gangsinnregning. Reinvesteringer av kontantsikkerhet i form av gjensalgsvtaler og obligasjoner er innregnet i balansen og behandles på linje med andre investeringer i tilsvarende instrumenter.

Kontantsikkerhet overført til motparter i forbindelse med gjensalgsvtaler, eller kontantsikkerhet overført ved ikke-børsnoterte derivattransaksjoner er fraregnet og en tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres er innregnet som en eiendel i form av *Utlån knyttet til gjensalgsvtaler* eller avgitt kontantsikkerhet (som del av *Andre eiendeler*). Finansielle eiendeler *Utlån knyttet til gjensalgsvtaler* og avgitt kontantsikkerhet er utpekt til virkelig verdi over resultatet.

Verdipapirsikkerhet

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer i forbindelse med verdipapirutlånstransaksjoner innregnes ikke i balansen med mindre det er reinvestert. I forbindelse med gjensalgsvtaler vil ikke det underliggende mottatte verdipapiret innregnes i balansen fordi det ikke er reinvestert.

SIKKERHETER

Det inngås ulike typer transaksjoner hvor det mottas eller avgis sikkerhet. Dette inkluderer verdipapirutlånstransaksjoner, derivattransaksjoner og gjenkjøps- og gjensalgsvtaler, se tabellene 10.1 til 10.3, note 9 *Overførte finansielle eiendeler* og note 8 *Finansielle derivater*. For detaljer om oppfølging av motpartsrisiko i forbindelse med sikkerheter, se note 7 *Risiko*.

VERDIPAPIRUTLÅN

Når et verdipapir lånes ut, overfører låntager sikkerhet i form av kontanter eller verdipapirer til agenten. Sikkerheten inneholder en ekstra margin og holdes på vegne av utlåner. Avtalene med utlånsagentene har bestemmelser som reduserer bankens motpartsrisiko i tilfeller der sikkerhet er mottatt i form av kontanter eller statsobligasjoner. Disse bestemmelsene sikrer banken erstatning dersom låntageren av verdipapirene ikke kan levere dem tilbake, og dersom den sikkerheten som er stilt for utlånet, ikke er tilstrekkelig til å dekke eventuelle tap som måtte oppstå ved mislighold hos låntager. SPU bærer selv denne risikoen i tilfeller der sikkerhet er mottatt i form av aksjer.

FINANSIELLE DERIVATER

Det gis eller mottas kontantsikkerhet i samsvar med posisjoner i valutakontrakter og ikke-børsnoterte (OTC) finansielle derivater (rentebytteavtaler, kredittbytteavtaler og aksjebytteavtaler) samt futureskontrakter.

GJENKJØPS- OG GJENSALGSAVTALER

Gjennom gjenkjøps- og gjensalgsvtaler mottar eller avgir SPU sikkerhet i verdipapirer i bytte mot kontanter. Det inngås gjensalgsvtaler hvor motparten har overført obligasjoner eller aksjer til banken, og hvor banken har overført tilhørende kontanter til motparten (reverse repo, buy sell backs og triparties). Slike kontrakter benyttes i forbindelse med plassering av likviditet og også gjennom utlånsagentene ved reinvestering av mottatt kontantsikkerhet i forbindelse med verdipapirutlån. Det inngås også gjenkjøpsavtaler, se note 9 *Overførte finansielle eiendeler*.

Tabellene 10.1 til 10.3 gir en oversikt over verdipapirer mottatt og stilt som sikkerhet, samt mottatt og avgitt kontantsikkerhet.

Tabell 10.1 Verdipapirer mottatt som sikkerhet

Beløp i millioner kroner	31.12.2014		31.12.2013	
	Bokført verdi	Virkelig verdi	Bokført verdi	Virkelig verdi
Aksjer mottatt som sikkerhet i forbindelse med verdipapirutlån	-	137 567	-	97 746
Obligasjoner mottatt som sikkerhet i forbindelse med verdipapirutlån	-	27 408	-	30 275
Aksjer mottatt som sikkerhet i forbindelse med gjensalgsvtaler	-	19 686	-	28 793
Obligasjoner mottatt som sikkerhet i forbindelse med gjensalgsvtaler	-	27 797	-	57 552
Tilleggssikkerhet knyttet til gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	-	-	-	8
Sum verdipapirer mottatt som sikkerhet	-	212 458	-	214 375

Verdipapirer mottatt i forbindelse med verdipapirutlån eller gjensalgsvtaler kan bli solgt eller pantsatt.

Per 31. desember 2014 og 31. desember 2013 var ingen slike verdipapirer solgt eller pantsatt.

Tabell 10.2 Verdipapirer utlånt eller stilt som sikkerhet

Beløp i millioner kroner	31.12.2014		31.12.2013	
	Bokført verdi	Virkelig verdi	Bokført verdi	Virkelig verdi
Aksjer utlånt i forbindelse med verdipapirutlån	166 842	166 842	161 150	161 150
Obligasjoner utlånt i forbindelse med verdipapirutlån	11 823	11 823	7 124	7 124
Obligasjoner utlånt i forbindelse med gjenkjøpsavtaler	13 340	13 340	68 682	68 682
Obligasjoner stilt som sikkerhet i futureskontrakter (initial margin)	3 840	3 840	1 926	1 926
Tilleggssikkerhet knyttet til gjenkjøpsavtaler	-	-	1	1
Sum verdipapirer utlånt eller stilt som sikkerhet	195 845	195 845	238 883	238 883

Tabell 10.3 Kontanter avgitt eller mottatt som sikkerhet

Beløp i millioner kroner	31.12.2014		31.12.2013	
	Mottatt	Avgitt	Mottatt	Avgitt
Knyttet til gjensalgsvtaler (plassering av likviditet)	-	45 536	-	89 189
Knyttet til gjenkjøpsavtaler	13 512	-	69 147	-
Knyttet til program for verdipapirutlån*	26 463	-	47 766	-
Knyttet til derivattransaksjoner	543	1 833	298	1 681
Sum kontantsikkerhet	40 519	47 369	117 211	90 870

* Mottatt kontantsikkerhet knyttet til verdipapirutlån som er reinvestert i gjensalgsvtaler utgjør 26 416 millioner kroner per årsslutt 2014. Per årsslutt 2013 utgjør dette 53 399 millioner kroner, hvorav uoppgjorte handler utgjør 5 643 millioner kroner.

REGNSKAPSPRINSIPP

Finansielle eiendeler og finansielle forpliktelser motregnes og presenteres netto i balansen dersom det foreligger en juridisk håndhevbar rett til å motregne, samt hensikt for å gjøre opp på netto grunnlag eller å realisere eiendelen og gjøre opp forpliktelsen samtidig, i samsvar med IAS 32 *Finansielle instrumenter: Presentasjon*. Finansielle eiendeler og forpliktelser motregnes ikke fordi nevnte kriteriene ikke er oppfylt. Dette innebærer at ingen beløp er motregnet og presentert netto i balansen. Av denne grunn inneholder tabell 10.4 ikke en kolonne for beløp motregnet/nettoført i balansen.

MOTREGNING

Tabell 10.4 viser en oversikt over finansielle eiendeler og forpliktelser, effekten av juridisk bindende nettingavtaler og relaterte sikkerheter for å redusere kreditt-risiko. Kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting* viser balanseført beløp av finansielle eiendeler og forpliktelser som er underlagt juridisk bindende nettingavtaler. Disse beløpene er justert for effekten av potensiell netting, mot samme motpart, av balanseførte finansielle eiendeler og gjeld, samt avgitte eller mottatte sikkerheter, som leder til en netto eksponering i kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser etter netting og sikkerheter*.

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.

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

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

Tabell 10.4 Eiendeler og forpliktelser gjenstand for nettingavtaler

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle eiendeler
	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktel- ser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som gjeld)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke inn- regnet)	Eiendeler etter netting og sikker- heter		
Beskrivelse							
EIENDELER							
Derivater	5 387	4 581	807	-	-	390	5 777
Utlån knyttet til gjensalgavtaler	45 536	-	22 093	23 428	15	-	45 536
Avgitt kontantsikkerhet *	1 833	1 833	-	-	-	-	1 833
Totalt	52 756	6 414	22 900	23 428	15	390	53 146

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser
	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)	Forplikt- elser etter netting og sikkerheter		
Beskrivelse							
GJELD							
Derivater	7 895	4 581	1 833	-	1 482	-	7 895
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	13 512	-	7 883	5 630	-	-	13 512
Mottatt kontantsikkerhet	27 006	135	14 210	12 204	457	-	27 006
Totalt	48 413	4 716	23 926	17 834	1 939	-	48 413

* Avgitt kontantsikkerhet er klassifisert som *Andre eiendeler*.

Beløp i millioner kroner, 31.12.2013	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle eiendeler
	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktel- ser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som gjeld)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke inn- regnet)	Eiendeler etter netting og sikker- heter		
Beskrivelse							
EIENDELER							
Derivater*	1 033	672	162	-	199	382	1 416
Utlån knyttet til gjensalgssavtaler	72 089	-	44 062	28 014	13	17 100	89 189
Totalt	73 122	672	44 224	28 014	212	17 482	90 605

Beløp i millioner kroner, 31.12.2013	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser
	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)	Forpliktel- ser etter netting og sikkerheter		
Beskrivelse							
GJELD							
Derivater*	972	672	-	-	300	-	972
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	53 511	-	14 975	38 531	5	15 636	69 147
Mottatt kontantsikkerhet	48 064	162	29 087	18 585	230	-	48 064
Totalt	102 547	834	44 062	57 116	535	15 636	118 183

* Fra og med 2014 anses variation margin som oppgjør for børsnoterte futures og aksjebytteavtaler. Sammenlignbare tall for derivater er derfor omarbeidet.

NOTE 11 FORVALTNINGSKOSTNADER

REGNSKAPSPRINSIPP

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

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

FORVALTNINGSKOSTNADER I NORGES BANK

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med 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 resultatet for SPU på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 11.1.

Tabell 11.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2014		2013	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	763		709	
Kostnader til depot og oppgjør	457		423	
IT-tjenester, systemer og data	488		454	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	169		99	
Øvrige kostnader	119		103	
Fordelte felleskostnader Norges Bank	112		104	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	445		313	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	2 553	4,7	2 205	5,0
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	649		684	
Forvaltningsgodtgjøring	3 202	5,9	2 889	6,6

FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER EIENDOM

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper eiendom består av driftskostnader knyttet til forvalt-

ningen av eiendomsporteføljen. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 11.2.

Tabell 11.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2014	2013
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	25	20
IT-tjenester, systemer og data	14	6
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	22	14
Honorarer knyttet til administrasjon av eiendomsinvesteringer (eksterne)	7	11
Øvrige kostnader, datterselskaper	15	10
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	83	61

Det påløper også andre driftskostnader i datterselskaper eiendom knyttet til løpende vedlikehold samt drift av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke definert som forvaltningskostnader ettersom de er direkte relatert til de underliggende bygningene og er ikke en del av forvaltningen av eiendomsporteføljen. I tillegg påløper det både forvaltningskostnader og andre driftskostnader i deleide eiendomsselskaper.

Både forvaltningskostnader og andre driftskostnader som påløper i hel- og deleide eiendomsselskaper er belastet porteføljerisikoen direkte på linjen *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Eiendom*. Se tabell 5.3 i note 5 *Eiendom* for ytterligere informasjon.

ØVRE KOSTNADSGRENSE FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

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

avhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2014 begrenset oppad til 9 basispunkter av gjennomsnittlige eiendeler under forvaltning. Andre driftskostnader som påløper i datterselskaper eiendom, samt kostnader som påløper i deleide eiendomsselskaper, inngår ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsgrensen.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsgrensen utgjør i 2014 2 636 millioner kroner. Dette består av 2 553 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer og 83 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper eiendom. Dette tilsvarer 4,9 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Avkastningsavhengige honorarer utgjør i 2014 649 millioner kroner og de samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør 3 285 millioner kroner. Dette tilsvarer 6,1 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

NOTE 12 ANDRE EIENDELER OG ANNEN GJELD

Tabell 12.1 Andre eiendeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2014	31.12.2013
Kildeskatt	2 744	2 100
Opptjent inntekt utlån verdipapir gjennom agenter	176	128
Andre fordringer	2 216	1 294
Sum andre eiendeler	5 136	3 522

Tabell 12.2 Annen gjeld

Beløp i millioner kroner	31.12.2014	31.12.2013
Annen gjeld i utlandet	190	144
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning*	60	112
Påløpt skatt	68	139
Sum annen gjeld	318	395

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

NOTE 13 SKATTEKOSTNAD

REGNSKAPSPRINSIPP

Skatt blir kostnadsført når den oppstår og når det ikke er sannsynlig å få den refunderet. Skatt som Norges Bank anser som refunderbar, men som ennå ikke er mottatt, presenteres i balansen som Andre eiendeler. For ytterligere informasjon se note 12 *Andre eiendeler og annen gjeld*. Dersom Norges Bank ved en senere vurdering anser det som mindre sannsynlig at et krav om tilbakebetaling av skatt blir akseptert, blir refusjonen reversert. Påløpt kildeskatt, etter fratrukk for refunderbar kildeskatt, og selskapsskatt vurderes som inntektsskatt, og er presentert som *Skattekostnad* i resultatregnskapet. Skatt innregnes samtidig som utbytteinntekten, se regnskapsprinsipper i note 3 *Porteføljerresultat før gevinst/tap valuta og avkastning per aktivaklasse*. I balansen presenteres netto kildeskatt etter fradrag for refusjoner som forpliktelse inntil den blir oppgjort. Normalt vil refusjonen mottas etter at brutto kildeskatt er gjort opp og refusjonskravet presenteres da som eiendel inntil refusjonen blir mottatt.

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

består av inntektsskatt og utsatt skatt, som Norges Bank, for SPU, ikke får refunderet gjennom lokale skatteregler eller skatteavtaler.

Tabell 13.1 Skattekostnad per aktivaklasse og type inntekt

Beløp i millioner kroner	2014						
	Brutto inntekt før skatt	Inntekts-skatt	Inntekts-skatt refundert	Påløpt skatt*	Netto endring utsatt skatt	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
Utbytte fra aksjer – kildeskatt	87 962	-3 643	1 712	-	-	-1 931	86 031
Realisert/urealisert gevinst/tap fra aksjer – gevinstbeskatning	297 981	-161	-	72	-	-89	297 892
Renteinntekt fra obligasjoner – kildeskatt	65 472	-244	199	-	-	-45	65 427
Realisert/urealisert gevinst/tap fra obligasjoner – gevinstbeskatning	92 534	-	-	-	-	-	92 534
Endring utsatt skatt – urealisert verdiendring eiendom**	-140	-	-	-	39	39	-101
Sum skattekostnad		-4 048	1 911	72	39	-2 026	

Beløp i millioner kroner	2013						
	Brutto inntekt før skatt	Inntekts-skatt trukket	Inntekts-skatt refundert	Påløpt skatt	Netto endring utsatt skatt	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
Utbytte fra aksjer – kildeskatt	73 329	-2 684	1 634	-	-	-1 050	72 279
Realisert/urealisert gevinst/tap fra aksjer – gevinstbeskatning	605 894	-	-	-39	-	-39	605 855
Renteinntekt fra obligasjoner – kildeskatt	52 279	-148	143	-	-	-5	52 274
Realisert/urealisert gevinst/tap fra obligasjoner – gevinstbeskatning	-46 433	-	-	-	-	-	-46 433
Endring utsatt skatt – urealisert verdiendring eiendom***	140	-	-	-	-39	-39	101
Sum skattekostnad		-2 832	1 777	-39	-39	-1 133	

* Positive tall skyldes reversert avsetning fra 2013.

** *Endring utsatt skatt – urealisert verdiendring eiendom* består av reversert avsetning fra 2013.

*** Som følge av implementeringen av IFRS 10, er sammenlignbare tall for skattekostnaden knyttet til eiendomsinvesteringer omarbeidet. Se notene 2 og 16 for detaljer.

Selskaper som inngår som en del av *Eiendom* i SPU betaler inntektsskatt og regnskapsfører utsatt skatt. Disse skattekostnadene inngår i linjen *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Eiendom*, og er spesifisert i

note 5 *Eiendom*, tabell 5.3. Skyldig betalbar skatt og netto utsatt skatt er spesifisert i note 5 *Eiendom*, tabell 5.4.

NOTE 14 NÆRSTÅENDE PARTER

REGNSKAPSPRINSIPP

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

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

INNSKUDD FRA STATEN

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

TRANSAKSJONER MED NORGES BANK

Kostnader til forvaltning av SPU trekkes fra overført beløp fra Finansdepartementet. For ytterligere

informasjon om forvaltningskostnader, se note 11 *Forvaltningskostnader*.

Interne handler i form av pengemarkedsutlån eller -innlån og gjenkjøpsavtaler mellom SPU og de langsiktige reservene i Norges Bank presenteres som en netto mellomværende mellom de to rapporteringsenhetene, på balanselinjene *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*. Tilhørende resultatposter presenteres brutto i det respektive resultatregnskapet, som enten renteinntekter eller rentekostnader.

TRANSAKSJONER MED DATTERSELSKAPER

Datterselskaper finansieres med egenkapital og langsiktig lån. Kontanter generert i datterselskapene blir distribuert i form av utbytter og renter. For mer informasjon om transaksjoner med datterselskapene, se note 5 *Eiendom*.

NOTE 15 INTERESSER I ANDRE FORETAK

Eiendomsinvesteringer utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskapene investerer, gjennom holdingselskaper, i enheter som drifter og

investerer i eiendom. Tabell 15.1 viser enhetene som drifter og eier eiendommene.

Tabell 15.1 Eiendomsenheter

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendomsadresse	Eierandel og stemmeandel i prosent	Innregnet fra
Storbritannia				
NBIM George Partners LP	London	London	100,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited	London	Sheffield	50,00	2012
NBIM Charlotte Partners LP	London	London	57,75	2014
NBIM Edward BT	London	London	100,00	2014
Luxembourg				
NBIM S.à r.l.	Luxembourg		100,00	2011
NBIM Monte S.à r.l.	Luxembourg		100,00	2013
Frankrike				
NBIM Louis SAS	Paris	Paris	100,00	2011
SCI 16 Matignon	Paris	Paris	50,00	2011
Champs Elysées Rond-Point SCI	Paris	Paris	50,00	2011
SCI PB 12	Paris	Paris	50,00	2011
SCI Malesherbes	Paris	Paris	50,00	2012
SCI 15 Scribe	Paris	Paris	50,00	2012
SAS 100 CE	Paris	Paris	50,00	2012
SCI Daumesnil	Paris	Paris	50,00	2012
SCI 9 Messine	Paris	Paris	50,00	2012
SCI Pasquier	Paris	Paris	50,00	2013
NBIM Marcel SPPICAV	Paris	Paris	100,00	2014
Tyskland				
Die Welle 1 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	2012
Die Welle 3 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	2012
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Berlin	50,00	2012
Tower SZ Munich GmbH & Co. KG	Hamburg	München	50,00	2013
NBIM Karl LBG1 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	2014
NBIM Karl LBG2 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	2014
Sveits				
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Luxembourg	Zürich	100,00	2012
Europa				
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Luxembourg	Flere europeiske byer	50,00	2013

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendomsadresse	Eierandel og stemmeandel i prosent	Innregnet fra
USA				
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	2013
T-C 470 Park Avenue South Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	2013
T-C 475 Fifth Avenue Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	2013
No. 1 Times Square Development LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	2013
OFC Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	2013
425 MKT LLC	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	2013
555 12th LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	2014
OBS Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	2014
BP/CGCenter MM LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2014
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2014

I tillegg til enhetene vist i tabell 15.1 har Norges Bank heleide holdingselskaper som en del av eiendomsstrukturen. Disse holdingselskapene har ingen drift og

eier ingen eiendommer direkte. Holdingselskapene har forretningsadresse i samme land som eiendommen, eller i tilknytning til NBIM S.à r.l. i Luxembourg.

NOTE 16 VIRKNING AV ENDRING I REGNSKAPSPRINSIPPER

Som en følge av implementeringen av IFRS 10 har det vært en endring i regnskapsprinsipper knyttet til datterselskaper som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av SPU. Datterselskaper som tidligere ble konsolidert, blir nå målt til virkelig verdi over resultatet og presentert på én linje i balansen som *Eiendom*. Endringen har blitt implementert med tilbakevirkende kraft. Kvantitativ informasjon presenteres bare for regnskapsåret umiddelbart før implementeringstidspunktet, det vil si regnskapsåret 2013. I tillegg spesifiseres effekten på *Eiers kapital* per 1. januar 2013.

I resultatregnskapet medfører endringen at inntekter og kostnader som tidligere ble konsolidert nå samles på linjen for *Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Eiendom*. I tillegg vil valutaomregningseffekter knyttet til investeringer i datterselskaper flyttes fra total-

resultatet til *Gevinst/tap valuta* i resultatregnskapet. På tilsvarende måte vil eiendeler og gjeld som tidligere ble konsolidert, presenteres samlet i balansen på linjen *Eiendom*.

I *Eiers kapital* blir akkumulerte valutaomregningseffekter reklassifisert til opptjente resultater.

Sammenligningstall har blitt omarbeidet i henhold til overgangsreglene og virkningen presenteres i tabell 16.1–16.3. Se også note 2 *Regnskapsprinsipper*.

Tabell 16.1 viser virkning av endring i regnskapsprinsipper på resultatregnskapet. Negative fortegn betyr en reduksjon av inntekt eller økning av kostnad. Positive fortegn betyr en økning av inntekt eller reduksjon av kostnad.

Tabell 16.1 Virkning av endring av regnskapsprinsipp – resultat

Beløp i millioner kroner	2013		
	Rapportert	Virkning av IFRS 10	Omarbeidet
RESULTATREGNSKAP			
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:			
- Finansielle eiendeler eiendom	915	- 915	-
- Investeringseiendommer	707	- 707	-
- Tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter eiendom	1 846	- 1 846	-
- Eiendom	-	3 236	3 236
Skattekostnad	- 1 291	158	- 1 133
Andre renteinntekter og rentekostnader	2	-	2
Andre kostnader	- 100	74	- 26
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta	691 530	-	691 530
Gevinst/tap valuta	287 771	3 657	291 428
Periodens resultat	976 412	3 657	980 069
TOTALRESULTAT			
Valutakurseffekt ved omregning av utenlandsk virksomhet som senere kan bli reklassifisert til resultatet	3 657	- 3 657	-
Totalresultat	980 069	-	980 069

Tabell 16.2 og 16.3 viser virkning av endring i regnskapsprinsipper på *Balansen* og *Oppstilling av endringer i eiers kapital*. Negative fortegn betyr en

reduksjon av eiendeler, gjeld eller eiers kapital. Positive fortegn betyr en økning av eiendeler, gjeld eller eiers kapital.

Tabell 16.2 Virkning av endring av regnskapsprinsipper – balanse

Beløp i millioner kroner	31.12.2013		
	Rapportert	Virkning av IFRS 10	Omarbeidet
EIENDELER			
Sum eiendeler*	5 164 450	- 454	5 163 996
<i>Herav</i>			
Innskudd i banker*	4 111	- 129	3 982
Finansielle eiendeler eiendom	7 426	- 7 426	-
Tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter	32 261	- 32 261	-
Eiendom	-	51 032	51 032
Andre eiendeler	-	3 522	3 522
Andre finansielle eiendeler	3 917	- 3 917	-
Investerings eiendom	11 267	- 11 267	-
Andre ikke-finansielle eiendeler	8	- 8	-
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Sum gjeld*	129 604	- 454	129 150
<i>Herav</i>			
Annen gjeld	849	- 454	395
Eiers kapital	5 034 846	-	5 034 846
<i>Herav</i>			
Opptjente resultater	1 732 256	3 649	1 735 905
Valutaomregningseffekter utenlandske datterselskaper	3 649	- 3 649	-

* Fra og med 2014 anses variation margin som oppgjør for børsnoterte futures og aksjebytteavtaler. I kolonnen *Rapportert* er derfor disse instrumentene reklassifisert fra *Finansielle derivater* til *Innskudd i banker* i balansen. Endringen har ingen resultat effekt.

Tabell 16.3 Virkning av endring av regnskapsprinsipper – eiers kapital

Beløp i millioner kroner	01.01.2013		
	Rapportert	Virkning av IFRS 10	Omarbeidet
Eiers kapital	3 057 740	-	3 057 740
<i>Herav</i>			
Opptjente resultater	755 844	- 8	755 836
Valutaomregningseffekter utenlandske datterselskaper	- 8	8	-

REVISORS BERETNING

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2014, periodens resultat og totalresultat, oppstilling av endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

Ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

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

Revisors oppgaver og plikter

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

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

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

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

Konklusjon

Vi mener at regnskapsrapporteringen i det alt vesentlige gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2014 og av resultat og kontantstrømmer for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU.

Oslo, 10. februar 2015

Deloitte AS



Aase Aa. Lundgaard
statsautorisert revisor







ISSN 1891-1331 | Design: Brandlab
Foto: DreamPictures/GettyImages, Elliot Elliot/Johner,
Ole Walter Jacobsen, NBIM, Shutterstock, Simon Diaz Compagnet
og Tim Drivas Photography/Getty Images
Papir: Galerie Art Silk 300 g / Matt 150 g
Produksjon: 07 Media AS | Opplag 2 000

