



NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT



STATENS PENSJONSFOND UTLAND

ÅRSRAPPORT
/2016



Vårt oppdrag

er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner



Tall og fakta for 2016

6,9 %

447 MRD. KR

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på **6,9** prosent, eller **447** milliarder kroner.





**AKSJE-
INVESTERINGENE**

8,7 %



**RENTE-
INVESTERINGENE**

4,3 %



**EIENDOMS-
INVESTERINGENE**

0,8 %

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var **8,7** prosent, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på **4,3** prosent. Eiendom fikk en avkastning på **0,8** prosent.



**AKSJE-
INVESTERINGENE**

—
62,5 %



**RENTE-
INVESTERINGENE**

—
34,3 %



**EIENDOMS-
INVESTERINGENE**

—
3,2 %



7 510

MRD. KR

Fondets markedsverdi var på **7 510** milliarder kroner ved utgangen av 2016.

Markedsverdien på aksjeinvesteringene var på **4 692** milliarder kroner, rentepapirene **2 577** milliarder kroner og eiendomsinvesteringene **242** milliarder kroner.

Fondets investeringer var fordelt med **62,5** prosent i aksjer, **34,3** prosent i rentepapirer og **3,2** prosent i eiendom.



7 510 494 110 324 KR | 2016

7 475 153 025 361 KR | 2015

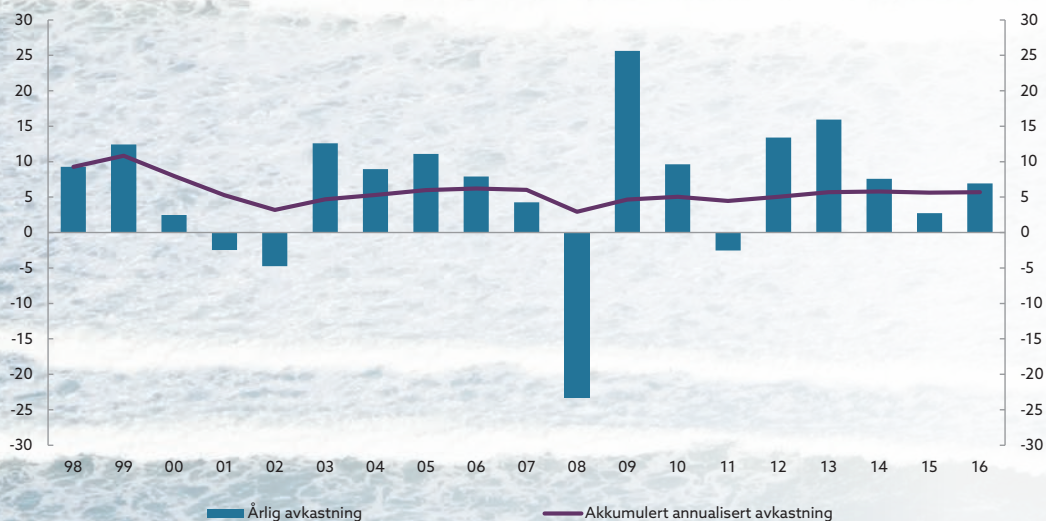
6 430 738 694 662 KR | 2014

5 037 734 265 965 KR | 2013

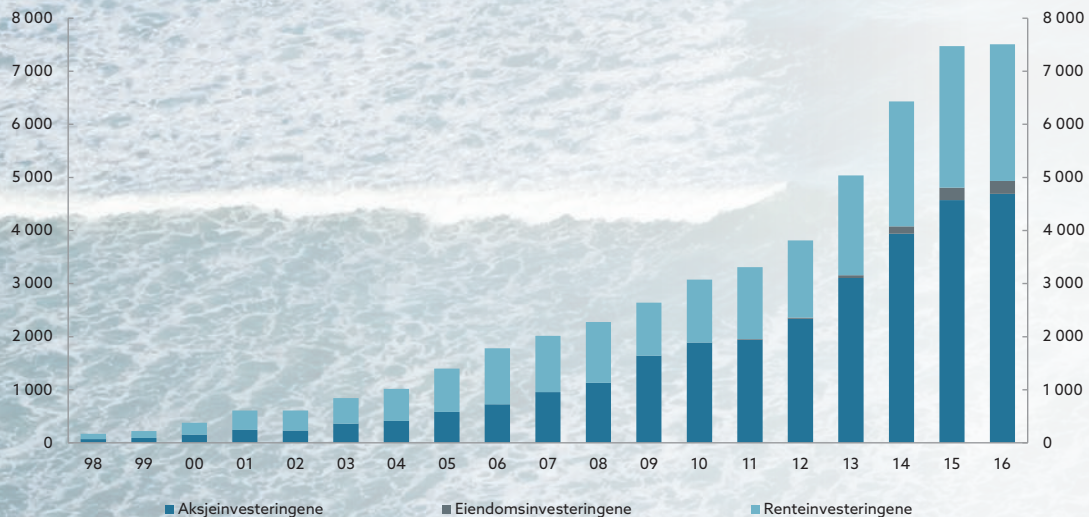
3 815 769 355 329 KR | 2012

Markedsverdien av fondet var
7 510 milliarder kroner ved
utgangen av året, opp fra
7 475 milliarder kroner året før.

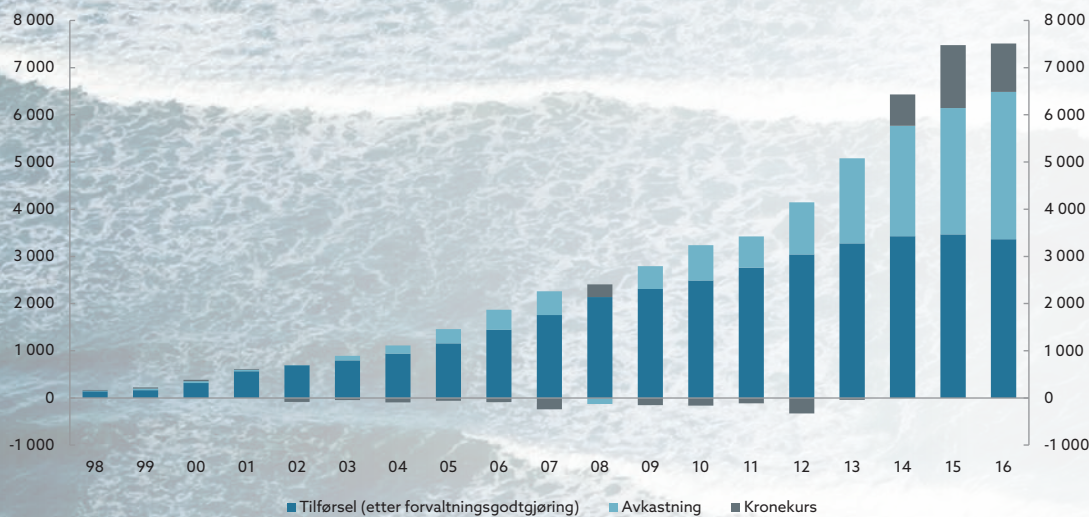
Fondets årlige avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



Fondets markedsverdi. Milliarder kroner



Fondets markedsverdi. Milliarder kroner



Innhold

2016

1

RESULTATENE

- 1.1 Hovedstyrets vurderinger
Hovedstyrets vurdering
av resultatene _____ 11
- 1.2 Leder for Norges Bank
Investment Management
God aksjeavkastning
i andre halvår _____ 15
- 1.3 Hovedtall for 2016
Gode resultater i
urolige markeder _____ 16

2

FONDET

- 2.1 Global forvaltningsstrategi
Vårt oppdrag _____ 23
- 2.2 Global markedsutvikling
Uro, stabilisering
og ny risikovilje _____ 24
- 2.3 Globale investeringer
Investeringer i
77 land _____ 26

3

INVESTERINGENE

- 3.1 Aksjeinvesteringer
Store
sektorforskjeller _____ 32
- 3.2 Renteinvesteringer
God renteavkastning _ 38
- 3.3 Eiendomsinvesteringer
Stabil
eiendomsportefølje __ 42

4

FORVALTNINGEN

- 4.1 Investeringsstrategi
Positiv relativ
avkastning _____ 50
- 4.2 Investeringsrisiko
Store svingninger
i verdien _____ 54
- 4.3 Investeringer og
eierskap
Ansvarlig forvaltning
av fondet _____ 59

5

ORGANISERINGEN

- 5.1 Forvaltningskostnader
Lave forvaltnings-
kostnader _____ 64
- 5.2 Forvaltningens
gjennomføring
Rammer for
operasjonell risiko ____ 71
- 5.3 Forvaltnings-
organisasjonen
Stort mangfold i
organisasjonen _____ 72

6

REGNSKAP

- 6.1 Regnskaps-
rapportering _____ 74
- 6.2 Noter til
regnskaps-
rapportering _____ 80
- 6.3 Uavhengig revisors
beretning _____ 130



Øystein Olsen
leder for hovedstyret

HOVEDSTYRETS VURDERINGER

Hovedstyrets vurdering av resultatene

Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond utland med sikte på høyest mulig avkastning innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen. Avkastningen i 2016 var 6,9 prosent. Hovedstyret er tilfreds med at avkastningen både i 2016 og over tid har vært god. Hovedstyret er også tilfreds med at forvaltningskostnadene holdes på et lavt nivå til tross for at investeringene over tid er utvidet til nye markeder.

Ved utgangen av 2016 var markedsverdien til Statens pensjonsfond utland på 7 510 milliarder kroner. Fondets avkastning før forvaltningskostnader var 6,9 prosent målt i fondets valutakurv. Aksjeavkastningen var 8,7 prosent, obligasjonsavkastningen 4,3 prosent og eiendomsavkastningen 0,8 prosent. Forvaltningskostnadene utgjorde til sammen 0,05 prosent av fondets kapital.

Norges Bank følger flere investeringsstrategier i forvaltningen av aksjer og obligasjoner. For perioden 2013–2016 kan strategiene deles inn i allokeringsstrategier, verdipapirseleksjon og markedseksposering. Strategiene har ulike formål. Mens noen strategier primært sikter mot å bidra til fondets avkastning, sikter andre mot å redusere kostnader eller spre risiko. Hva som er en riktig horisont for evaluering vil også variere mellom strategiene. Et fellestrekk ved strategiene er at de på ulike måter søker å utnytte fondets særtrekk, som størrelse og langsiktighet. Strategiene utfyller og påvirker hverandre, og det er synergier mellom dem.

Hovedstyret er tilfreds med at de ulike strategiene samlet sett har gitt en gjennomsnittlig årlig meravkastning før forvaltningskostnader på 0,20 prosentpoeng i perioden 2013–2016, men mener det er viktig å vurdere resultatene over tid. Strategiene for verdipapirseleksjon og markedseksposering har begge bidratt positivt til meravkastningen i denne perioden, mens bidraget til meravkastning fra allokeringsstrategiene har vært negativt. Bidraget til avkastning og risiko fra allokering må imidlertid vurderes over en lengre periode. I 2016 var bidraget til fondets meravkastning fra strategiene for markedseksposering positivt, mens de andre strategiene trakk meravkastningen ned.

Hovedstyret legger vekt på at forvaltningen skal være kostnadseffektiv. Hovedstyret er tilfreds med at forvaltningskostnadene målt i forhold til forvaltet kapital har falt over tid og at de i de siste par årene har holdt seg på et lavt og stabilt nivå. I perioden 2013–2016 utgjorde årlig forvaltningskostnad 0,058 prosent, eller 5,8 basispunkter, av fondets verdi. En fordeling av forvaltningskostnadene på strategier gir en årlig forvaltningskostnad innenfor markedseksposering og verdipapirseleksjon på henholdsvis 2,4 og 2,6 basispunkter av fondets verdi. Årlige forvaltningskostnader innenfor allokeringsstrategier og eiendom utgjorde begge 0,4 basispunkter.

Finansdepartementet fastsetter fondets referanseindeks og rammer for avvik mellom Norges Banks portefølje og referanseindeksen. Hovedstyret fastsetter supplerende risikorammer. Risikoen i forvaltningen måles, analyseres og følges opp ved bruk av et bredt sett av måltall og ulike typer analyser. En sentral bestemmelse i mandatet fra Finansdepartementet er at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at såkalt forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av 2016 var den relative risikoen målt på denne måten 0,28 prosentpoeng.

Risikoen i allokeringsstrategier og verdipapirseleksjon, målt ved forventet volatilitet for hver strategi isolert sett, var begge i underkant av 0,2 prosentpoeng ved utgangen av 2016. Relativ volatilitet i strategier for markedseksposering var isolert sett lavere. Relativ volatilitet kan imidlertid ikke fullt ut beskrive risikoen i hver strategi, og beregningene tar ikke hensyn til samvariasjonen i avkastningen fra hver strategi. Når de tre hovedgruppene av strategier ses samlet blir forventet relativ volatilitet 0,28 prosentpoeng.

Samlet avkastning for aksje- og renteinvesteringene var 0,15 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen fra Finansdepartementet. Meravkastningen er oppnådd med en lav utnyttelse av rammene for risiko.

I perioden 1998–2016 var årlig avkastning for fondet 5,7 prosent målt i fondets valutakurv. Årlig netto realavkastning, etter fradrag for forvaltningskostnader og inflasjon, var 3,8 prosent i perioden.

Årlig avkastning for aksjer og obligasjoner i perioden 1998–2016 var 0,26 prosentpoeng høyere enn i referanseindeksen før forvaltningskostnader. Den faktiske relative risikoen, målt ved relativ volatilitet var 0,71 prosentpoeng i denne perioden. Resultatene tilsvarer en informasjonsrate, eller relativ avkastning per risikoenhet, på 0,39.

Hovedstyret er tilfreds med at avkastningen for fondets aksje- og obligasjonsportefølje over tid har vært høyere enn i referanseindeksen.

Eiendomsinvesteringene består av både børsnotert eiendom og unoterte eiendomsinvesteringer. 2,5 prosent av fondet var investert i unotert eiendom ved utgangen av 2016. De unoterte eiendomsinvesteringene i fondet er tilknyttet kontor og handel i et begrenset antall storbyer, i tillegg til det globale logistikkmarkedet. I 2016 var avkastningen for unotert eiendom 1,7 prosent målt i fondets valutakurv før forvaltningskostnader og 4,2 prosent målt i lokal valuta. Erfaringene med oppbyggingen av eiendomsforvaltningen i Norges Bank har etter hovedstyrets vurdering så langt vært gode. Årlig avkastning i unotert eiendom har i perioden siden oppstart i 2011 vært 6 prosent målt i fondets valutakurv.

Banken publiserer utvidet informasjon om blant annet eiendomsinvesteringene og avkastning og risiko. Etter hovedstyrets vurdering støtter analysene samlet sett opp under konklusjonen om at resultatene fra forvaltningen av fondet har vært gode.

Norges Bank vil være ledende internasjonalt i arbeidet med ansvarlig forvaltning. Arbeidet med ansvarlige investeringer er en integrert del av forvaltningen. Arbeidet med ikke-finansielle data ble styrket i 2016. Hovedstyret vedtok og offentliggjorde utelukkelse eller observasjon av 76 selskaper etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse, hvorav 70 selskaper ble utelukket eller satt til observasjon på bakgrunn av det nye produktbaserte kullkriteriet.

En viktig del av Norges Banks forvaltningsoppdrag er å gi råd om videreutvikling av forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. I 2016 ble Norges Bank bedt om å vurdere om det er forhold som tilsier en endring i aksjeandelen i referanseindeksen. Banken ga på denne bakgrunn råd om å øke aksjeandelen til 75 prosent. En slik endring av strategien vil gi høyere forventet avkastning på lang sikt. Norges Bank ga også råd om gjennomføringen av en ny forvaltningsmodell for fondet der Norges Bank bestemmer allokeringen til eiendom innenfor den samlede risikorammen for forvaltningen av fondet.

Norges Bank forvalter store verdier på vegne av fellesskapet, og legger vekt på å kommunisere åpent, etterrettelig og gjenkjennelig. Rapporteringen om forvaltningen av fondet er utvidet over tid. Hovedstyret mener åpenheten bidrar til å øke tillitten til gjennomføringen av forvaltningsoppdraget.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 8. februar 2017



Øystein Olsen

Leder av hovedstyret



Jon Nicolaisen

Første nestleder for hovedstyret



Egil Matsen

Andre nestleder for hovedstyret



Hilde Myrberg

Styremedlem



Kjetil Storesletten

Styremedlem




Karen Helene Ulltveit-Moe

Styremedlem



Kathryn M. Baker

Styremedlem



Steinar Juel

Styremedlem



Yngve Slyngstad

leder for Norges Bank
Investment Management

LEDER FOR NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT

God aksjeavkastning i andre halvår

I 2016 fikk fondet en avkastning på 6,9 prosent etter et år preget av politisk uro. Det var positive resultater i alle fondets aktivaklasser, men det var sterke aksjemarkeder i andre halvår som trakk fondets resultat opp.

Avkastningen i 2016 var preget av fallende internasjonale renter første halvår, og sterke aksjemarkeder i annet halvår. Året startet med uro i markedene, og var preget av usikkerhet rundt utviklingen i Kina. De første tre ukene var de globale aksjemarkedene ned 10 prosent. Markedene stabiliserte seg i løpet av året, og vi fikk en sterk avslutning. Rentene fortsatte å falle i første halvår, og på rentebunnen i juli var over en femtedel av fondets statsobligasjoner priset til negativ rente. Mot slutten av året, etter det amerikanske presidentvalget i november, priset markedet inn høyere forventninger til vekst og inflasjon i verdensøkonomien. Rentene steg, den amerikanske dollaren fortsatte å styrke seg og oljeprisen doblet seg fra de laveste nivåene i begynnelsen av året. Fondets aksjeinvesteringer endte opp 8,7 prosent for året, mens avkastningen på våre renteinvesteringer var 4,3 prosent. Avkastningen på eiendomsinvesteringene ble 0,8 prosent.

I 2016 markerte vi 20-årsjubileum for det første innskuddet i fondet. 30. mai 1996 satte daværende finansminister Sigbjørn Johnsen inn nøyaktig 1 981 128 502 kroner og 16 øre. Fondet har siden oppstart blitt tilført 3 397 milliarder kroner fra oljeinntektene, og har vokst til hele 7 510 milliarder kroner. I 2016 ble det for første gang i historien tatt penger ut av fondet. Nettouttaket var på 101 milliarder kroner. Avkastningen i 2016 var på 447 milliarder kroner. Den samlede avkastningen siden oppstart har vært på 3 123 milliarder kroner, hvorav fire av fem kroner av avkastningen i fondet har kommet de siste fem årene.

Vår oppgave er å forvalte landets finansielle verdier på en åpen og ansvarlig måte. Vi publiserer i tillegg til denne årsrapporten utvidet informasjon om ansvarlig forvaltning, eiendomsforvaltningen og avkastning og risiko. All informasjon er tilgjengelig på www.nbim.no. Organisasjonen er styrket over de siste årene og kostnadene er lave. Vi er godt rustet for utfordringene vi står foran med urolige finansmarkeder i årene som kommer.

Oslo, 28. februar 2017



Yngve Slyngstad
leder for Norges Bank Investment Management

Gode resultater i urolige markeder

Det var stor variasjon mellom kvartalene, men fallende renter gjennom året og sterke aksjemarkeder i årets to siste kvartaler bidro til en avkastning på 6,9 prosent for Statens pensjonsfond utland i 2016.

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 8,7 prosent i 2016, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på 4,3 prosent. Avkastningen på eiendomsinvesteringene var 0,8 prosent.

447 MILLIARDER I AVKASTNING

Fondet mottok sin første kapitaltilførsel fra den norske stat i mai 1996. Ved utgangen av 2016 var den samlede tilførselen siden oppstarten på 3 397 milliarder kroner, mens fondets samlede avkastning var på 3 123 milliarder kroner. Norges Bank Investment Management ble etablert 1. januar 1998 for å forvalte fondet på oppdrag fra Finansdepartementet. Fra etableringen av forvaltningsenheten og frem til utgangen av 2016 har fondet hatt en årlig avkastning på 5,7 prosent. Etter fradrag for prisvekst og forvaltningskostnader har avkastningen vært på 3,8 prosent årlig.

AVKASTNING MÅLT I FONDETS VALUTAKURV

Fondet investeres i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Fondets avkastning måles primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv, og den besto av 34 valutaer ved utgangen av 2016. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

FONDETS MARKEDSVERDI OVER 7500 MILLIARDER KRONER

Fondets markedsverdi steg i løpet av 2016 med 35 milliarder kroner til 7 510 milliarder kroner. Markedsverdien påvirkes av fondets avkastning, kapitaltilførsler eller -uttak og endringer i valutakurser. I 2016 fikk fondet en avkastning på 447 milliarder kroner. Nettouttaket fra den norske stat var 101 milliarder kroner. Kronekursen styrket seg mot flere av valutaene som fondet er investert i. Det reduserte isolert sett markedsverdien med 306 milliarder kroner, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Ved utgangen av året var fondets investeringer fordelt med 62,5 prosent i aksjer, 34,3 prosent i rentepapirer og 3,2 prosent i eiendom.

Tabell 1 Avkastningstall

	2016	2015	2014	2013	2012
Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)					
Aksjeinvesteringenes avkastning	8,72	3,83	7,90	26,28	18,06
Renteinvesteringenes avkastning	4,32	0,33	6,88	0,10	6,68
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹	0,78	9,99	10,42	11,79	5,77
Fondets avkastning	6,92	2,74	7,58	15,95	13,42
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)					
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	7,12	2,52	7,53	15,97	13,45
Avkastningen på referanseindeksen for aksjer og obligasjoner (prosent)	6,97	2,07	8,30	14,98	13,24
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,15	0,45	-0,77	0,99	0,21
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,15	0,83	-0,82	1,28	0,52
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,16	-0,24	-0,70	0,25	-0,29
Forvaltningskostnader (prosent)					
Forvaltningskostnader (prosent)	0,05	0,06	0,06	0,07	0,06
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	6,87	2,68	7,52	15,88	13,35
Avkastning målt i norske kroner (prosent)					
Aksjeinvesteringenes avkastning	3,67	16,77	24,61	36,26	11,07
Renteinvesteringenes avkastning	-0,53	12,83	23,43	8,01	0,36
Eiendomsinvesteringenes avkastning	-3,91	23,71	27,51	20,62	-0,50
Fondets avkastning	1,95	15,54	24,23	25,11	6,70

¹ Eiendomsinvesteringenes avkastning målt i fondets valutakurv har blitt nedjustert med 0,01 prosentpoeng for 2015. Dette skyldes bruk av en feil kurs på Thai baht i desember 2015 for å måle avkastning til fondets valutakurv. Denne korrigeringen har ingen innvirkning på resultatregnskapet eller balansen til Statens pensjonsfond utland i 2015.

Tabell 2 Akkumulert avkastning siden første tilførsel i 1996. Milliarder kroner

	2016	2015 ¹	2014	2013	2012
Aksjeinvesteringenes avkastning	2 129	1 786	1 567	1 242	579
Renteinvesteringenes avkastning	955	859	761	551	528
Eiendomsinvesteringenes avkastning	38	31	14	5	0
Fondets avkastning	3 123	2 676	2 343	1 799	1 107

¹ Fordelingen på avkastning mellom aksjeinvesteringene og renteinvesteringene er korrigeret i forhold til tidligere rapporterte tall.

Tabell 3 Historiske nøkkeltall per 31. desember 2016. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	2016
Fondets avkastning (prosent)	5,70	5,25	9,22	5,72	6,92
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	5,70	5,24	9,21	5,70	7,12
Avkastningen på referanseindeksen for aksjer og obligasjoner (prosent)	5,44	5,19	9,01	5,75	6,97
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,26	0,06	0,20	-0,05	0,15
Årlig prisvekst (prosent)	1,76	1,77	1,31	1,06	1,52
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,08	0,06	0,06	0,05
Årlig netto realavkastning (prosent)	3,79	3,33	7,74	4,56	5,27
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,49	9,05	6,46	6,54	6,25
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)	0,71	0,90	0,37	0,39	0,41
Informasjonsrate (IR) ¹ på aksje- og renteinvesteringene	0,39	0,12	0,52	-0,10	0,37

¹ IR er forholdstallet mellom fondets gjennomsnittlige månedlige relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per risikoenhet.

Tabell 4 Fondets avkastning per 31. desember 2016, målt i ulike valutaer. Prosent

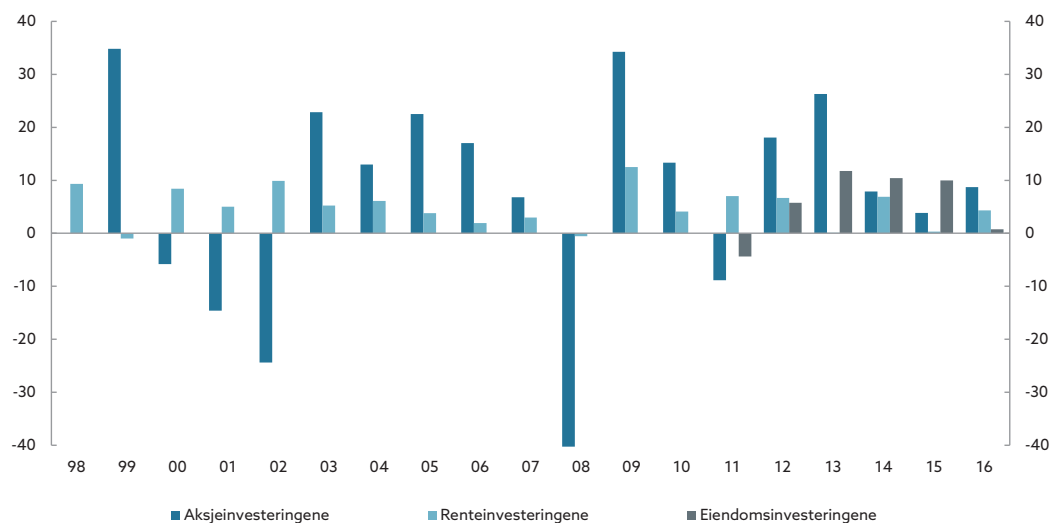
	Siden 01.01.1998 Annualiserte tall	2016	2015	2014	2013	2012
Amerikanske dollar	5,78	4,83	-2,13	0,52	14,77	14,42
Euro ¹	6,01	7,97	9,02	14,47	9,81	12,66
Britiske pund	7,43	25,05	3,54	6,78	12,63	9,39
Norske kroner	6,69	1,95	15,54	24,23	25,11	6,70
Valutakurven	5,70	6,92	2,74	7,58	15,95	13,42

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

Tabell 5 Historisk avkastning for fondets investeringer. Prosent

År	Totalt	Aksjer	Rentepapirer	Eiendom
2016	6,92	8,72	4,32	0,78
2015	2,74	3,83	0,33	9,99
2014	7,58	7,90	6,88	10,42
2013	15,95	26,28	0,10	11,79
2012	13,42	18,06	6,68	5,77
2011 ¹	-2,54	-8,84	7,03	-4,37
2010	9,62	13,34	4,11	-
2009	25,62	34,27	12,49	-
2008	-23,31	-40,71	-0,54	-
2007	4,26	6,82	2,96	-
2006	7,92	17,04	1,93	-
2005	11,09	22,49	3,82	-
2004	8,94	13,00	6,10	-
2003	12,59	22,84	5,26	-
2002	-4,74	-24,39	9,90	-
2001	-2,47	-14,60	5,04	-
2000	2,49	-5,82	8,41	-
1999	12,44	34,81	-0,99	-
1998	9,26	-	9,31	-

¹ Eiendom i 9 måneder; fra 31. mars 2011

Figur 1 Historisk avkastning for fondets investeringer. Prosent

Tabell 6 Nøkkeltall. Milliarder kroner

	2016	2015	2014	2013	2012
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringenes markedsverdi	4 692	4 572	3 940	3 107	2 336
Renteinvesteringenes markedsverdi	2 577	2 668	2 350	1 879	1 455
Eiendomsinvesteringenes markedsverdi	242	235	141	52	25
Fondets markedsverdi¹	7 510	7 475	6 431	5 038	3 816
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ¹	-4	-4	-3	-3	-2
Eiers kapital ¹	7 507	7 471	6 428	5 035	3 814
Tilførsel/uttak av kapital²	-101	46	150	241	279
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ²	-4	-3	-3	-2	-3
Fondets avkastning	447	334	544	692	447
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-306	668	702	291	-220
Endring i markedsverdien	35	1 044	1 393	1 222	504
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital	3 397	3 499	3 452	3 302	3 060
Samlet avkastning	3 123	2 676	2 343	1 799	1 107
Samlet forvaltningsgodtgjøring ³	-35	-31	-27	-24	-21
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 025	1 331	663	-39	-331
Fondets markedsverdi	7 510	7 475	6 431	5 038	3 816
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	3 088	2 645	2 316	1 775	1 087

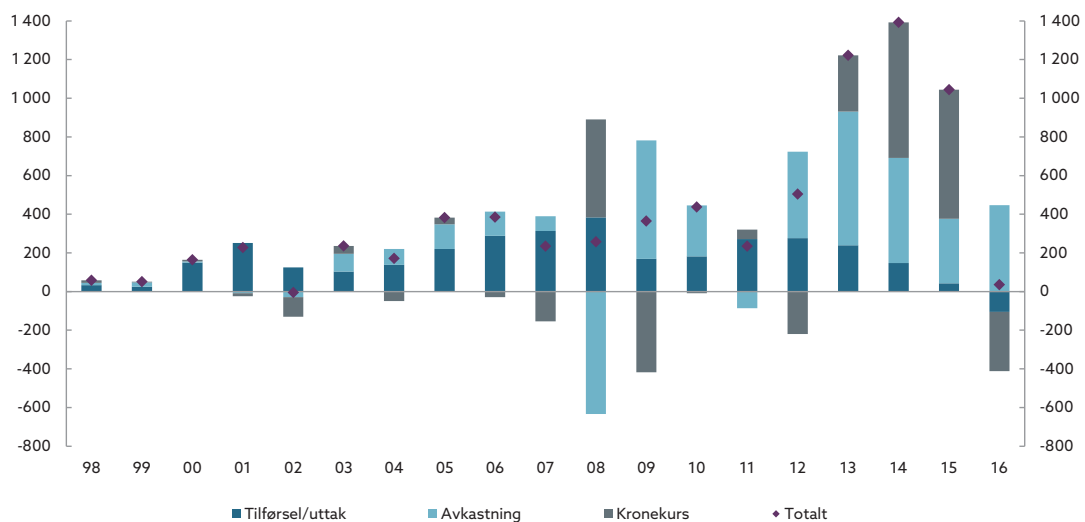
¹ Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Eiers kapital i regnskapet er lik fondets markedsverdi fratrukket påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

² Utbetalt forvaltningsgodtgjøring er spesifisert på egen linje og ikke inkludert under Tilførsel/uttak av kapital.

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

Tabell 7 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner

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

Figur 2 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner

STORTINGET

Lov om Statens pensjonsfond



FINANSDEPARTEMENTET

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



NORGES BANK

Hovedstyrets prinsippdokumenter
Investeringsmandat
Stillingsinstruks for leder i Norges Bank Investment Management



NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT

Retningslinjer
Leder delegerer investeringsmandater og stillingsinstruksjer

2.1 GLOBAL FORVALTNINGSSTRATEGI

Vårt oppdrag

Fondet investeres globalt, for å unngå at fastlandsøkonomien overopphetes og for å skjerme den fra effekten av varierende oljepriser. Fondet er investert i internasjonale aksjer, rentepapirer og eiendom. Målet er å ha diversifiserte investeringer som sikrer god risikospredning og høyest mulig avkastning innenfor rammene som Finansdepartementet har fastsatt.

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

Vi skal sikre den internasjonale kjøpekraften til fondet ved å oppnå en realavkastning over tid som er høyere enn veksten i verdensøkonomien. I mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, slik det var utformet frem til og med 2016, er det klarlagt at fondet skal investeres bredt utenfor Norge med 60 prosent i aksjer, 35–40 prosent i rentepapirer og inntil 5 prosent i eiendom. Fra og med 2017 er det innført en ny forvaltningsmodell der Norges Bank bestemmer andelen eiendom i fondet, innenfor mandatets ramme om at den uoterte eiendomsporteføljen kan utgjøre inntil

7 prosent av investeringsporteføljen. Fondet skal være investert i de fleste markeder, land og valutaer for å få en bred eksponering mot veksten i verdensøkonomien.

Investeringene skal gi en høy langsiktig avkastning. Vi tar sikte på å nå dette målet med en akseptabel risiko, som en ansvarlig investor og gjennom en effektiv organisasjon.

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

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. En langsiktig og forsvarlig forvaltning av fondet skal bidra til at fremtidige generasjoner kan ta del i Norges oljerikdom.

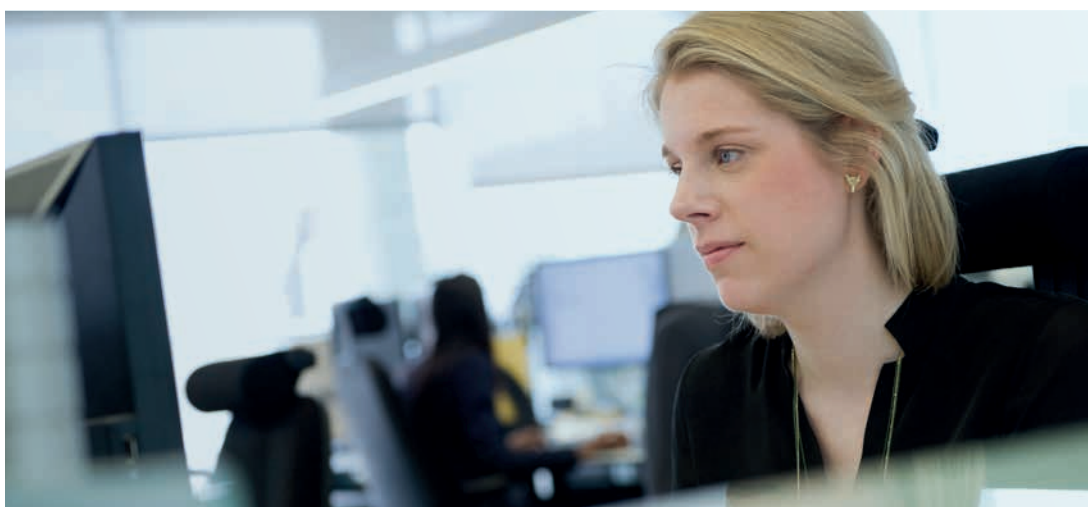
Uro, stabilisering og ny risikovilje

I 2016 var de globale finansmarkedene preget av tre hovedfaser. Først en svært urolig fase i januar og februar, så en stabiliseringsfase fra mars til mai og til slutt en fornyet risikovilje fra juni til desember. Folkeavstemningen i Storbritannia og valget i USA la ingen demper på markedets risikovilje i siste halvår.

Året startet med en rekke negative impulser. Globale aksjeindekser falt med hele 10–12 prosent. Den største nedgangen rammet aksjer som er tett knyttet til den globale økonomien. Tyske aksjer falt over 15 prosent på det meste. Aksjemarkedene med stor råvareeksponering ble også rammet, og fortsatte dermed den negative trenden fra tidligere år. Hovedforklaringene på den negative stemningen var markedets bekymring for stabiliteten til den kinesiske valutaen yuan og risiko for lavere vekst i Kina, kombinert med fallende råvarepriser og lavere vekst enn forventet i fremvoksende markeder. Såkalte trygge havner, som statsobligasjoner i utviklede markeder, steg med 3–5 prosent. Den japanske sentralbanken, Bank of Japan, overrasket markedet med å sette ned styringsrenten fra null til minus ti basispunkter. I motsetning til forventningen i markedet, fortsatte den japanske yenen å styrke seg, og det japanske aksjemarkedet falt nesten 20 prosent i årets to første måneder.

I mars gikk markedene over i en stabiliseringsfase, godt hjulpet av den europeiske sentralbanken ECB sin beslutning om å redusere nøkkelrentene ytterligere. I tillegg ble både størrelsen og omfanget av programmet for månedlige kjøp av verdipapirer økt. G20-møtene mellom finansministre og sentralbanksjefer fra verdens 20 største økonomier i Shanghai i februar og i Washington i april bidro også til å berolige markedene. G20-medlemmene forpliktet seg til å avstå fra konkurrerende devaluering av valutaen og til å benytte alle tilgjengelige virkemidler – pengepolitiske, finanspolitiske og strukturelle – til å styrke den økonomiske veksten. Frykten for lavere vekst i Kina avtok som følge av et sterkere boligmarked, i tillegg til at utsiktene for den globale produksjonen begynte å ta seg opp. Råvareprisene begynte også å stige, med





dobling av oljeprisen fra sine laveste nivåer. Sykliske deler av aksjemarkedet i både utviklede og fremvoksende markeder gjorde det ikke lenger dårligere enn mindre konjunktursensitive sektorer. De fleste aktivaklassene hadde svakt positive resultater i andre del av året. Aksjemarkedene i fremvoksende markeder hadde best avkastning.

Siden begynnelsen av juni speilet markedet fornyet tro på den globale økonomien.

Siden begynnelsen av juni speilet markedet fornyet tro på den globale økonomien. Positiv utvikling i Kina og andre store fremvoksende markeder, kombinert med stadige pengepolitiske lettelser, økte investorers etterspørsel etter mer risikable verdipapirer. Sykliske aksjer gjorde det 15–20 prosent bedre enn mindre konjunktursensitive aksjer. Europeiske aksjer ga dårligere avkastning enn både amerikanske aksjer og de fremvoksende markedene. Stadig press på den europeiske banksektoren, politisk usikkerhet som følge av folkeavstemningen om EU-

medlemskap i Storbritannia, folkeavstemning om den italienske grunnloven og forestående valg i flere europeiske land påvirket avkastningen i markedet.

Utfallet av presidentvalget i USA styrket forventningene om en ekspansiv amerikansk finanspolitikk. Valgresultatet ledet finansmarkedene til å prise inn forventninger om høyere økonomisk vekst og inflasjon, og dermed flere rentehevinger fra den amerikanske sentralbanken Federal Reserve. Renten på tiårige amerikanske statsobligasjoner var på slutten av året 20 basispunkter høyere enn ved starten av 2016, og mer enn 100 basispunkter høyere enn bunnpunktet i begynnelsen av juli 2016. Amerikanske aksjer fortsatte å gi god avkastning, ledet av sykliske sektorer og sektorer eksponert mot det amerikanske markedet. Den amerikanske dollaren målt i handelsvekter styrket seg ytterligere, og nominelt handelsvektet nivå var ved utgangen av året mer enn 35 prosent høyere enn bunnivået fra 2011, og tilbake til et nivå vi ikke har sett på 15 år.

2.3 GLOBALE INVESTERINGER

Investeringer i 77 land

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 markeder så snart de tilfredsstillende våre krav til markedsstandarder.

Ved utgangen av 2016 var 36,0 prosent av fondet investert i Europa, ned fra 38,1 prosent året før. 42,3 prosent var investert i Nord-Amerika, opp fra 40,0 prosent året før. 17,9 prosent var investert i Asia og Oseania, ned fra 18,1 prosent året før. Ved årsslutt var 10,0 prosent av fondets investeringer i fremvoksende markeder, opp fra 9,8 prosent året før. Den noe høyere andelen i fremvoksende markeder skyldes verdiøkning i våre investeringer samt valutaeffekter.

EIERANDELER I NESTEN 9 000 SELSKAPER

Fondet var investert i 8 985 selskaper ved utgangen av 2016, mot 9 050 selskaper ett år tidligere. Eierandelen var større enn 2 prosent i 1 158 selskaper og over 5 prosent i 28 selskaper.

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 høyeste gjennomsnittlige eierandelen hadde fondet i europeiske selskaper og utgjorde 2,3 prosent av de børsnoterte selskapene, uendret fra året før. Eierandelen i aksjeselskaper i utviklede markeder var på 1,3 prosent ved utgangen av 2016. I fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder, eide fondet i gjennomsnitt 1,4 prosent av de børsnoterte selskapene.

Fondets renteinvesteringer besto av 4 781 verdipapirer fra 1 250 utstedere ved utgangen av 2016, mot 4 824 verdipapirer fra 1 278 utstedere året før. Totalt var renteinvesteringene fordelt på 34 valutaer ved utgangen av året, opp fra 32 valutaer året før.

Ved utgangen av året var 12,4 prosent av renteinvesteringene plassert i fremvoksende markeder, på linje med inngangen til året. Renteinvesteringer i dollar, euro, pund og yen



utgjorde 79,6 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året, mot 79,4 prosent ett år tidligere.

BRED GEOGRAFISK EKSPONERING

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

Fondets aksjeinvesteringer tar FTSE Global All Cap-indeksen som et utgangspunkt. I tillegg har vi valgt å legge til flere land i vår interne

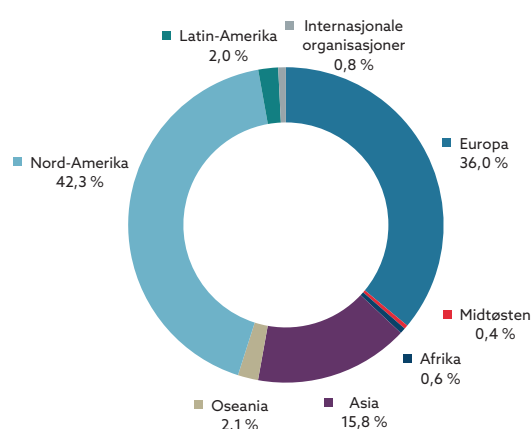
referanseportefølje. I referanseporteføljen velger vi verdipapirer, instrumenter og markeder fra et bredere univers enn det som benyttes i den strategiske referanseindeksen. Dette gjør vi for å dekke en større andel av den globale markedsporteføljen, og slik ta større del i den globale veksten. Ved utgangen av året var 68 land godkjent som markeds plasser der fondet kan handle aksjer, mot 67 året før. Kypros var ny markeds plass i 2016.

Ved utgangen av året var 775 milliarder kroner investert i aksjer og rentepapirer i fremvoksende markeder, mot 736 milliarder kroner året før. Investeringene i aksjer i nye fremvoksende (frontier) markeder utgjorde ved utgangen av året 13,3 milliarder kroner, mot 13,0 milliarder kroner ved utgangen av 2015.

Tabell 8 Fondets ti største beholdninger fordelt på land per 31. desember 2016. Prosent

Land	Totalt	Aksjer	Rente-papirer	Eiendom
USA	37,2	23,2	12,5	1,5
Storbritannia	9,1	6,1	2,3	0,7
Japan	8,3	5,7	2,6	0,0
Tyskland	6,8	3,3	3,3	0,2
Frankrike	5,2	3,2	1,5	0,5
Sveits	3,7	3,0	0,6	0,1
Canada	2,8	1,3	1,5	0,0
Australia	2,1	1,3	0,8	0,0
Kina	2,0	1,7	0,3	0,0
Sør-Korea	1,9	1,0	0,9	0,0

Figur 3 Fondets investeringer fordelt på regioner per 31. desember 2016. Prosent





COLOMBIA

Fondet hadde totalt **12,2** milliarder kroner investert i Colombia ved utgangen av 2016. Investeringene var i **14** aksjeselskaper og **21** obligasjoner.



MAROKKO

Fondet hadde totalt **696** millioner kroner investert i Marokko ved utgangen av 2016. Investeringene var i **17** aksjeselskaper.



LATVIA

Fondet hadde totalt **2,0** milliarder kroner investert i Latvia ved utgangen av 2016. Investeringene var i **3** aksjeselskaper og **5** obligasjoner.

INVESTINGER I FREMVOKSENDE MARKEDER

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

Fondets investeringer kunne knyttes til 77 land ved utgangen av 2016. Argentina var nytt land i 2016. Fondet var investert i 50 valutaer ved utgangen av året.

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

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

Land	2016
Slovenia ^{1,3}	4 967
Jordan ²	2 655
Vietnam	2 218
Slovakia	2 175
Litauen ³	2 086
Latvia	2 008
Romania ^{1,3}	1 352
Kenya	973
Bangladesh	960
Marokko	696
Sri Lanka	566
Tunisia ²	538
Nigeria ¹	423
Bulgaria ³	385
Oman	309
Kroatia	293
Bahrain ¹	257
Kypros	236
Estland	192
Mauritius	60
Botswana	51
Ghana	17
Land utenfor FTSE-indeksene	
Saudi-Arabia ⁴	3 933
Kuwait	957
Ukraina ^{1,2}	837
Panama ³	285
Kasakhstan ¹	105
Argentina ³	84
Uganda ¹	12
Tanzania ¹	4

¹ Inkludert investeringer i aksjer notert på børser i andre land

² Inkludert AID-obligasjoner garantert av den amerikanske stat

³ Inkludert obligasjoner utstedt i annen valuta enn lokal valuta

⁴ Deltagelsessertifikater

Globale investeringer



NORD-AMERIKA

2 268 selskaper
2 071 obligasjoner fra
582 utstedere
400 eiendommer ¹



EUROPA

1 881 selskaper
1 584 obligasjoner fra
489 utstedere
358 eiendommer ¹



LATIN-AMERIKA

262 selskaper
173 obligasjoner fra
36 utstedere



AFRIKA

196 selskaper
16 obligasjoner fra
2 utstedere



30

¹ Investeringer i unotert eiendom. En eiendom kan bestå av flere bygninger.



MIDTØSTEN

152 selskaper
33 obligasjoner fra
 12 utstedere



ASIA

3 898 selskaper
617 obligasjoner fra
 78 utstedere

31



INTERNASJONALE ORGANISASJONER

128 obligasjoner fra
 15 utstedere

OSEANIA

328 selskaper
159 obligasjoner fra
 36 utstedere

3.1 AKSJEINVESTINGER

Store sektorforskjeller

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 8,7 prosent i 2016 drevet av en sterk kursoppgang for fondets amerikanske aksjeinvesteringer.

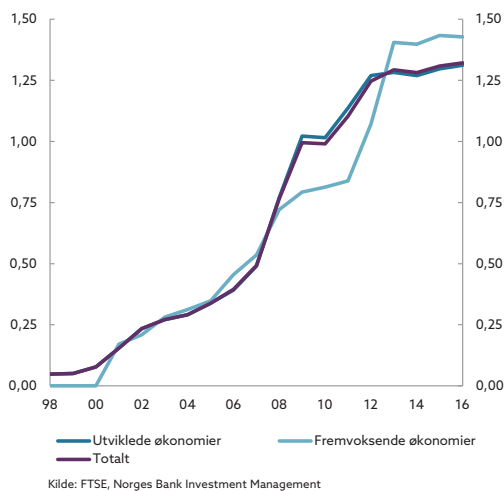
2016 var et år preget av svingninger og varierende avkastning mellom ulike sektorer og regioner. Investeringene i utviklede markeder hadde en avkastning på 8,2 prosent. Fondets investeringer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 13,2 prosent. Avkastningen for fremvoksende markeder var knyttet til sterk avkastning fra store markeder, spesielt Brasil og Russland. Totalt var 9,2 prosent av fondets aksjebeholdning plassert i fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder.

Investeringene i Nord-Amerika fikk en avkastning på 16,1 prosent og sto for 39,5

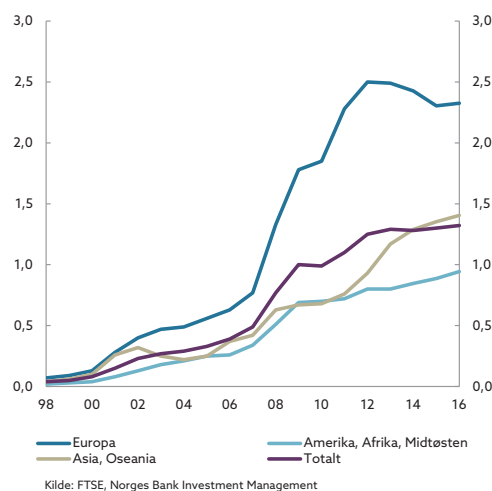
prosent av fondets aksjeinvesteringer. Hoveddelen av investeringene i Nord-Amerika var i USA. USA var fondets største enkeltmarked. Amerikanske aksjer fikk en avkastning på 15,5 prosent, tilsvarende 13,2 prosent i dollar, og sto for 37,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 2,0 prosent i 2016. Totalt var 36,3 prosent av fondets aksjer plassert i Europa. Storbritannia var det nest største enkeltmarkedet. Britiske aksjer hadde en avkastning på -0,4 prosent, tilsvarende 16,5 prosent i pund, og utgjorde 9,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

Figur 4 Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer i referanseindeksen



Figur 5 Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer i referanseindeksen



Investeringene i Asia og Oseania fikk en avkastning på 6,9 prosent og sto for 21,1 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Hoveddriverne var høyere råvarepriser og rentekutt i regionen. Utenom Japan var avkastningen i regionen 7,8 prosent. Avkastningen for japanske aksjer var 5,8 prosent i 2016. I yen var avkastningen 0,6 prosent. Japanske aksjer utgjorde 9,1 prosent av aksjeinvesteringene og var fondets tredje største enkeltmarked.

Fremvoksende markeder hadde en positiv avkastning i 2016, men avkastningen for de største fremvoksende markedene varierte. Avkastningen for kinesiske aksjer var på 0,0 prosent i 2016, tilsvarende 4,9 prosent i kinesiske yuan. Kinesiske aksjer utgjorde 2,7 prosent av fondets aksjeinvesteringer og var det største enkeltmarkedet innen

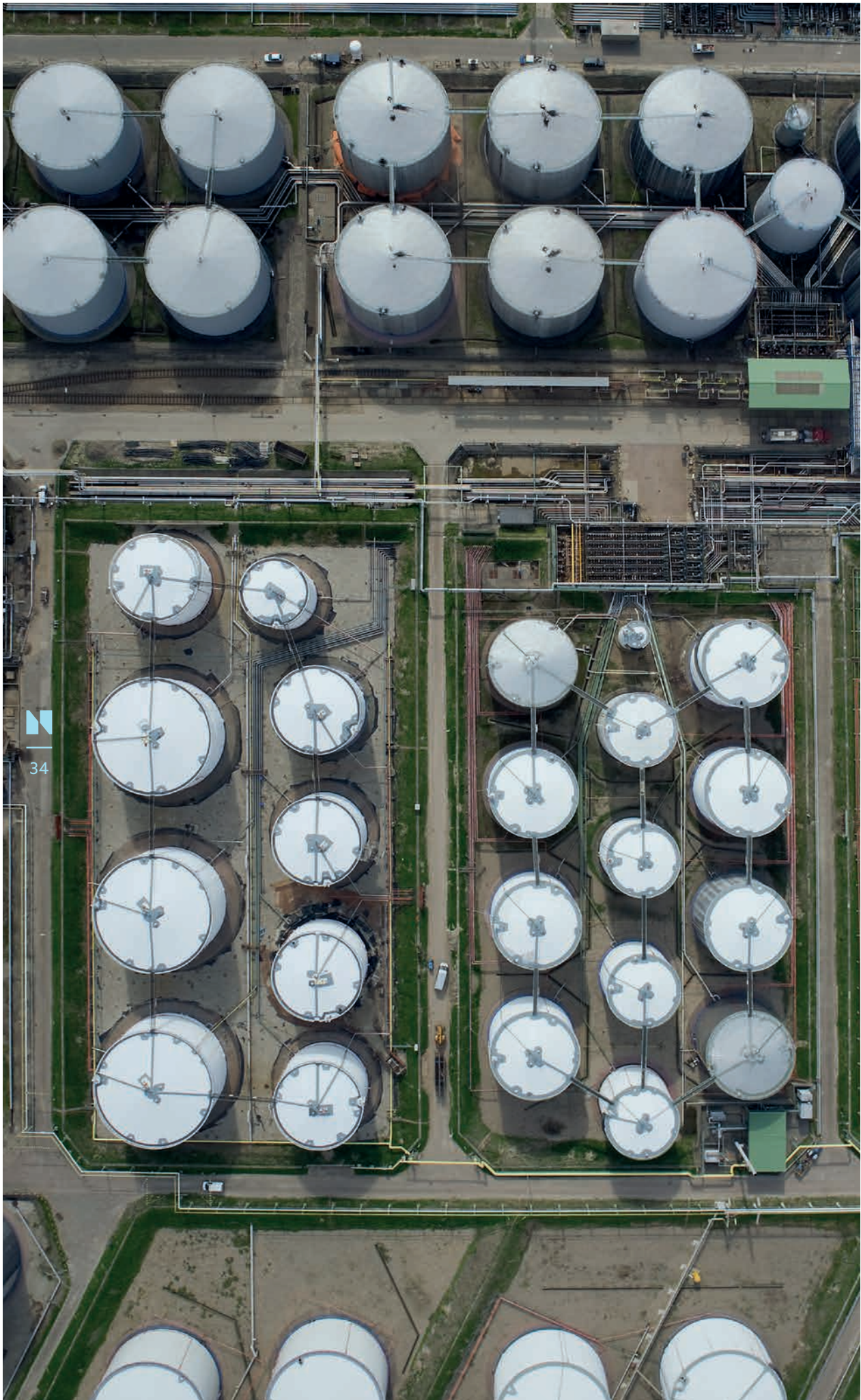
fremvoksende markeder. Deretter fulgte Taiwan med 1,5 prosent av fondets aksjeinvesteringer og India med 1,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for fondets investeringer her var henholdsvis 20,1 prosent og 7,7 prosent. I lokal valuta var det tilsvarende 15,6 prosent og 8,3 prosent.

Aksjeinvesteringene i Latin-Amerika hadde den sterkeste avkastningen i 2016 med 34,5 prosent. Latin-Amerika utgjorde 1,3 prosent av aksjeinvesteringene. Oppgangen var i hovedsak knyttet til det brasilianske aksjemarkedet, som hadde en avkastning på 70,1 prosent i 2016, tilsvarende 37,2 prosent i brasilianske real, etter et fall på -38,2 prosent året før. Totalt var 0,8 prosent av aksjeinvesteringene plassert i Brasil.



Tabell 10 Avkastning på fondets største aksjeinvesteringer i 2016. Fordelt etter land. Prosent

Land	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av aksjebeholdningen
USA	15,5	13,2	37,4
Storbritannia	-0,4	16,5	9,9
Japan	5,8	0,6	9,1
Tyskland	4,8	5,9	5,4
Frankrike	8,0	9,1	5,1
Sveits	-2,4	-2,9	4,9
Kina	-0,0	4,9	2,7
Canada	27,2	20,4	2,2
Australia	13,9	12,3	2,1
Sverige	5,4	11,4	2,0



BEST RESULTAT FOR OLJE- OG GASSELSKAPER

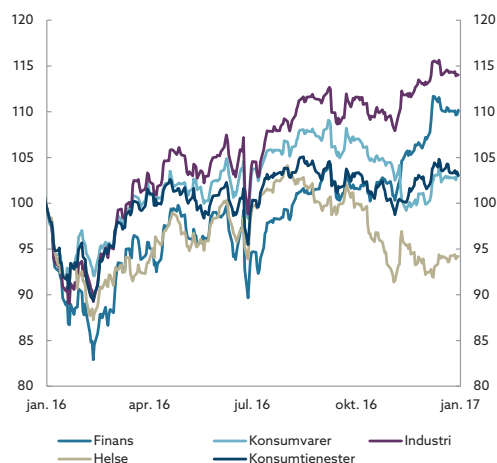
Olje- og gasselskaper hadde den sterkeste avkastningen i året med en avkastning på 29,1 prosent. Den sterke utviklingen var drevet av en stabilisering i oljeprisen etter flere år med nedgang. I november og desember ble OPEC og andre sentrale oljeproduserende land enige om å kutte produksjonen. Dette ga et løft i oljeprisen. I tillegg ble kostnadsnivået i sektoren som helhet redusert.

Materialselskaper hadde en avkastning på 25,1 prosent. Avkastningen var drevet av økte råvarepriser etter at den kinesiske etterspørselen stabiliserte seg. Sektoren har vært en av de svakeste sektorene i 2014–15. I år er den imidlertid tilbake til tidligere nivåer etter at flere selskaper har kuttet investeringsplaner og fått bedre kontroll over gjeldsnivået.

Teknologiselskaper hadde en avkastning på 14,9 prosent. Sektoren utviklet seg stadig bedre utover i 2016. Avkastningen var hovedsakelig drevet av kostnadsreduksjon etter konsolidering blant halvlederprodusenter, samt vekst i nye og eksisterende forretningsområder blant de dominerende selskapene i sektoren.

Helseselskaper hadde den svakeste avkastningen i året med en avkastning på -4,6 prosent. Tilbake i 2015 hadde sektoren den sterkeste avkastningen, men økt oppmerksomhet på medisinpriser og det regulatoriske rammeverket i USA, som er sektorens viktigste marked, førte til betydelig usikkerhet både før og etter det amerikanske presidentvalget. Dette var dominerende for sektoren, til tross for lave rentenivåer.

Figur 7 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2015 = 100



Kilde: FTSE

Tabell 11 Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i 2016. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksjebeholdningen ¹
Finans	7,9	23,3
Industri	14,0	14,1
Konsumvarer	3,3	13,7
Konsumtjenester	3,5	10,3
Helse	-4,6	10,2
Teknologi	14,9	9,5
Olje og gass	29,1	6,4
Materialer	25,1	5,6
Telekommunikasjon	4,6	3,2
Kraft- og vannforsyning	7,1	3,1

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

DE STØRSTE ENKELTINVESTERINGENE

Investeringen i det britisk-nederlandske oljeselskapet Royal Dutch Shell Plc bidro mest til fondets avkastning i 2016, fulgt av investeringen i det britisk-sveitsiske naturressursselskapet Glencore Plc og det amerikanske teknologiselskapet Apple Inc. Fondets største verdifall i et enkeltstående selskap var i det danske farmasiselskapet Novo Nordisk A/S, fulgt av det sveitsiske finansselskapet Credit Suisse Group AG og det britiske finansselskapet Lloyds Banking Group Plc.

Den største aksjeholdningen i et enkeltstående selskap var i Nestlé. Fondets eierandel på 2,6 prosent hadde en markedsverdi på 51,0 milliarder kroner ved utgangen av 2016. I tillegg sto tre teknologiselskaper, tre farmasiselskaper, to olje- og gasselskaper og ett finansselskap på listen over fondets ti største aksjeholdninger.

Fondets største prosentvise eierandel i et enkeltstående selskap i aksjeporteføljen var i Smurfit Kappa Group Plc. Eierandelen på 9,6 prosent hadde en verdi på nær 4,5 milliarder kroner. Fondet kan ikke eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkeltstående selskap.

Vi deltok i totalt 100 børsnoteringer i 2016. Den største børsnoteringen i markedet som fondet kjøpte aksjer i, var i det tyske kraft- og vannforsyningsselskapet Innogy. Deretter fulgte det japanske industriselskapet Kyushu Railway Company og det danske energiselskapet DONG Energy. Fondets største deltagelse i børsnoteringer var i de samme selskapene.

NINTENDO

Nintendo er et japansk selskap som ble dannet i 1889. Selskapet er en av videospillverdens eldste aktører, og produserer spillkonsoller og videospill. Nintendo har utviklet flere spill som har gått til topps på salgslistene verden over. De mest kjente er Super Mario, Legenden om Zelda og Pokémon. I 2016 har selskapet hatt stor suksess med relanseringen av Pokémon GO og Super Mario Run til mobil og nettbrett. Selskapet hadde 5 000 ansatte og driftsinntekter på 4,2 milliarder dollar i 2016.



Tabell 12 Fondets største aksjeholdninger per 31. desember 2016. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Nestlé SA	Sveits	50 985
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	46 153
Apple Inc	USA	44 965
Alphabet Inc	USA	36 566
Microsoft Corp	USA	34 665
Roche Holding AG	Sveits	32 896
Novartis AG	Sveits	32 349
BlackRock Inc	USA	27 762
Exxon Mobil Corp	USA	26 391
Johnson & Johnson	USA	25 971
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	25 501
Prudential Plc	Storbritannia	23 614
JPMorgan Chase & Co	USA	23 211
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Belgia	22 786
Wells Fargo & Co	USA	22 559
Amazon.com Inc	USA	21 988
AT&T Inc	USA	19 355
General Electric Co	USA	18 917
Bank of America Corp	USA	18 153
Samsung Electronics Co Ltd	Sør-Korea	17 755

Tabell 13 Fondets største eierandeler i aksjemarkedene per 31. desember 2016. Prosent

Selskap	Land	Eierandel
Smurfit Kappa Group Plc	Storbritannia	9,6
Brenntag AG	Tyskland	6,6
Viscofan SA	Spania	6,1
Ameriprise Financial Inc	USA	6,0
Svenska Cellulosa AB SCA	Sverige	5,5
Ocado Group Plc	Storbritannia	5,5
Tesco Plc	Storbritannia	5,5
Arkema SA	Frankrike	5,4
Tocalo Co Ltd	Japan	5,4
Prudential Plc	Storbritannia	5,3
AMG Advanced Metallurgical Group NV	Nederland	5,3
BlackRock Inc	USA	5,2
International Personal Finance Plc	Storbritannia	5,1
Iberpapel Gestion SA	Spania	5,1
Berjaya Food Bhd	Malaysia	5,1
LSR Group PJSC	Russland	5,1
Aflac Inc	USA	5,0
Boliden AB	Sverige	5,0
Applus Services SA	Spania	5,0
Pinar SUT Mamulleri Sanayii AS	Tyrkia	5,0

NEXTERA ENERGY

NextEra Energy er et selskap som jobber med overgangen fra produksjon av kullkraft til produksjon av ren kraft i USA. Selskapets virksomhet i Florida er ledende innen utvikling, eierskap og drift av fornybar energi. NextEra Energy har bygget og eier den største porteføljen av vind- og solkraftanlegg i USA. Selskapet hadde 14 000 ansatte og driftsinntekter på 17,2 milliarder dollar i 2016.



3.2 RENTEINVESTERINGER

God renteavkastning

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 4,3 prosent i 2016. Første halvdel av året var preget av fallende renter i alle fondets hovedmarkeder, mens rentene steg mot slutten av året.

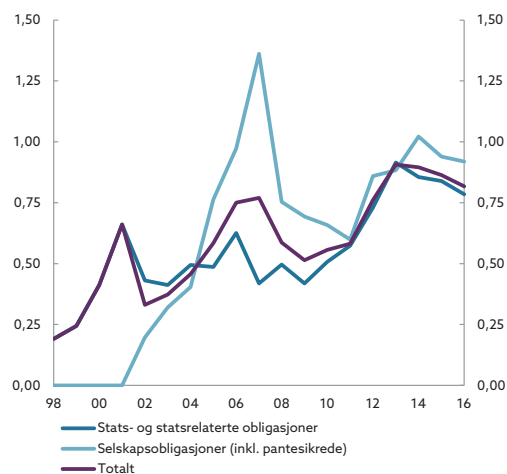
Renteinvesteringene utgjorde 34,3 prosent av fondet ved utgangen av året. Investeringene besto hovedsakelig av obligasjoner, i tillegg til kortsiktige rentepapirer og bankinnskudd.

STOR VARIASJON I AVKASTNING PÅ STATSOBLIGASJONER

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 4,2 prosent i fjor og utgjorde 56,7 prosent av renteinvesteringene. Statsobligasjoner i utviklede markeder, som utgjorde 43,9 prosent av porteføljen, fikk en avkastning på 3,4 prosent.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 3,1 prosent, 1,1 prosent i lokal valuta, og utgjorde 18,9 prosent av renteinvesteringene. Dette var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Forventningene om innstramninger i pengepolitikken avtok i første halvdel av året, og den amerikanske sentralbanken Federal Reserve holdt styringsrenten i ro. I tredje

Figur 8 Fondets eierandeler i obligasjonsmarkedene. Prosent av markedsverdien til obligasjoner i referanseindeksen



Kilde: Bloomberg Barclays Indices, Norges Bank Investment Management



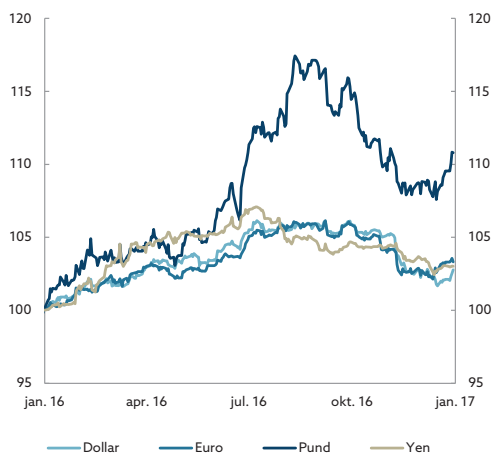
kvartal begynte imidlertid markedet igjen å prise inn en renteøkning mot slutten av året. Presidentvalget i november påvirket markedene i betydelig grad. Forventninger om en mer ekspansiv finanspolitikk og høyere inflasjon styrket markedets tro på renteheving. På rentemøtet i desember hevet den amerikanske sentralbanken rentenivået med 0,25 prosentpoeng til 0,75 prosent, og signaliserte ytterligere rentehevinger i 2017.

Euro-denominerte statsobligasjoner fikk en avkastning på 3,3 prosent, 4,3 prosent i lokal valuta, og utgjorde 12,4 prosent av renteinvesteringene. Den europeiske sentralbanken kuttet alle nøkkelrenter og introduserte en rekke pengepolitiske lettelsener i første kvartal. På rentemøtet i desember varslet sentralbanksjef Mario Draghi at de månedlige verdipapirkjøpene vil reduseres fra april 2017, men understreket samtidig at sentralbankens stimulerings tiltak vil være langvarige.

Britiske statsobligasjoner, som utgjorde 3,5 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på -5,1 prosent, men 11,0 prosent i lokal valuta. Den sterke og varige svekkelsen av det britiske pundet etter folkeavstemningen om EU-medlemskap i juni ga negativ avkastning på fondets investeringer målt i valutakurven. Stimulerende pengepolitiske tiltak fra den britiske sentralbanken førte til rentenedgang og høy avkastning på renteinvesteringene målt i lokal valuta.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 6,2 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 7,4 prosent og 2,1 prosent i lokal valuta. Bank of Japans beslutning om å innføre negative styringsrenter i første kvartal ga rekordlave renter og positiv avkastning på fondets japanske renteinvesteringer. Den japanske sentralbanken innførte ytterligere tiltak i tredje kvartal, og begynte å styre mot en prisvekst på over to prosent, samt et

Figur 9 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2015 = 100

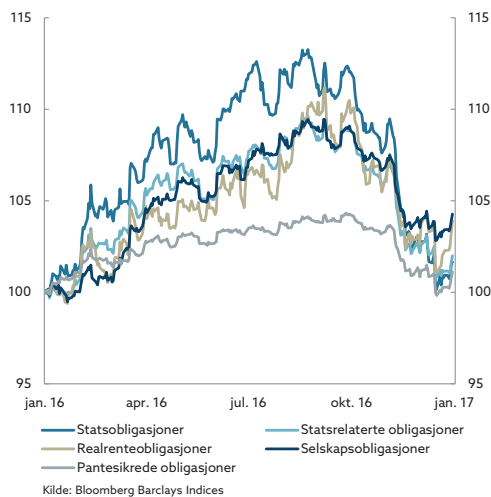


Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Tabell 14 Avkastning på fondets største renteinvesteringer i 2016. Fordelt etter valuta. Prosent

Valuta	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av renteinvesteringene
Amerikanske dollar	5,6	3,5	43,8
Euro	2,6	3,6	25,7
Japanske yen	7,3	2,1	6,8
Britiske pund	-6,8	9,0	5,3
Kanadiske dollar	7,3	1,5	3,3
Australske dollar	4,7	3,2	2,1
Sørkoreanske won	0,7	1,7	2,1
Meksikanske peso	-15,2	-0,8	2,0
Indiske rupi	12,8	13,4	1,2
Svenske kroner	-2,2	3,4	1,2

Figur 10 Kursutviklingen for ulike obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2015 = 100



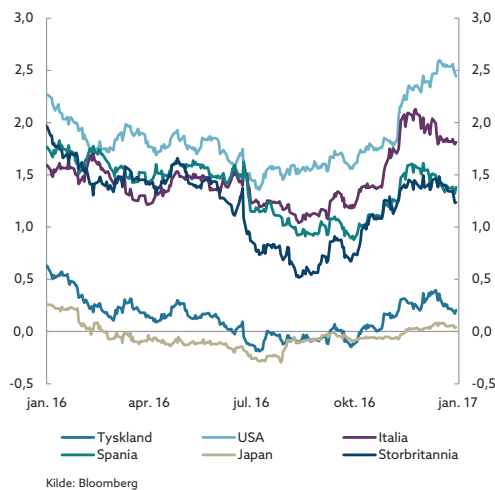
Tabell 15 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i 2016. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	4,2	56,7
Statsrelaterte obligasjoner ²	2,7	13,0
Realrenteobligasjoner ²	5,0	5,5
Selskapsobligasjoner	6,6	22,9
Pantesikrede obligasjoner	0,7	5,7

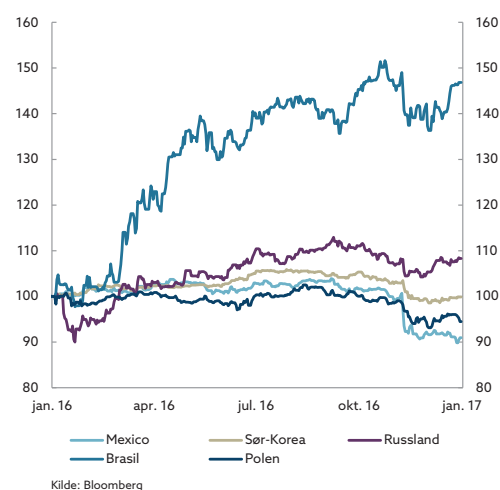
¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

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

Figur 11 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Figur 12 Kursutviklingen for tiårige statsobligasjoner utstedt i fremvoksende økonomiers valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2015 = 100



målsatt nivå på lange renter. Den japanske valutaen yen svingte betydelig gjennom året, og styrket seg mot fondets valutakurv.

Statsobligasjoner i fremvoksende markeder, som utgjorde 12,9 prosent av porteføljen, fikk i 2016 en avkastning på 7,2 prosent. Brasil utmerket seg særlig positivt, med en avkastning på 60,3 prosent, tilsvarende 29,3 prosent i lokal valuta. Tyrkias kredittverdighet ble nedgradert i september, og tyrkiske statsobligasjoner falt ut av referanseindeksen fra Finansdepartementet fra og med fjerde kvartal.

Realrenteobligasjoner, som alle er utstedt av stater, fikk en avkastning på 5,0 prosent og utgjorde 5,5 prosent av renteinvesteringene. Høyere inflasjonsforventninger og lang durasjon dro opp avkastningen, mens en høy andel i britiske pund virket motsatt vei.

Fondet var også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau, European Investment Bank og Canada Housing Trust. Beholdningen av slike obligasjoner fikk en avkastning på 2,7 prosent og sto for 13,0 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

SELKAPSOBLIGASJONER GA BEST AVKASTNING

Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 6,6 prosent og utgjorde 22,9 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året. Fallende kredittpremier og en høy andel denominert i amerikanske dollar dro opp avkastningen.

De pantsikrede obligasjonene, som i hovedsak består av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på 0,7 prosent. Pantsikrede obligasjoner utgjorde 5,7 prosent av fondets renteinvesteringer.

Tabell 16 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2016

Utsteder	Land	Beholdning Millioner kroner
Amerikanske stat	USA	579 357
Japanske stat	Japan	161 544
Tyske stat	Tyskland	137 231
Britiske stat	Storbritannia	88 983
Meksikanske stat	Mexico	54 214
Koreanske stat	Sør-Korea	51 995
Franske stat	Frankrike	49 121
Italienske stat	Italia	43 339
Spanske stat	Spania	34 926
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	34 529
Indiske stat	India	30 695
Brasilianske stat	Brasil	28 196
Australske stat	Australia	27 343
Nederlandske stat	Nederland	25 445
Polske stat	Polen	22 180
Indonesiske stat	Indonesia	21 049
Bank of America Corp	USA	20 291
Østerrikske stat	Østerrike	19 510
Russiske stat	Rusland	19 012
European Investment Bank	Internasjonal organisasjon	18 189

ENDRINGER I BEHOLDNINGEN AV RENTEPAPIRER

I 2016 økte markedsverdien av fondets renteinvesteringer mest i statsobligasjoner utstedt av USA, Frankrike og Indonesia. Fondets største markedsverdireduksjon var i statsobligasjoner utstedt av Japan, Tyskland og Tyrkia. Amerikansk statsgjeld sto for den største beholdningen av obligasjoner fra en enkelt-utsteder, fulgt av statsgjeld fra Japan og Tyskland.

3.3 EIENDOMSINVESTERINGER

Stabil eiendomspportefølje

Eiendomsinvesteringene fikk i 2016 en samlet avkastning på 0,8 prosent. Andelen av fondet investert i eiendom var 3,2 prosent ved utgangen av året.

Fondets eiendomsinvesteringer besto av både børsnotert eiendom og unoterte eiendomsinvesteringer.

UNOTERTE EIENDOMSINVESTERINGER

Investeringene i unotert eiendom hadde en avkastning på 1,7 prosent i 2016. Investeringene hadde en markedsverdi på 191 milliarder kroner ved utgangen av året.

Tabell 17 Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer. Avkastningskomponenter på unoterte eiendomsinvesteringer

	Siden mars 2011	2016	2015	2014	2013	2012
Leieinntekter (prosentpoeng)	4,0	3,7	4,1	4,4	4,6	4,2
Verdiendringer (prosentpoeng)	3,5	0,7	6,7	7,1	3,8	0,4
Transaksjonskostnader (prosentpoeng)	-1,5	-0,2	-0,2	-0,8	-0,4	-0,6
Resultat av valutajusteringer (prosentpoeng)	0,0	-2,5	0,1	-1,0	3,8	1,8
Unoterte eiendomsinvesteringer (prosent)	6,0	1,7	10,8	9,6	11,8	5,8
Børsnotert eiendom ¹ (prosent)	5,2	-2,3	7,8	6,0	-	-
Total avkastning (prosent)	5,8	0,8	10,0	10,4	11,8	5,8

¹Fra 1. november 2014



Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter, driftskostnader, verdiendringer på eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp og salg av eiendom. Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 3,7 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendring på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 0,7 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutasvingninger hadde en negativ innvirkning på resultatet med -2,5 prosentpoeng for året. Transaksjonskostnader for kjøp og salg av eiendom bidro negativt med -0,2 prosentpoeng.

Avkastningen fra løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader forventes å være relativt stabil over tid. Denne genererte en jevn kontantstrøm til fondet. Vi baserer verdsettelse av eiendommene og gjelden på eksterne verdsettelse, og verdiendringer på eiendom og gjeld kan svinge mye fra år til år. Transaksjonskostnadene vil variere med investeringsaktiviteten.

Unotert eiendom utgjorde ved utgangen av året 2,5 prosent av fondet. Som andel av eiendomsporteføljen utgjorde unotert eiendom 78,9 prosent.

Finansdepartementet har bestemt at med virkning fra begynnelsen av 2017 gir mandatet en øvre ramme for unoterte eiendomsinvesteringer på 7 prosent av fondets verdi.

Tabell 18 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer innen kontor og handel per 31. desember 2016. Fordelt etter by. Prosent

By	Prosent
New York	25,2
London	22,1
Paris	17,1
Boston	9,3
San Francisco	7,1
Zürich	5,9
Washington, D.C.	5,8
Sheffield	3,6
Berlin	1,4
München	1,3

Tabell 19 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer innen logistikk per 31. desember 2016. Fordelt etter land. Prosent

Land	Prosent
USA	57,9
Storbritannia	12,5
Frankrike	7,3
Spania	4,2
Polen	4,0
Nederland	3,9
Tsjekkia	3,1
Italia	2,8
Tyskland	1,5
Ungarn	1,4

INVESTERINGER I 2016

Det var færre eiendomsinvesteringer i 2016 enn året før, hovedsakelig på grunn av økt usikkerhet i markedene i første halvår. Fallet i globale renter og volatilitet i børsnotert eiendom var viktige bidragsyttere til usikkerheten i de unoterte eiendomsmarkedene.

Strategien er å skape en global, men konsentrert portefølje av unoterte eiendommer. Fondet investerer i et begrenset antall storbyer i sentrale markeder, i tillegg til det globale logistikkmarkedet.

I tråd med strategien investerte vi i 2016 i unotert eiendom i New York, Washington, D.C., San Francisco, Paris og London. Investeringene ble gjort i både kontor-, handel- og logistikk-eiendommer. Vi investerte totalt 19,1 milliarder kroner i unotert eiendom i 2016, mot 44,2 milliarder kroner i 2015.

I april betalte fondet 142,0 millioner dollar, tilsvarende rundt 1,2 milliarder kroner, for ytterligere 4 prosent eierinteresse i Hudson Square-porteføljen i New York. Vi eier porteføljen sammen med Trinity Church Wall Street. I juli og november kjøpte fondet 100 prosent av to eiendommer i London. Vi betalte 124,0 millioner pund, tilsvarende rundt 1,4 milliarder kroner, for 355-361 Oxford Street og 276,5 millioner pund, tilsvarende rundt 2,9 milliarder kroner, for 73-89 Oxford Street. I september investerte fondet 71,3 millioner dollar, tilsvarende rundt 590 millioner kroner, i en 47,5 prosents eierinteresse i Constitution Square i Washington, D.C. I august og november kjøpte fondet en andel på 44 prosent av 100 First Street og 303 Second Street i San Francisco. Eiendommene ble kjøpt fra to selskaper eid av Kilroy Realty Corporation for 452,9 millioner dollar, tilsvarende rundt 3,8 milliarder kroner. I desember kjøpte fondet 100 prosent av eiendommen Vendôme Saint-Honoré i Paris for 1,0 milliard euro, tilsvarende rundt 9,0 milliarder kroner.

Tabell 20 Nye investeringer i 2016

Adresse	By	Partner	Sektor	Eierandel Prosent	Valuta	Pris Millioner
355-361 Oxford Street	London	-	Handel	100	GBP	124,0
73-89 Oxford Street	London	-	Handel	100	GBP	276,5
9 Place Vendôme og 368-374 rue Saint-Honoré	Paris	-	Kontor	100	EUR	1 000,0
1 eiendom	London	The Crown Estate	Handel	25	GBP	1,5
11 eiendommer ved Hudson Square, Manhattan	New York	Trinity Church Wall Street	Kontor	4	USD	142,0
Constitution Square, 175 N Street, N.E. og 150 M Street, N.E.	Washington, D.C.	MetLife	Kontor	47,5	USD	71,3
100 First Street og 303 Second Street	San Francisco	Kilroy Realty	Kontor	44	USD	452,9
8 eiendommer i Polen, Tsjekkia og Ungarn		Prologis Europe	Logistikk	50	EUR	55,3
1 eiendom i Ungarn		Prologis Europe	Logistikk	50	EUR	6,1
1 eiendom i Storbritannia		Prologis Europe	Logistikk	50	GBP	4,2



Constitution Square, Washington, D.C. ↑



Hudson Square, New York ↑



100 First Street og 303 Second Street, San Francisco ↑



355-361 Oxford Street og 73-89 Oxford Street, London ↑

BØRSNOTERT EIENDOM

Investeringene i børsnotert eiendom hadde en avkastning på -2,3 prosent i 2016. Investeringene hadde en markedsverdi på 51 milliarder kroner ved utgangen av året. Børsnotert eiendom utgjorde ved utgangen av året 0,7 prosent av fondet. Som andel av eiendomsporteføljen utgjorde børsnotert eiendom 21,1 prosent.

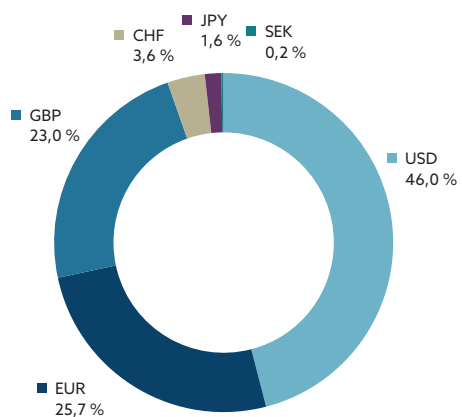
Fra 1. januar 2017 vil børsnotert eiendom ikke bli rapportert som en del av eiendomsporteføljen, men inngå i aksjeporteføljen.

Tabell 21 Fondets største eierandeler i børsnoterte eiendomsselskaper per 31. desember 2016. Prosent

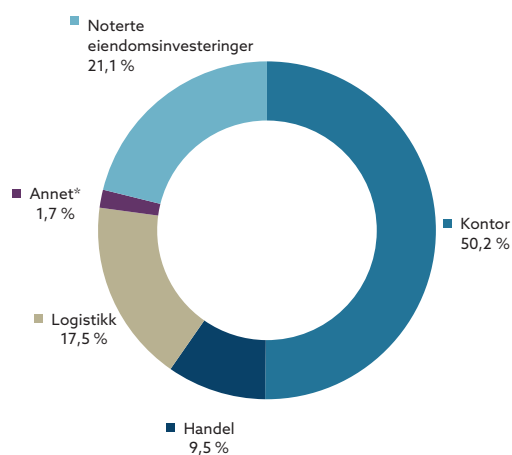
Selskap	Land	Eierandel
Gecina SA	Frankrike	9,8
Great Portland Estates Plc	Storbritannia	9,6
Shaftesbury Plc	Storbritannia	9,2
Capital & Counties Properties Plc	Storbritannia	8,1
Vonovia SE	Tyskland	7,4
Deutsche Wohnen AG	Tyskland	7,0
Land Securities Group Plc	Storbritannia	6,3
Derwent London Plc	Storbritannia	5,5
Kilroy Realty Corp	USA	4,8
Paramount Group Inc	USA	4,7



Figur 13 Fondets eiendomsinvesteringer fordelt etter valuta per 31. desember 2016. Prosent



Figur 14 Fondets eiendomsinvesteringer fordelt etter sektor per 31. desember 2016. Prosent



*Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer

Tabell 22 Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer i 2016 fordelt etter land/region. Prosent

	Avkastning
Europa uten Storbritannia	6,1
Storbritannia	-16,9
USA	7,0
Andre land/regioner	-2,1
Total avkastning	0,8

Tabell 23 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. desember 2016. Millioner kroner

	Verdi ¹
Investeringer i unotert eiendom	190 670
Investeringer i notert eiendom	51 086
Totalt	241 756

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer



UTVIDET INFORMASJON OM UNOTERTE EIENDOMSINVESTERINGER

Vi publiserer utvidet informasjon om eiendomsinvesteringene i mars 2017. Informasjonen publiseres på våre nettsider www.nbim.no

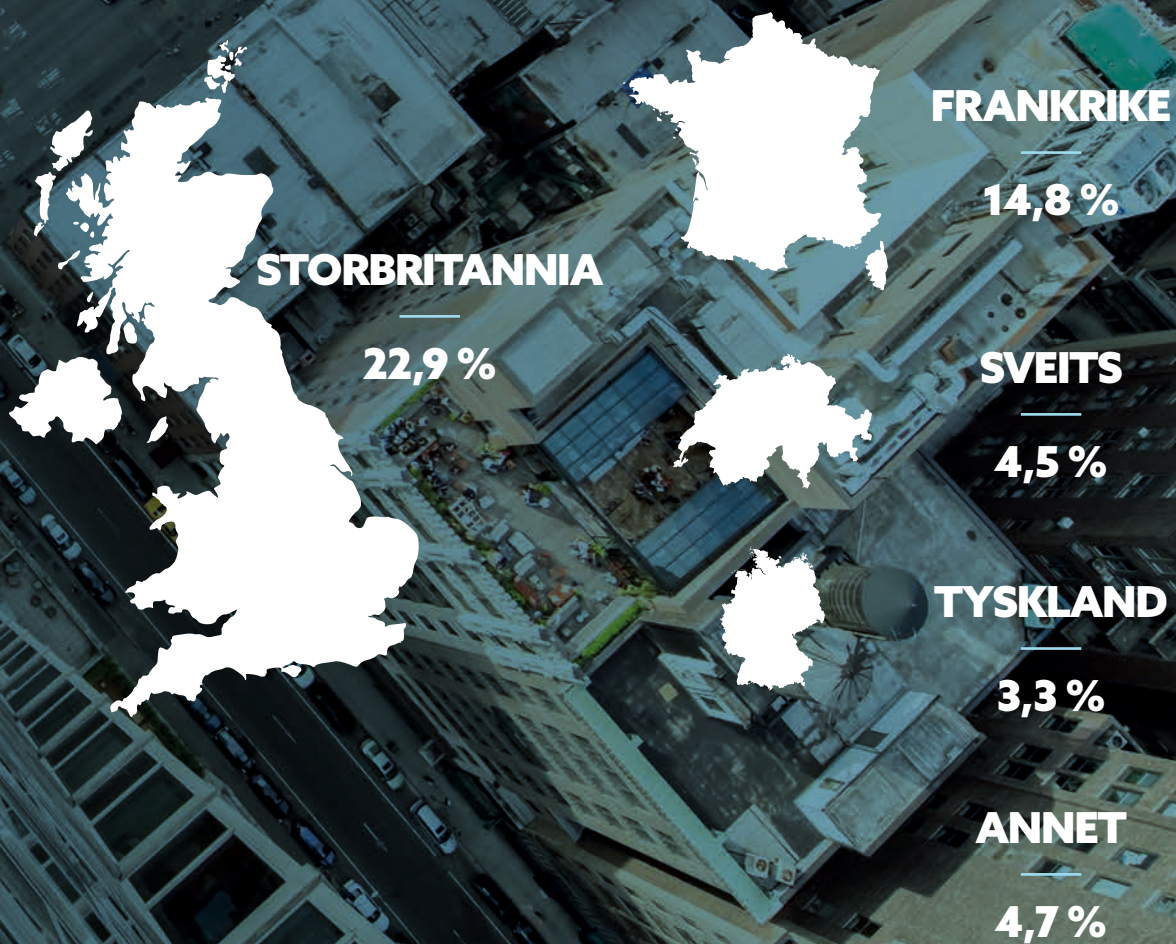
Unoterte eiendomsinvesteringer

Andel av markedsverdi

48



USA
49,9%



4.1 INVESTERINGSSTRATEGI

Positiv relativ avkastning

Forvaltningen av aksje- og renteinvesteringene er organisert i tre hovedstrategier, nemlig allokering, verdipapirseleksjon og markedseksposering. Eiendomsforvaltning er et eget område. Strategiene utfyller hverandre.

Vi søker å utnytte fondets langsiktige perspektiv og betydelige størrelse for å skape høy avkastning og sikre verdier for fremtidige generasjoner.

Fondets referanseindeks fastsettes av Finansdepartementet med utgangspunkt i indekser fra FTSE Group og Bloomberg Barclays Indices. Allokeringsstrategier søker å forbedre fondets overordnede markeds- og risikoksposeringer gjennom utformingen av referanseporteføljen og allokeringsbeslutninger.

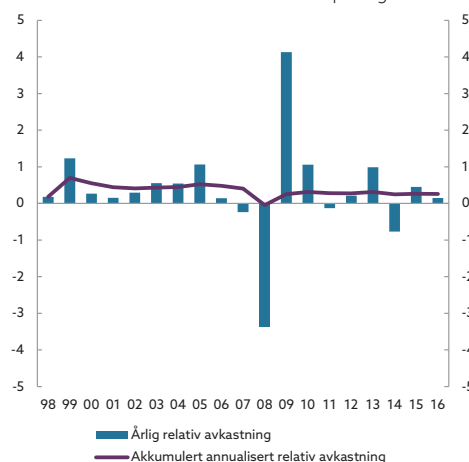
Referanseporteføljen for aksjer og renter er utformet med utgangspunkt i fondets referanseindeks. Formålet med referanseporteføljen er i større grad å ta hensyn til fondets særtrekk og formål. Dette forventes over tid å gi et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko i fondet. Referanseporteføljen søker å oppnå en bedre diversifisering, og angir ønsket eksponering mot flere avkastningsdrivere. Referanseporteføljen fungerer som et utgangspunkt for fondets øvrige investeringer, og definerer fondets overordnede markeds- og risikoksposering på mellomlang og lang sikt.

Allokeringsbeslutninger tas for rebalanseringer av referanseporteføljens eksponering mot ulike avkastningsdrivere, fondets eksponering mot fremvoksende markeder og ulike

Tabell 24 Relativ avkastning på fondets aksje- og renteinvesteringer. Prosentpoeng

År	Totalt	Aksjer	Rentepapirer
2016	0,15	0,15	0,16
2015	0,45	0,83	-0,24
2014	-0,77	-0,82	-0,70
2013	0,99	1,28	0,25
2012	0,21	0,52	-0,29
2011	-0,13	-0,48	0,52
2010	1,06	0,73	1,53
2009	4,13	1,86	7,36
2008	-3,37	-1,15	-6,60
2007	-0,24	1,15	-1,29
2006	0,14	-0,09	0,25
2005	1,06	2,16	0,36
2004	0,54	0,79	0,37
2003	0,55	0,51	0,48
2002	0,30	0,07	0,49
2001	0,15	0,06	0,08
2000	0,27	0,49	0,07
1999	1,23	3,49	0,01
1998	0,18	-	0,21

Figur 15 Fondets årlige relative avkastning og akkumulerte annualiserte relative avkastning, eksklusive eiendom. Prosentpoeng



faktorstrategier. I disse markedene og for disse strategiene er det nødvendig å tilpasse referanseporteføljen for å sikre ønsket eksponering i fondet.

Verdipapirseleksjonsstrategien omfatter selskaps-spesifikk forvaltning basert på langsiktig kvalitativ og kvantitativ analyse av sektorer og selskaper. Aksjer og selskaps-obligasjoner er en del av denne strategien. Under denne strategien ligger sektormandater og noen brede mandater på tvers av sektorer. Vi tildeler også eksterne forvaltningsmandater til forvaltere med spesialkompetanse innenfor klart definerte investeringsområder der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse. Det gjelder særlig i små og mellomstore selskaper og i fremvoksende markeder. Gjennom analyser av spesifikke markeder og selskaper skal forvalterne søke å skape meravkastning for fondet.

Markedeksponeringsstrategien skal sikre en mest mulig kostnadseffektiv markeds- og risikoeksponering. Under denne strategien ligger ansvaret for forvaltningen av de brede aksje- og renteporteføljene, gjennomføringen av den løpende handelen av verdipapirene, samt håndtering av kontanter, valuta og verdipapirutlån. Vi søker å unngå kjøp og salg som sammenfaller med endringer i referanseindeksen. I tillegg forsøker vi å skape avkastning fra systematiske risikofaktorer og prisforskjeller på verdipapirer med like karakteristika. Vi skal også minimere samlede transaksjonskostnader.

Strategien for eiendomsforvaltning er å skape en global, men konsentrert eiendomsportefølje. Strategien er begrenset til å investere i utvalgte storbyer i sentrale markeder. I USA investerer vi hovedsakelig i New York, Washington, D.C., Boston og San

Francisco. I Europa vil vi fortsette å investere i London og Paris. I tillegg ser vi på muligheter i et begrenset antall andre europeiske byer og noen utvalgte storbyer i Asia. Vi vil også fortsette å investere i logistikkeiendommer både i Europa og i USA.

RELATIV AVKASTNING

Avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for aksjer og obligasjoner.

I 2016 var fondets samlede avkastning på aksje- og renteinvesteringene 0,1 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen. Både aksjeinvesteringene og renteinvesteringene bidro med positiv relativ avkastning.

Den relative avkastningen kan brytes ned på investeringsstrategier. I 2016 var bidraget til den relative avkastningen fra investeringsstrategiene allokering, verdipapirseleksjon og markeds-eksponering henholdsvis -0,10 prosentpoeng, -0,06 prosentpoeng og 0,31 prosentpoeng.

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

Tabell 25 Bidrag fra forvaltningsområdene til aksje- og renteforvaltningens relative avkastning i 2016. Prosentpoeng

	Totalt	Bidrag fra eksterne forvaltning
Aksjeforvaltning	0,10	0,02
Renteforvaltning	0,05	0,00
Allokering mellom aktivklassene	0,00	
Totalt	0,15	0,02

REFERANSEPORTEFØLJE FOR AKSJER

Den interne referanseporteføljen for aksjer fikk en avkastning på 8,6 prosent i 2016.

Avkastningen var på linje med referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Referanseporteføljen har en høyere vekt i verdiselskaper sammenlignet med referanseindeksen, noe som bidro positivt til den relative avkastningen. En større vekt i kinesiske aksjer bidro negativt.

Fondets aksjeinvesteringer besto av aksjer i 8 985 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2016. Investeringene måles mot referanseindeksen til Finansdepartementet. Denne tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen, som besto av 7 491 børsnoterte selskaper.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 0,1 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens

avkastning, og kom som et resultat av de ulike investeringsstrategiene i fondet. Blant de ulike sektorene fondet investeres i, bidro investeringene i sektorene konsumvarer og konsumtjenester mest positivt til den relative avkastningen. Olje og gass var sektoren som bidro mest negativt til den relative avkastningen. Blant de ulike landene som fondet investeres i, bidro Storbritannia og USA mest positivt til den relative avkastningen, mens Canada bidro mest negativt.

REFERANSEPORTEFØLJE FOR RENTER

Den interne referanseporteføljen for renter fikk en avkastning på 4,0 prosent i 2016.

Avkastningen var 0,1 prosentpoeng lavere enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Referanseporteføljen hadde en undervekt i realrenteobligasjoner som bidro negativt til den relative avkastningen. En

Tabell 26 Bidrag fra investeringsstrategiene til aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning i 2016. Prosentpoeng

	Aksjeinvesteringer	Renteinvesteringer	Allokering på tvers av aktivaklasser	Totalt
Allokering	-0,04	-0,04	-0,02	-0,10
Intern referanseportefølje	0,01	-0,05	0,00	-0,04
hvorav systematiske faktorer	0,19			0,19
hvorav utvidelse av investeringsuniverset	-0,10	0,17		0,06
Allokeringsbeslutninger	-0,05	0,01	-0,02	-0,07
Verdipapirseleksjon	-0,02	-0,03		-0,06
Internt	-0,04	-0,03		-0,07
Eksternt	0,01			0,01
Markedseksponering	0,16	0,13	0,02	0,31
Posisjonering	0,11	0,12	0,02	0,25
Utlån av verdipapirer	0,05	0,01		0,06
Totalt	0,10	0,05	0,00	0,15

lavere durasjon på statsobligasjoner utstedt av Storbritannia bidro negativt som følge av fallende renter. En overvekt i fremvoksende markeder bidro positivt.

Fondets renteinvesteringer besto av 4 832 verdipapirer fra 1 250 utstedere ved utgangen av 2016. Avkastningen på renteinvesteringene blir sammenlignet med avkastningen til en global referanseindeks for obligasjoner. Fondets referanseindeks blir fastsatt av Finansdepartementet og tar utgangspunkt i indekser fra Bloomberg Barclays Indices. Den besto av 12 218 obligasjoner fra 2 097 utstedere ved utgangen av 2016.

Avkastningen på fondets renteinvesteringer var 0,2 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning. Fondets renteinvesteringer hadde en større vekt i fremvoksende markeder enn fondets referanseindeks. Brasilianske statsobligasjoner var

blant fondets største investeringer innenfor fremvoksende markeder. Avkastningen for investeringene i Brasil var sterk som følge av fallende renter og sterkere valutakurs. En lavere durasjon på fondets renteinvesteringer sammenlignet med referanseindeksen bidro negativt. Dette førte til at fondet var mindre følsomt for generelt fallende renter enn referanseindeksen. Renteinvesteringene fikk i løpet av året høyere løpende renteinntekter enn referanseindeksen.

Tabell 27 Bidrag fra investeringsstrategiene til aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning fra 2013 til 2016. Annualisert. Prosentpoeng

	Aksje- investeringer	Rente- investeringer	Allokering på tvers av aktivaklasser	Totalt
Allokering	-0,03	-0,14	0,04	-0,13
Intern referanseportefølje	-0,01	-0,14	0,00	-0,15
hvorav systematiske faktorer	0,02			0,02
hvorav utvidelse av investeringsuniverset	0,00	-0,09		-0,09
Allokeringsbeslutninger	-0,02	0,00	0,04	0,02
Verdipapirseleksjon	0,07	0,00		0,07
Internt	-0,02	0,00		-0,02
Eksternt	0,09			0,09
Markedseksponering	0,17	0,08	0,00	0,25
Posisjonering	0,12	0,08	0,00	0,20
Utlån av verdipapirer	0,05	0,00		0,06
Totalt	0,21	-0,06	0,04	0,20

Store svingninger i verdien

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

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

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av 2016 var fondets forventede absolutte volatilitet på 10,6 prosent, eller om lag 800 milliarder kroner, mot 10,4 prosent året før. Økningen var hovedsakelig drevet av noe høyere forventet volatilitet for aksjer. Simuleringer av fondets investeringer ved slutten av 2016 med bruk av ti års prishistorikk viser imidlertid at fondet i et kraftig fallende marked kan tape om lag 25 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 referanseindeksen 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 referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng. Denne grensen ble økt fra 1 prosentpoeng 1. februar 2016. Ved utgangen av året var den på 0,3 prosentpoeng, på linje med nivået ved utgangen av 2015.

Hovedstyret i Norges Bank har fra og med 1. mars 2016 satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen på aksje- og renteinvesteringene og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den på 0,87 prosentpoeng, sammenlignet med 0,95 prosentpoeng ved inngangen til året.

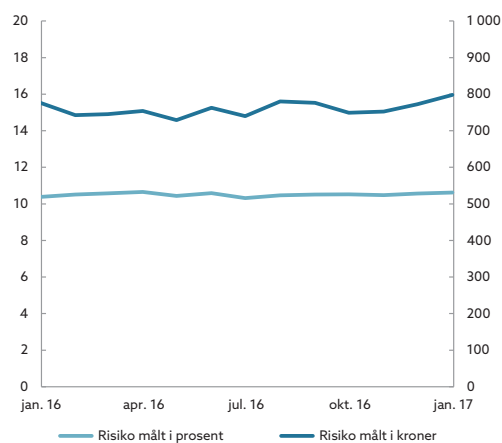
STØRSTE RELATIVE EKSPONERINGER

Fondet er posisjonert forskjellig fra fondets referanseindeks langs dimensjoner som valuta, sektorer, land, regioner, enkeltaksjer og enkeltutstedere av obligasjoner. I aksjeporteføljen hadde fondet ved utgangen av 2016 en høyere andel aksjer som var noe mer volatile enn gjennomsnittet i referanseindeksen, og en høyere andel småselskaper enn referanseindeksen. Aksjeporteføljen hadde også en allokering til land utenfor referanseindeksens univers, som Kina og nye fremvoksende (frontier) markeder. Innenfor renteporteføljen hadde fondet en høyere andel investert i fremvoksende markeder enn fondets referanseindeks, og motsvarende lavere andel investeringer i obligasjoner utstedt i utviklede markeder. Renteporteføljen hadde også en kortere durasjon enn referanseindeksen. Kortere durasjon gjør at fondet generelt er mindre følsomt for endringer i rentenivåene enn referanseindeksen.

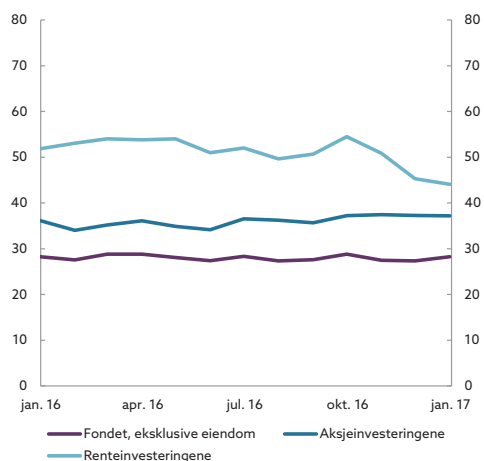
Investeringsmandatet fastsatt av Finansdepartementet er oppdatert fra og med 1. januar 2017. Fremover måler vi derfor alle fondets investeringer, inkludert eiendomsinvesteringene, mot fondets referanseindeks sammensatt av globale indekser for aksjer og obligasjoner. Dette medfører at eiendomsporteføljen vil

fremkomme som en relativ eksponering i fremtidig rapportering. Eiendomsporteføljens relative eksponering vil utgjøre en av fondets største relative eksponeringer, og vi vil rapportere denne særskilt.

Figur 16 Forventet absolutt volatilitet for fondet. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse)



Figur 17 Forventet relativ volatilitet for fondet, eksklusive eiendom. Basispunkter



Tabell 28 Risiko og eksponering for fondet

	Grenser fastsatt av Finansdepartementet	31.12.2016
Eksponering	Aksjer 50 - 70 prosent av fondet ¹	62,1
	Eiendom 0 - 5 prosent av fondet	3,2
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets aksje- og renteinvesteringer	0,3
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	2,2
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen	9,6

¹ Eksponering mot aksjer er beregnet der derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen mot aksjer.

FAKTOREKSPONERINGER

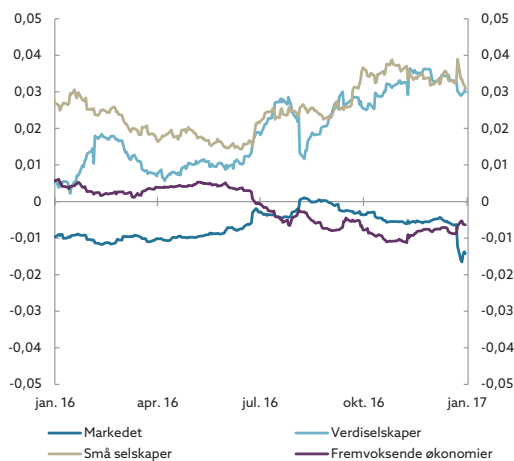
Vi måler fondets eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer, slik som småselskaper, verdiselskaper og kredittpremier.

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 2016, basert på daglige observasjoner, viste blant annet at fondets aksjeinvesteringer var noe mer eksponert mot småselskaper og verdiselskaper enn referanseindeksen. Analysen viste at 41 prosent

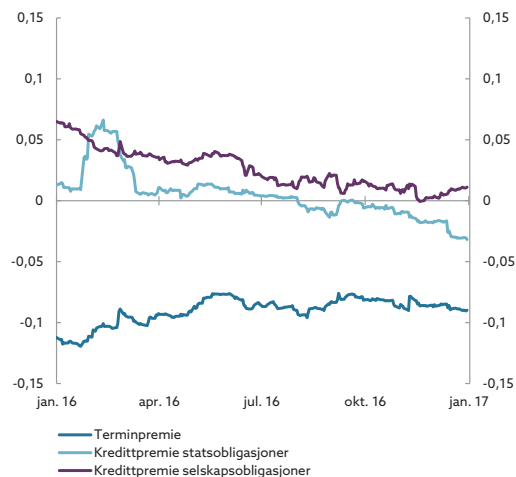
av svingningene i den relative avkastningen på fondets aksjeinvesteringer kunne forklares av generelle markedsbevegelser samt faktorene verdiselskaper, småselskaper og fremvoksende økonomier. Fondets renteinvesteringer var noe mindre eksponert mot terminpremier enn referanseindeksen i 2016. Om lag 36 prosent av svingningene i den relative avkastningen på fondets renteinvesteringer kunne forklares av endringer i termin- og kredittpremier.

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

Figur 18 Aksjeinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter



Figur 19 Renteinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter



Tabell 29 Fondets obligasjoner per 31. desember 2016 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	26,8	9,8	10,1	6,5	1,5	54,6
Statsrelaterte obligasjoner	5,4	5,1	1,4	0,6	0,1	12,5
Realrenteobligasjoner	4,1	0,4	0,1	0,5	0,2	5,3
Selskapsobligasjoner	0,2	2,2	8,2	11,1	0,4	22,1
Pantesikrede obligasjoner	4,7	0,6	0,1	0,1	-	5,5
Sum obligasjoner	41,1	18,0	19,9	18,8	2,2	100,0

Tabell 30 Forventet relativ volatilitet for investeringsstrategiene per 31. desember 2016. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Alle tall er på fondsnivå. Basispunkter

	Aksje-investeringer	Rente-investeringer	Allokering på tvers av aktivaklasser	Totalt
Allokering	16	13	1	18
Intern referanseportefølje	14	8	1	15
hvorav systematiske faktorer	7			7
hvorav utvidelse av investeringsuniverset	10	11		12
Allokeringsbeslutninger	6	8	1	10
Verdipapirseleksjon	17	3		17
Internt	16	3		15
Eksternt	5			5
Markedseksponering	6	5	3	7
Posisjonering	6	5	3	7
Totalt	24	16	4	28

**UTVIDET INFORMASJON OM AVKASTNING OG RISIKO**

Vi publiserer utvidet informasjon om avkastning og risiko i mars 2017. Informasjonen publiseres på våre nettsider www.nbim.no



4.3 INVESTERINGER OG EIERSKAP

Ansvarlig forvaltning av fondet

Arbeidet med ansvarlig forvaltning skal støtte opp under fondets formål om høyest mulig avkastning innenfor et akseptabelt risikonivå. Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en integrert del av investeringsprosessen.

Norges Bank Investment Management forvalter fondet ut fra et mål om å oppnå høyest mulig avkastning innenfor rammene som er satt i forvaltningsmandatet. Ansvarlig investeringsvirksomhet skal støtte opp om fondets målsetting ved å fremme den langsiktige økonomiske avkastningen av våre investeringer og ved å redusere finansiell risiko forbundet med selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold ved selskaper vi er investert i. Gjennom vårt arbeid sikter vi mot å fremme god selskapsstyring og velfungerende, legitime og effektive markeder.

Vårt forvaltningsmandat sier at vi skal integrere ansvarlig investeringsvirksomhet i forvaltningen av fondet. For oss handler det om å forvalte landets finansielle verdier på en ansvarlig og effektiv måte. Vi har prioritert vårt arbeid langs de tre bærebjelkene standardsetting, eierskap og risikostyring. Vi går i dialog med internasjonale organisasjoner om standarder og prinsipper, og vi kommuniserer våre forventninger til selskaper. Vi støtter akademisk forskning for å forbedre det teoretiske og empiriske fundamentet for vårt

arbeid. Vi stemmer på generalforsamlinger og har direkte kontakt med selskapene og deres styre. I tillegg håndterer og overvåker vi ulike typer risiko i vår portefølje.

Vi ønsker å bidra til å utvikle standarder som tjener fondets langsiktige interesser. Våre prinsipper, forventninger og posisjoner bygger på internasjonalt anerkjente standarder. Gjennom utvalgte initiativer gir vi høringsuttalelser og prioriterer spørsmål knyttet til selskapsstyring og bærekraft for å bidra til bedre rapportering og praksisutvikling. Forskning bidrar til økt forståelse om forhold som kan ha innvirkning på fremtidig investeringsrisiko og avkastning. Vi støtter opp om forskning som kan bidra til utviklingen av markedsstandarder og -praksis, datagrunnlag eller våre egne prioriteringer innen ansvarlig forvaltning.

Med eierandeler i nesten 9 000 selskaper stemmer vi på omtrent alle generalforsamlinger, men vi kan ikke ha dyp innsikt i alle selskapene. Vi legger derfor vekt på god selskapsstyring og styrets rolle. Vi konsentrerer vårt eierskapsarbeid om temaer og selskaper der vi mener at mulighetene for å sikre verdier for fondet er størst. De fleste av våre stemmebeslutninger dekkes av våre offentliggjorte stemmeretningslinjer. Vi har videre en integrert stemmeprosess hvor den dype selskapskunnskapen til våre porteføljeforvaltere er en del av den endelige vurderingen. I 2016 stemte vi på 11 294 generalforsamlinger og avholdt 3 790 selskapsmøter.



FORVENTNINGSDOKUMENT OM MENNESKERETTIGHETER

Som finansiell investor forventer Norges Bank Investment Management at selskaper respekterer menneskerettighetene og tar hensyn til menneskerettigheter i sin virksomhet. Vi har publisert et sett forventninger til selskaper om menneskerettigheter.

Selskapers virksomhet påvirker både egne ansatte, innleid arbeidskraft, arbeidstakere i leverandørkjedene, kunder, lokalsamfunn og omgivelser forøvrig. Selskaper kan også påvirke sluttbrukere av produkter eller tjenester. Det er allment akseptert at næringslivet har et ansvar for å respektere menneskerettighetene, noe som også gjelder for leverandørkjeder og i andre forretningsforbindelser. Å respektere menneskerettighetene er en del av alminnelig god forretningspraksis og risikohåndtering. Som en finansiell investor har vi en interesse av god og relevant selskapsrapportering av arbeid med problemstillinger knyttet til menneskerettigheter.

Våre forventninger til selskaper

Som finansiell investor forventer Norges Bank Investment Management at selskaper respekterer menneskerettighetene og tar hensyn til menneskerettigheter i sin virksomhet. Våre forventninger retter seg først og fremst mot selskapenes styre og er et utgangspunkt for vår dialog med selskapene om menneskerettigheter.

Styrene bør forstå hvilke miljømessige og sosiale konsekvenser virksomheten deres har. De må gjøre sine egne prioriteringer og står ansvarlig for utfallet av virksomheten. I henhold til OECDs prinsipper for eierskapsutøvelse forventer vi at styrene tar hensyn til interessene til alle relevante parter. Styret bør sørge for at selskapet har retningslinjer for å respektere menneskerettighetene, og at relevante tiltak er integrert i selskapets strategi og investeringsplaner, i risikohåndtering, og i rapportering. Strategier for ansvarlig forretningsdrift bør følge FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter der det er relevant. Styret bør også forsikre seg om at organisasjonen har en tydelig ansvarsdeling for arbeidet, og på en effektiv måte veilede, overvåke og evaluere den jobben ledelsen i selskapet gjør.

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

Vi har de siste årene gjennomført nedslag av en rekke selskaper basert på vurderinger som omfatter miljømessige og samfunnsmessige risikofaktorer og selskapsstyring. I 2016 solgte vi oss ut av 23 selskaper basert på slike risikovurderinger. Vi har også gjennomført analyse av porteføljen mot det nye produktbaserte kullkriteriet i retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Til sammen har Norges Bank ekskludert 59 selskaper og satt 11 til observasjon basert på råd om eksklusjon av kull-selskaper.

Vi investerer ekstra i miljøteknologi gjennom våre miljørelaterte mandater. Våre miljørelaterte mandater hadde en samlet markedsverdi på 63,7 milliarder kroner og var investert i 226 selskaper ved utgangen av 2016. Investeringene hadde en avkastning på 12,4 prosent i 2016.

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

Vi har valgt å fokusere særskilt på tre områder innen bærekraft: barns rettigheter, klimaendringer og vannforvaltning. Vi har arbeidet med disse temaene over tid. Flere selskaper har en velutviklet strategi og praksis innenfor disse områdene. Vår målsetting er å ta i bruk de virkemidlene vi har til rådighet for å bidra til en god markedspraksis, og uttrykke klare forventninger til selskaper.



UTVIDET INFORMASJON OM ANSVARLIG FORVALTNING

Vi publiserer utvidet informasjon om ansvarlig forvaltning i mars 2017. Informasjonen publiseres på våre nettsider www.nbim.no

Organiseringen



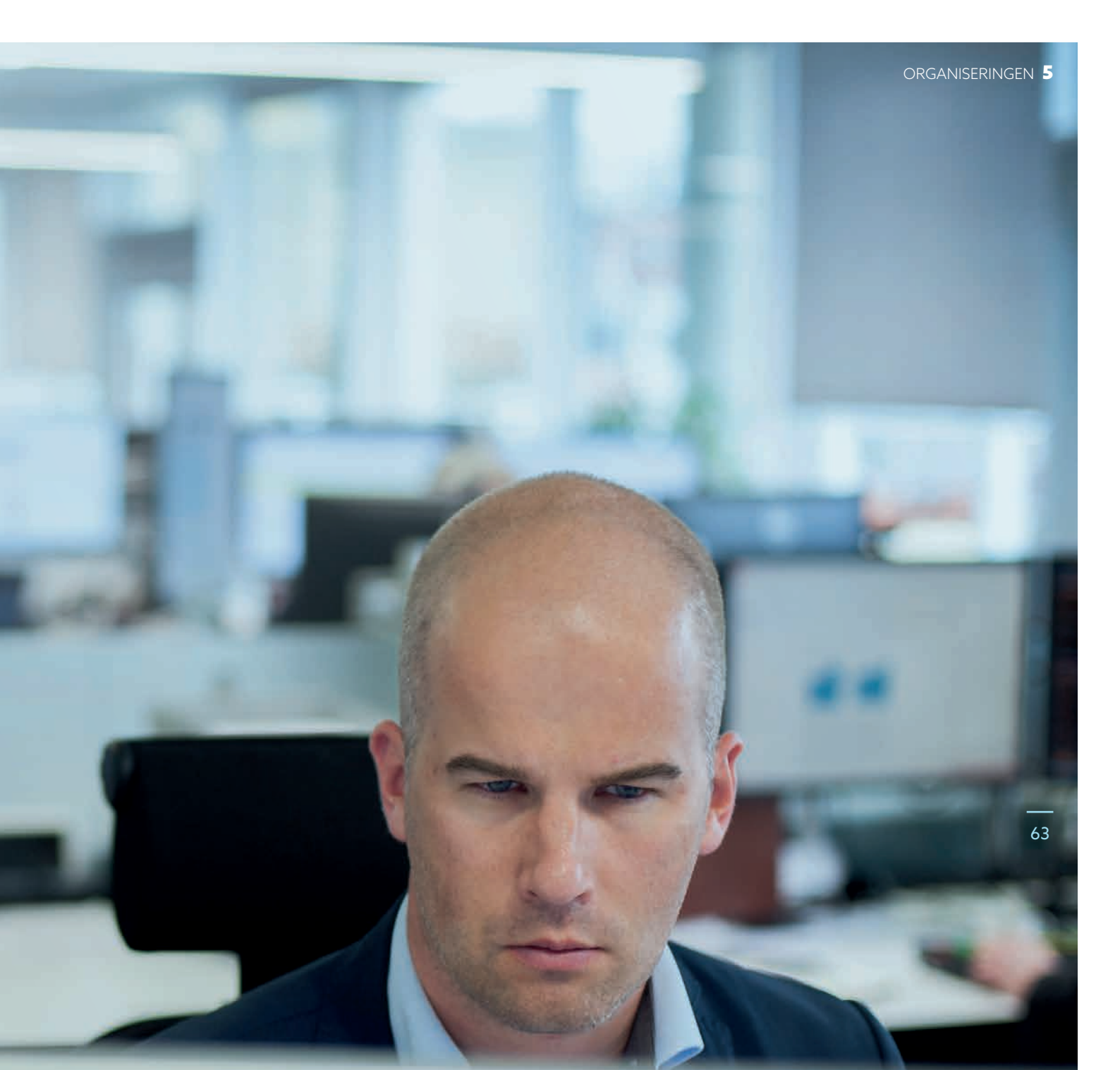
62

568

ANSATTE

36

NASJONER



300
OSLO

147
LONDON

75
NEW YORK

37
SINGAPORE

9
SHANGHAI

Lave forvaltningskostnader

Norges Bank har høy kostnadsbevissthet i forvaltningen og tar ut stordriftsfordeler der det er hensiktsmessig. Vi legger vekt på å holde høy kvalitet i forvaltningen og sikre god risikostyring, kontroll og kostnadseffektivitet i virksomheten.

Totale forvaltningskostnader målt som andel av fondskapitalen har vist en nedadgående trend over flere år. Dette til tross for at forvaltningen er utvidet til å omfatte flere markeder og valutaer både for aksje- og renteinvesteringene, økt aksjeandel og unoterte eiendomsinvesteringer. Målsettingen i mandatet fra Finansdepartementet er høyest mulig avkastning etter kostnader.

Forvaltningskostnadene er lave som andel av forvaltet kapital og sammenlignet med andre forvaltere. En årlig rapport utarbeidet for Finansdepartementet av CEM Benchmarking Inc. viser at fondets forvaltningskostnader i en årrekke har vært betydelig lavere enn tilsvarende kostnader for sammenlignbare fond.

Kostnadene for forvaltningen var 3,7 milliarder kroner i 2016, ned fra 3,9 milliarder kroner i 2015. Reduksjonen skyldes i all hovedsak lavere avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og lavere kostnader til depot, mens vekst i antall ansatte og svakere krone isolert sett har økt kostnadene noe. Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere har gått ned som følge av lavere meravkastning fra den eksterne forvaltningen. Veksten i antall ansatte medførte høyere lønns- og personalkostnader, samt økte kostnader relatert til utvidet kontorkapasitet. Vi har også hatt noe høyere kostnader knyttet til IT-tjenester, systemer, data og informasjon som følge av veksten i organisasjonen.

Som andel av gjennomsnittlig kapital under forvaltning var forvaltningskostnadene på 5,2 basispunkter i 2016, ned fra 5,7 basispunkter året før. Etter at avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er trukket fra kostnadene, gikk kostnadene i 2016 marginalt opp til 4,9 basispunkter, fra 4,8 basispunkter i 2015.



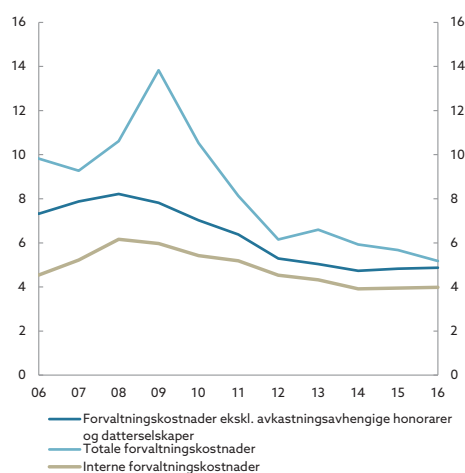
Kostnader til eksterne forvaltere utgjorde 23 prosent av driftskostnadene i 2016. Vår strategi er i første rekke å benytte eksterne forvaltere til investeringer i fremvoksende markeder, og små og mellomstore selskaper i markeder der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse. En del av disse kostnadene varierer med oppnådd meravkastning i forhold til en referanseindeks, og øker når meravkastningen øker. Høyere kostnader er dermed et uttrykk for økte inntekter til fondet fra den eksterne forvaltningen.

Fondets investeringer i aksjer og obligasjoner må oppføres i lokale verdipapirregistre over hele verden. Vi bruker en global depotinstitusjon til å bistå oss i dette arbeidet. Kostnader til depot og tilknyttede tjenester utgjorde 10 prosent av forvaltningskostnadene i 2016. Depotkostnadene er vesentlig redusert de siste årene.

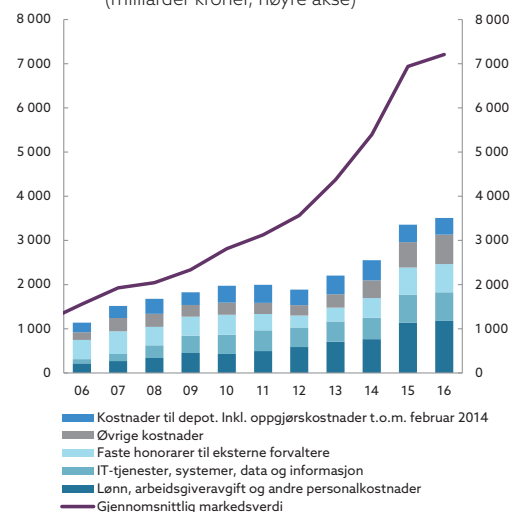
Fondets regnskap føres i norske kroner. Svingninger i valutakurser kan gi betydelige regnskapsmessige utslag, selv om den faktiske kostnaden i utenlandsk valuta er uendret. Om lag tre fjerdedeler av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta. Eksempelvis vil en endring på 10 prosent i valutakursen for norske kroner mot alle andre valutaer endre driftskostnader med om lag 250 millioner kroner. Valutasvingninger for relevante valutaer har medført en betydelig økning i kostnader målt i norske kroner de siste årene.

Det påløper også forvaltningskostnader i datterselskaper i eiendom. Disse består av driftskostnader knyttet til forvaltningen av eiendomsporteføljen. Kostnadene inngår ikke i forvaltningsgodtgjørelsen, da de belastes investeringsporteføljen direkte. Disse kostnadene var 100 millioner kroner i 2016, på

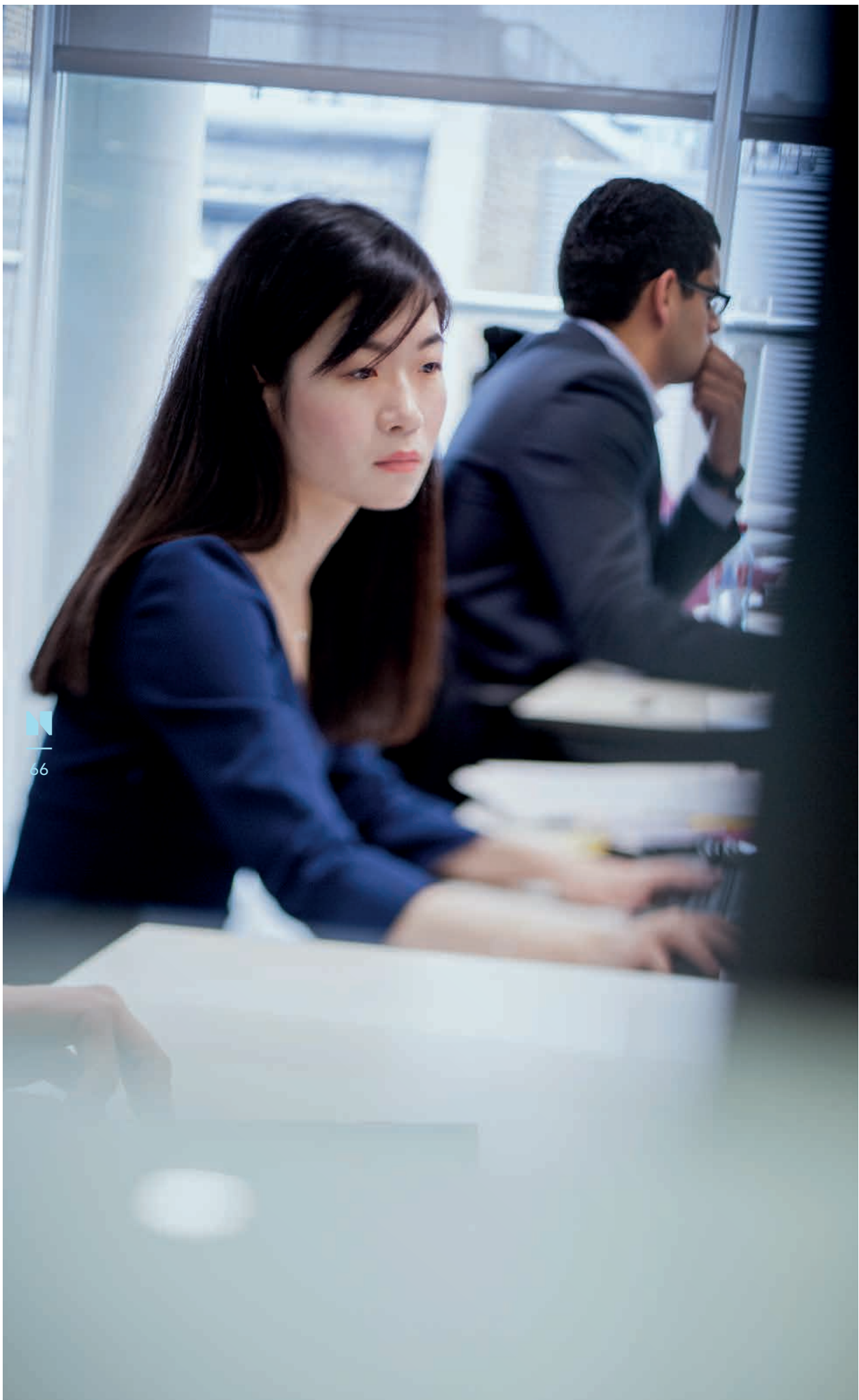
Figur 20 Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning. Basispunkter



Figur 21 Utviklingen i de enkelte kostnadsbestanddelene. Kostnader¹ (millioner kroner, venstre akse) og fondets gjennomsnittlige markedsverdi (milliarder kroner, høyre akse)



¹ Ekskl. avkastningsavhengige honorarer og datterselskaper.



linje med kostnadene i 2015. Dette inkluderer ikke datterselskapenes driftskostnader til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke definert som forvaltningskostnader ettersom de er direkte relatert til de underliggende bygningene, og ikke til forvaltningen av eiendomsporteføljen.

Totale forvaltningskostnader var 3,8 milliarder kroner i 2016, ned fra 4,0 milliarder kroner i 2015. Det tilsvarer 5,3 basispunkter i 2016 mot 5,8 basispunkter i 2015.

FORVALTNINGSKOSTNADER FORDELT PÅ INVESTERINGSSTRATEGIER

Vi følger ulike investeringsstrategier i forvaltningen av fondet. Investeringene utfyller og påvirker hverandre, og det er kostnads-synergier mellom dem. Vi fordeler kostnadene til de ulike strategiene basert på fordelings-nøkler som antall ansatte, bruk eller volum.

Tabell 31 Forvaltningskostnader per investeringsstrategi i 2016. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter

	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Allokering	0,3	
Verdipapirseleksjon	2,1	9,8
Internt	0,8	4,7
Eksternt ¹	1,3	30,2
Markedseksposering	2,2	2,9
Eiendom	0,6	19,6
Totalt	5,2	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital

Tabell 32 Forvaltningskostnader per investeringsstrategi 2013-2016. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter

	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Allokering	0,4	
Verdipapirseleksjon	2,6	18,3
Internt	0,7	6,8
Eksternt ¹	1,9	48,0
Markedseksposering	2,4	2,9
Eiendom	0,4	25,8
Totalt	5,8	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital

Tabell 33 Ytelser til ledende ansatte i 2016. Kroner

Stilling	Navn	Brutto lønn	Prestasjonslønn ¹	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	Personallån
Norges Bank Investment Management						
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	6 556 722	-	8 299	664 371	-
Deputy Chief Executive Officer og Chief Administrative Officer	Trond Grande	4 444 161	-	7 599	314 490	-
Chief Compliance and Control Officer	Stephen A. Hirsch	4 033 333	-	11 400	264 447	-
Chief Investment Officer Equity Strategies	Petter Johnsen ²	7 785 708	-	85 045	778 571	-
Chief Investment Officer Asset Strategies	Øyvind Gjærevoll Schanke ³	4 571 332	627 046	271 903	291 570	-
Chief Investment Officer Allocation Strategies	Ole Christian Bech-Moen	4 462 860	487 757	79 350	237 569	-
Chief Risk Officer	Dag Huse	4 583 652	751 158	7 860	489 542	-
Chief Operating Officer	Age Bakker	3 430 421	-	7 846	353 003	-
Norges Bank Real Estate Management						
Chief Executive Officer	Karsten Kallevig	5 208 086	-	7 860	298 238	-
Chief Administrative Officer	Mie Caroline Holstad	1 841 928	-	7 860	236 464	-
Chief Operating Officer	Nina Kathrine Hammerstad	2 624 861	-	7 860	312 083	-
Chief Risk Officer	Lars Oswald Dahl	3 310 655	-	7 860	320 245	-
Chief Compliance and Control Officer	Jan Thomsen	3 446 713	-	7 922	352 773	-

¹ 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.

² Mottar lønn i britiske pund. Tall inkluderer valutaeffekt ved omregning til norske kroner.

³ Fratrådte sin stilling 9.12.2016. Godtgjørelse vises frem til fratredelsestidspunkt. I tillegg til godtgjørelsen i tabellen ovenfor vil Schanke motta lønn og andre fordeler frem til og med januar 2017, estimert til 809 000 kroner.

LØNNSSYSTEMET

Norges Banks hovedstyre fastsetter prinsippene for lønssystemet til Norges Bank Investment Management. Ledergruppen i fondet mottar kun fastlønn. Nye medlemmer av ledergruppen som tidligere har hatt prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i de tre påfølgende årene få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Norges Banks hovedstyre fastsetter lønn til leder og lønnsintervaller for ledergruppen. Utbetalt lønn til organisasjonens leder var på 6,6 millioner kroner i 2016.

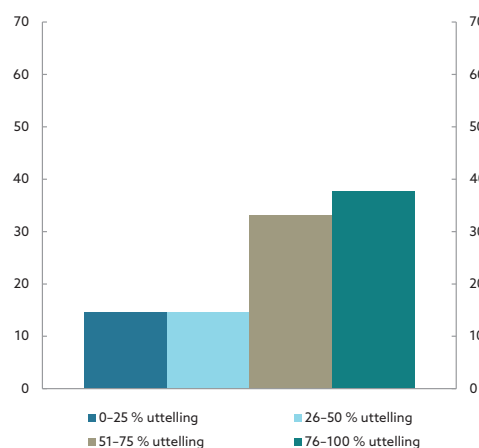
I tillegg til fastlønn kan ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, og enkelte andre medarbeidere, ha prestasjonsbasert lønn. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle resultatet. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. Dette gjøres ved at 50 prosent utbetales i året etter at prestasjonslønnen er opptjent, mens de resterende 50 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake, justeres for fondets avkastning.

Organisasjonen hadde 239 ansatte med prestasjonsbasert lønn i 2016. Deres samlede fastlønn utgjorde 314 millioner kroner i 2016, mens den samlede øvre rammen for prestasjonsbasert lønn var 346 millioner kroner. Ansatte med prestasjonsbasert lønn opptjente i gjennomsnitt 62 prosent av totalrammen for

2016, basert på resultater over flere år. For 2016 alene var den gjennomsnittlige opptjeningen 52 prosent av rammen. Rammen på prestasjonsbasert lønn kan maksimalt være inntil 100 prosent av fastlønn, men for et begrenset antall ansatte ved de internasjonale kontorene er rammen 200 prosent av fastlønn.

Foruten ledergruppen og ansatte med prestasjonsbasert lønn var det 315 faste ansatte innenfor risikostyring, etterlevelse og kontroll, drift og stabsfunksjoner ved utgangen av 2016. Disse hadde en samlet årlig fastlønn på 285 millioner kroner.

Figur 22 Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2016. Prosent





5.2 FORVALTNINGENS GJENNOMFØRING

Rammer for operasjonell risiko

Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management. Vi arbeider systematisk med å fange opp uønskede hendelser og forbedre prosessene våre.

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. Vår operasjonelle risikoeksponering var innenfor denne grensen i hele 2016. Vi arbeider systematisk med å fange opp uønskede hendelser, og vi forbedrer prosessene våre kontinuerlig for å hindre at slike hendelser skal inntreffe. Rapportering og oppfølging av hendelser utgjør en viktig del av tiltakene for å forbedre driften og internkontrollen.

UØNSKEDE HENDELSER I 2016

Det ble registrert 414 uønskede hendelser i 2016, opp fra 350 i 2015. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser. Av hendelsene ble åtte vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad. Samlet sett ga hendelsene en estimert finansiell effekt på 78,5 millioner kroner.

Fire av de åtte vesentlige hendelsene hadde finansielle konsekvenser. To hendelser medførte interne handelsrestriksjoner som resulterte i en finansiell effekt på rundt 45,2 millioner kroner. De to andre hendelsene var knyttet til handler i verdipapirer og resulterte i en finansiell effekt på rundt 18 millioner kroner. Den ene skyldtes en menneskelig feil, den andre et teknisk problem hos vår leverandør. De øvrige vesentlige hendelsene gjaldt i hovedsak informasjonsteknologi og sikkerhet. Disse hadde ingen direkte finansielle konsekvenser.

ETTERLEVELSE AV RETNINGSLINJER

Finansdepartementet har satt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2016. Vi mottok i samme periode heller ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

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



Stort mangfold i organisasjonen

Vi har i 2016 styrket organisasjonen gjennom økt innsats innen leder- og medarbeiderutvikling, og flere ansatte i investeringsområdene og ved utekontorene.

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

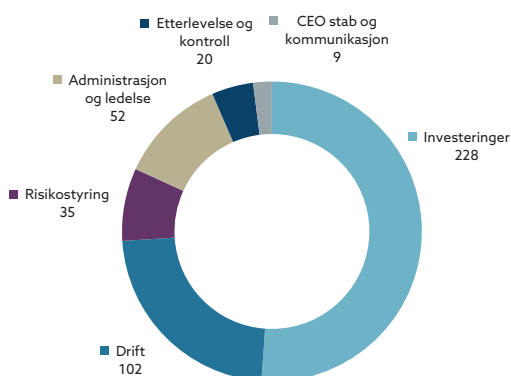
Antall ansatte økte også i 2016, og vi har samtidig lagt mer vekt på å utvikle lederne og medarbeiderne våre. Organisasjonen har vært i vekst de siste årene for å ivareta forvaltningen av et raskt voksende fond. Kompleksiteten i forvaltningsoppdraget har økt med økende krav til styring og kontroll, åpenhet og ansvarlighet.

I tillegg har oppbyggingen av Norges Bank Real Estate Management fortsatt i 2016.

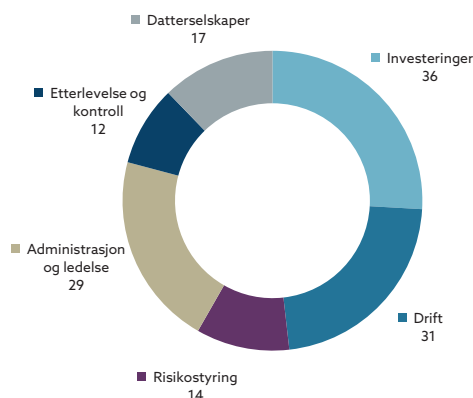
I løpet av 2016 økte antallet faste ansatte med 50 personer. I 2015 økte antall ansatte med 90 personer. 47,2 prosent av arbeidsstokken jobbet ved utgangen av 2016 ved våre kontorer i London, New York, Singapore og Shanghai, mot 44,4 prosent året før. Ved utgangen av året hadde vi 568 ansatte, inkludert 27 personer i traineeprogrammet vårt.

Ansatte fra 36 nasjoner representerer et stort mangfold i organisasjonen. Samtidig er det et overordnet mål å øke andelen kvinner. Vi har arbeidet videre med å tiltrekke og beholde kvinnelige medarbeidere generelt og i lederstillinger spesielt.

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



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



INVESTERINGSPLATTFORM

Kapitalforvaltning er IT- og informasjonsintensiv. Vi benytter IT-systemer innenfor alle områder av forvaltningen, herunder gjennomføring av handler, utlån av verdipapir, verdsettelse, regnskapsføring og måling av avkastning og risiko. Prosessene er i utstrakt grad automatisert. Hoveddelen av IT-systemene er standard-systemer som er tilpasset vårt behov, og er levert og driftet av tredjeparter. For noen områder har vi krav som gjør at standard-løsninger ikke kan benyttes. For disse områdene utvikler vi våre egne IT-løsninger og integrerer disse med vårt porteføljeforvaltningssystem.

Vi har de siste årene konsolidert og forenklet vår portefølje av IT-systemer, samt tilbakeført flere oppgaver for å oppnå en mer effektiv driftsmodell. Automatisering og standardisering er nødvendig for å sikre skalerbare og effektive prosesser. Vi har solide prosesser for utvikling og endring av våre systemer, samt for avvikshåndtering og oppfølging. Investeringer i mindre velutviklede markeder krever kompetanse og kapasitet til å håndtere avvikssituasjoner. Vi har høy oppmerksomhet på IT- og informasjonssikkerhet, herunder tilgangsstyring og sikring av våre systemer. Informasjonssikkerheten har blitt ytterligere styrket i takt med økende krav og eksterne trusler. IT-infrastruktur er et viktig element i den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningsoppdraget og utgjør også en operasjonell risiko. Vi har prosesser for å håndtere denne risikoen og etablerte internkontrollaktiviteter for informasjonssikkerhet og transaksjons-håndtering. Dette omfatter også sikring av rolledeling, tilgangsstyring, integritet og sporbarhet av transaksjoner i IT-systemene i de automatiserte prosessene.

KUNNSKAPSBYGGING

Med fondets størrelse og betydning følger stor offentlig interesse for forvaltningen både i Norge og internasjonalt. Stor grad av åpenhet er en sentral del av strategien vår. Vi jobber kontinuerlig for å styrke kunnskapen om fondet og gi tydelig og relevant informasjon om alle sider ved forvaltningen. Fondet toppet Peterson Institute sin rangering for åpenhet blant statlige fond, for fjerde gang på rad.

I 2016 publiserte vi for første gang utvidet informasjon om eiendomsinvesteringene og om avkastning og risiko. Vi arrangerte fire presseseminarer og to pressekonferanser der analyser og resultater ble offentliggjort. Vi gjennomførte for sjettede gang forskningskonferansen Norwegian Finance Research Conference, arrangerte fire fagseminarer og publiserte seks publikasjoner om temaer som er relevante for forvaltningen. I 2016 feiret Norges Bank sitt 200-årsjubileum og at det var 20 år siden første innskudd til fondet. Vi har benyttet disse anledningene til å øke kunnskapen om historien til Norges Bank og fondet både i Norge og internasjonalt. Som en del av 200-årsjubileet til Norges Bank åpnet vi en utstilling om fondet ved Norsk Oljemuseum i Stavanger. Fondet er også et sentralt tema i Norges Banks nye kunnskapscenter for skoleelever som ble åpnet i september.

Vår oppgave er å forvalte landets finansielle verdier på en ansvarlig, effektiv og åpen måte. Stor åpenhet og kunnskapsdeling er nødvendig for at både nåværende og fremtidige generasjoner skal få innsyn i resultatene og hvordan forvaltningen blir utført.

Regnskaps- rapportering

REGNSKAP

6.1 Resultatregnskap _____	76
Balanse _____	77
Kontantstrømoppstilling _____	78
Oppstilling av endringer i eiers kapital _____	79



NOTER

6.2	Noter til regnskapsrapportering	
Note 1	Generell informasjon _____	80
Note 2	Regnskapsprinsipper _____	81
Note 3	Avkastning per aktivaklasse _____	85
Note 4	Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater _____	87
Note 5	Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater _____	89
Note 6	Unotert eiendom _____	92
Note 7	Måling til virkelig verdi _____	95
Note 8	Risiko _____	102
Note 9	Skatt _____	116
Note 10	Forvaltningskostnader _____	118
Note 11	Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse _____	120
Note 12	Sikkerhetsstillelse og motregning _____	123
Note 13	Nærstående parter _____	126
Note 14	Interesser i andre foretak _____	127

REVISOR

6.3	Uavhengig revisors beretning _____	130
-----	------------------------------------	-----

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2016	2015
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer og andeler	4	342 813	284 414
- Obligasjoner	4	100 250	36 160
- Unotert eiendom	6	6 942	14 537
- Finansielle derivater	4	-3 213	-1 984
- Utlån med sikkerhetsstillelse	11	4 013	3 266
- Innlån med sikkerhetsstillelse	11	23	50
Skattekostnad	9	-4 061	-2 628
Renteinntekter/kostnader		-54	-18
Andre kostnader		-40	-18
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		446 673	333 779
Gevinst/tap valuta		-306 099	668 138
Porteføljeresultat		140 574	1 001 917
Forvaltningsgodtgjøring	10	-3 731	-3 933
Periodens resultat og totalresultat		136 843	997 984

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2016	31.12.2015
EIENDELER			
Innskudd i banker		17 759	2 543
Utlån med sikkerhetsstillelse	11,12	134 338	123 385
Avgitt kontantsikkerhet	12	2 320	2 231
Uoppgjorte handler		13 196	18 404
Aksjer og andeler	5	4 373 042	4 287 606
Utlånte aksjer	5,11	340 865	312 662
Obligasjoner	5	2 220 286	2 476 729
Utlånte obligasjoner	5,11	454 735	241 518
Unotert eiendom	6	188 469	180 021
Finansielle derivater	5,12	9 366	8 829
Andre eiendeler		1 966	2 265
SUM EIENDELER		7 756 342	7 656 193
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Gjeld			
Innlån med sikkerhetsstillelse	11,12	213 520	149 735
Mottatt kontantsikkerhet	12	3 688	2 570
Uoppgjorte handler		22 195	22 438
Finansielle derivater	5,12	4 501	5 266
Annen gjeld		1 944	1 031
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	10	3 731	3 933
Sum gjeld		249 579	184 973
Eiers kapital		7 506 763	7 471 220
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL		7 756 342	7 656 193

REGNSKAPSPRINSIPP

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet 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 netto. Alle investeringsaktiviteter og forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank som belastes SPU presenteres som operasjonelle aktiviteter. Kontanter omfatter *Innskudd i banker*.

Kontantoverføringer mellom SPU og den norske stat i form av tilførsler og uttak anses som finansieringsaktiviteter. Disse overføringene er gjort opp i perioden (kontantprinsippet). I *Oppstilling av endringer i eiers kapital* presenteres opptjent tilførsel/uttak.

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

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	2016	2015
Operasjonelle aktiviteter		
Innbetaling av utbytte fra aksjer og andeler	118 517	108 904
Innbetaling av renter fra obligasjoner	74 832	75 283
Innbetaling av renter og utbytte fra datterselskaper unotert eiendom	3 657	3 532
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	4 097	3 324
<i>Innbetalinger av renter, utbytte og honorar fra beholdninger i aksjer og andeler, obligasjoner og unotert eiendom</i>	<i>201 103</i>	<i>191 043</i>
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-72 588	-89 916
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner	-38 151	-140 103
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i datterselskaper unotert eiendom	-17 269	-44 946
Netto kontantstrøm finansielle derivater	84	-3 165
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner	983	730
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	50 236	33 708
Netto utbetaling av skatt	-3 116	-1 499
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt	-	-6
Netto kontantstrøm knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	-430	1 309
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	-3 933	-3 202
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	116 919	-56 047
Finansieringsaktiviteter		
Tilførsel fra den norske stat	-	45 836
Uttak fra den norske stat	-100 616	-
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter	-100 616	45 836
Netto endring i kontanter		
Innskudd i banker per 1. januar	2 543	11 731
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden	16 303	-10 211
Netto gevinst/tap valuta på kontanter	-1 087	1 023
Innskudd i banker per periodens slutt	17 759	2 543

REGNSKAPSPRINSIPP

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

Oppstilling av endringer i eiers kapital

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital ¹
1. januar 2015	3 448 941	2 978 596	6 427 537
Totalresultat	-	997 984	997 984
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	45 700	-	45 700
31. desember 2015	3 494 640	3 976 580	7 471 220
1. januar 2016	3 494 640	3 976 580	7 471 220
Totalresultat	-	136 843	136 843
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-101 300	-	-101 300
31. desember 2016	3 393 340	4 113 423	7 506 763

¹ I 2016 ble 105,2 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,9 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2015. I 2015 ble 45,7 milliarder kroner tilført kronekontoen. Av dette ble 3,2 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2014.

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 forvaltningsoppgavet til Norges Bank Investment Management (NBIM).

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

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

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

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

2. GODKJENNING AV ÅRSREGNSKAPET

Årsregnskapet til Norges Bank for 2016, som omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 8. februar 2017 og fastsatt av representantskapet 23. februar 2017.

Note 2 Regnskapsprinsipper

HENVISNINGER TIL REGNSKAPSPRINSIPPER, VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNSMESSIGE VURDERINGER

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

FORKLARING TIL VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNSMESSIGE VURDERINGER

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

1. GRUNNLAG FOR UTARBEIDELSE

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

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

De anvendte regnskapsprinsipper er konsistente med prinsippene i forrige regnskapsår. Det er ingen nye eller endrede IFRS-standarder og fortolkninger som har trådt i kraft for regnskapsåret som starter 1. januar 2016 som har hatt vesentlig påvirkning på regnskapet.

3. REGNSKAPSPRINSIPPER SOM GJELDER HELE REGNSKAPET

3.1 Finansielle eiendeler og forpliktelser Innregning og fraregning

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

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

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

Klassifisering

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

Virkelig verdi over resultatet (virkelig verdi opsjon)

Finansielle eiendeler og forpliktelser som styres og følges opp på bakgrunn av virkelig verdi i samsvar med en dokumentert 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 *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*.

3.2 Valuta

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

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 ulike 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 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 og tidligere resultatførte urealiserte gevinster og tap reverseres.

3.3 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 14 *Interesser i andre foretak*.

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

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

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet er presentert i balansen som *Unotert eiendom*. Datterselskapene investerer, gjennom andre selskaper, utelukkende i fast eiendom. For ytterligere informasjon om regnskapsprinsipper for finansielle eiendeler, som er anvendt for datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet, se punkt 3.1. Se note 6 for regnskapsprinsipper knyttet til unotert eiendom.

Konsoliderte datterselskaper

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

SKJØNNSMESSIG VURDERING

SPU er en investeringsenhet basert på følgende:

- 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,
- SPU er forpliktet ovenfor den norske stat til å investere utelukkende for verdistigning og kapitalinntekter,
- SPU måler og evaluerer avkastning for alle investeringer utelukkende basert på virkelig verdi.

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



4. NYE STANDARDER MED VIRKNING FRA 2017 ELLER SENERE

Vedtatte IASB-standarder og IFRIC-fortolkninger med ikrafttredelsesdato fra 2017 eller senere:

IFRS 9 Finansielle instrumenter

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

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

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

Klassifiseringen av balanseførte finansielle eiendeler og -forpliktelser etter dagens standard vil videreføres i samme kategori etter IFRS 9. Implementering av ny standard vil således ikke ha vesentlige effekter for klassifisering og måling av finansielle instrumenter.

IFRS 9 ble godkjent av EU 4. kvartal 2016 med ikrafttredelsestidspunktet fra 1. januar 2018. Muligheten for tidlig anvendelse vil ikke benyttes og standarden vil anvendes fra regnskapsåret 2018.

IFRS 15 Inntekt fra kontrakter med kunder

IFRS 15 erstatter alle eksisterende standarder og fortolkninger for inntektsføring. Standarden gjelder for alle typer inntektskontrakter, med unntak av leieavtaler, finansielle instrumenter og forsikringskontrakter.

Standarden gjelder med virkning fra regnskapsår som starter 1. januar 2018 eller senere og ble godkjent av EU 4. kvartal 2016.

Implementering av standarden vil ikke ha effekt for Norges Bank.

IFRS 16 Leieavtaler

IASB publiserte januar 2016 IFRS 16 *Leieavtaler* som erstatter IAS 17 *Leieavtaler*. Standarden vil hovedsakelig medføre endring i leietakers balanse, hvor eiendeler og gjeld fra både finansielle og operasjonelle leieavtaler skal balanseføres.

Standarden gjelder med virkning fra regnskapsår som starter 1. januar 2019 eller senere og forventes godkjent av EU i løpet av 2017.

Implementering av standarden forventes ikke å ha vesentlige effekter for Norges Bank.

Note 3 Avkastning per aktivaklasse

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	2016	2015	4. kvartal 2016	3. kvartal 2016	2. kvartal 2016	1. kvartal 2016
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	8,72	3,83	4,91	6,03	0,66	-2,90
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	4,32	0,33	-2,35	0,89	2,49	3,32
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent) ¹	0,78	9,99	1,25	2,29	-1,42	-1,29
Fondets avkastning (prosent)	6,92	2,74	2,17	4,00	1,27	-0,63
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	7,12	2,52	2,20	4,05	1,36	-0,61
Avkastning på referanseindeksen for aksjer og renteinvesteringer (prosent)	6,97	2,07	1,92	3,88	1,47	-0,43
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,15	0,45	0,28	0,17	-0,11	-0,18
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,15	0,83	0,26	0,27	-0,15	-0,21
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,16	-0,24	0,37	0,04	-0,06	-0,21
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	3,67	16,77	8,74	1,54	1,11	-7,14
Renteinvesteringenes avkastning	-0,53	12,83	1,21	-3,39	2,95	-1,19
Eiendomsinvesteringenes avkastning	-3,91	23,71	4,95	-2,04	-0,98	-5,60
Fondets avkastning	1,95	15,54	5,90	-0,41	1,72	-4,97

¹ Eiendomsinvesteringenes avkastning målt i fondets valutakurv har blitt nedjustert med 0,01 prosent for 2015. Dette skyldes bruk av en feil kurs på Thai baht i desember 2015 for å måle avkastning til fondets valutakurv. Denne korrigeringen har ingen innvirkning på resultatregnskapet eller balansen til SPU i 2015.

Avkastningen i tabell 3.1 er en gjengivelse av avkastningsinformasjon i tabell 1 i årsrapportens kapittel *Hovedtall for 2016*. Det benyttes tidsvektet avkastningsmetode hvor 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 kilde-skatt på utbytte, renter og skatt på gevinster. Avkastning rapporteres målt i fondets valutakurv, samt i norske kroner, der valutakurven er vektet etter sammensetningen av valutaene i

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

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

REGNSKAPSPRINSIPP

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

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

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

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

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

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

Tabell 4.1 Spesifisering Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	2016	2015
Utbytte	118 584	107 383
Realisert gevinst/tap	107 005	132 240
Urealisert gevinst/tap	117 224	44 791
Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta	342 813	284 414

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2016	2015
Renter	72 573	78 243
Realisert gevinst/tap	30 861	21 098
Urealisert gevinst/tap	-3 184	-63 181
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	100 250	36 160

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2016	2015
Utbytte	102	21
Renter	-2 113	-869
Realisert gevinst/tap	-3 251	-2 422
Urealisert gevinst/tap	2 049	1 286
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	-3 213	-1 984

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

REGNSKAPSPRINSIPP

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

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

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

Tabell 5.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2016		31.12.2015	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer og andeler	4 713 907	5 557	4 600 268	5 491
Sum aksjer og andeler	4 713 907	5 557	4 600 268	5 491
Herav utlånte aksjer	340 865		312 662	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2016			31.12.2015		
	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	1 290 977	1 461 360	11 356	1 326 895	1 493 128	11 803
Sum statsobligasjoner	1 290 977	1 461 360	11 356	1 326 895	1 493 128	11 803
Statsrelaterte obligasjoner						
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	11 625	12 408	211	21 935	23 045	385
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	92 164	98 677	668	89 363	96 508	743
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	54 791	58 474	511	66 665	72 351	737
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	161 022	164 578	1 000	189 712	194 925	1 409
Sum statsrelaterte obligasjoner	319 602	334 137	2 390	367 675	386 829	3 274
Realrente obligasjoner						
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	114 916	140 814	547	103 152	120 275	522
Sum realrente obligasjoner	114 916	140 814	547	103 152	120 275	522
Selskapsobligasjoner						
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	40 653	43 602	531	40 639	42 951	545
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	225 022	227 803	2 264	200 160	202 030	2 203
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	308 074	319 741	3 197	298 979	302 901	3 386
Sum selskapsobligasjoner	573 749	591 146	5 992	539 778	547 882	6 134
Pantesikrede obligasjoner						
Obligasjoner med fortrinnsrett	140 209	147 237	1 477	158 708	168 925	2 284
Commercial mortgage-backed securities	1 357	327	1	2 544	1 208	5
Sum pantesikrede obligasjoner	141 566	147 564	1 478	161 252	170 133	2 289
Sum obligasjoner	2 440 810	2 675 021	21 763	2 498 752	2 718 247	24 022
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		454 735			241 518	

Finansielle derivater, som futures, rentederivater og valutaderivater 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. Videre

benyttes valutaderivater i finansiering av verdipapirforvaltningen. Aksjederivater med et opsjons-element er ofte et resultat av selskaphendelser og disse kan konverteres til aksjer eller bli solgt. Deltagelsessertifikater blir brukt som et alternativ til direkte aksjeinvesteringer i noen få markeder.

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

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2016			31.12.2015		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	321 580	4 586	1 995	351 186	4 352	1 521
Rentederivater	31 284	528	2 506	37 123	553	3 745
Aksjederivater	6 645	4 252	-	4 846	3 924	-
Sum finansielle derivater	359 509	9 366	4 501	393 155	8 829	5 266

IKKE-BØRSNOTERTE FINANSIELLE DERIVATER (OTC)

Valutaderivater

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

Rentederivater

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

Aksjederivater

Aksjederivater er derivater med eksponering mot underliggende enkeltaksjer. Aksjederivater

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

BØRSNOTERTE FUTURES KONTRAKTER

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

Note 6 Unotert eiendom

REGNSKAPSPRINSIPP

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

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

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

Netto inntekt i datterselskapene kan bli distribuert til SPU i form av utbytte og renter samt tilbakebetaling av egenkapital og lånefinansieringen gitt fra SPU til datterselskapet. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av utbytte og renter fra datterselskaper til SPU.

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

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

Renteinntekter innregnes etter hvert som de opptjenes.

Urealisert gevinst/tap utgjør endringer i virkelig verdi i perioden for balansenlinjen *Unotert eiendom* som ikke kan tilskrives realisert gevinst fra utbytte og renteinntekter.

Tabell 6.1 spesifiserer linjen *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* i resultatregnskapet, før gevinst/tap valuta.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2016	2015
Utbytte	2 167	1 931
Renteinntekter	1 490	1 601
Urealisert gevinst/tap	3 285	11 005
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	6 942	14 537

Tabell 6.2 viser endringer i perioden for balansenlinjen *Unotert eiendom*.

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2016	31.12.2015
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	180 021	106 431
Utbetaling til nye investeringer ¹	19 147	44 167
Utbetaling til eksisterende investeringer ¹	2 808	1 692
Innbetaling fra eksisterende investeringer ¹	-4 686	-913
Urealisert gevinst/tap	3 285	11 005
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	-12 106	17 639
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	188 469	180 021

¹ Dette representerer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som *Unotert eiendom*. SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i eiendom, primært bygninger. Netto inntekt i datterselskaper kan overføres til SPU gjennom tilbakebetaling av tidligere mottatt egenkapital og lånefinansiering.

UNDERLIGGENDE EIENDOMSSELSKAPER

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. For en oversikt over sentrale enheter, se note 14 *Interesser i andre foretak*.

I tabellene nedenfor gis en ytterligere spesifisering av *Unotert eiendom*. Tabell 6.3 spesifiserer SPUs andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende datterselskapene som er grunnlaget for *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* presentert i tabell 6.1. Tabell 6.4 spesifiserer SPUs andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende datterselskapene som inngår i *Unotert eiendom* som presentert i tabell 6.2.

Følgende regnskapsprinsipper gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementer presentert i tabell 6.3:

Leieinntekter innregnes som inntekt lineært over leieperioden.

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

Tabell 6.3 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2016	2015
Netto leieinntekter ¹	7 645	6 921
Realisert gevinst/tap	109	320
Virkelig verdiendringer – bygninger ²	1 416	9 265
Virkelig verdiendringer – gjeld ²	-191	435
Transaksjonskostnader	-411	-320
Rentekostnader ekstern gjeld	-622	-666
Betalbar skatt	-151	-100
Endring utsatt skatt	-174	-452
Faste honorarer til eiendomsforvaltere ³	-454	-308
Variable honorarer til eiendomsforvaltere ³	-39	-343
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ⁴	-81	-86
Andre driftskostnader	-105	-129
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	6 942	14 537

¹ Netto leieinntekter består i all hovedsak av opptjente leieinntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av bygningene.

² Dette omfatter kun virkelig verdiendringer av bygninger og gjeld og vil derfor ikke tilsvare urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.1 som inkluderer overskudd som ikke er utdelt.

³ Faste og variable honorarer til eksterne eiendomsforvaltere er direkte relatert til de underliggende bygningene og er primært knyttet til drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Variable honorarer er basert på oppnådde prestasjonsmål over tid.

⁴ Se tabell 10.2 for spesifikasjon av driftskostnader som måles mot rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

Tabell 6.4 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2016	31.12.2015
Innskudd i banker	2 272	2 491
Bygninger	204 635	197 549
Ekstern gjeld	-15 727	-17 432
Betalbar skatt	-204	-215
Netto utsatt skatt	-1 153	-1 048
Netto andre eiendeler og forpliktelser	-1 354	-1 324
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	188 469	180 021

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

presentert på balanselinjen *Aksjer og andeler*, og utgjør 49 928 millioner kroner ved årsslutt sammenlignet med 54 134 millioner kroner ved årsslutt 2015.

Note 7 Måling til virkelig verdi

REGNSKAPSPRINSIPP

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

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

1. INNLEDNING

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

2. VERDSETTELSESUSIKKERHET OG HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

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

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

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

VESENTLIG ESTIMAT

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

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

Tabell 7.1 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015
Aksjer og andeler	4 673 199	4 564 401	28 845	32 260	11 863	3 607	4 713 907	4 600 268
Statsobligasjoner	1 369 188	1 380 928	92 172	112 200	-	-	1 461 360	1 493 128
Statsrelaterte obligasjoner	279 772	331 310	53 463	54 477	902	1 042	334 137	386 829
Realrenteobligasjoner	124 646	108 484	16 168	11 791	-	-	140 814	120 275
Selskapsobligasjoner	538 692	512 577	52 293	34 824	161	481	591 146	547 882
Pantesikrede obligasjoner	136 088	160 797	11 149	8 128	327	1 208	147 564	170 133
Sum obligasjoner	2 448 386	2 494 096	225 245	221 420	1 390	2 731	2 675 021	2 718 247
Finansielle derivater (eiendeler)	291	359	9 075	8 470	-	-	9 366	8 829
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-4 501	-5 266	-	-	-4 501	-5 266
Sum finansielle derivater	291	359	4 574	3 204	-	-	4 865	3 563
Unotert eiendom	-	-	-	-	188 469	180 021	188 469	180 021
Annet ¹	-	-	-71 768	-26 946	-	-	-71 768	-26 946
Totalt	7 121 876	7 058 856	186 896	229 938	201 722	186 359	7 510 494	7 475 153
Totalt (prosent)	94,8	94,4	2,5	3,1	2,7	2,5	100,0	100,0

¹ Annet består av ikke-investerings eiendeler og forpliktelser begrenset til pengemarkedsinstrumenter som utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, innskudd i banker, uoppgjorte handler, avgitt og mottatt kontantsikkerhet og andre eiendeler og gjeld.

Verdsettelsesusikkerheten for SPU totalt ved utgangen av 2016 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2015. Majoriteten av den totale porteføljen har lav verdsettelsesusikkerhet. Ved utgangen av 2016 var 97,3 prosent klassifisert som nivå 1 eller 2, som er tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2015. Bevegelser mellom nivåene i hierarkiet for virkelig verdi er beskrevet i punkt 3 i denne noten.

Aksjer og andeler

Målt som en andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer og andeler (99,1 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurser fra børs og klassifisert som nivå 1. Et mindre antall aksjer og andeler (0,6 pro-

sent) er klassifisert som nivå 2. Dette er hovedsakelig aksjer hvor handel nylig er suspendert, eller illikvide beholdninger som ikke handles daglig. Noen få beholdninger (0,3 prosent) som ikke er notert eller hvor handel har vært suspendert over en lengre periode, har høy usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi og er klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene (91,5 prosent) har observerbare markedskurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. Et mindretall obligasjoner (8,4 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er beholdninger som ikke har et tilstrekkelig antall observerbare kurser eller som er priset basert

på sammenlignbare likvide obligasjoner. Enkelte obligasjoner (0,1 prosent) som ikke har observerbare kurser er klassifisert som nivå 3.

Unotert eiendom

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

Finansielle derivater

Noen aksjederivater (rights og warrants) som aktivt handles på børs, er klassifisert som nivå 1. Øvrige derivater er klassifisert som nivå 2, da verdsettelsen av disse er basert på standard modeller, hvor det er

benyttet observerbare inndata. Hovedandelen av derivatene på eiendelssiden av balansen er ikke-børsnoterte valutaderivater med positiv markedsverdi og aksjederivater. På gjeldssiden består balansen av valutaderivater og rentederivater.

Andre eiendeler og forpliktelser er klassifisert som nivå 2.

3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Den relative andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 er redusert marginalt med 0,1 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2015.

Obligasjoner klassifisert som nivå 1 er redusert med 0,3 prosentpoeng i 2016. Dette skyldes hovedsakelig pris og valutatap, samt reklassifisering av enkelte beholdninger til nivå 2. Reklassifiserte obligasjoner består hovedsakelig av selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar og statsobligasjoner i fremvoksende markeder.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2016	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2016
Aksjer og andeler	3 607	9 956	-455	-41	-533	257	-842	- 86	11 863
Obligasjoner	2 731	-	-1 011	-163	-33	6	-91	- 49	1 390
Unotert eiendom ¹	180 021	17 269	-	-	3 285	-	-	-12 106	188 469
Totalt	186 359	27 225	-1 466	-204	2 719	263	-933	-12 241	201 722

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

¹ Kjøp representerer netto kontantstrøm i perioden fra SPU til datterselskaper presentert som *Unotert eiendom*.

SPUs samlede eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til verdsettelse (nivå 3) økte med 15 363 millioner kroner i 2016, til en eksponering ved slutten av året på 201 722 millioner kroner.

Den relative andelen av aksjer og andeler klassifisert som nivå 3 har økt med 0,2 prosentpoeng sammenlignet med 2015. Økningen skyldes hovedsakelig en sammenslåing mellom to noterte selskap som har inngått i porteføljen og som tidligere har vært klassifisert som nivå 1. Som kompensasjon for aksjene i ett av selskapene mottok SPU aksjer med en bindingstid. Etter utløp av bindingstiden kan disse aksjene bli konvertert til ordinære børsnoterte aksjer (nivå 1). På grunn av bindingstiden er verdsettelsen av disse aksjene modellbasert med bruk av ikke-observerbare inndata, noe som fører til nivå 3 klassifisering.

For obligasjoner er det ingen endring i den relative andelen som er klassifisert som nivå 3. I absolutt verdi er obligasjoner klassifisert som nivå 3 redusert, hovedsakelig som følge av salg.

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, og økningen på 8 448 millioner kroner i 2016 skyldes i hovedsak nye investeringer og i mindre grad verdøkninger, delvis motvirket av valutaeffekter.

4. VERDSETTELSESMETODER

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

heng med sensitivitetstesting av instrumenter klassifisert som nivå 3.

Unoterte eiendomsinvesteringer (nivå 3)

Virkelig verdi av unotert eiendom er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 6 *Unotert eiendom*. Eiendeler og forpliktelser består i det vesentligste av bygninger og ekstern gjeld. Bygninger verdsettes av eksterne uavhengige verdsettelsesspesialister ved bruk av verdsettelsesmodeller. Verdsettelse av eiendomsinvesteringer er av natur disponert mot fremtidsrettede skjønnsmessige vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuell eiendomstype, beliggenhet, fremtidig inntektsstrøm og relevante diskonteringsrenter. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbar inndata og *Unotert eiendom* er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelseshierarkiet. Estimater som er brukt reflekterer nylig gjennomførte sammenlignbare transaksjoner med tilsvarende beliggenhet, tilstand og kvalitet og er basert på markedsbetingelser. Verdsettelsene reflekterer det beste estimat på markedsverdi på verdsettelsesdato og er sensitive mot svingninger i inndata.

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

Avkastningskrav og forutsetninger knyttet til fremtidige kontantstrømmer er de viktigste variablene som påvirker sensitivitet mot endringer i virkelig verdi. Forventede fremtidige kontantstrømmer påvirkes av endringer i forutsetninger relatert til, men ikke begrenset til:

- Inflasjonsforventning (marked, konsumprisindeks, kostnader osv.)
- Markedsleie, vekst i markedsleie, reforhandlings-sannsynlighet, ledighetsperiode og kostnader
- Mislighold leietakere
- Endringer i kredittspread og diskonteringsrente på eiendoms lån.

Endring i nøkkelforutsetninger kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av eiendomsporteføljen. I sensitivitetsanalysen illustreres dette ved å benytte andre rimelige alternative forutsetninger for avkastningskrav og markedsleie. Analysen er basert på en statistisk relevant populasjon som er representativ for eiendomsporteføljen og reflekterer både fordelaktige og ufordelaktige endringer.

Aksjer og andeler (nivå 2 og nivå 3)

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

Noen beholdninger i nivå 3 er illikvide på grunn av bindingstid. Verdsettelsesmodellene for disse beholdningene hensyntar både observerbar inndata som pris på sammenlignbare aksjer og ikke observerbar inndata som historisk volatilitet.

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

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

Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

Obligasjoner verdsatt basert på indikative priser eller sammenlignbare likvide utstedelser er klassifisert som nivå 2. Disse beholdningene består som

regel av obligasjoner som er mindre likvide enn de som handles på aktive markeder.

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

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

Finansielle derivater (nivå 2)

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

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

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

5. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2016	Sensitiviteter 31.12.2016		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2015	Sensitiviteter 31.12.2015	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer og andeler	11 863	-2 638	2 606	3 607	-1 227	1 190
Statsrelaterte obligasjoner	902	-90	90	1 042	-104	104
Selskapsobligasjoner	161	-16	16	481	-78	78
Pantesikrede obligasjoner	327	-33	33	1 208	-121	121
Sum obligasjoner	1 390	-139	139	2 731	-304	304
Unotert eiendom	188 469	-9 678	10 711	180 021	-7 801	8 637
Totalt	201 722	-12 455	13 456	186 359	-9 332	10 131

Det er usikkerhet forbundet med virkelig verdi av investeringer klassifisert som nivå 3, og nedside verdsettelsesusikkerhet er 12 455 millioner kroner ved årsslutt 2016, en økning på 3 123 millioner kroner fra 2015. Oppside verdsettelsesusikkerhet har økt med 3 325 millioner kroner til 13 456 millioner kroner ved utgangen av 2016. Økningen i verdsettelsesusikkerhet sammenlignet med 2015 skyldes hovedsakelig nye eiendomsinvesteringer og økt beholdning av aksjer klassifisert som nivå 3.

Eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastning (diskonteringsrente) og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på 2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 5,1 prosent (4,3 prosent i 2015) eller 9 678 millioner kroner. Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 5,7 prosent (4,8 prosent i 2015) eller 10 711 millioner kroner.

Sensitivitet i virkelig verdi for unotert eiendom har økt i forhold til forrige årsslutt. Den unoterte eiendomsporteføljen har hatt noen strukturelle endringer gjennom 2016 som følge av salg innenfor logistikkporteføljen i Europa og USA samt nye kjøp i flere markeder. Porteføljen har ved årsslutt en noe høyere grad av usikkerhet knyttet til nøkkelforutsetningene benyttet i sensitivitet analysen, som bidrar til økningen i sensitivitet.

Sensitivitet i absolutte tall har gått opp for aksjeporteføljen og ned for obligasjonsporteføljen i samsvar med beholdninger klassifisert som nivå 3. Nedgangen i relativ sensitivitet for aksjeporteføljen sammenlignet med 2015 skyldes at verdsettelsesmodellene benyttet for nye beholdninger i nivå 3 er mindre sensitive mot endringer i ikke-observerbare inndata. Sensitivitet i virkelig verdi for obligasjoner er noe lavere enn for aksjer, spesielt for papirer med kortere løpetid.

6. KONTROLLMILJØ

Kontrollmiljøet for måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter og investeringer i unotert 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 og i samsvar med markedsstandarder og etablert praksis for verdifastsettelse. I praksis er dette gjennomført i form av en daglig verdifastsettelse av alle beholdninger, med unntak for unoterte eiendomsinvesteringer hvor verdsettelsene gjøres kvartalsvis. Prosessene er skalerbare i forhold til markedsendringer og basert på interne og eksterne dataløsninger.

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

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

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

På daglig basis er verdifastsettelsen gjenstand for flere kontroller i verdsettelsesavdelingene. Kontrollene er basert på definerte terskler og sensitiviteter, som overvåkes og justeres i overensstemmelse med rådende markedsforhold. Ved månedsslutt for finansielle instrumenter og ved kvartalsslutt for unoterte 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 unoterte eiendomsinvesteringer, det vil si investeringer hvor det vurderes at det eksisterer verdsettelsesutfordringer. Illikvide instrumenter identifiseres ved hjelp av sektor og valuta, kredittvurderingsindikatorer, spredning mellom kjøps- og salgskurser og aktivitet i markedet.

Det utarbeides verdsettelsesnotater og rapporter 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 prisingsspørsmål, og godkjenner verdifastsettelsen.

Note 8 Risiko

FORVALTNINGSMANDAT FOR SPU

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

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

NORGES BANKS STYRINGSSTRUKTUR

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

Leder i Norges Bank Investment Management er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse og et investeringsmandat. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for risikostyring, prinsipper for ansvarlige investeringer, og prinsipper for godtgjøring til ansatte i Norges Bank Investment Management. Internasjonalt anerkjente standarder må legges til grunn 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). Eiendom er organisert som en egen enhet med egen ledergruppe der leder for Eiendom rapporterer til leder for Norges Bank Investment Management.

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

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

RAMMEVERK FOR INVESTERINGSRISIKO

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

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

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

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

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

Investeringsrisiko – markedsrisiko

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

Investeringsrisiko – kredittrisiko

Norges Bank Investment Management definerer kredittrisiko som risiko for tap som følge av at en

utsteder av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Kredittrisiko blir målt både knyttet til enkeltutstedere der risikomålet tar hensyn til sannsynlighet for mislighold og tap ved mislighold, og kredittrisiko på porteføljnivå der risikomålet tar hensyn til samvariasjon mellom instrumenter og utstedere. Kredittrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

Investeringsrisiko – motpartsrisiko

Norges Bank Investment Management definerer motpartsrisiko som risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Motparter er nødvendige for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kredittrisiko. Motpartsrisiko oppstår også ved utlån av verdipapirer og i forbindelse med forvaltningen av aksje- og obligasjonsporteføljen samt eiendomsporteføljen. Motpartsrisiko kontrolleres og begrenses i så stor grad som mulig, gitt investeringsstrategien.

Risikostyringsprosessen

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

MARKEDSRISIKO

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

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

Aktivaklasse per land/valuta

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

Tabell 8.1 Fordeling per aktivklasse, land og valuta

Aktivklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹		Markedsverdi i prosent per aktivklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		31.12.2016	Marked	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015
Aksjer	Utviklet	90,5	Utviklet	91,0				
	USA	37,6	USA	35,5				
	Storbritannia	9,8	Storbritannia	11,3				
	Japan	9,0	Japan	9,3				
	Tyskland	5,4	Tyskland	5,7				
	Frankrike	5,2	Sveits	5,5				
	Sum andre	23,5	Sum andre	23,7				
	Fremvoksende	9,5	Fremvoksende	9,0				
	Kina	2,7	Kina	2,9				
	Taiwan	1,5	Taiwan	1,4				
	India	1,0	India	1,1				
	Brasil	0,8	Sør-Afrika	0,5				
	Sør-Afrika	0,6	Brasil	0,5				
	Sum andre	2,9	Sum andre	2,6				
Sum aksjer					62,47	61,16	4 691 863	4 571 807
Obligasjoner	Utviklet	87,6	Utviklet	87,6				
	Amerikanske dollar	43,7	Amerikanske dollar	42,0				
	Euro	25,3	Euro	25,5				
	Japanske yen	5,9	Japanske yen	6,5				
	Britiske pund	4,6	Britiske pund	5,4				
	Kanadiske dollar	3,0	Kanadiske dollar	3,0				
	Sum andre	5,1	Sum andre	5,2				
	Fremvoksende	12,4	Fremvoksende	12,4				
	Meksikanske peso	1,9	Meksikanske peso	1,9				
	Sørkoreanske won	1,7	Sørkoreanske won	1,6				
	Indiske rupi	0,9	Tyrkiske lira	1,0				
	Polske zloty	0,8	Indiske rupi	1,0				
	Brasilianske real	0,8	Kinesiske yuan	0,8				
	Sum andre	6,3	Sum andre	6,1				
Sum obligasjoner					34,31	35,69	2 576 875	2 668 147
Eiendom	USA	46,0	USA	44,3				
	Storbritannia	23,0	Storbritannia	27,6				
	Frankrike	14,6	Frankrike	11,1				
	Tyskland	7,6	Tyskland	7,3				
	Sveits	3,6	Sveits	3,8				
	Sum andre	5,2	Sum andre	5,9				
Sum eiendom²					3,22	3,15	241 756	235 199

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

² Sum eiendom inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer. Disse presenteres i balansen som Aksjer og andeler.

Konsentrasjonsrisiko

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

Ved utgangen av året var aksjeandelen i fondet 62,5 prosent. Dette er en oppgang på 1,3 prosentpoeng fra årsslutt 2015 da den var 61,2 prosent. Obligasjonsporteføljens andel av fondet har gått ned til

34,3 prosent ved årsslutt 2016 fra 35,7 prosent ved utgangen av 2015. Denne endringen i aktivklasseallokering i 2016 var hovedsakelig som følge av bedre avkastning for aksjer enn obligasjoner. De fremvoksende aksjemarkedene har i 2016 hatt en sterkere avkastning enn de utviklede aksjemarkedene. Dette har ført til en økning av andelen investert i fremvoksende markeder for aksjer. Eiendomsporteføljens andel av fondet økte i 2016 med 0,1 prosentpoeng til 3,2 prosent.

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

Tabell 8.2 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2016	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2015
USA	579 357	USA	532 806
Japan	161 544	Japan	203 895
Tyskland	137 231	Tyskland	163 019
Storbritannia	88 983	Storbritannia	84 952
Mexico	54 214	Mexico	56 678
Sør Korea	51 995	Sør Korea	50 318
Frankrike	49 121	Spania	45 175
Italia	43 339	Frankrike	41 870
Spania	34 926	Italia	41 018
India	30 695	India	32 888

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

Tabell 8.3 Største beholdninger utenom stat, både obligasjoner og aksjer

Beløp i millioner kroner, 31.12.2016	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Nestlé SA	Konsumvarer	50 985	710	51 696
Apple Inc	Teknologi	44 965	4 648	49 613
Royal Dutch Shell Plc	Olje og gass	46 153	3 287	49 440
Bank of America Corp	Finans	18 153	20 291	38 444
JPMorgan Chase & Co	Finans	23 211	14 998	38 209
Microsoft Corp	Teknologi	34 665	2 947	37 612
Alphabet Inc	Teknologi	36 566	955	37 521
Novartis AG	Helse	32 349	2 675	35 024
Roche Holding AG	Helse	32 896	2 110	35 005
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Statsrelatert	-	34 529	34 529

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

Tabell 8.4 viser fordelingen av eiendomsporteføljen per sektor. Allokeringen mellom sektorer og mellom unoterte og noterte eiendomsinvesteringer er basert på netto eiendelsverdier.

Tabell 8.4 Fordeling av eiendomsinvesteringer per sektor, prosent

Sektor	31.12.2016	31.12.2015
Kontor	50,2	48,0
Handel	9,5	9,4
Logistikk	17,5	18,8
Annet	1,7	0,8
Sum unoterte eiendomsinvesteringer¹	78,9	77,0
Børsnoterte eiendomsinvesteringer ¹	21,1	23,0
Totalt	100,0	100,0

¹ Unoterte eiendomsinvesteringer er presentert i balansen som *Unotert eiendom*. Børsnoterte eiendomsinvesteringer er presentert i balansen som *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. I to av tre år forventes porteføljens avkastning å være lavere enn det spesifikke måltallet og høyere enn den negative verdien til

måltallet. Forventet volatilitet kan uttrykkes i form av porteføljens absolutte eller relative risiko. Norges Bank Investment Management benytter samme modell både for porteføljerisiko og relativ volatilitet.

I henhold til gjeldende investeringsmandater per 31. desember 2016 gitt av Finansdepartementet og hovedstyret i Norges Bank, samt interne retningslinjer for investering og risikostyring, er unoterte eiendomsinvesteringer ikke inkludert i beregningene for relativ volatilitet. I nytt forvaltningsmandat fra 2017 er eiendom inkludert i rammen på relativ volatilitet.

BEREGNING AV FORVENTET VOLATILITET

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

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

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisikomål som måler forventet tap til en portefølje i ekstreme

markedssituasjoner. Ekstremavviksriskomålet gir et estimat på det forventede årlige tapet for et gitt konfidensnivå. Ekstremavviksriskoen ved 97,5 prosent konfidensnivå er basert på historiske simuleringer og gitt ved den annualiserte gjennomsnittlige relative avkastningen målt i valutakurven for de 2,5 prosent verste ukene.

BEREGNING AV FORVENTET EKSTREMAVVIKSRISIKO

Forventet ekstremavviksrisiko for porteføljen målt mot dens referanseindeks estimeres ved historiske simuleringer basert på dagens investeringer. Modellen vektet ukentlige avkastninger likt over en estimeringsperiode på ti år, for at måltallet skal kunne fange opp ekstreme markedsbevegelser. Et konfidensnivå på 97,5 prosent legges til grunn for beregningene.

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

Tabell 8.5 Porteføljerisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016	31.12.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015
Portefølje	10,6	10,2	10,7	10,5	10,4	8,1	10,4	9,5
Aksjer	14,0	12,9	14,1	13,7	12,9	10,9	12,9	12,0
Obligasjoner	9,7	9,6	10,3	10,0	10,1	7,9	10,2	9,4

Tabell 8.6 Relativ risiko, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016	31.12.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015
Aksje- og obligasjonsporteføljen ¹	28	26	29	28	28	26	38	32
Aksjer	37	34	38	36	36	35	52	42
Obligasjoner	44	41	55	51	52	52	64	57

¹ I nytt forvaltningsmandat fra 2017 er eiendom inkludert i rammen på relativ volatilitet.

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en liten oppgang i 2016, fra 10,4 prosent ved årets begynnelse til 10,6 prosent ved utgangen av 2016. Aksjeporteføljens forventede volatilitet har økt med 1,1 prosentpoeng til 14,0 prosent ved årsslutt 2016 mens volatiliteten til obligasjonsporteføljen har falt med 0,4 prosentpoeng til 9,7 prosent ved årsslutt 2016. Risikomålet indikerer en forventet årlig verdiendring i fondet på 10,6 prosent, eller om lag 800 milliarder kroner.

Mandatet for SPU angir at forventet relativ volatilitet for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ikke skal overstige 125 basispunkter. Denne grensen ble økt fra 100 basispunkter 1. februar 2016. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Fondets forventede relative volatilitet har vært forholdsvis stabil i 2016 og var 28 basispunkter ved utgangen av året, på samme nivå som ved årsslutt 2015.

Hovedstyret innførte 1. mars 2016 en grense for forventet ekstremavviksrisiko for de totale aksje- og renteinvesteringene mot deres referanseindeks. Norges Bank Investment Management skal styre fondet med mål om at den årlige ekstremavviksrisikoen ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ekstremavviksrisikoen blir målt og fulgt opp basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Ved utgangen av året var ekstremavviksrisikoen 0,87 prosentpoeng, sammenlignet med 0,95 prosentpoeng ved årsslutt 2015.

Styrker og svakheter

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

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

KREDITTRISIKO

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

Tabell 8.7 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.12.2016	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	716 767	260 859	271 238	173 321	39 176	1 461 360
Statsrelaterte obligasjoner	143 279	136 550	36 316	15 579	2 413	334 137
Realrenteobligasjoner	109 025	9 493	3 662	12 459	6 175	140 814
Selskapsobligasjoner	5 290	59 469	219 333	297 198	9 856	591 146
Pantesikrede obligasjoner	126 001	16 054	2 010	3 499	-	147 564
Sum obligasjoner	1 100 361	482 424	532 559	502 058	57 620	2 675 021

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

I løpet av 2016 ble andelen av investeringene i statsrelaterte obligasjoner og pantesikrede obligasjoner noe redusert, samtidig som beholdningen av europeiske og amerikanske selskapsobligasjoner økte. Stats- og statsrelaterte obligasjoner, inkludert realrenteobligasjoner, utgjorde ved årets slutt 72,4 prosent av obligasjonsporteføljen sammenlignet med 73,6 prosent ved årsslutt 2015 mens selskapsobligasjoner økte til 22,1 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2016 fra 20,2 prosent ved årsslutt 2015.

Andelen av beholdningen av *Lavere vurdering* økte til 2,2 prosent av obligasjonsporteføljen ved årsslutt 2016, sammenlignet med 0,7 prosent ved årsslutt 2015. Dette skyldes i stor grad nedgraderingen av Brasil og Tyrkia til denne kategorien som følge av lavere vekstutsikter og ustabile politiske forhold.

Beholdningen av AAA obligasjoner var stabil gjennom året med 41,1 prosent av obligasjonsporteføljen, mens AA beholdningen økte til 18,0 prosent ved slutten av 2016 sammenlignet med 17,5 prosent ved årsslutt 2015. A og BBB obligasjoner ble tilsvarende redusert til 19,9 og 18,8 prosent ved årsslutt 2016 fra 20,6 prosent og 20,0 prosent ved årsslutt 2015. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 164 millioner kroner ved årsslutt 2016, ned fra 869 millioner kroner ved årsslutt 2015. Den nominelle størrelsen av misligholdte obligasjoner var 15,2 milliarder kroner ved utgangen av 2016, sammenlignet med 16,6 milliarder kroner ved årsslutt 2015. Misligholdte obligasjoner er gruppert under *Lavere vurdering*. Obligasjonsporteføljens kredittkvalitet ble totalt sett noe svekket i løpet av året.

Tabell 8.8 Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

31.12.2016	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Amerikanske dollar	23,8	2,8	6,6	8,6	0,3	42,1
Euro	11,0	6,2	2,2	5,1	0,2	24,7
Japanske yen	-	-	6,6	-	-	6,6
Britiske pund	0,3	3,7	0,4	0,7	-	5,1
Kanadiske dollar	1,6	1,1	0,3	0,3	-	3,3
Andre valutaer	4,4	4,2	3,8	4,1	1,6	18,1
Totalt	41,1	18,0	19,9	18,8	2,2	100,0

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

Ved årsslutt 2016 var det ingen kredittderivater i porteføljen.

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

MOTPARTSRISIKO

Motparter er nødvendige for å handle i markedene og for å sikre effektiv styring av likviditets-, markeds- og kreditt risiko. Eksposering for motpartsrisiko er knyttet til handel i ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter, avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater, gjenkjøps- og gjensalgavtaler, verdipapirlån, verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel og deltagelses-sertifikater. Motpartsrisiko oppstår også i forbindelse med usikrede bankinnskudd. Slik motpartsrisiko oppstår blant annet i forbindelse med den

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

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

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

Det blir også stilt krav til hvordan eiendoms-transaksjoner skal gjennomføres. Motpartsrisikoen som oppstår blir analysert i forkant av at transak-

sjonen gjennomføres og krever godkjenning av CRO. For 2016 ble 14 transaksjoner godkjent av CRO gjennom denne prosessen.

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

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

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

Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. For de aller fleste valutahandler er oppgjørsrisiko lav. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjørsbanken reduseres oppgjørsrisikoen. I et fåtall valutaer er Norges Bank utsatt for oppgjørsrisiko da solgt valuta blir levert til motparten før kjøpt valuta er bekreftet mottatt. I tabell 8.9 inngår denne eksponeringen på linjen *Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter*.

Norges Bank Investment Management investerer også i saudiarabiske deltagelsessertifikater, som er instrumenter utstedt av registrerte utenlandske institusjonelle investorer til internasjonale investorer. Dette instrumentet gir motpartsrisiko mot utsteder av sertifikatet.

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

Total motpartsrisiko målt ved både brutto og netto risikoeksponering økte i 2016. Brutto risikoeksponering økte med 39,4 milliarder kroner til 120,3 milliarder kroner og netto risikoeksponering økte med 41,3 milliarder kroner til 113,1 milliarder kroner.

Økningen skyldes i hovedsak økt risikoeksponering fra høyere beholdning av usikrede bankinnskudd og verdipapirutlån, samt økt risikoeksponering fra rentebytteavtaler avregnet av sentral motpart. Brutto risikoeksponering fra verdipapirutlån økte til 64,9 milliarder kroner ved årsslutt 2016 fra 51,6 milliarder kroner ved årsslutt 2015. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både obligasjoner og aksjer. I løpet av året har det vært en endring i sammensetningen av verdipapirutlånene, hvor andelen obligasjonsutlån har økt til 49 prosent av totale verdipapirutlån ved årsslutt 2016 fra 30 prosent ved årsslutt 2015. Økningen i netto risikoeksponering var noe høyere enn økningen i brutto risikoeksponering gjennom året. Dette skyldes reduserte nettingeffekter ved årsslutt 2016 sammenlignet med årsslutt 2015.

Tabell 8.9 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 31.12.2016	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Verdipapirutlån	64 908	-	868	64 040
Usikrede bankinnskudd ¹	20 570	-	-	20 570
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	19 347	3 667	2 608	13 071
Avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater ²	8 003	1 183	-1 685	8 505
Deltagessertifikater	3 934	-	-	3 934
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	3 523	492	149	2 882
Oppgjørisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	50	-	-	50
Totalt	120 335	5 342	1 940	113 054

¹ Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

² Gjelder futureshandler og rentebytteavtaler som er avregnet av sentral motpart.

Beløp i millioner kroner, 31.12.2015	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Verdipapirutlån	51 551	-	1 390	50 161
Usikrede bankinnskudd ¹	5 084	-	-	5 084
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	17 003	7 068	340	9 595
Avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater ²	2 327	21	-1	2 307
Deltagessertifikater	3 475	-	-	3 475
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	1 386	728	-444	1 102
Oppgjørisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	60	-	-	60
Totalt	80 886	7 817	1 285	71 785

¹ Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

² Gjelder futureshandler og rentebytteavtaler som er avregnet av sentral motpart.

Linjen *Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valuta-kontrakter* i tabellen består av valutaderivater, aksjederivater (ekskludert deltagessertifikater) og rentebytteavtaler. 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 kredittrisikoinndikatorer.

Tabell 8.10 viser godkjente motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori ved årsslutt 2016. Tabellen inkluderer også meglerhus, som brukes ved kjøp og salg av verdipapirer.

Tabell 8.10 Motparter fordelt på kredittvurdering¹

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2015
AAA	-	-	-	-
AA	30	28	28	28
A	58	62	72	70
BBB	15	16	24	24
BB	1	-	11	5
B	-	-	18	15
Totalt	104	106	153	142

¹ Tabellen inkluderer motparter per juridiske enhet, slik at et konsern kan ha flere motparter inkludert.

Det har i løpet av året vært en liten reduksjon i antall motparter, til 104 ved årsslutt 2016 fra 106 ved årsslutt 2015. Antall meglerhus har økt til 153 ved årsslutt 2016 fra 142 ved årsslutt 2015. Dette skyldes i hovedsak flere meglerhus i fremvoksende markeder som Kina, Russland og Sør-Afrika.

Etterprøving av modeller

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

BELÅNING

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

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

SPUs belåning var 0,9 prosent for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2016, sammenlignet med 0,1 prosent ved utgangen av 2015. For eiendomsporteføljen er det satt krav i forvaltningsmandatet fra hovedstyret i Norges Bank om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 35 prosent. Eiendomsporteføljen hadde ved utgangen av 2016 en gjeldsgrad på 7,7 prosent.

SALG AV VERDIPAPIRER NORGES BANK IKKE EIER

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i liten grad og ved utgangen av 2016 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.

Note 9 Skatt

REGNSKAPSPRINSIPP

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

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

Annen inntektsskatt, som ikke kreves inn ved kilden, innregnes i resultatregnskapet samtidig som den relaterte inntekten eller gevinsten. Betalbar skatt innregnes som en forpliktelse i balansen under *Annen gjeld*, frem til den blir oppgjort.

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

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

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

Tabell 9.1 Spesifikasjon skattekostnad

Beløp i millioner kroner, 2016	Brutto inntekt før skatt	Inntekts-skatt på utbytte, renter og honorar	Gevinst-beskatning	Annet	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer og andeler	342 813	-3 887	-18	-	-3 905	338 908
Obligasjoner	100 250	-62	-27	-	-89	100 161
Utlån med sikkerhetsstillelse	4 013	-67	-	-	-67	3 946
Annet	-	-	-	-	-	-
Skattekostnad		-4 016	-45	-	-4 061	

117

Beløp i millioner kroner, 2015	Brutto inntekt før skatt	Inntekts-skatt på utbytte, renter og honorar	Gevinst-beskatning	Annet	Skatte-kostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer og andeler ¹	284 414	-2 490	-5	-	-2 495	281 919
Obligasjoner	36 160	-62	-17	-	-79	36 081
Utlån med sikkerhetsstillelse	3 266	-53	-	-	-53	3 213
Annet	-	-	-	-1	-1	-
Skattekostnad		-2 605	-22	-1	-2 628	

¹ Sammenligningstall for *Aksjer og andeler* er omarbeidet for å overensstemme med presentasjonen i inneværende år.

Tabell 9.2 viser fordring kildeskatt og betalbar skatt innregnet i balansen under henholdsvis *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*.

Tabell 9.2 Spesifikasjon balanseposter knyttet til inntektsskatt

Beløp i millioner kroner	31.12.2016	31.12.2015
Fordring kildeskatt	600	1 546
Betalbar skatt	-	1

Note 10 Forvaltningskostnader

REGNSKAPSPRINSIPP

Forvaltningsgodtgjøringen 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 av Norges Bank som utelukkende er etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom.

FORVALTNINGSKOSTNADER I NORGES BANK

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltning

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

Tabell 10.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2016		2015	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	1 177		1 134	
Kostnader til depot	379		394	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	649		638	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	261		245	
Øvrige kostnader	244		200	
Fordelte kostnader Norges Bank	161		129	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	638		615	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	3 509	4,9	3 355	4,8
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	222		578	
Forvaltningsgodtgjøring	3 731	5,2	3 933	5,7

FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper består av driftskostnader knyttet til forvaltning

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

Tabell 10.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2016	2015
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	27	26
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	36	31
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	19	25
Øvrige kostnader	18	13
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	100	95
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	<i>81</i>	<i>86</i>
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	<i>19</i>	<i>9</i>

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

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

ØVRE KOSTNADSGRENSE FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

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

ningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2016 begrenset oppad til 8 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. I henhold til retningslinjer fra Finansdepartementet, er gjennomsnittlig kapital under forvaltning beregnet basert på markedsverdien til fondets portefølje i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret. Andre driftskostnader som påløper i datterselskaper, 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 2016 3 609 millioner kroner. Dette består av 3 509 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 100 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper. Dette tilsvarer 5,0 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør i 2016 3 831 millioner kroner. Dette tilsvarer 5,3 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Note 11 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse er transaksjoner hvor SPU overfører eller mottar verdipapirer eller kontanter med sikkerhetsstillelse i andre verdipapirer eller kontanter. Transaksjoner er gjennomført under forskjellige avtaler som verdipapir-utlånavtaler, gjensalgs- og gjenkjøpsavtaler og

aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

Formålet med utlån og innlån med sikkerhetsstillelse er å skape merinntekter fra SPUs beholdninger av verdipapirer og kontanter.

REGNSKAPSPRINSIPP

Inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

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

Tabell 11.1 gir en spesifikasjon av inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse.

Tabell 11.1 Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	2016	2015
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	4 013	3 266
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	23	50
Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	4 036	3 316

REGNSKAPSPRINSIPP

Overførte finansielle eiendeler

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

Utlån med sikkerhetsstillelse

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

Innlån med sikkerhetsstillelse

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

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer

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

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

Tabell 11.2 Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2016	31.12.2015
Utlån med sikkerhetsstillelse	134 338	123 385
Herav uoppgjorte handler (forpliktelse)	-7 725	-20 120
Oppgjorte utlån med sikkerhetsstillelse	126 613	103 264
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balanseført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	31 970	28 603
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	101 011	78 912
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån	132 981	107 516

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

Tabell 11.3 Overførte finansielle eiendeler og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2016	31.12.2015
Overførte finansielle eiendeler		
Utlånte aksjer	340 865	312 662
Utlånte obligasjoner	454 735	241 518
Sum overførte finansielle eiendeler	795 600	554 180
Tilhørende kontantsikkerhet, innregnet som forpliktelse		
Innlån med sikkerhetsstillelse	213 520	149 735
Hvorav uoppgjorte handler (eiendel)	-4 142	-15 520
Oppgjorte innlån med sikkerhetsstillelse	209 378	134 215
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balanseført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	388 340	290 529
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	236 471	146 803
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til overførte finansielle eiendeler	624 811	437 332

Ingen verdipapirer mottatt som sikkerhet er reinvestert ved årsslutt 2016 eller 2015. Verdipapirene er derfor ikke innregnet i balansen.

Note 12 Sikkerhetsstillelse og motregning

REGNSKAPSPRINSIPP

Kontantsikkerhet ikke-børsnoterte derivattransaksjoner

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

Motregning

Finansielle eiendeler og -forpliktelser blir ikke motregnet og presentert netto i balansen, da kriteriene i IAS 32 *Finansielle instrumenter: Presentasjon* ikke er oppfylt. Tabell 12.1 inneholder derfor ikke en kolonne for beløp motregnet/nettoført i balansen.

SIKKERHETSSTILLELSE

For flere motparter og transaksjonstyper vil det både avgis og mottas kontantsikkerhet til og fra samme motpart. Derfor vil mottatt kontantsikkerhet kunne nettes mot avgitt kontantsikkerhet, og omvendt, som vist i tabell 12.1. Balanselinjene *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er utelukkende knyttet til ikke-børsnoterte derivattransaksjoner. I forbindelse med utlån og innlån med sikkerhetsstillelse vil det avgis og mottas sikkerhet i form av verdipapirer eller kontanter, se note 11 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for mer informasjon.

MOTREGNING

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

netting, mot samme motpart, av balanseførte finansielle eiendeler og gjeld, samt avgitte eller mottatte sikkerheter, som resulterer i en netto eksponering i kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser etter netting og sikkerheter*.

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

Ved 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 valutareserver. Slik kryssmotregning vil gjøres opp mellom disse porteføljene og er ikke justert for i tabellen.

Tabell 12.1 Eiendeler og forpliktelser som er gjenstand for nettingavtaler

Beløp i millioner kroner, 31.12.2016	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale				Eiendeler etter netting og sikker- heter	Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale	Brutto balanse- førte finansielle eiendeler
	Beskrivelse	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktel- ser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som gjeld)			
EIENDELER							
Utlån med sikkerhetsstillelse	121 263	-	106 368	14 895	-	13 075	134 338
Avgitt kontantsikkerhet	2 320	2 320	-	-	-	-	2 320
Finansielle derivater	5 114	2 519	2 573	-	22	4 252	9 366
Totalt	128 697	4 839	108 941	14 895	22	17 327	146 024

Beløp i millioner kroner, 31.12.2016	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale				Forplikt- elser etter netting og sikker- heter	Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanse- førte finansielle forpliktel- ser
	Beskrivelse	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant- sikkerhet (innregnet som eiendel)			
GJELD							
Innlån med sikkerhetsstillelse	193 462	-	106 368	87 094	-	20 058	213 520
Mottatt kontantsikkerhet	2 755	2 573	-	-	182	933	3 688
Finansielle derivater	4 501	2 519	1 982	-	-	-	4 501
Totalt	200 718	5 092	108 350	87 094	182	20 991	221 709

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

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

Note 13 Nærstående parter

REGNSKAPSPRINSIPP

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

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

TRANSAKSJONER MED STATEN

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning i SPU som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank (*kronekontoen*). Kroneinnskuddet er videre plassert til forvaltning hos Norges Bank Investment Management. I henhold til mandat for forvaltningen foretas overføringer til og fra kronekontoen. Se ytterligere informasjon om tilførsel/uttak i *Oppstilling av endringer i eiers kapital*.

TRANSAKSJONER MED NORGES BANK

Norges Bank har ingen økonomisk risiko knyttet til forvaltningen av SPU. Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU gjennom en forvaltningsgodtgjøring, se note 10 *Forvaltningskost-*

nader. I 2016 ble 3,9 milliarder kroner trukket fra kronekontoen for å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2015 til Norges Bank.

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*. Ved utgangen av 2016 representerte netto mellomværende mellom porteføljer en forpliktelse på 1,5 milliarder kroner for SPU. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet, som *Renteinntekter/kostnader*.

TRANSAKSJONER MED DATTERSELSKAPER

Datterselskaper av Norges Bank er utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom. For en oversikt over sentrale selskaper, se note 14 *Interesser i andre foretak*. For informasjon om transaksjoner med datterselskaper, se note 6 *Unotert eiendom*.

Note 14 Interesser i andre foretak

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

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

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

Tabell 14.1 viser de sentrale selskapene som drifter og eier eiendommene, i tillegg til de konsoliderte datterselskapene.

Tabell 14.1 Eiendomsselskaper

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemme- andel i prosent	Effektiv eierandel av under- liggende eien- dommer i prosent	Innregnet fra
Ikke-konsoliderte selskaper					
Storbritannia					
NBIM George Partners LP	London	London	100,00	25,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited	London	Sheffield	50,00	50,00	2012
NBIM Charlotte Partners LP	London	London	100,00	57,75	2014
NBIM Edward BT	London	London	100,00	100,00	2014
NBIM Caroline Partners LP	London	London	100,00	100,00	2015
NBIM James Partners LP	London	London	100,00	100,00	2015
NBIM Henry Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Elizabeth Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
Luxembourg					
NBIM S.à r.l.	Luxembourg	I/A	100,00	I/A	2011
Frankrike					
NBIM Louis SAS	Paris	Paris	100,00	50,00	2011
SCI 16 Matignon	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
Champs Elysées Rond-Point SCI	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI PB 12	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI Malesherbes	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 15 Scribe	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SAS 100 CE	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Daumesnil	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 9 Messine	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Pasquier	Paris	Paris	50,00	50,00	2013
NBIM Marcel SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2014
NBIM Victor SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2016
Tyskland					
Die Welle 1 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	50,00	2012
Die Welle 3 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	50,00	2012
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Berlin	50,00	50,00	2012
Tower SZ Munich GmbH & Co. KG	Hamburg	München	50,00	50,00	2013
STEG LBG 2 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	94,90	2014
STEG LBG 3 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	94,90	2014
Sveits					
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Luxembourg	Zürich	100,00	100,00	2012
Europa					
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Luxembourg	Flere europeiske byer	50,00	50,00	2013

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemme- andel i prosent	Effektiv eierandel av under- liggende eien- dommer i prosent	Innregnet fra
USA					
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	49,90	2013
T-C 470 Park Avenue South Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2013
T-C 475 Fifth Avenue Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2013
No. 1 Times Square Development LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2013
OFC Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2013
425 MKT LLC	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	47,50	2013
555 12th LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	44,96	2014
OBS Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
BP/CGCenter MM LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
SJP TS JV LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2015
T-C 888 Brannan Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2015
Hudson Square Properties, LLC	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2015
ConSquare LLC	Wilmington, DE	Washington	48,00	48,00	2016
100 First Street Member LLC	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
303 Second Street Member LLC	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
Konsoliderte datterselskaper					
Singapore					
NBRE Management Singapore Pte. Ltd.	Singapore	I/A	100,00	I/A	2015
Japan					
NBRE Management Japan Advisors K.K.	Tokyo	I/A	100,00	I/A	2015
Storbritannia					
NBRE Management Europe Limited	London	I/A	100,00	I/A	2016

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

I tillegg til selskapene vist i tabell 14.1 har Norges Bank heleide holdingselskaper etablert som en del av investeringene i unotert eiendom. Disse holdingselskapene har ingen drift og eier ingen eiendommer direkte. Holdingselskapene har forretningsadresse i samme land som eiendommen, eller i tilknytning til NBIM S.à r.l. i Luxembourg.

Uavhengig revisors beretning

Uttalelse om revisjonen av regnskapsrapporteringen

Konklusjon

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2016, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og noter til regnskapsoppstillingen, herunder et sammendrag av viktige regnskapsprinsipper.

Etter vår mening er den medfølgende regnskapsrapporteringen avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettvise bilde av den finansielle stilling for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2016, og av resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret avsluttet per denne datoen i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU.

Grunnlag for konklusjonen

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

Sentrale forhold ved revisjonen

Sentrale forhold ved revisjonen er de forhold vi mener var av størst betydning ved revisjonen av regnskapsrapporteringen for 2016. Disse forholdene ble håndtert ved revisjonens utførelse og da vi dannet oss vår mening om regnskapsrapporteringen som helhet. Vi konkluderer ikke særskilt på disse forholdene.

Forvaltning av aksje og renteporteføljen

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Prosesser og kontrollaktiviteter i aksje og renteforvaltningen knyttet til blant annet gjennomføring av handler, utlån av verdipapirer, inntektsføring av renter og utbytte, verdsettelse, valutaomregning og avkastnings- og risikomåling er i utstrakt grad automatisert.</p> <p>Avvik i de automatiserte prosessene analyseres og følges opp.</p> <p>Norges Banks IT-systemer er basert på standardssystemer med ulik grad av tilpasninger og endringer. Driften av IT-systemene er i stor grad utkontraktet til ulike tjenesteleverandører.</p> <p>IT-systemene som benyttes i forvaltningen er helt sentrale for regnskapsføring og rapportering.</p> <p>Det vises til nærmere beskrivelse om utvikling, forvaltning og drift av IT-systemene i Norges Bank, se kapittel 5.3 Forvaltningsorganisasjonen i årsrapporten for 2016.</p> <p>God styring og kontroll i de automatiserte forvaltningsprosessene og i avvikshåndtering er av vesentlig betydning for å sikre nøyaktig, fullstendig og pålitelig finansiell rapportering og er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert overordnede styringsmodeller og kontrollaktiviteter for oppfølgingen av aksje og renteforvaltningen.</p> <p>Vi vurderte de deler av de overordnede styringsmodeller som er relevante for finansiell rapportering.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av kontrollaktivitetene knyttet til IT-drift, endringshåndtering og informasjonssikkerhet. For et utvalg av disse kontrollene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte automatiserte kontrollaktiviteter i IT-systemene knyttet til gjennomføring av handler, utlån av verdipapirer, inntektsføring av renter og utbytte, verdsettelse, valutaomregning og avkastnings- og risikomåling. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte manuelle kontrollaktiviteter for de ovennevnte områder knyttet til analyse og oppfølging av avvik som ble identifisert gjennom de automatiserte prosessene. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte ulike tredjepartsbekreftelser (ISAE 3402-rapporter) fra Norges Banks tjenesteleverandører som benyttes i forvaltningen med hensyn til om disse hadde tilfredsstillende internkontroll på områder som har betydning for Norges Banks finansielle rapportering.</p> <p>Vi har benyttet egne IT-spesialister i arbeidet med å forstå den overordnede styringsmodellen for IT og i vurderingen og testingen av kontrollaktivitetene knyttet til IT.</p>

Verdsettelse av investeringer i unotert eiendom

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Statens pensjonsfond utland har investert i unotert eiendom gjennom datterselskaper av Norges Bank. Investeringene i datterselskapene presentert som unotert eiendom i balansen måles til virkelig verdi. Se note 6 og note 7 for en beskrivelse av investeringene, regnskapsprinsipper og verdsettelsesmetoder.</p> <p>Verdsettelse av unoterte eiendomsinvesteringer er beheftet med usikkerhet og bygger på informasjon om den enkelte eiendomstype og beliggenhet, samt en rekke forutsetninger og estimater.</p> <p>Forutsetningene og estimatene er avgjørende for verdsettelsen og verdsettelse av unotert eiendom er derfor et sentralt forhold i vår revisjon.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter for oppfølging av verdsettelsene foretatt av de eksterne verdsetterne. Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til viktige forutsetninger og estimater, herunder fremtidige inntekter, kostnader og relevante diskonteringsrenter. For et utvalg eiendommer testet vi om disse kontrollaktivitetene hadde fungert i perioden.</p> <p>For et utvalg forretningseiendommer i Storbritannia, Tyskland og USA, mottok vi de eksterne verdsettelsesrapportene fra Norges Bank og kontrollerte at benyttede verdsettelsesmetoder var i overensstemmelse med anerkjente verdsettelsesstandarder og praksis. Vi kontrollerte deler av leieinntektene mot budsjett og rimelighetsvurderte estimater for fremtidige leieinntekter og diskonteringsrenter mot eksterne kilder. Vi vurderte verdsetterens uavhengighet, kvalifikasjoner og erfaringer.</p> <p>Vi benyttet egne eksperter i arbeidet med oppfølging av verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi avstemte at virkelig verdi i den finansielle rapportering var i overensstemmelse med verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene i note 6 og 7 om verdsettelse av unotert eiendom var dekkende.</p>

Noteinformasjon om avkastning og risiko

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Avkastning måles i utenlandsk valuta basert på en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner.</p> <p>I forvaltningsmandatet for Statens pensjonsfond utland er det gitt flere rammer og begrensninger for forvaltningen.</p> <p>Absolutt og relativ avkastningsinformasjon for Statens pensjonsfond utlands investeringer i aksjer og obligasjoner fremgår av note 3 Avkastning per aktivaklasse. Informasjon om risiko fremgår av note 8 Risiko.</p> <p>Måling av absolutt og relativ avkastning og informasjon om markedsrisiko som er presentert i note 8, tabell 8.5 og 8.6 og i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko, er viktige opplysninger om resultatene av og risikoen i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland og er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter knyttet til beregning av avkastning og markedsrisiko.</p> <p>For avkastningsinformasjon vurderte og testet vi utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til beregningsformlene, sammenheng mellom regnskap og avkastningsmåling, og at informasjon fra eksterne kilder var nøyaktig og riktig anvendt i beregningene.</p> <p>I tillegg etterregnet vi at absolutt avkastning for hele året, og relativ avkastning for utvalgte dager var riktig beregnet i tråd med metodene som er beskrevet i note 3.</p> <p>For informasjon om markedsrisiko i note 8 tabell 8.5 og 8.6. og i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko vurderte vi om beregningene var foretatt i samsvar med beskrivelsen av beregningsmetoder og forutsetninger som fremkommer i note 8. I tillegg vurderte vi og testet utformingen av utvalgte kontroller etablert i Norges Bank for å følge opp og kontrollere tjenesteleverandøren. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi innhentet og sammenstilte rapportene fra tjenesteleverandøren om markedsrisiko med opplysningene i note 8 tabell 8.5 og 8.6 og opplysningene om ekstremavviksrisiko i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene om avkastning i note 3 og om opplysningene om markedsrisiko i note 8, tabell 8.5 og 8.6, og i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko var dekkende.</p>

Øvrig informasjon

Ledelsen er ansvarlig for øvrig informasjon. Øvrig informasjon består av årsrapporten for 2016, men inkluderer ikke regnskapsrapporteringen og revisjonsberetningen.

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

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

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

Hovedstyret og ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

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

Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen

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

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

- identifiserer og anslår vi risikoen for vesentlig feilinformasjon i regnskapet, enten det skyldes misligheter eller utilsiktede feil. Vi utformer og gjennomfører revisjonshandlinger for å håndtere slike risikoen, og innhenter revisjonsbevis som er tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon. Risikoen for at vesentlig feilinformasjon som følge av misligheter ikke blir

avdekket, er høyere enn for feilinformasjon som skyldes utilsiktede feil, siden misligheter kan innebære samarbeid, forfalskning, bevisste utelatelser, uriktige fremstillinger eller overstyring av intern kontroll.

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

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

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

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

Oslo 8. februar 2017

Deloitte AS



Aase Aa. Lundgaard
statsautorisert revisor





ISSN 1891-1331 (trykk) / ISSN 2464-3122 (nett) | Design: Brandlab
Foto: Hans Fredrik Asbjørnsen, Shutterstock, NBIM, HeliRy, Allan Davey,
Gettyimages, Navid Baraty, Stephan Zirwes/Plainpicture/NTB scanpix
Papir: Galerie Art Silk 300 g / Matt 150 g
Produksjon: 07 Media AS | Opplag 1 500



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