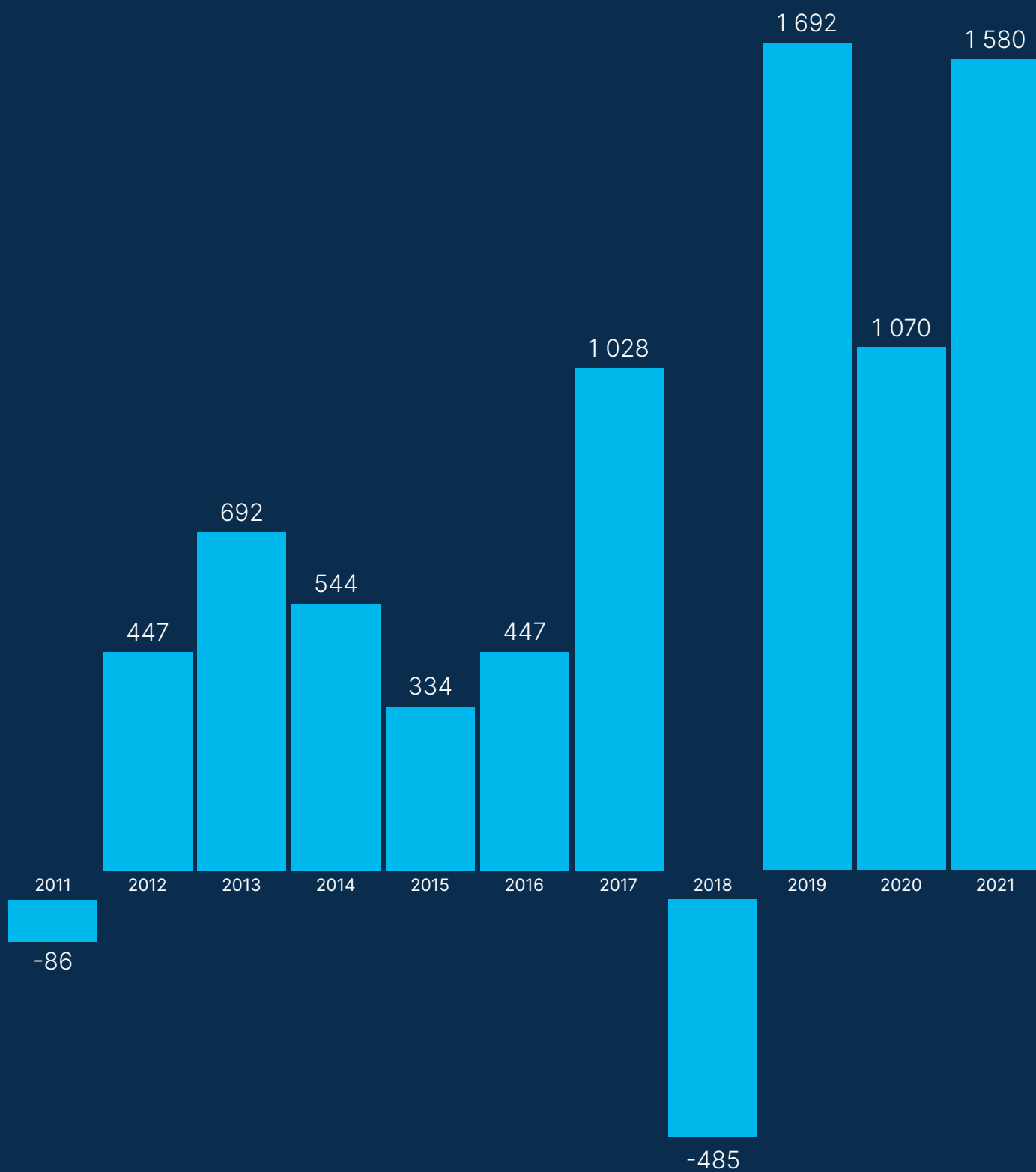


# Statens pensjonsfond utland Årsrapport 2021



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

# Avkastning



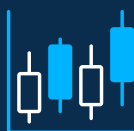
# 14,5 %

## Avkastning

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på 14,5 prosent, eller 1 580 milliarder kroner i 2021.

# 1 580

## milliarder kroner



Aksjer

20,8 % avkastning på fondets aksjeinvesteringer



Rentepapirer

-1,9 % avkastning på fondets renteinvesteringer



Unotert eiendom

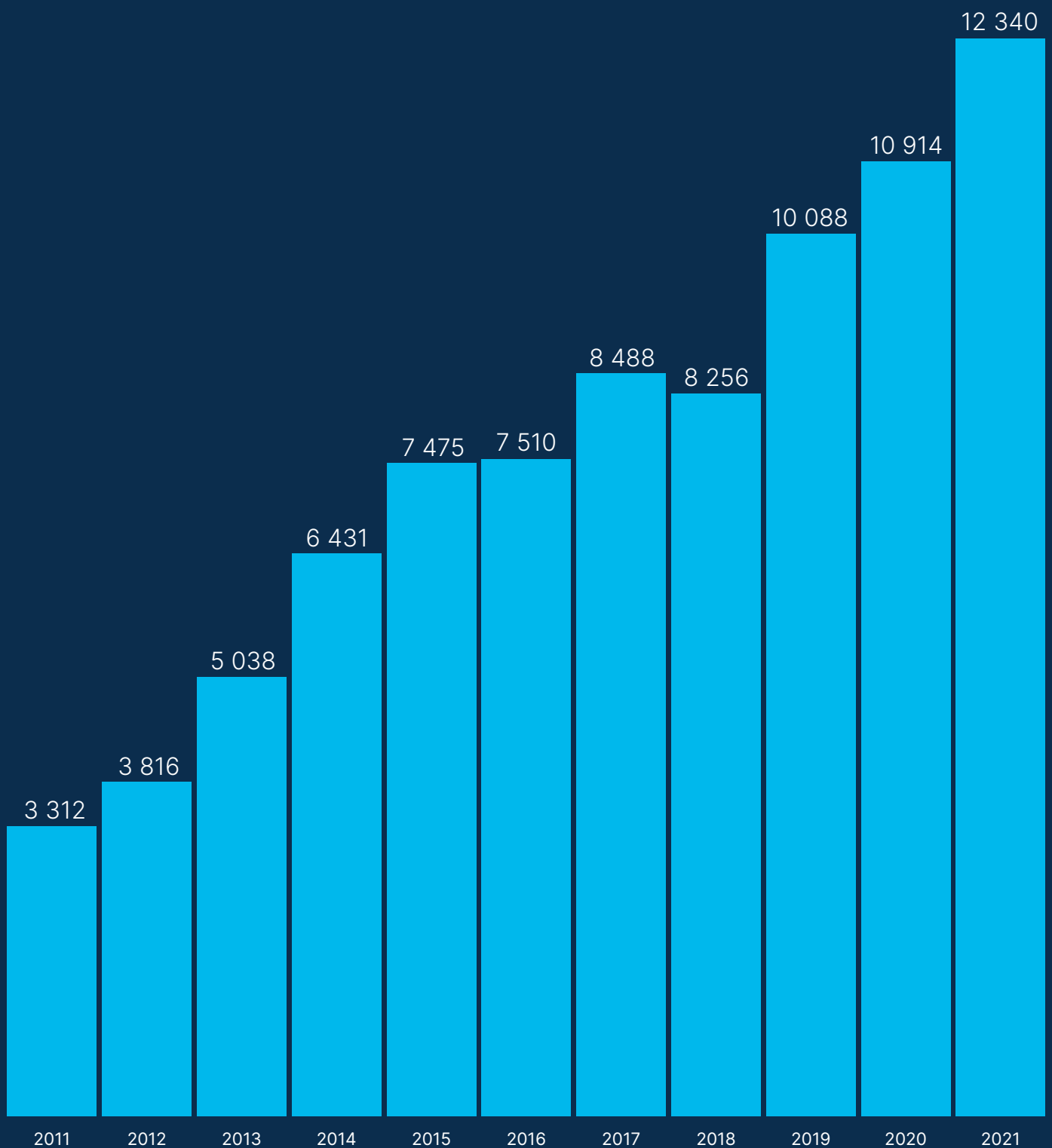
13,6 % avkastning på fondets investeringer i unotert eiendom



Unotert infrastruktur for fornybar energi

4,2 % avkastning på fondets investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi

# Markedsverdi



# 12 340

## milliarder kroner

Markedsverdien av fondet var 12 340 milliarder kroner ved utgangen av 2021, opp fra 10 914 milliarder kroner året før.



Aksjer

8 878 milliarder kroner – 72,0 % av fondet

---



Rentepapirer

3 135 milliarder kroner – 25,4 % av fondet

---



Unotert eiendom

312 milliarder kroner – 2,5 % av fondet

---



Unotert infrastruktur for fornybar energi

14 milliarder kroner – 0,1 % av fondet

# Innhold

## Statens pensjonsfond utland 2021





## 1 Resultatene

- 10 Hovedstyrets vurdering
- 14 Leder
- 16 Hovedtall

## 2 Investeringene

- 26 Aksjer
- 32 Rentepapirer
- 38 Eiendom
- 44 Infrastruktur for fornybar energi

## 3 Forvaltningen

- 50 Investeringsstrategiene
- 56 Investeringsrisiko
- 60 Investere ansvarlig

## 4 Organiseringen

- 68 Forvaltningsorganisasjonen
- 74 Forvaltningens gjennomføring
- 76 Forvaltningskostnader

## 5 Regnskapet

- 84 Regnskapsrapportering
- 89 Noter til regnskapet
- 135 Uavhengig revisors beretning



De ansatte har lagt ned en betydelig innsats for å gjennomføre forvaltningen under forhold med delvis nedstengning av bankens kontorer.

Oslo, 9. februar 2022

Øystein Olsen  
sentralbanksjef



Hovedstyret besøkte London-kontoret til Norges Bank Investment Management i oktober 2021.

# Hovedstyrets vurdering av resultatene

Investeringene i Statens pensjonsfond utland hadde en samlet avkastning på 14,5 prosent i 2021. Avkastningen var 0,74 prosentpoeng høyere enn avkastningen på fondets referanseindeks. Hovedstyret er tilfreds med at avkastningen både i 2021 og over tid har vært høyere enn avkastningen på referanseindeksen som forvaltningen måles mot. Hovedstyret er også godt fornøyd med måten de ansatte har gjennomført forvaltningen på, med utfordrende forhold for den operative forvaltningen under koronapandemien.

## Forvaltningen i 2021

Ved utgangen av 2021 var markedsverdien til Statens pensjonsfond utland 12 340 milliarder kroner. Fondets avkastning før forvaltningskostnader var 14,5 prosent målt i fondets valutakurv. Aksjeavkastningen var 20,8 prosent og obligasjonsavkastningen -1,9 prosent. Avkastningen på obligasjoner var den svakeste i fondets historie. Avkastningen på investeringer i unotert eiendom var 13,6 prosent. Forvaltningskostnadene utgjorde til sammen 0,04 prosent av forvaltet kapital.

Norges Bank oppnådde en samlet avkastning før forvaltningskostnader som var 0,74 prosentpoeng høyere enn avkastningen på fondets referanseindeks.

Året var preget av koronapandemien. De ansatte har lagt ned en betydelig innsats for å gjennomføre forvaltningen under forhold med delvis nedstengning av bankens kontorer i Norge og i utlandet.

Norges Bank forvalter fondet med sikte på høyest mulig avkastning over tid, innenfor de rammene som mandatet fra Finansdepartementet setter. Banken følger ulike investeringsstrategier i forvaltningen, og disse har siden 2013 vært delt inn i hovedgruppene markedseksposering, verdipapirseleksjon og allokering. Alle de tre hovedgruppene av strategier ga positive bidrag til meravkastningen i 2021. De relative resultatbidragene fordelt på forvaltningen av

aksjer, renter og realaktiva viser at aksjeforvaltningen ga det største bidraget til samlet meravkastning. Etter svak utvikling i eiendomssektoren i 2020 ga eiendomsforvaltningen et solid bidrag til fondets meravkastning i 2021.

Banken forvalter fondet tett opp mot referanseindeksen, men alle investeringsstrategiene inneholder også aktive elementer. Norges Bank har i hele perioden 2013–2021 rapportert bidragene til meravkastning fra de samme tre hovedgruppene av strategier. Innretningen innenfor hver hovedgruppe har imidlertid vært gjenstand for endringer.

Norges Banks hovedstyre fastsatte en revidert strategisk plan for bankens forvaltning i begynnelsen av 2021. Planen bygger på den tidligere vedtatte strategien, men legger blant annet mindre vekt på overordnet allokering. I tråd med dette er strategiene innenfor allokering justert fra 2021 ved at eksponeringen mot strategier for systematiske risikofaktorer og investeringer i enkelte segmenter utenfor referanseindeksen er redusert. Investeringer i unotert eiendom, unotert infrastruktur for fornybar energi og rentepapirer utstedt i fremvoksende markeder er imidlertid fortsatt en del av strategien.

Hovedstyret har lagt vekt på å videreutvikle bankens strategier for å oppnå ønsket markedseksposering på en effektiv måte. Innenfor verdipapirseleksjon legges det

blant annet opp til å utvide antall selskaper banken følger nært. Samtidig er det lagt opp til økt bruk av eksterne forvaltere, som har inngående kjennskap til enkelt-selskaper og markeder. Kunnskap om fondets selskapsinvesteringer bidrar til å nå målet om høyest mulig avkastning. Det vil også kunne forbedre risikostyringen og styrke arbeidet med ansvarlig forvaltning.

I april offentliggjorde banken fondets første investering i uotert infrastruktur for fornybar energi. Norges Bank vil bygge opp porteføljen av slike investeringer gradvis, hovedsakelig gjennom investeringer i vindkraft og solenergi.

### Resultater målt over tid

I perioden 1998–2021 har den årlige avkastningen for fondet vært 6,6 prosent. Årlig netto realavkastning, etter fradrag for inflasjon og forvaltningskostnader, har vært 4,6 prosent i denne perioden.

De siste fem årene har årlig netto realavkastning vært 7,7 prosent. Den høye avkastningen de siste årene er en påminnelse om at fondets markedsverdi vil kunne variere mye i fremtiden.

Hovedstyret legger vekt på at resultatene i forvaltningen må vurderes over tid. Over hele perioden 1998–2021 har den årlige avkastningen før fradrag for forvaltningskostnader vært 0,27 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen fra Finansdepartementet. I perioden siden 2013, som er den perioden strategiene er delt inn i markedseksposering, verdipapirseleksjon og allokering, har årlig meravkastning før forvaltningskostnader vært på 0,25 prosentpoeng. Bidragene fra de tre gruppene av strategier viser at strategiene banken har benyttet innenfor allokering, har gitt et negativt bidrag til relativ avkastning. Bidragene fra både markedseksposering og verdipapirseleksjon har vært positive.

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

av 2021 var forventet relativ volatilitet 0,50 prosentpoeng, mot 0,56 prosentpoeng ved forrige årsskifte.

Målt over hele perioden 1998–2021 har den realiserede relative volatiliteten vært 0,64 prosentpoeng.

Forvaltningen av Statens pensjonsfond utland skal være kostnadseffektiv. En kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen bidrar til målet om høyest mulig avkastning etter kostnader. I perioden 2013–2021 var årlige forvaltningskostnader 0,05 prosent av forvaltet kapital. I 2021 var samlede forvaltningskostnader målt i kroner 4,6 milliarder, tilsvarende 0,04 prosent av forvaltet kapital. Hovedstyret er tilfreds med at forvaltningskostnadene er lave sammenlignet med andre forvaltere.

### Videreutvikling av forvaltningen

En viktig del av hovedstyrets arbeid med Statens pensjonsfond utland er å gi råd om videreutvikling av fondets investeringsstrategi. Hovedstyret har i løpet av 2021 svart på flere henvendelser fra Finansdepartementet og gitt råd, blant annet om sammensetningen av fondets referanseindeks for aksjer. Hovedstyret har også oversendt en gjennomgang av bankens forvaltning. Finansdepartementet innhenter denne type gjennomganger regelmessig, i begynnelsen av hver stortingsperiode.

Ansvarlig forvaltning og eierskapsaktiviteter er en integrert del av forvaltningen av fondet. Hovedstyret har merket seg at dette arbeidet har blitt ytterligere styrket gjennom 2021. Norges Bank har blant annet offentliggjort stemmegivning fem dager før generalforsamling, og startet med forhåndsfiltrering av selskaper som er på vei inn i fondets referanseindeks. Norges Bank besvarte også flere henvendelser fra Finansdepartementet om ansvarlig forvaltning, herunder om håndteringen av klimarisiko i Statens pensjonsfond utland og spørsmålet om å innføre et langsiktig mål for den ansvarlige forvaltningen om netto nullutslipp fra selskapene fondet er investert i.

Norges Banks hovedstyre  
Oslo 09. februar 2022



**Øystein Olsen**  
leder for hovedstyret



**Ida Wolden Bache**  
første nestleder for hovedstyret



**Øystein Børsum**  
andre nestleder for hovedstyret



**Kristine Ryssdal**  
styremedlem



**Arne Hyttnes**  
styremedlem



**Karen Helene Ulltveit-Moe**  
styremedlem



**Hans Aasnæs**  
styremedlem



**Nina Udnæs Tronstad**  
styremedlem



**Egil Herman Sjøransen**  
styremedlem



Hver eneste nordmann har en eierandel i fondet, som også skal komme nye generasjoner til gode.

Oslo, 3. mars 2022

*Nicolai Tangen*

Nicolai Tangen  
leder for Norges Bank  
Investment Management



Fra venstre: Trond Grande, nestleder og stabsdirektør - Dag Huse, risikodirektør - Age Bakker, teknologidirektør - Carine Smith Ihenacho, direktør for eierskap og etterlevelse - Geir Øivind Nygård, direktør for markedsstrategier - Petter Johnsen, direktør for aksjeinvesteringene - Mie Caroline Holstad, direktør for eiendom- og infrastrukturinvesteringer - Nicolai Tangen, leder for fondet - Birgitte Bryne, driftsdirektør

# Godt rustet for fremtiden

I 2021 fylte Oljefondet 25 år. Det har vært et kvart århundre som fortøner seg som en eneste stor finansiell suksess. Fra det første innskuddet i 1996 på nær 2 milliarder kroner, har fondet ved utgangen av jubileumsåret vokst til en verdi på 12 339 549 465 702 kroner!

Fondet hadde i 2021 en avkastning på 14,5 prosent eller 1 580 milliarder kroner. Økningen kom i et år som fortsatt var preget av koronapandemi og svingninger i markedene.

Det er i gode tider man skal forberede seg på regnværsdager. Rekordlave renter, rekordhøyt aksjemarked, økende inflasjon og sikkerhetspolitisk uro er en potensielt svært dårlig kombinasjon i de internasjonale finansmarkedene. Vi må derfor være forberedt på at fondet ikke fortsetter oppgangen til evig tid, men at det faktisk kan krympe betraktelig i perioder. Som en langsiktig investor er vi godt rustet til å håndtere perioder med nedgang i markedene.

Våre 519 ansatte har vist stor evne til fleksibilitet og tilpasningsevne under pandemien. I perioder har de forvaltet hele den norske befolkningens formue hjemme fra kjøkkenbenken. Et godt samarbeid og god dialog med Finansdepartementet, Hovedstyret og Representantskapet har også vært viktig i en krevende tid.

Hva gjør så fondet for å ruste seg best mulig for fremtiden? Først og fremst satser vi på våre ansatte. Det er de som er fondets aller viktigste ressurs. Derfor står rekruttering, utdanning og ledelse aller høyest på vår agenda fremover. Vi vil rekruttere og utvikle de beste, og våre ansatte skal sammen utgjøre et av verdens beste investeringsmiljøer.

Vår jobb er å skape høyest mulig avkastning. Vi jobber derfor løpende med å forbedre prosessene og systemene

våre. Fondets investeringsprosesser er drevet av data og dataanalyse. Teknologi har etter hvert blitt en svært sentral del av virksomheten vår. Automatisering og cybersikkerhet er to områder som vil fortsette å få et spesielt stort fokus fremover, både når det gjelder økt kunnskap og utvikling av nye og enda bedre løsninger.

Oljefondet er et av verdens største investeringsfond og hele Norges sparebøsse. Hver eneste nordmann har en eierandel i fondet, som også skal komme nye generasjoner til gode. Vi ser at det er en sammenheng mellom kunnskap om det vi gjør, og tilliten til fondet. God kommunikasjon og størst mulig åpenhet er derfor helt avgjørende for oss i alt vi gjør.

# Sterk økning i fondets verdi

Statens pensjonsfond utlands markedsverdi økte med hele 1 426 milliarder kroner i 2021, i et år preget av koronapandemien og fortsatt stigende aksjemarkeder.





Fondet hadde en avkastning på 14,5 prosent i 2021. Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 20,8 prosent. Avkastningen på renteinvesteringene var -1,9 prosent, mens de unoterte eiendomsinvesteringene fikk en avkastning på 13,6 prosent. Fondet foretok i april 2021 den første investeringen i unotert infrastruktur for fornybar energi, som så langt har hatt en avkastning på 4,2 prosent.

#### Fondets markedsverdi økte med 1 426 milliarder kroner

Fondets markedsverdi økte i løpet av 2021 med 1 426 milliarder kroner til 12 340 milliarder kroner. Markedsverdien påvirkes av avkastning, kapitaltilførsler eller -uttak og endringer i valutakurser. I 2021 fikk fondet en avkastning på 1 580 milliarder kroner. Uttaket fra den norske stat var netto 129 milliarder kroner etter utbetalt forvaltningsgodtgjøring. Kronekursen styrket seg mot flere av valutaene fondet er investert i. Dette reduserte isolert sett markedsverdien til fondet med 25 milliarder kroner, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Ved utgangen av 2021 var fondets investeringer fordelt med 72,0 prosent i aksjer, 25,4 prosent i rentepapirer, 2,5 prosent i unotert eiendom og 0,1 prosent i unotert infrastruktur for fornybar energi.

**Tabell 1** Fondets ti største beholdninger fordelt på land per 31. desember 2021. Prosent.

Land	Totalt	Aksjer	Rente-papirer	Unotert eiendom	Unotert infra-struktur
USA	43,3	31,4	10,7	1,2	
Japan	8,4	5,0	3,3	0,1	
Storbritannia	6,9	5,2	1,3	0,4	
Tyskland	5,1	2,9	2,1	0,1	
Frankrike	5,0	3,4	1,2	0,4	
Sveits	3,7	3,2	0,4	0,1	
Canada	2,9	1,4	1,5		
Kina	2,7	2,7	0,0		
Nederland	2,3	1,7	0,5	0,0	0,1
Australia	2,0	1,3	0,7		

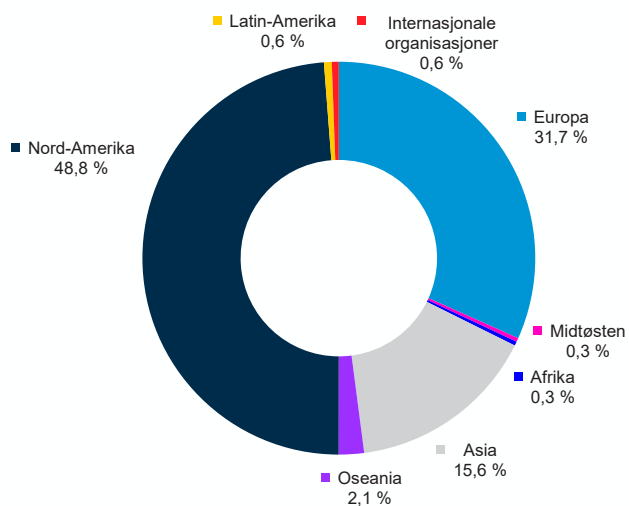
#### Samlet avkastning på mer enn 8 000 milliarder kroner

Fondet mottok første kapitaltilførsel fra den norske stat i mai 1996. Ved utgangen av 2021 var samlet netto tilførsel siden oppstarten 2 909 milliarder kroner. Norges Bank Investment Management ble etablert 1. januar 1998 for å forestå den operative forvaltningen av fondet. Fra etableringen av forvaltningsenheten og frem til utgangen av 2021 har fondet hatt en samlet avkastning på 8 007 milliarder kroner og en årlig avkastning på 6,6 prosent. Etter fradrag for prisvekst og forvaltningskostnader har avkastningen vært på 4,6 prosent årlig. Fondets avkastning har økt spesielt mye de siste tre årene, med en samlet avkastning på 4 342 milliarder kroner. Det utgjør over halvparten av avkastningen siden fondets oppstart.

#### Avkastning målt i fondets valutakurv

Fondets investering kunne knyttes til 70 land, og fondet var investert i 44 valutaer ved utgangen av 2021. Fondet er investert i internasjonale verdipapirer og unotert eiendom og infrastruktur i utenlandsk valuta. Vi måler avkastningen i en kurv av internasjonal valuta. Valutakurven er definert i mandatet for forvaltningen som en vektet sammensetning av alle valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner. Ved utgangen av 2021 besto denne av 36 valutaer. Om ikke annet er oppgitt, er resultatene angitt i fondets valutakurv.

**Figur 1** Fondets investeringer per 31. desember 2021. Aksjer, unotert eiendom og infrastruktur fordelt etter land og obligasjoner fordelt etter valuta. Prosent.



**Tabell 2** Avkastningstall. Prosent.

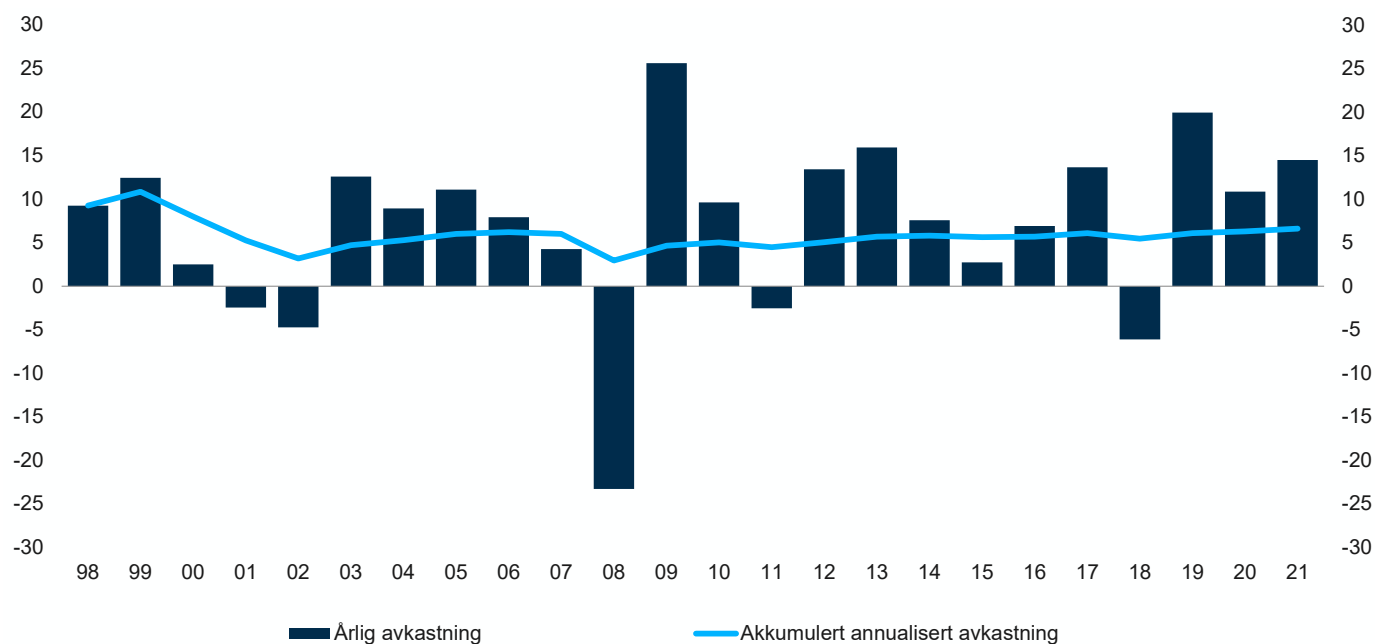
	2021	2020	2019	2018	2017
<b>Avkastning målt i fondets valutakurv</b>					
Aksjeinvesteringer	20,76	12,14	26,02	-9,49	19,44
Renteinvesteringer	-1,94	7,46	7,56	0,56	3,31
Unoterte eiendomsinvesteringer	13,64	-0,08	6,84	7,53	7,52
Unoterte infrastrukturinvesteringer	4,15				
Fondets avkastning	14,51	10,86	19,95	-6,12	13,66
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	0,74	0,27	0,23	-0,30	0,70
Forvaltningskostnader	0,04	0,05	0,05	0,05	0,06
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	14,46	10,81	19,90	-6,17	13,60
<b>Avkastning målt i norske kroner</b>					
Aksjeinvesteringer	20,67	12,70	28,20	-6,56	19,74
Renteinvesteringer	-2,01	8,00	9,41	3,82	3,57
Unoterte eiendomsinvesteringer	13,55	0,42	8,68	11,02	7,80
Unoterte infrastrukturinvesteringer	7,24				
Fondets avkastning	14,42	11,41	22,01	-3,07	13,95

**Tabell 3** Historiske nøkkeltall per 31. desember 2021. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv.

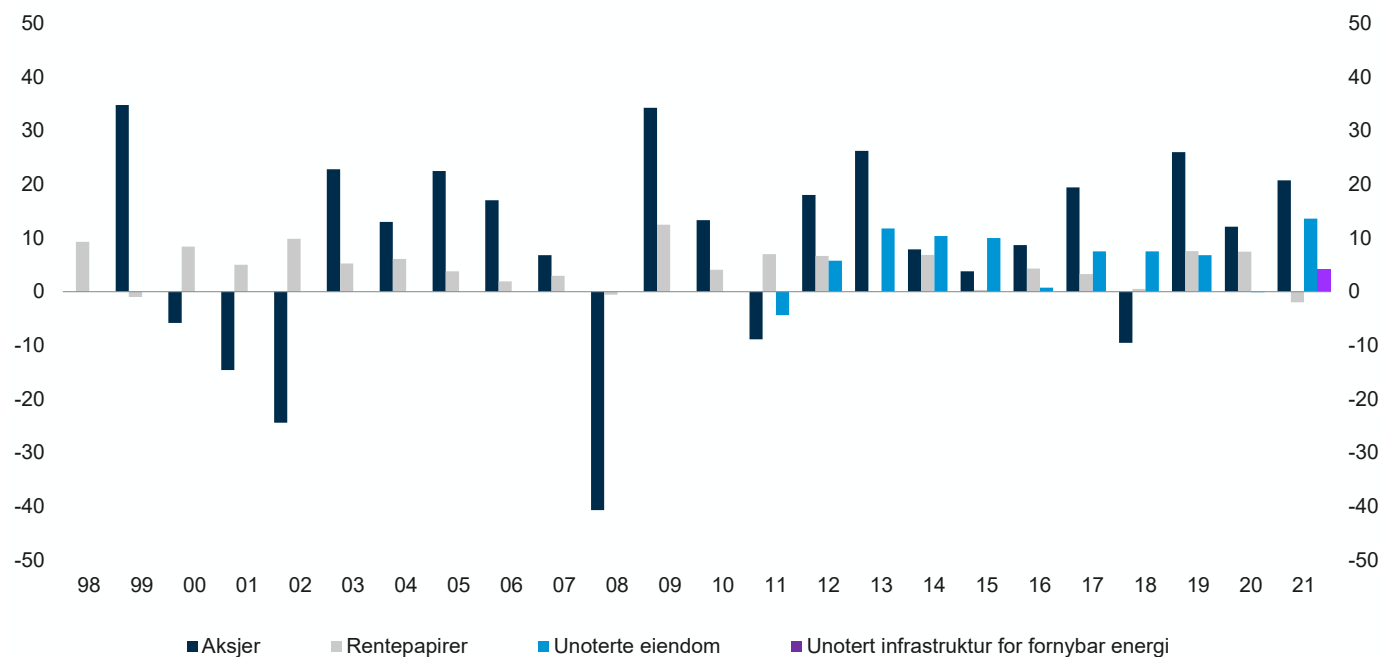
	Siden 01.01 1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
<b>Fondets avkastning (prosent)</b>	<b>6,62</b>	<b>6,87</b>	<b>9,70</b>	<b>10,19</b>	<b>14,51</b>
Årlig prisvekst (prosent)	1,86	1,93	1,77	2,23	5,20
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,07	0,05	0,05	0,04
Fondets netto realavkastning (prosent)	4,60	4,78	7,74	7,74	8,81
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,98	9,24	8,17	9,64	5,79
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) <sup>1</sup>	0,27	0,14	0,25	0,30	0,74
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) <sup>1</sup>	0,64	0,76	0,34	0,32	0,29
Fondets informasjonsrate (IR) <sup>1,2</sup>	0,43	0,22	0,70	0,91	2,25

<sup>1</sup> Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.<sup>2</sup> IR er forholdstallet mellom fondets gjennomsnittlige månedlige relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per relativ risikoenhet.

**Figur 2** Årlig avkastning og akkumulert annualisert avkastning på fondet. Prosent.



**Figur 3** Historisk avkastning på fondets investeringer. Prosent.



**Tabell 4** Historisk avkastning for fondets investeringer. Prosent.

	Fondet	Aksjeinvesteringer	Renteinvesteringer	Unoterte eiendomsinvesteringer <sup>1</sup>	Unoterte infrastrukturinvesteringer
2021	14,51	20,76	-1,94	13,64	4,15
2020	10,86	12,14	7,46	-0,08	-
2019	19,95	26,02	7,56	6,84	-
2018	-6,12	-9,49	0,56	7,53	-
2017	13,66	19,44	3,31	7,52	-
2016	6,92	8,72	4,32	0,78	-
2015	2,74	3,83	0,33	9,99	-
2014	7,58	7,90	6,88	10,42	-
2013	15,95	26,28	0,10	11,79	-
2012	13,42	18,06	6,68	5,77	-
2011	-2,54	-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	-	-

<sup>1</sup> Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer i perioden 01.11.2014 til utgangen av 2016.

**Tabell 5** Fondets avkastning per 31. desember, målt i ulike valutaer. Prosent.

	Siden 01.01.98 Annualiserte tall	2021	2020	2019	2018	2017
Amerikanske dollar	6,83	11,09	14,35	20,24	-8,44	19,92
Euro <sup>1</sup>	6,68	19,53	4,90	22,45	-3,83	5,33
Britiske pund	7,73	12,12	10,82	15,59	-2,75	9,54
Norske kroner	7,66	14,42	11,41	22,01	-3,07	13,95
Valutakurven	6,62	14,51	10,86	19,95	-6,12	13,66

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

**Tabell 6 Nøkkeltall. Milliarder kroner.**

	2021	2020	2019	2018	2017
<b>Markedsverdi</b>					
Aksjeinvesteringer	8 878	7 945	7 145	5 477	5 653
Renteinvesteringer	3 135	2 695	2 670	2 533	2 616
Unoterte eiendomsinvesteringer	312	273	273	246	219
Unoterte infrastrukturinvesteringer <sup>1</sup>	14				
<b>Fondets markedsverdi<sup>2</sup></b>	<b>12 340</b>	<b>10 914</b>	<b>10 088</b>	<b>8 256</b>	<b>8 488</b>
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring <sup>3</sup>	1	-5	-4	-5	-5
<b>Eiers kapital<sup>2</sup></b>	<b>12 340</b>	<b>10 908</b>	<b>10 084</b>	<b>8 251</b>	<b>8 484</b>
Tilførsel av kapital	80	4	32	43	0
Uttak av kapital	-199	-302	-14	-9	-61
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring <sup>4</sup>	-10	-4	-5	-5	-4
Fondets avkastning	1 580	1 070	1 692	-485	1 028
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-25	58	127	224	15
<b>Endring i markedsverdien</b>	<b>1 426</b>	<b>826</b>	<b>1 832</b>	<b>-233</b>	<b>978</b>
<b>Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996</b>					
Samlet tilførsel av kapital	3 654	3 574	3 570	3 538	3 495
Samlet uttak av kapital <sup>5</sup>	-687	-482	-182	-167	-157
Avkastning av aksjeinvesteringer	6 485	4 897	4 023	2 545	3 062
Avkastning av renteinvesteringer	1 401	1 446	1 249	1 052	1 037
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer	120	84	85	69	53
Avkastning av unoterte infrastrukturinvesteringer <sup>1</sup>	1				
Samlet forvaltningsgodtgjøring <sup>6</sup>	-58	-53	-48	-44	-39
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 423	1 448	1 390	1 263	1 040
<b>Fondets markedsverdi</b>	<b>12 340</b>	<b>10 914</b>	<b>10 088</b>	<b>8 256</b>	<b>8 488</b>
<b>Samlet avkastning</b>	<b>8 007</b>	<b>6 427</b>	<b>5 358</b>	<b>3 666</b>	<b>4 151</b>
<b>Samlet avkastning etter forvaltningskostnader</b>	<b>7 949</b>	<b>6 374</b>	<b>5 309</b>	<b>3 622</b>	<b>4 111</b>

<sup>1</sup> Første infrastrukturinvestering ble gjort i andre kvartal 2021.

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

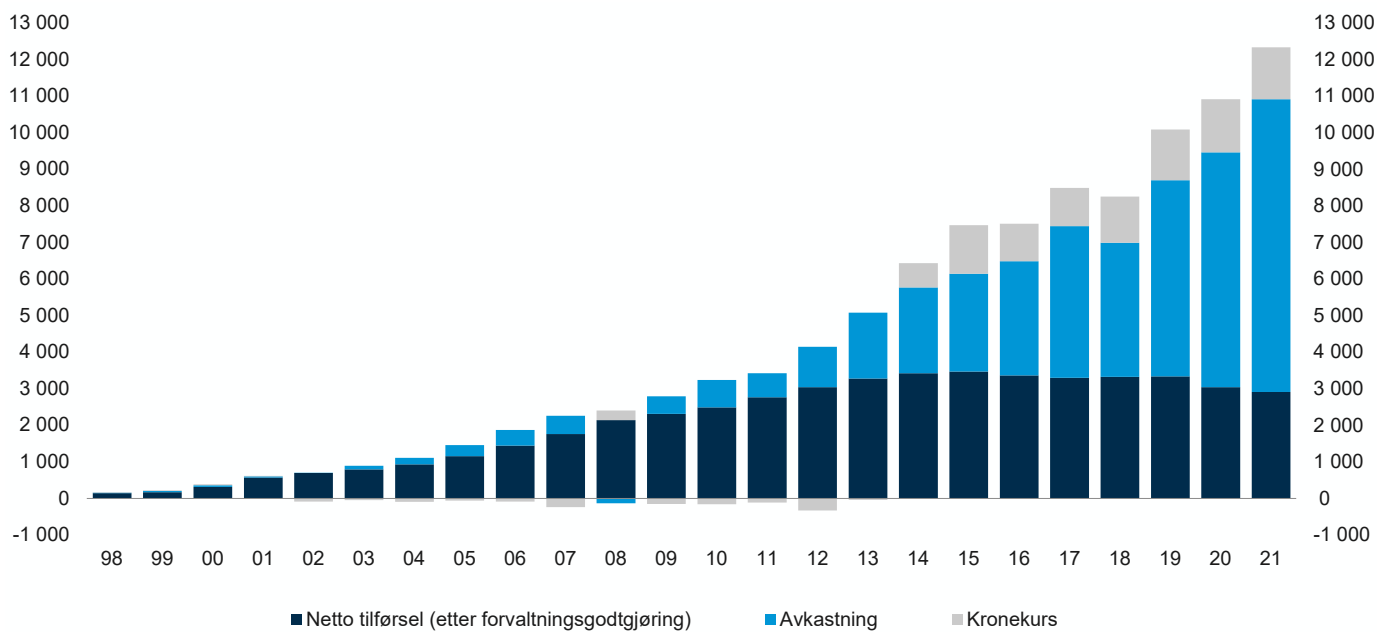
<sup>3</sup> Beløpet som ble trukket i forbindelse med forvaltningsgodtgjøring for 2021, var basert på en prognose og var høyere enn endelig forvaltningsgodtgjøring for året. Differansen vil bli gjort opp i mars 2022.

<sup>4</sup> 5,3 milliarder kroner ble benyttet til å betale forvaltningsgodtgjøring for 2020 og 5,2 milliarder kroner ble benyttet til å betale forvaltningsgodtgjøring for 2021.

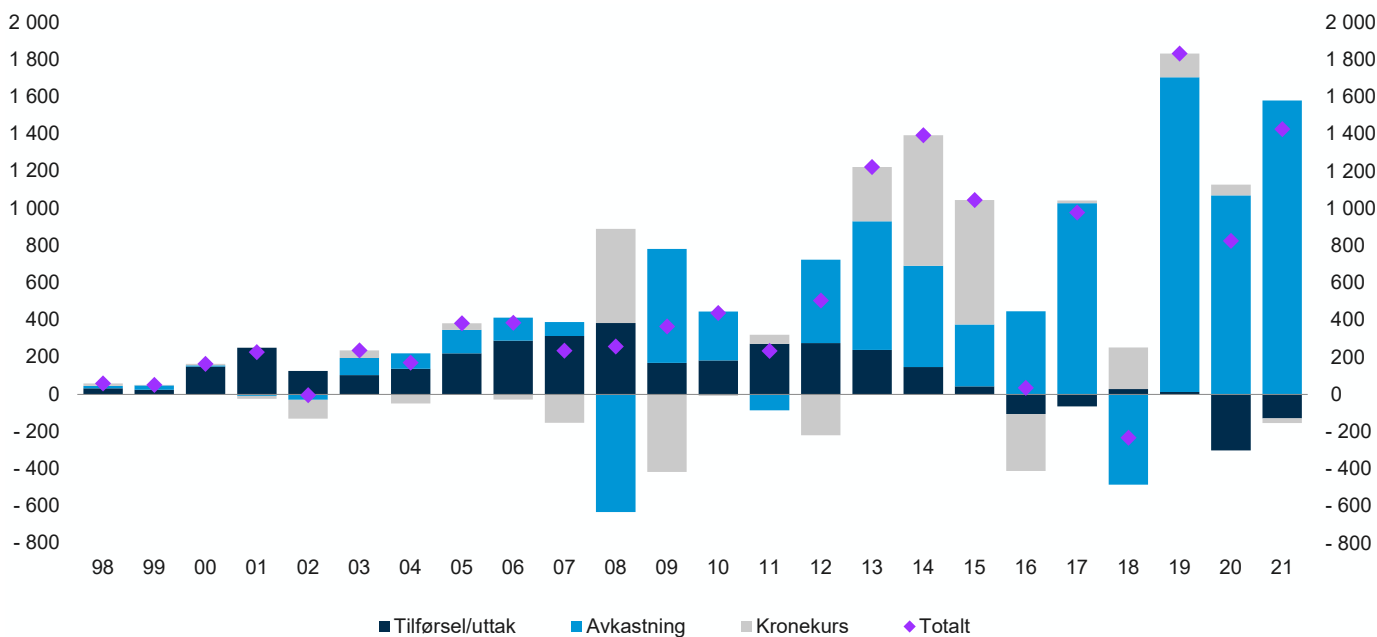
<sup>5</sup> Samlet uttak av kapital presenteres i tabellen justert for påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

<sup>6</sup> Forvaltningskostnader er beskrevet i regnskapets note 12.

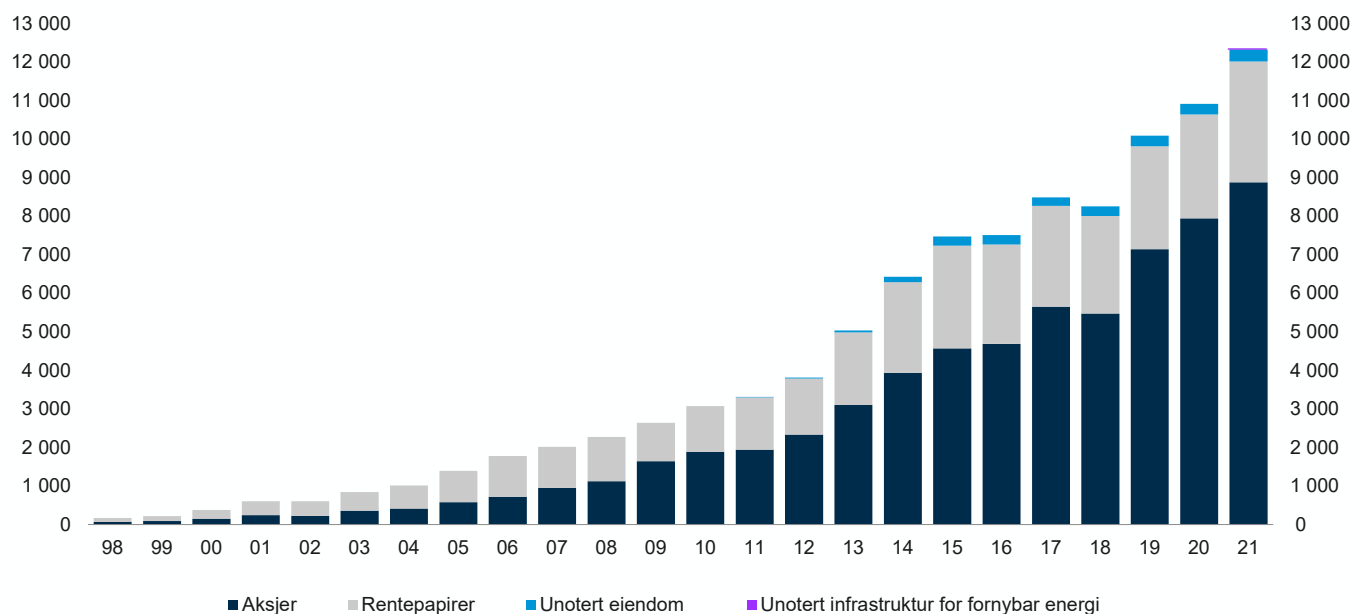
**Figur 4** Fondets markedsverdi. Milliarder kroner.



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



**Figur 6** Fondets markedsverdi. Milliarder kroner.



**Tabell 7** Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner.

År	Totalt	Avkastning	Tilførsel/uttak <sup>1</sup>	Kronekurs
2021	1 426	1 580	-129	-25
2020	826	1 070	-302	58
2019	1 832	1 692	13	127
2018	-233	-485	29	224
2017	978	1 028	-65	15
2016	35	447	-105	-306
2015	1 044	334	42	668
2014	1 393	544	147	702
2013	1 222	692	239	291
2012	504	447	276	-220
2011	234	-86	271	49
2010	437	264	182	-8
2009	365	613	169	-418
2008	257	-633	384	506
2007	235	75	314	-153
2006	385	124	288	-28
2005	383	127	220	36
2004	171	82	138	-49
2003	236	92	104	41
2002	-5	-29	125	-101
2001	227	-9	251	-15
2000	164	6	150	8
1999	51	23	24	3
1998	58	12	33	13
Før 1998	113	0	108	5

<sup>1</sup> Etter utbetalt forvaltningsgodtgjøring.

**Tabell 8** Fondets markedsverdi fordelt på aktivklasser. Milliarder kroner.

År	Totalt	Aksjer	Rente-papirer	Unotert eiendom <sup>1</sup>	Unotert infrastruktur
2021	12 340	8 878	3 135	312	14
2020	10 914	7 945	2 695	273	-
2019	10 088	7 145	2 670	273	-
2018	8 256	5 477	2 533	246	-
2017	8 488	5 653	2 616	219	-
2016	7 510	4 692	2 577	242	-
2015	7 475	4 572	2 668	235	-
2014	6 431	3 940	2 350	141	-
2013	5 038	3 107	1 879	52	-
2012	3 816	2 336	1 455	25	-
2011	3 312	1 945	1 356	11	-
2010	3 077	1 891	1 186	-	-
2009	2 640	1 644	996	-	-
2008	2 275	1 129	1 146	-	-
2007	2 019	958	1 061	-	-
2006	1 784	726	1 058	-	-
2005	1 399	582	817	-	-
2004	1 016	416	600	-	-
2003	845	361	484	-	-
2002	609	231	378	-	-
2001	614	246	363	-	-
2000	386	153	227	-	-
1999	222	94	129	-	-
1998	172	70	102	-	-

<sup>1</sup>Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer fra 01.11.2014 til utgangen av 2016.





## 2 Investeringene

26	Aksjer
32	Rentepapirer
38	Eiendom
44	Infrastruktur for fornybar energi

# Sterkt år for aksjeinvesteringene

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på hele 20,8 prosent i 2021. Det var positiv avkastning i alle sektorer, men forskjellene i avkastning mellom enkeltmarkeder, sektorer og segmenter var store i et år preget av koronapandemien.

Fondets aksjeinvesteringer opplevde nok et år med solid avkastning til tross for den pågående koronapandemien. Dette kom etter en avkastning på 12,1 prosent i 2020. Det var særlig sterk avkastning for amerikanske og europeiske teknologi-, finans- og energiselskaper. Avkastningen var svakere i Asia og Oseania.

Investeringene i Nord-Amerika fikk en avkastning på 30,4 prosent og sto for 46,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer. USA var fondets største enkeltmarked. Amerikanske aksjer fikk en avkastning på 26,6 prosent i amerikanske dollar og utgjorde 44,7 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Dollaren styrket seg noe mot valutakurven, så målt i fondets valutakurv var avkastningen 30,5 prosent.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 20,2 prosent i 2021. Totalt var 31,1 prosent av fondets aksjer plassert i Europa. Storbritannia var det nest største enkeltmarkedet for fondet etter USA. Britiske aksjer hadde en avkastning på 18,0 prosent i britiske pund og utgjorde 7,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Målt i fondets valutakurv var avkastningen 20,5 prosent fordi pundet svekket seg mot valutakurven.

Investeringene i Asia og Oseania fikk en avkastning på 4,4 prosent og sto for 20,6 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Utenom Japan var avkastningen i regionen 4,3 prosent. Avkastningen for japanske aksjer var 13,1 prosent i yen i 2021. Målt i fondets valutakurv var avkastningen 4,6 prosent grunnet at yen svekket seg

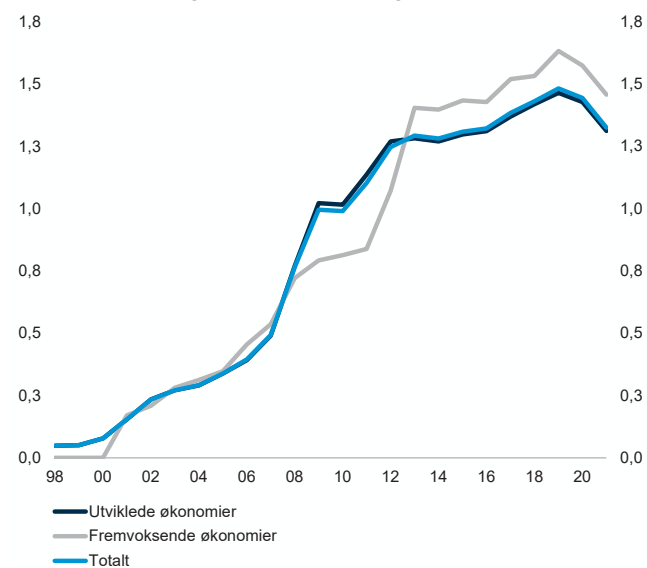
mot valutakurven. Japanske aksjer utgjorde 7,1 prosent av aksjeinvesteringene og var fondets tredje største enkeltmarked etter USA og Storbritannia.

10,5 prosent av fondets aksjeinvesteringer var plassert i fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder. Avkastningen for kinesiske aksjer var på -21,2 prosent i 2021 i lokal valuta, tilsvarende -16,7 prosent i valutakurven. Kinesiske aksjer utgjorde 3,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer og var det største enkeltmarkedet innen fremvoksende markeder. Deretter fulgte Taiwan med 2,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer og India med 1,6 prosent. Avkastningen for fondets investeringer i Taiwan og India var på henholdsvis 25,6 prosent og 31,3 prosent i lokal valuta. Målt i fondets valutakurv var avkastningen henholdsvis 31,5 prosent og 33,0 prosent.

Samlet hadde fondets investeringer i fremvoksende markeder en avkastning på 4,4 prosent og sto for 10,5 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Investeringene i utviklede markeder hadde samlet sett en avkastning på 22,9 prosent og sto for 89,7 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

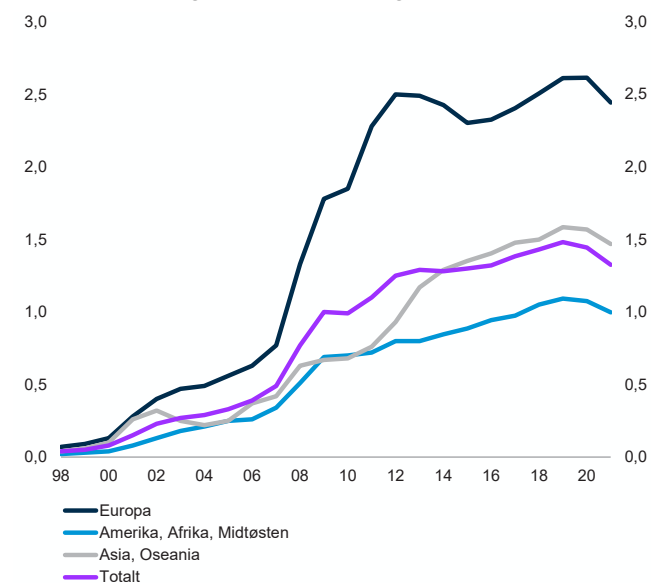
**Figur 7** Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer i referanseindeksen.

Kilde: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management



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

Kilde: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

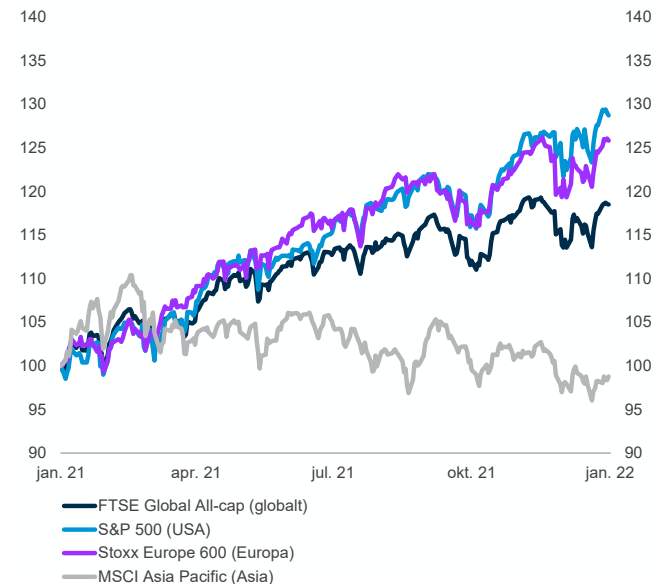


**Tabell 9** Avkastning på fondets største aksjeinvesteringer i 2021. Fordelt etter land. Prosent.

Land	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av aksjeinvesteringene
USA	30,5	26,6	44,7
Storbritannia	20,5	18,0	7,3
Japan	4,6	13,1	7,1
Frankrike	24,9	30,3	4,9
Sveits	24,6	24,6	4,6
Tyskland	7,3	12,0	4,1
Kina	-16,7	-21,2	3,8
Nederland	31,2	36,9	2,4
Taiwan	31,5	25,6	2,3
Sverige	24,8	33,5	2,0

**Figur 9** Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2020 = 100.

Kilde: Bloomberg



## Høyest avkastning for teknologiselskaper

Teknologiselskaper hadde den høyeste avkastningen i 2021, med en avkastning på 30,2 prosent. Teknologiselskaper opplevde økt etterspørsel av bedriftsprogramvare og digital annonsering. I tillegg bidro betydelig økt etterspørsel etter og prising av halvledere til oppgangen.

Energiselskaper hadde nest sterkest avkastning på 26,8 prosent etter kraftig prisoppgang for olje, gass og kjemikalier. Økt etterspørsel, lave investeringsnivåer og styring av tilbudssiden fra en del store, oljeproduserende land bidro til høyere priser.

Finansselskaper oppnådde en avkastning på 26,6 prosent. Banker gjorde det spesielt godt med en avkastning på 31,5 prosent. Utrulling av vaksinasjonsprogrammer og oppdemmet etterspørsel bidro til en gjenreisning i mange økonomier. Bankene hadde høyere inntekter og lavere forventede utlånstap. I tillegg ble utsiktene for avkastning også forbedret ettersom regulatoriske restriksjoner ble opphevet.

Sektoren med lavest avkastning var telekommunikasjonselskaper, med en avkastning på 6,9 prosent. Den svake avkastningen kan delvis forklares av sektorens følsomhet for stigende renter, svak inntekstsvekst og en fortsatt utfordrende konkurransesituasjon.

## De største enkeltinvesteringene

Ved utgangen av 2021 var fondet investert i 9 338 selskaper mot 9 123 selskaper i 2020. Eierandelen var større enn 2 prosent i 958 selskaper og over 5 prosent i 40 selskaper. Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper var på 1,3 prosent. Fondets investeringer kunne knyttes til 70 land, og fondet var investert i 44 valutaer ved utgangen av 2021.

Investeringene i teknologiselskapene Microsoft Corp og Alphabet Inc bidro mest til fondets avkastning i 2021, fulgt av investeringen i teknologiselskapet Apple Inc. Alle disse selskapene er hjemmehørende i USA. Fondets største verdifall i et enkeltelskap var i teknologiselskapene Alibaba Group Holding Ltd, Tencent Holdings Ltd og eiendomsselskapet Vonovia SE.

Den største aksjeholdningen i ett enkeltelskap var i teknologiselskapet Apple Inc. Fondets aksjer i dette selskapet utgjorde 2,4 prosent av fondets aksjeportefølje, med en markedsverdi på 217 milliarder kroner ved utgangen av 2021. De to andre selskapene på topp tre var også teknologiselskaper. Fondet hadde 210 milliarder kroner i Microsoft Corp, som utgjorde 2,4 prosent av fondets aksjeportefølje, og 144 milliarder kroner i Alphabet Inc, som utgjorde 1,6 prosent av fondets aksjeportefølje.

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

Fondet deltok totalt i 460 børsnoteringer. De største børsnoteringene som fondet kjøpte aksjer i, var bilteknologiselskapet Rivian Automotive Inc og teknologiselskapene Kuaishou Technology og Didi Global Inc. Fondets største deltakelser i børsnoteringer var i Rivian Automotive Inc, nettbutikkelskapet Coupang og Didi.

**Tabell 10** Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i 2021. Fordelt etter sektor. Internasjonal valuta. Prosent.

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen <sup>1</sup>
Teknologi	30,2	20,5
Varige konsumvarer	12,9	14,6
Finans	26,6	14,4
Industri	20,8	13,4
Helse	17,2	11,4
Eiendom	24,5	6,3
Konsumvarer	12,3	6,0
Materialer	19,0	4,4
Energi	26,8	3,7
Telekommunikasjon	6,9	3,2
Kraft- og vannforsyning	9,9	2,4

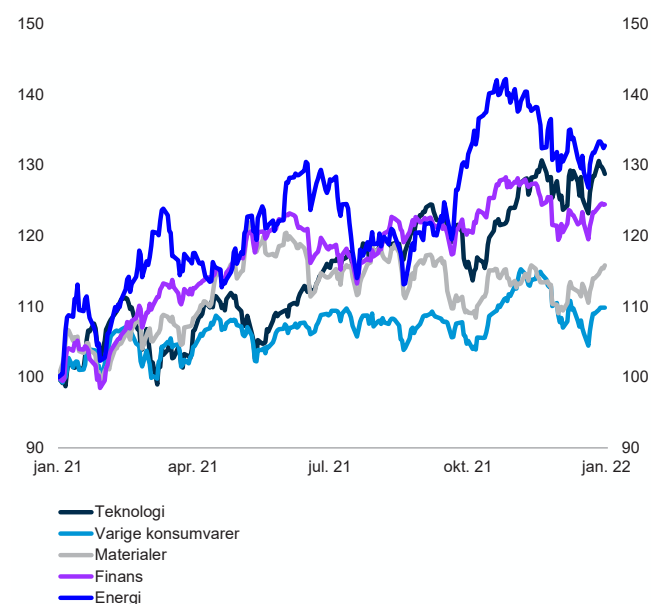
<sup>1</sup> Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

**Tabell 11** Fondets største aksjebeholdninger per 31. desember 2021. Millioner kroner.

Selskap	Land	Beholdning
Apple Inc.	USA	216 952
Microsoft Corporation	USA	210 468
Alphabet Inc.	USA	144 417
Amazon.com, Inc.	USA	121 160
Nestlé S.A.	Sveits	89 082
Meta Platforms, Inc.	USA	83 016
Taiwan Semiconductor Manufacturing Company, Ltd.	Taiwan	72 171
Tesla, Inc.	USA	68 097
Roche Holding AG	Sveits	65 283
ASML Holding N.V.	Nederland	64 496
NVIDIA Corp	USA	54 055
Royal Dutch Shell plc	Storbritannia	52 988
Samsung Electronics Co., Ltd.	Sør-Korea	49 665
Tencent Holdings Ltd.	Kina	44 267
Berkshire Hathaway Inc.	USA	42 097
Vonovia SE	Tyskland	42 007
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	Frankrike	39 949
Novo Nordisk A/S	Danmark	39 018
Novartis AG	Sveits	38 848
UnitedHealth Group Inc	USA	38 526

**Figur 10** Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2020 = 100.

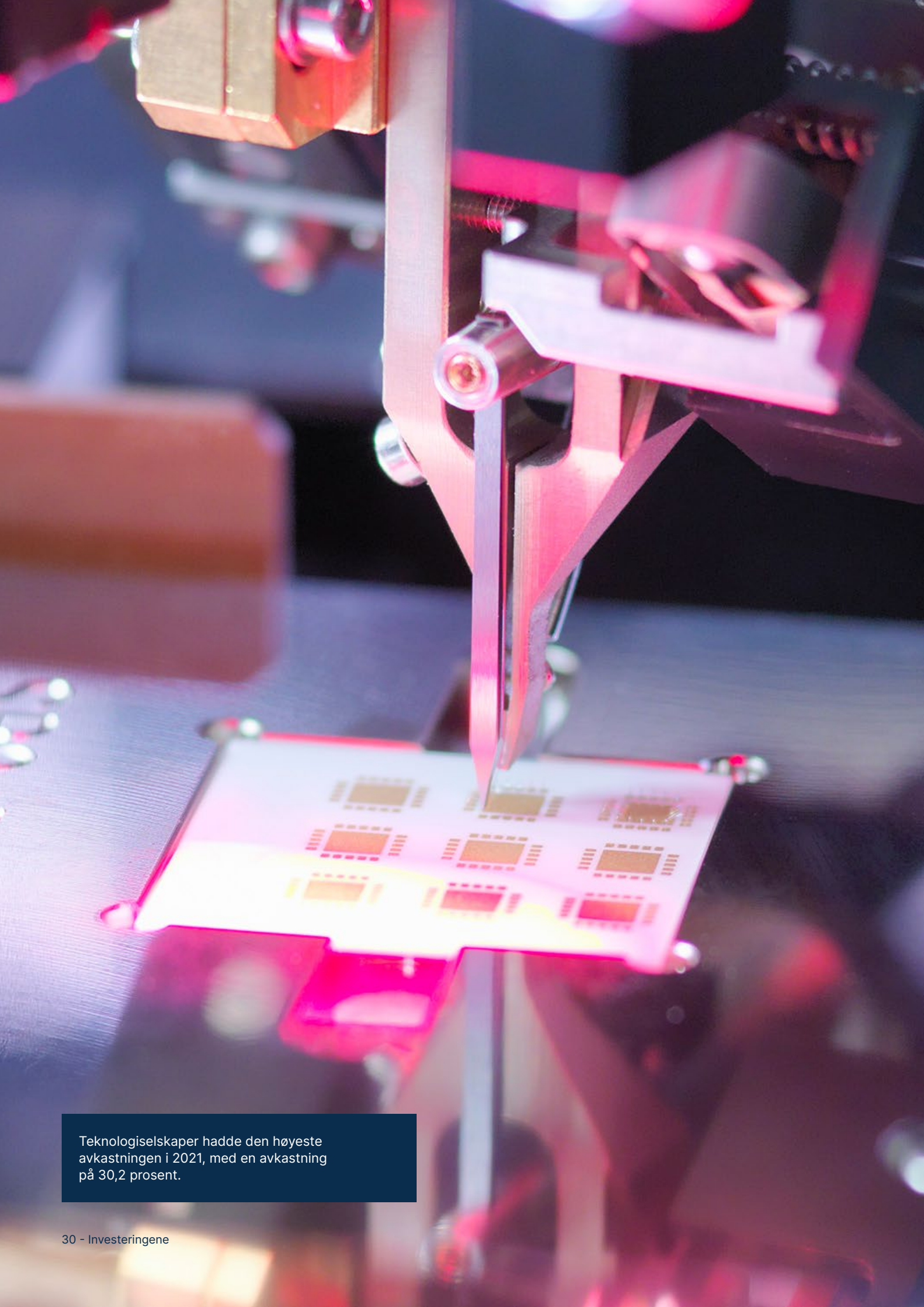
Kilde: FTSE Russell



**Tabell 12** Fondets største eierandeler i aksjemarkedene per 31. desember 2021. Prosent.

Selskap <sup>1</sup>	Land	Eierandel
Nordic Entertainment Group AB	Sverige	8,9
Kepler Weber SA	Brasil	6,6
Iberpapel Gestion, S.A.	Spania	6,3
Oponeo.pl S.A.	Polen	6,3
STS Holding SA	Polen	6,0
Equitable Holdings, Inc.	USA	5,8
Arkema S.A.	Frankrike	5,7
Coursera Inc.	USA	5,6
Array Technologies Inc.	USA	5,3
Baby Bunting Group Ltd	Australia	5,2
BHP Group plc	Storbritannia	5,2
Carnival plc	Storbritannia	5,2
Toya S.A.	Polen	5,1
Bank of Ireland Group plc	Irland	5,1
SOMPO Holdings, Inc.	Japan	5,1
HelloFresh SE	Tyskland	5,0
TAC Consumer PCL	Thailand	5,0
GrainCorp Ltd	Australia	5,0
Kajaria Ceramics Ltd	India	4,9
AUB Group Ltd	Australia	4,9

<sup>1</sup> Eksklusive børsnoterte eiendomsinvesteringer.



Teknologiselskaper hadde den høyeste avkastningen i 2021, med en avkastning på 30,2 prosent.

**Tabell 13** Regional sammensetning av fondets aksjebeholdninger.

Region	Millioner kroner <sup>1</sup>	Prosent
<b>Nord-Amerika</b>	<b>4 152 862</b>	<b>46,8</b>
USA	3 972 126	44,7
Canada	180 736	2,0
<b>Europa</b>	<b>2 764 737</b>	<b>31,1</b>
Storbritannia	650 278	7,3
Frankrike	433 967	4,9
Sveits	409 738	4,6
Tyskland	362 812	4,1
Nederland	208 862	2,4
Sverige	181 935	2,0
Spania	106 576	1,2
Danmark	104 803	1,2
Italia	103 877	1,2
Finland	66 523	0,7
Belgia	47 092	0,5
<b>Asia</b>	<b>1 652 139</b>	<b>18,6</b>
Japan	629 943	7,1
Kina	335 004	3,8
Taiwan	201 929	2,3
Sør-Korea	151 953	1,7
India	144 090	1,6
Hong Kong	78 337	0,9
<b>Oseania</b>	<b>179 457</b>	<b>2,0</b>
Australia	169 158	1,9
<b>Latin-Amerika</b>	<b>71 222</b>	<b>0,8</b>
Brasil	39 942	0,4
<b>Afrika</b>	<b>39 892</b>	<b>0,4</b>
Sør-Afrika	33 007	0,4
<b>Midtøsten</b>	<b>37 541</b>	<b>0,4</b>

<sup>1</sup> Summerer seg ikke til total markedsverdi på aksjebeholdningene fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

**Tabell 14** Sektorsammensetning av fondets aksjebeholdninger.

Sektor	Millioner kroner <sup>1</sup>	Prosent
<b>Teknologi</b>	<b>1 822 542</b>	<b>20,5</b>
Teknologi	1 822 542	20,5
<b>Varige konsumvarer</b>	<b>1 292 382</b>	<b>14,6</b>
Detaljhandel	402 173	4,5
Forbrukerprodukter og -tjenester	383 835	4,3
Biler og bildeler	252 197	2,8
Reise og fritid	143 678	1,6
Media	110 498	1,2
<b>Finans</b>	<b>1 275 524</b>	<b>14,4</b>
Bank	614 790	6,9
Finanstjenester	380 558	4,3
Forsikring	280 176	3,2
<b>Industri</b>	<b>1 189 980</b>	<b>13,4</b>
Industrivarer og -tjenester	999 283	11,3
Bygg og materialer	190 698	2,1
<b>Helse</b>	<b>1 013 017</b>	<b>11,4</b>
Helse	1 013 017	11,4
<b>Eiendom</b>	<b>558 606</b>	<b>6,3</b>
Eiendom	558 606	6,3
<b>Konsumvarer</b>	<b>531 917</b>	<b>6,0</b>
Mat-, drikke- og tobakksvarer	334 921	3,8
Husholdningsvarer og varer til personlig bruk	196 996	2,2
<b>Materialer</b>	<b>390 132</b>	<b>4,4</b>
Råvarer	200 160	2,3
Kjemikalier	189 971	2,1
<b>Energi</b>	<b>331 571</b>	<b>3,7</b>
Energi	331 571	3,7
<b>Telekommunikasjon</b>	<b>281 873</b>	<b>3,2</b>
Telekommunikasjon	281 873	3,2
<b>Kraft- og vannforsyning</b>	<b>210 307</b>	<b>2,4</b>
Kraft- og vannforsyning	210 307	2,4

<sup>1</sup> Summerer seg ikke opp til total markedsverdi på aksjebeholdningene fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

# Negativ avkastning på renteinvesteringene

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på -1,9 prosent i 2021. Finansmarkedene ble hjulpet av fortsatt ekspansiv pengepolitikk hvor styringsrenten ble holdt nær eller under null i hovedmarkedene, og med vekst i sentralbankenes balanse via kjøp av obligasjoner.

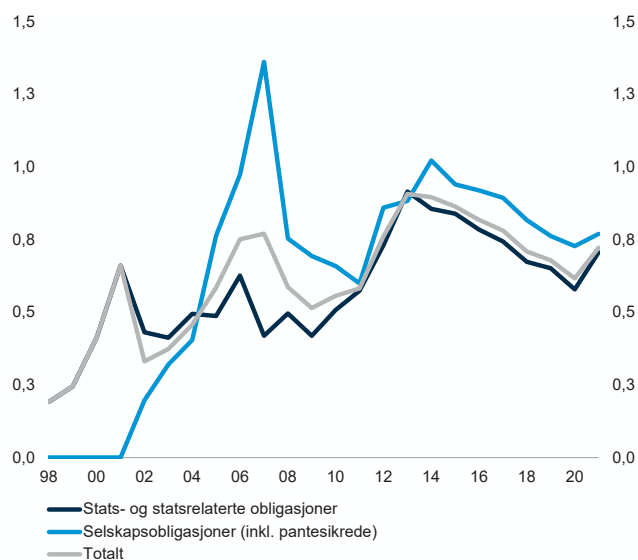




Renteinvesteringene utgjorde 25,4 prosent av fondet ved utgangen av året. Investeringene besto hovedsakelig av obligasjoner i tillegg til kortsiktige rentepapirer og bankinnskudd. Rentemarkedet har gjennom året fortsatt vært preget av pandemien, med pengepolitikk i hovedsak rettet mot økt økonomisk vekst. Inflasjonen har ligget over målene sentralbankene har. Dette har ført til renteoppgang i mange fremvoksende økonomier og diskusjon om inflasjonen er forbigående eller av mer varig karakter i utviklede økonomier.

**Figur 11** Fondets eierandeler i obligasjonsmarkedene. Prosent av markedsverdien til obligasjoner i referanseindeksen.

Kilde: Bloomberg Barclays Indices, Norges Bank Investment Management



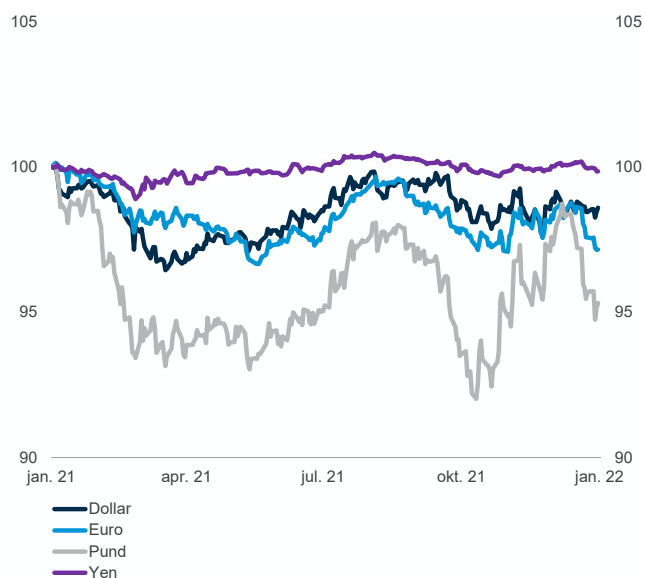
### Fortsatt lave renter

Statsobligasjoner fikk en avkastning på -3,2 prosent i 2021 og utgjorde 61,1 prosent av renteinvesteringene. Statsobligasjoner i utviklede markeder, som utgjorde 58,6 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på -3,1 prosent.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på -2,6 prosent i amerikanske dollar, 0,4 prosent målt i valutakurven, og utgjorde 24,8 prosent av renteinvesteringene.

**Figur 12** Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2020 = 100.

Kilde: Bloomberg Barclays Indices



Dette var fondets største beholdning av statsgjeld fra én enkeltutsteder. Tiårsrenten i USA startet året på 0,9 prosent og hadde en markant økning i første kvartal opp til 1,7 prosent. Etter å ha falt tilbake med mer enn 0,5 prosentpoeng i løpet av våren og sommeren steg den noe mot slutten av året og endte rett i overkant av 1,5 prosent. Federal Reserve, den amerikanske sentralbanken, har holdt styringsrenten nær null og har tilført likviditet til markedet gjennom kjøp av obligasjoner. Nedtrappingen av disse kjøpene startet i desember og er ventet å bli avsluttet i mars 2022. Den amerikanske dollaren har styrket seg mot de fleste andre valutaer i løpet av året.

Eurodenominerte statsobligasjoner fikk en avkastning på -3,9 prosent i euro og -7,9 prosent i valutakurven og utgjorde 11,8 prosent av renteinvesteringene. Innskuddsrenten i den europeiske sentralbanken var på -0,5 prosent gjennom året. Likviditetstilførselen fra sentralbanken har fortsatt gjennom året, med

kjøpsprogrammet etablert i forbindelse med pandemien som det mest sentrale elementet. Dette har bidratt til rolige rentemarkeder med små svingninger i risikopremier. Euroen har svekket seg mot mange andre valutaer i løpet av året.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 11,7 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 0,7 prosent i yen og -6,9 prosent i valutakurven. Det var ikke vesentlige endringer hverken i pengepolitikk eller rentenivå i Japan. Japanske yen svekket seg mot de fleste andre lands valutaer.

Britiske statsobligasjoner, som utgjorde 2,1 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på -6,0 prosent i britiske pund og -4,0 prosent i valutakurven. Styringsrenten i Storbritannia ble holdt på 0,1 prosent frem til desember, da den ble hevet med 0,15 prosentpoeng til 0,25 prosent. Den britiske sentralbanken har kjøpt statsobligasjoner gjennom hele 2021 for å støtte opp under økonomien. Disse kvantitative lettelsene vil ikke bli videreført i 2022.

**Tabell 15** Avkastning på fondets største obligasjonsbeholdninger i 2021. Fordelt etter valuta. Prosent.

Valuta	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av renteinvesteringene
Amerikanske dollar	1,8	-1,2	46,9
Euro	-6,4	-2,3	27,6
Japanske yen	-6,9	0,7	12,8
Britiske pund	-1,0	-3,1	4,7
Singaporske dollar	-1,8	-2,8	4,6
Kanadiske dollar	1,7	-2,2	4,5
Australske dollar	-5,6	-2,8	2,5
Svenske kroner	-7,0	-0,5	1,1
Sveitsiske franc	-2,3	-2,3	0,6
Danske kroner	-6,3	-2,3	0,5

Statsobligasjoner i fremvoksende markeders valuta, som utgjorde 2,5 prosent av renteinvesteringene, fikk i 2021 en avkastning på -3,9 prosent. Det var renteøkninger i mange fremvoksende økonomier, spesielt i Latin-Amerika, for å dempe inflasjonspresset. Obligasjoner fra utstedere hjemmehørende i fremvoksende økonomier ble tatt ut av referanseindeksen til fondet i 2019. De er imidlertid fortsatt en del av investeringsuniverset og kan utgjøre opp til 5 prosent av fondets renteinvesteringer.

Realrenteobligasjoner, som alle er utstedt av stater, fikk en avkastning på 6,4 prosent og utgjorde 6,2 prosent av renteinvesteringene. Faktisk inflasjon har vært høy, og fremtidige inflasjonsforventninger har også steget. Dette har ført til betydelig bedre avkastning på denne typen obligasjoner, sammenlignet med tilsvarende nominelle obligasjoner.

**Figur 13** Kursutviklingen for ulike typer obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2020 = 100.

Kilde: Bloomberg Barclays Indices



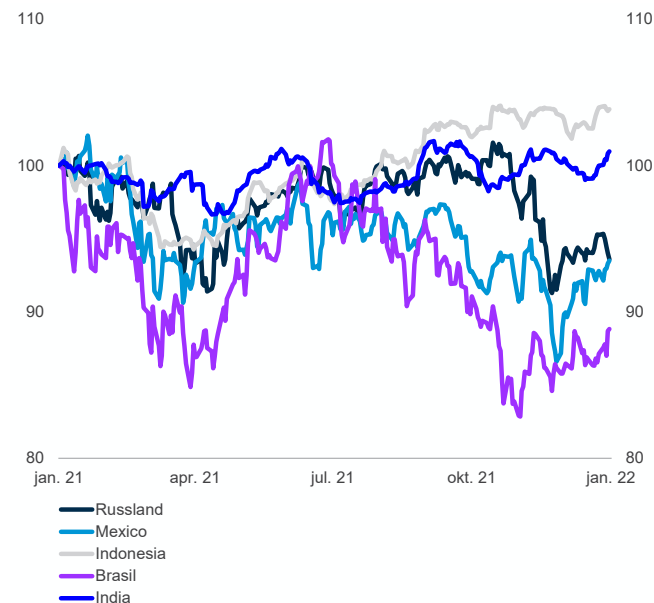
Fondet var også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau, Canada Mortgage and Housing Corp. og European Investment Bank. Beholdningen av slike obligasjoner fikk en avkastning på -3,3 prosent og sto for 11,7 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 0,1 prosent og utgjorde 23,9 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året. Det har vært små endringer i kredittpremien gjennom året, og den bedre avkastningen skyldes i hovedsak en høyere andel i amerikanske dollar sammenlignet med resten av obligasjonsporteføljen.

De pantesisikrede obligasjonene, som i hovedsak besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på -4,6 prosent. Pantesisikrede obligasjoner utgjorde 6,1 prosent av fondets renteinvesteringer.

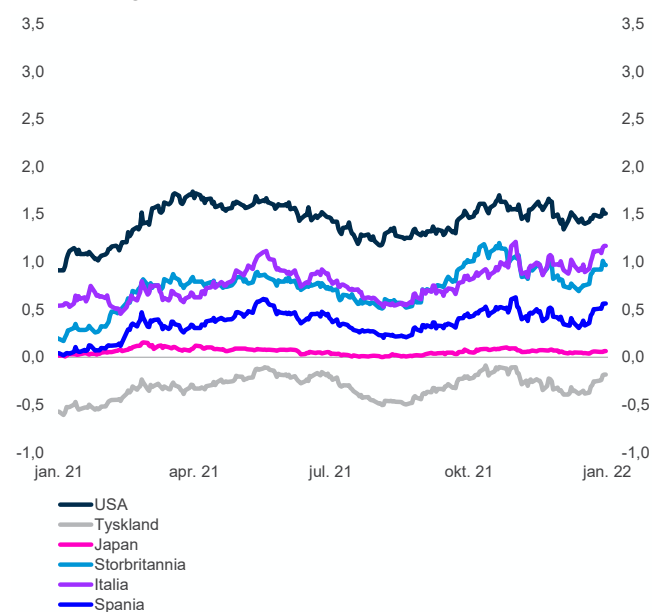
**Figur 14** Kursutviklingen for statsobligasjoner utstedt i et utvalg av fremvoksende økonomiers valutaer. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2020 = 100.

Kilde: Bloomberg Barclays Indices



**Figur 15** Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent.

Kilde: Bloomberg



**Tabell 16** Avkastningen på fondets renteinvesteringer i 2021. Fordelt etter sektor i internasjonal valuta. Prosent.

Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene <sup>1</sup>
Statsobligasjoner <sup>2</sup>	-3,2	61,1
Statsrelaterte obligasjoner <sup>2</sup>	-3,3	11,7
Realrenteobligasjoner <sup>2</sup>	6,4	6,2
Selskapsobligasjoner	0,1	23,9
Pantesikrede obligasjoner	-4,6	6,1

<sup>1</sup> Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.  
<sup>2</sup> Nasjonale stater utsteder flere typer obligasjoner, og disse grupperes i ulike kategorier for fondets renteinvesteringer. Obligasjoner som er utstedt av et land i landets egen valuta, klassifiseres som statsobligasjoner. Obligasjoner som er utstedt av et land i et annet lands valuta, inngår i kategorien statsrelaterte obligasjoner. Realrenteobligasjoner som er utstedt av et land, inngår i kategorien realrenteobligasjoner.

**Tabell 17** Sektorfordeling av fondets renteinvesteringer.

Sektor	Millioner kroner <sup>1</sup>	Prosent
<b>Statsobligasjoner</b>	<b>1 914 848</b>	<b>61,1</b>
Statsobligasjoner	1 914 848	61,1
<b>Statsrelaterte obligasjoner</b>	<b>367 840</b>	<b>11,7</b>
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	155 965	5,0
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	131 218	4,2
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	70 640	2,3
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	10 016	0,3
<b>Realrenteobligasjoner</b>	<b>195 879</b>	<b>6,2</b>
Realrenteobligasjoner	195 879	6,2
<b>Selskapsobligasjoner</b>	<b>748 389</b>	<b>23,9</b>
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	354 885	11,3
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	327 240	10,4
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	66 264	2,1
<b>Pantesikrede obligasjoner</b>	<b>191 948</b>	<b>6,1</b>
Obligasjoner med fortrinnsrett	191 948	6,1

<sup>1</sup> Summerer seg ikke til total markedsverdi på renteinvesteringene fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

**Tabell 18** Fondets største obligasjonsbeholdninger sortert på utsteder per 31. desember 2021. Millioner kroner.

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	877 936
Japanske stat	Japan	370 519
Monetary Authority of Singapore	Singapore	132 622
Tyske stat	Tyskland	121 399
Britiske stat	Storbritannia	93 596
Franske stat	Frankrike	74 825
Italienske stat	Italia	63 741
Kanadiske stat	Canada	55 754
Australske stat	Australia	45 988
Spanske stat	Spania	45 547
Canada Mortgage & Housing Corp	Canada	41 476
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	26 729
Nederlandske stat	Nederland	25 786
Østerrikske stat	Østerrike	23 115
Bank of America Corp	USA	19 412
Goldman Sachs Group, Inc./The	USA	18 268
Den europeiske unionen	Internasjonal organisasjon	17 875
Svenske stat	Sverige	17 607
Belgiske stat	Belgia	17 508
Irske stat	Irland	17 276

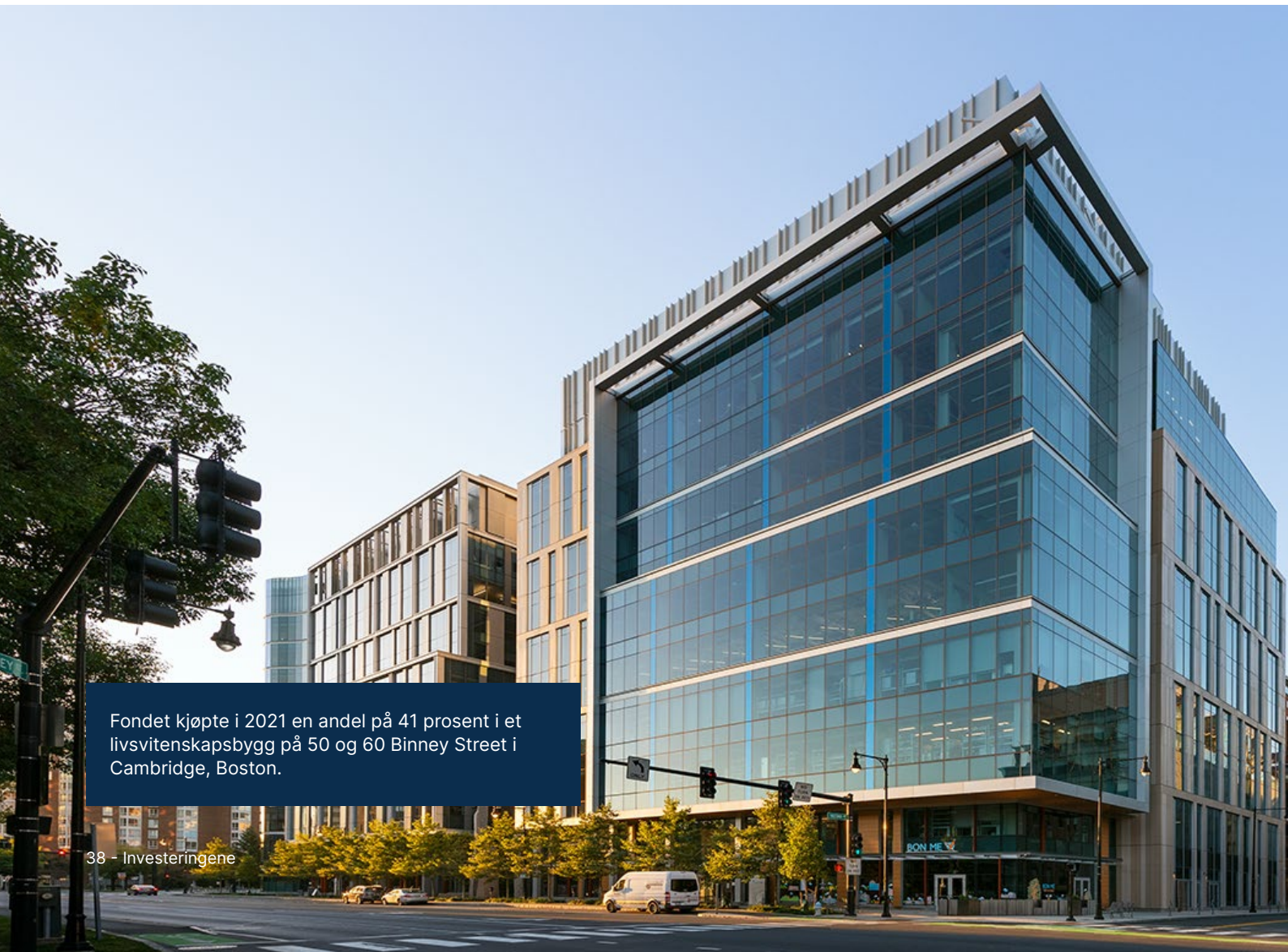
**Tabell 19** Valutasammensetning av fondets obligasjonsbeholdninger.

Sektor	Millioner kroner <sup>1</sup>	Prosent
Amerikanske dollar	1 469 043	46,9
Euro	866 527	27,6
Japanske yen	400 341	12,8
Britiske pund	148 592	4,7
Singaporske dollar	145 597	4,6
Kanadiske dollar	141 304	4,5
Australske dollar	78 240	2,5
Svenske kroner	35 724	1,1
Sveitsiske franc	20 118	0,6
Danske kroner	17 040	0,5
Newzealandske dollar	15 585	0,5
Sørkoreanske won	13 571	0,4
Brasilianske real	13 065	0,4
Sørafrikanske rand	7 907	0,3
Meksikanske peso	7 145	0,2
Colombianske peso	6 824	0,2
Malaysiske ringgit	6 583	0,2
Indiske rupi	6 384	0,2
Indonesiske rupiah	5 603	0,2
Israelske shekel	4 700	0,1
Chilenske pesos	2 850	0,1
Thailandske baht	2 348	0,1

<sup>1</sup> Summerer seg ikke til total markedsverdi på obligasjonsbeholdningene fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

# Sterk avkastning for eiendoms- investeringene

Fondets investeringer i eiendom ga en samlet avkastning på 18,6 prosent i 2021 og utgjorde 4,6 prosent av fondet ved utgangen av året. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på 13,6 prosent, mens de børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på 26,8 prosent.



Fondet kjøpte i 2021 en andel på 41 prosent i et livsvitenskapsbygg på 50 og 60 Binney Street i Cambridge, Boston.

Fondets strategi for eiendom omfatter både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Til sammen utgjorde disse investeringene 573 milliarder kroner ved utgangen av 2021.

### Unotert eiendom

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

Unoterte eiendomsinvesteringer hadde en markedsverdi på 312 milliarder kroner, som tilsvarer 2,5 prosent av fondet ved utgangen av 2021. Som andel av eiendomsforvaltningen utgjorde unoterte eiendomsinvesteringer 54,3 prosent, mens resten var i form av børsnoterte eiendomsselskaper.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter, driftskostnader, verdiendringer på eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp og salg av eiendom. Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 3,4 prosent i 2021 målt i lokal valuta. Driftskostnader består av renter på ekstern gjeld, skatter, faste forvaltningshonorarer, kostnader i driftsselskaper og kostnader i datterselskaper. Verdiendringer bidro positivt til resultatet med 9,8 prosent målt i lokal valuta. Verdiendringer består av realiserte gevinster og tap, endring i eiendommenes markedsverdi, ekstern gjeld og andre eiendeler og variable forvaltningshonorarer. Transaksjonskostnader tilsvarte -0,1 prosent. Valutasvingninger hadde en svakt positiv påvirkning på resultatet med 0,2 prosent for året, som følge av ulik valutasammensetning i eiendomsporteføljen og fondets valutakurv.

2021 har vært et godt år for eiendomsinvesteringene, etter et krevende år i 2020 som følge av pandemien. De akutte effektene av tiltakene for å håndtere pandemien har blitt ledsaget av en akselerasjon av allerede eksisterende trender i eiendomsmarkedet. Handel i fysiske butikker har i økende grad blitt erstattet av e-handel, et fenomen som har vært svært positiv for logistikksektoren. Avkastningen

på fondets unoterte logistikkeiendommer var 38,5 prosent målt i lokal valuta i 2021, drevet av høy leievekst og fallende avkastningskrav. Spesielt sterk har utviklingen vært i USA. Handelssektoren gjorde det svakt i 2021, men bedre enn i 2020. Innen kontorsektoren er det fortsatt stor usikkerhet knyttet til langsiktige trender, men sektoren leverte solid avkastning, spesielt for Europa. Det er et økende fokus på miljø- og bærekraftsvurderinger for eiendom, noe som også har preget mye av arbeidet med fondets eiendomsportefølje i 2021.

Eiendomsinvesteringene i Europa hadde en avkastning på 8,8 prosent målt i lokal valuta og sto for 47,3 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer.

Logistikk var sterkeste sektor også i Europa, etterfulgt av kontor. Handelseiendommene gjorde det betydelig bedre enn i 2020. Verdifallet for handelseiendommene i Storbritannia flatet noe ut, mens det var en liten oppgang for Paris.

Eiendomsinvesteringene i USA hadde en avkastning på 18,9 prosent målt i lokal valuta og sto for 50,1 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Avkastningen for logistikkporteføljen i USA var særdeles sterk i 2021. For kontoreiendommene var verdiutviklingen derimot relativt flat.

Eiendomsinvesteringene i Japan hadde en avkastning på 0,6 prosent målt i lokal valuta, og sto for 2,6 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer ved utgangen av 2021. Verdiutviklingen for kontor var relativt flat, mens handel opplevde også for 2021 en liten nedgang i verdi.

**Tabell 20** Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. desember 2021. Millioner kroner.

	Verdi <sup>1</sup>
Unoterte eiendomsinvesteringer	311 538
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	261 672
<b>Aggregerte eiendomsinvesteringer</b>	<b>573 211</b>

<sup>1</sup> Inkludert bankinnskudd og andre fordringer.

**Tabell 21** Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Prosentpoeng.

	Siden 01.04.2011	2021	2020	2019	2018	2017
Leieinntekter	3,8	3,4	3,4	3,6	3,6	3,7
Verdiendringer	3,4	9,8	-3,5	3,1	4,1	3,8
Transaksjonskostnader	-0,9	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Resultat av valutajusteringer	0,1	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,1
<b>Totalt (prosent)</b>	<b>6,5</b>	<b>13,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>

**Tabell 22** Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer, eksklusive logistikk, per by per 31. desember 2021.

By	Prosent
Paris	23,1
London	19,7
New York	17,5
Boston	13,4
San Francisco	6,0
Washington, D.C.	5,4
Zürich	5,3
Berlin	4,6
Tokyo	3,8
Sheffield	0,5

**Tabell 23** Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer, Logistikk per land per 31. desember 2021.

Land	Prosent
USA	65,5
Storbritannia	12,6
Frankrike	4,8
Spania	3,4
Nederland	3,1
Italia	2,5
Tyskland	2,5
Tsjekkia	1,9
Polen	1,8
Ungarn	0,9

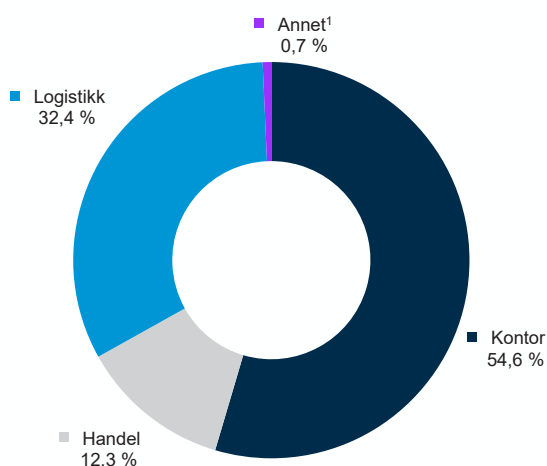
**Tabell 24** Annonserte nye investeringer og salg av eiendom i 2021.

	By	Partner	Sektor	Eierandel Prosent	Valuta	Pris Millioner
<b>Nye investeringer</b>						
Én logistikkeiendom i Daventry	Daventry, Storbritannia	Prologis	Logistikk	50	GBP	27,1
11 logistikkeiendommer i Berlin og Rhine-Ruhr	Berlin, Tyskland	Prologis	Logistikk	47	EUR	108,0
One Memorial Drive, Cambridge	Boston, USA	MetLife	Kontor	47,5	USD	391,9
50-60 Binney Street, Cambridge	Boston, USA	Alexandria Real Estate og MetLife	Livsviten- skap (life sciences)	41	USD	485,9
<b>Salg av eiendom</b>						
1 logistikkeiendom i Jeffersonville	Jeffersonville, USA	Prologis	Logistikk	45	USD	45,0 <sup>1</sup>
27 logistikkeiendommer i USA	USA	Prologis	Logistikk	45	USD	206,0

<sup>1</sup> I juni 2021 ble beløpsgrensen for når kjøp og salg blir annonsert, hevet fra 25 millioner dollar til 100 millioner dollar.

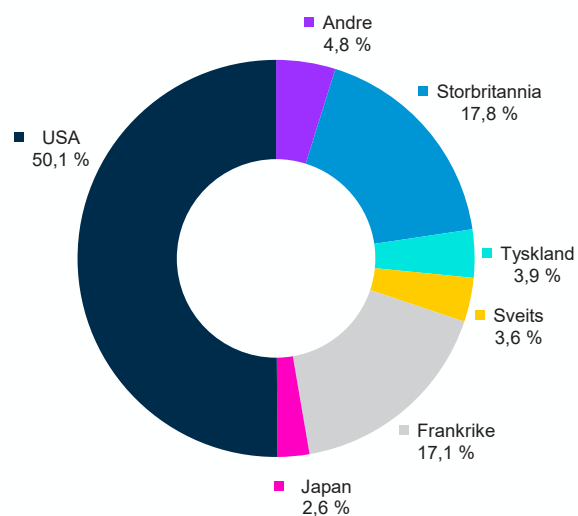


**Figur 16** Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter sektor per 31. desember 2021. Prosent.

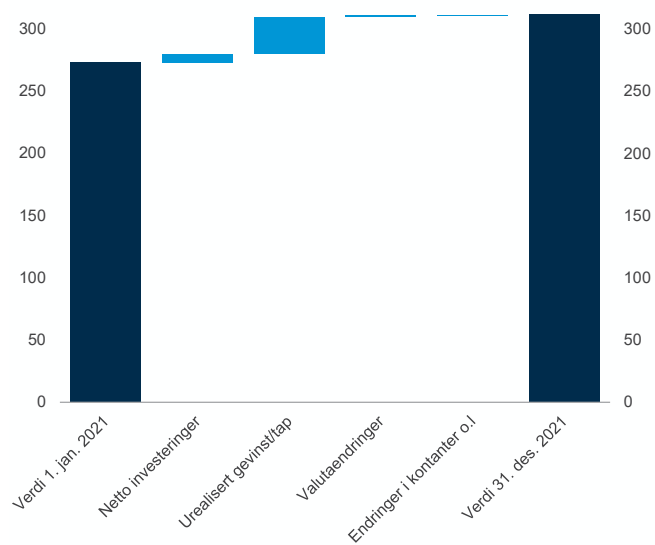


<sup>1</sup> Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer.

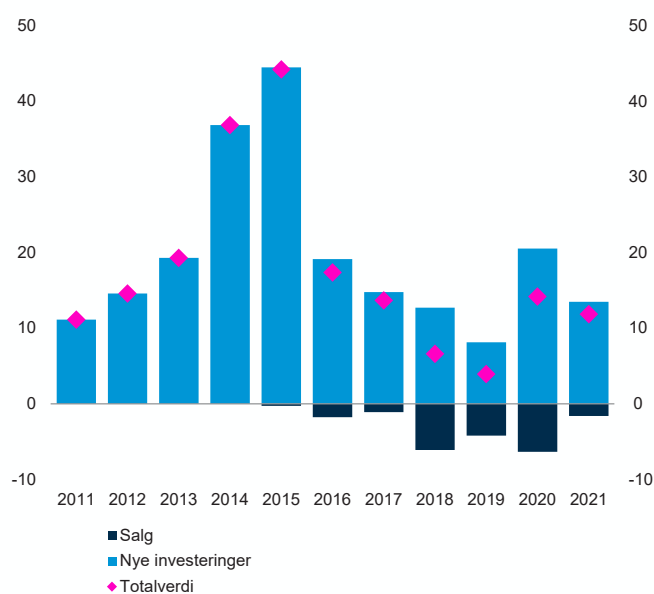
**Figur 17** Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter land per 31. desember 2021. Prosent.



**Figur 18** Endringer i markedsverdien for fondets unoterte eiendomsinvesteringer i 2021. Milliarder kroner.



**Figur 19** Årlige investeringer i unotert eiendom. Gjennomførte transaksjoner. Milliarder kroner.



# Samlede eiendomsinvesteringer

Andel av markedsverdi



USA 56,9 %  
Storbritannia 15,3 %  
Frankrike 11,1 %

Tyskland 8,0 %  
Sveits 2,2 %  
Japan 1,4 %

Sverige 1,3 %  
Nederland 1,0 %  
Andre land 2,8 %

## Børsnotert eiendom

De børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde en svært god avkastning på 26,8 prosent i 2021. Etter at det ble bestemt at unotert eiendom og notert eiendom skal forvaltes under en kombinert strategi, har investeringene i notert eiendom økt fra 147 milliarder kroner ved utgangen av 2020 til 262 milliarder kroner ved utgangen av 2021. Investeringene utgjorde 2,1 prosent av fondet. Som andel av eiendomsforvaltningen utgjorde børsnotert eiendom 45,7 prosent.

Fondets investeringer i noterte eiendomsselskaper har eksponering mot eiendommer av høy kvalitet i

attraktive byer og sektorer globalt, som komplementerer fondets unoterte eiendomsportefølje. Den børsnoterte eiendomsporteføljen er i hovedsak investert i sektorene bolig, kontor og handel. Geografisk er det en tilnærmet lik fordeling mellom USA og Europa.

De børsnoterte eiendomsinvesteringene besto av 63 selskaper. Fondets høyeste eierandel var på 25,7 prosent i det børsnoterte eiendomsselskapet selskapet Shaftesbury plc ved utgangen av 2021. Selskapet er ett av fire børsnoterte selskaper i porteføljen der fondet eier mer enn 10 prosent. I verdi er investeringen i Vonovia SE den største enkeltinvesteringen.

**Tabell 25** Fondets eierandeler i eiendomsforvaltningens 20 største børsnoterte investeringer, sortert etter eierandel.<sup>1</sup> Eierandeler i prosent og beholdning i millioner kroner.

Selskap	Land	Eierandel	Beholdning
Shaftesbury plc	Storbritannia	25,7	7 267
Great Portland Estates plc	Storbritannia	15,4	3 399
Capital & Counties Properties plc	Storbritannia	15,0	2 568
Vonovia SE	Tyrskland	11,1	42 007
Derwent London plc	Storbritannia	9,6	4 376
Regency Centers Corp	USA	9,4	10 725
Vornado Realty Trust	USA	9,4	6 660
Gecina S.A.	Frankrike	9,3	8 811
Federal Realty Investment Trust	USA	9,2	8 649
Land Securities Group plc	Storbritannia	9,2	6 308
Paramount Group Inc.	USA	9,1	1 462
JBG SMITH Properties	USA	9,0	2 966
British Land Company plc/The	Storbritannia	8,8	5 187
Alexandria Real Estate Equities, Inc.	USA	8,7	26 449
Boston Properties, Inc.	USA	8,3	13 206
Equity Residential	USA	8,0	24 001
Kilroy Realty Corp.	USA	7,8	5 308
Svenska Cellulosa AB	Sverige	7,2	7 892
Hudson Pacific Properties, Inc.	USA	6,0	1 995
UDR, Inc.	USA	5,8	9 553

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



Fondets første investering i unotert infrastruktur for fornybar energi. Havvindparken Borssele 1 & 2 i Nederland

# Unotert infrastruktur for fornybar energi

Fondet gjennomførte i 2021 den første investeringen i unotert infrastruktur for fornybar energi. I løpet av året ga investeringen en avkastning på 4,2 prosent og utgjorde 0,1 prosent av fondet ved utgangen av året.

I april 2021 annonserte vi en avtale om å kjøpe 50 prosent av havvindparken Borssele 1 & 2 i Nederland for 1 375 millioner euro, tilsvarende rundt 13,9 milliarder kroner. Transaksjonen ble gjennomført i mai. Dette er den første og så langt eneste investeringen fondet har gjort i unotert infrastruktur for fornybar energi.

Havvindparken ble kjøpt av Ørsted, som eier den resterende andelen på 50 prosent og har ansvaret for driften av vindparken. Vindparken har en installert produksjonskapasitet på 752 MW og produserer energi tilsvarende det årlige elektrisitetsforbruket til rundt én million nederlandske husstander.

Avkastningen for 2021 var på 4,2 prosent, målt i valutakurven. Avkastningen kommer hovedsakelig av verdiendring og kontantstrøm fra kraftproduksjon gjennom året. Både verdiendring og kontantstrøm påvirkes positivt av de høye strømprisene i markedet. Verdien av vindparken skrives ned til null i løpet av prosjektets levetid.

Finansdepartementet har i mandatet fastsatt en øvre ramme for disse investeringene på 2 prosent av fondets verdi. Det er i tillegg stilt krav om at slike investeringer skal gjennomføres innenfor rammen for de miljørelaterte investeringsmandatene, som har en øvre grense på 120 milliarder kroner.

**Tabell 26** Verdien av unoterte infrastrukturinvesteringer for fornybar energi per 31. desember 2021. Millioner kroner.

	Verdi <sup>1</sup>
Unoterte infrastrukturinvesteringer	14 288

<sup>1</sup> Inkludert bankinnskudd og andre fordringer.

**Tabell 27** Avkastning på unoterte infrastrukturinvesteringer for fornybar energi per 31. desember 2021. Prosentpoeng.

	Avkastning <sup>1</sup>
Unoterte infrastrukturinvesteringer	4,2

<sup>1</sup> Første infrastrukturinvestering ble gjort i andre kvartal 2021.

# Globale investeringer

Antall investeringer per aktivaklasse





## Afrika

144 selskaper  
10 obligasjoner  
fra 1 utsteder

## Europa

1 866 selskaper  
2 027 obligasjoner  
fra 507 utstedere  
433 eiendommer  
1 unotert infrastruktur  
for fornybar energi

## Midtøsten

127 selskaper  
9 obligasjoner  
fra 1 utsteder

## Asia

4 295 selskaper  
537 obligasjoner  
fra 69 utstedere  
6 eiendommer

## Oseania

389 selskaper  
198 obligasjoner  
fra 37 utstedere





# 3 Forvaltningen

50 Investeringsstrategiene

56 Investeringsrisiko

60 Investere ansvarlig

# Høyere avkastning enn referanseindeksen

Vi søker å utnytte fondets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse for å skape høy avkastning med akseptabel risiko. I 2021 var fondets samlede avkastning 0,74 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen.

Avkastningen på fondets investeringer sammenlignes med avkastningen på fondets referanseindeks, som er fastsatt av Finansdepartementet og sammensatt av globale indekser for aksjer og obligasjoner. Aksjedelen av indeksen, som tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen, besto av 8 816 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2021. Obligasjonsdelen av indeksen tar utgangspunkt i indekser fra Bloomberg Indices og besto av 16 055 obligasjoner fra 1 721 utstedere.

Ved utgangen av 2021 var fondet investert i 9 338 børsnoterte aksjeselskaper, inkludert børsnoterte eiendomsselskaper og 5 568 obligasjoner fra 1 365 utstedere. I tillegg var fondet investert i 867 unoterte eiendommer og én havvindpark. For å kunne gjøre alle disse investeringene på en måte som bidrar til målet om høyest mulig avkastning etter kostnader, delegerer vi ansvaret for enkeltinvesteringer til våre porteføljeforvaltere gjennom individuelle investeringsmandater. Disse mandatene er etablert innenfor fondets tre hovedstrategier, markedseksposering, verdipapirseleksjon og allokering. En delegert mandatsstruktur bidrar til at vi opparbeider oss inngående kunnskap om utvalgte markedssegmenter og selskaper. Denne kompetansen setter oss i stand til å være en bedre ansvarlig investor. Vi hadde ved utgangen av 2021

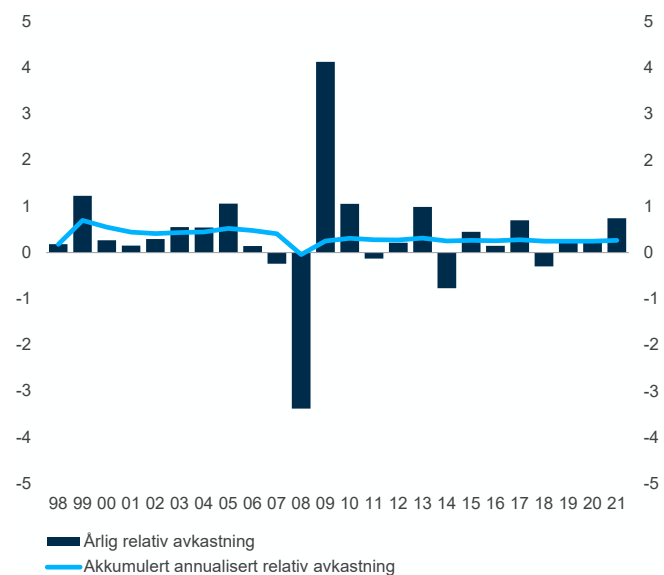
248 individuelle aksje- og obligasjonsmandater, hvor 97 er knyttet til eksterne aksjeforvaltere. Denne tilnærmingen muliggjør presis styring og kontroll med risiko, avkastningsmåling, kostnader og insentiver for hvert enkelt investeringsmandat.

Fondets investeringer i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi er ikke en del av referanseindeksen fastsatt av departementet. For å investere i eiendom og unotert infrastruktur må vi derfor selge aksjer og obligasjoner i referanseindeksen for å finansiere investeringene. Hvilke aksjer og obligasjoner som selges, avhenger av i hvilket land og hvilken valuta investeringen gjøres. Når vi måler den relative avkastningen for aksje- og obligasjonsforvaltningen, måler vi mot referanseindeksen justert for aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere investeringene i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Avkastningen på eiendoms- og infrastrukturinvesteringene måles mot aksjer og obligasjoner som er solgt for å finansiere investeringene, men også mot et bredere sett med avkastningsmål.

I 2021 var fondets samlede avkastning 0,74 prosentpoeng høyere enn avkastningen på fondets referanseindeks. Fondets relative avkastning har siden 1998 vært 0,27 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen – for de siste ti årene 0,25 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,30 prosentpoeng høyere.



**Figur 20** Årlig relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning på fondet. Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016. Prosentpoeng.



**Tabell 28** Relativ avkastning. Prosentpoeng.

	2021
Fondet	0,74
Aksjeinvesteringene	0,78
Renteinvesteringene	-0,03

## Aksjeforvaltningen

Aksjeforvaltningen måles mot aksjedelen i referanseindeksen, der det er tatt hensyn til salg av aksjer som finansiering av eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Aksjeforvaltningens avkastning var 0,78<sup>1</sup> prosentpoeng høyere enn den justerte referanseindeksen for aksjer i 2021 og bidro med 0,53 prosentpoeng til fondets samlede relative avkastning. Investeringer i sektorene dagligvare, teknologi og råvarer bidro mest til den relative avkastningen. Investeringene i kraftselskaper og telekommunikasjon hadde et negativt bidrag. Blant de ulike landene som fondet var investert i, bidro aksjer i Kina, USA og Brasil mest positivt til den relative avkastningen. Aksjer i India og Spania bidro negativt.

Aksjeforvaltningens relative avkastning har siden 1999 vært 0,48 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen – for de siste ti årene 0,39 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,41 prosentpoeng høyere.

## Renteforvaltningen

Renteforvaltningen blir sammenlignet med obligasjonsdelen av referanseindeksen, der det er tatt hensyn til salg av obligasjoner for finansiering av eiendom. Renteforvaltningens avkastning var 0,05 prosentpoeng lavere enn den justerte referanseindeksen i 2021. Bidraget til fondets relative avkastning var -0,02 prosentpoeng, med negative bidrag fra selskapsobligasjoner og obligasjoner utstedt av myndigheter i fremvoksende land og positive bidrag fra statsobligasjoner utstedt av myndigheter i Nord-Amerika og Asia.

Renteforvaltningens relative avkastning har siden 1998 vært 0,16 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen – for de siste ti årene 0,04 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,23 prosentpoeng høyere.

## Eiendom

Vi investerer i eiendom for å forbedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Fondets samlede strategi

for eiendom består av både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Den relative avkastningen for eiendomsforvaltningen er avkastningsforskjellen mellom avkastningen på fondets samlede eiendomsinvesteringer og avkastningen på de obligasjonene og aksjene vi har solgt for å finansiere disse. Eiendomsforvaltningen bidro med 0,31 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2021. De unoterte eiendomsinvesteringene ga et positivt bidrag på 0,16 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Fondets eiendommer innenfor logistikk sto for det største bidraget. De børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde et positivt bidrag på 0,15 prosentpoeng.

Vi rapporterer avkastning for unotert eiendom hvert kvartal og hvert år, men lengre tidsintervaller gir et bedre bilde av eiendommenes utvikling. Fra fondets første unoterte eiendomsinvestering og frem til utgangen av 2016 var årlig avkastning på de unoterte eiendomsinvesteringene 7,67 prosent. I denne perioden ble eiendomsinvesteringene finansiert ved salg av obligasjoner. Årlig avkastning på obligasjonsinvesteringene var 3,62 prosent i tilsvarende periode. Fra 2017 ble unotert eiendom finansiert med salg av aksjer og obligasjoner. I perioden 2017 til 2021 har denne sammensetningen gitt en årlig avkastning på 6,6 prosent, sammenlignet med avkastningen for de unoterte eiendomsinvesteringene på 7,0 prosent.

## Unotert infrastruktur for fornybar energi

Vi investerer i unotert infrastruktur for fornybar energi for å forbedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Fondets strategi er å bygge opp en portefølje av vind- og solkraftanlegg av høy kvalitet. Den relative avkastningen for fornybar energi er avkastningsforskjellen mellom avkastningen på fondets samlede investeringer i infrastruktur for fornybar energi og avkastningen på de obligasjonene og aksjene vi har solgt for å finansiere disse. Fondets første investering i infrastruktur for fornybar energi ble foretatt i april 2021 og fikk deretter en avkastning på 8,77 prosent frem til årsslutt 2021 målt i euro.

<sup>1</sup> Siden 2019 har fondet tatt en regnskapsmessig avsetning for fremtidige skatteforpliktelser knyttet til kapitalgevinster i India som ikke er inkludert i referanseindeksen. Denne avsetningen påvirket det relative resultatet for 2021 med -3 469 millioner kroner.

**Tabell 29** Relativ avkastning for fondets forvaltning. Prosentpoeng.

År	Fondet <sup>1</sup>	Aksje- forvaltningen <sup>2</sup>	Rente- forvaltningen <sup>2</sup>	Eiendoms- forvaltningen <sup>2</sup>	Infrastruktur- forvaltningen
2021	0,74	0,78	-0,05	7,36	8,04
2020	0,27	0,98	0,76	-13,81	-
2019	0,23	0,51	0,11	-3,89	-
2018	-0,30	-0,69	-0,01	5,49	-
2017	0,70	0,79	0,39	0,70	-
2016	0,15	0,15	0,16	-	-
2015	0,45	0,83	-0,24	-	-
2014	-0,77	-0,82	-0,70	-	-
2013	0,99	1,28	0,25	-	-
2012	0,21	0,52	-0,29	-	-
2011	-0,13	-0,48	0,52	-	-
2010	1,06	0,73	1,53	-	-
2009	4,13	1,86	7,36	-	-
2008	-3,37	-1,15	-6,60	-	-
2007	-0,24	1,15	-1,29	-	-
2006	0,14	-0,09	0,25	-	-
2005	1,06	2,16	0,36	-	-
2004	0,54	0,79	0,37	-	-
2003	0,55	0,51	0,48	-	-
2002	0,30	0,07	0,49	-	-
2001	0,15	0,06	0,08	-	-
2000	0,27	0,49	0,07	-	-
1999	1,23	3,49	0,01	-	-
1998	0,18	-	0,21	-	-

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

<sup>2</sup> Målt mot faktisk finansiering fra og med 2017. Aksje- og renteforvaltningens relative avkastning før 2017 er målt mot Finansdepartementets delindekser for aksjer og renter.

## Investeringsstrategier

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

Markedseksposeringsstrategien består av posisjonering og utlån av verdipapirer. Samlet bidro disse strategiene 0,21 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Strategien posisjonering implementerer markedseksposeringer med sikte på å øke avkastningen og redusere transaksjonskostnadene for fondet. Strategien søker å dra nytte av den relative verdsettelsen på tvers av instrumenter og utstedere, prisingsseffektene av selskaps- og markedshendelser samt samt posisjonering knyttet til utvikling innenfor rentemarkedene, deriblant rentenivå, inflasjon, valuta og renteforskjeller mellom land. På aksjesiden bidro strategien posisjonering med 0,14 prosentpoeng der europeiske og amerikanske aksjer var hovedbidragsyttere. På obligasjonssiden bidro strategien posisjonering 0,03 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Utlån av verdipapirer bidro med 0,04 prosentpoeng til fondets relative avkastning, hovedsakelig gjennom utlån av aksjer.

Strategien verdipapirseleksjon er basert på selskapsanalyser med mål om å gi dyp innsikt i fondets største investeringer for å forbedre avkastningen og bidra til arbeidet vårt som en ansvarlig og aktiv eier. Posisjoner fra denne strategien bidro med 0,18 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2021. Intern aksjeseleksjon bidro med 0,12 prosentpoeng i 2021. Investeringer innenfor finansselskaper og råvareselskaper bidro særlig positivt. Investeringer i telekommunikasjonsselskaper bidro svakt negativt. Ekstern aksjeseleksjon bidro med 0,07 prosentpoeng i 2021, med positive bidrag fra alle regioner der investeringer i Asia hadde de største bidragene.

Innenfor renteforvaltningen fokuserer strategien seleksjon på kredittobligasjoner. Denne delstrategien bidro med -0,01 prosentpoeng til fondets relative avkastning.

Strategien allokering omfatter ulike delstrategier som søker å forbedre fondets markeds- og risikoeksponering på sikt.

Denne strategien bidro med 0,36 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2021.

Systematiske risikofaktorer bidro med 0,15 prosentpoeng der både allokering til små selskaper og verdiselskaper har bidratt positivt.

Eiendom rapporteres i strategirapporteringen under realaktivaforvaltningen og bidro med 0,31 prosentpoeng.

Miljørelaterte mandater er en delstrategi innenfor allokering. Investeringer i aksjer innenfor denne delstrategien hadde i 2021 en avkastning på linje med aksjene som finansierer denne strategien. Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi blir rapportert under miljørelaterte mandater og har bidratt med 0,01 prosentpoeng i 2021.

Fondet hadde gjennom store deler av 2021 en undervekt av aksjer mot en overvekt av obligasjoner samt en overvekt av obligasjoner knyttet til fremvoksende økonomier. Obligasjonsporteføljen hadde også lavere durasjon enn referanseindeksen gjennom store deler av 2021. Samlet bidro slike allokeringsbeslutninger med et negativt bidrag på 0,11 prosentpoeng i 2021, de nevnte elementene bidro negativt.

**Tabell 30** Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning i 2021. Prosentpoeng.

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
<b>Markedseksposering</b>	0,18	0,03		-0,00	0,21
Posisjonering	0,14	0,03		-0,00	0,17
Utlån av verdipapirer	0,03	0,00			0,04
<b>Verdipapirseleksjon</b>	0,19	-0,01			0,18
Intern verdipapirseleksjon	0,12	-0,01			0,10
Ekstern verdipapirseleksjon	0,07				0,07
<b>Allokering</b>	0,16	-0,03	0,33	-0,09	0,36
Systematiske risikofaktorer	0,15				0,15
Eiendom			0,31		0,31
Unotert eiendom			0,16		0,16
Notert eiendom			0,15		0,15
Miljørelaterte mandater	0,00		0,01		0,01
Allokeringsbeslutninger	0,01	-0,03		-0,09	-0,11
<b>Totalt</b>	<b>0,53</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,33</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,74</b>

**Tabell 31** Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning fra 2013 til 2021. Annualisert. Prosentpoeng.

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
<b>Markedseksposering</b>	0,11	0,07		0,00	0,19
Posisjonering	0,07	0,07		0,00	0,14
Utlån av verdipapirer	0,05	0,01			0,05
<b>Verdipapirseleksjon</b>	0,17	0,01			0,18
Intern verdipapirseleksjon	0,07	0,01			0,08
Ekstern verdipapirseleksjon	0,10				0,10
<b>Allokering</b>	-0,03	-0,07	-0,02	0,01	-0,12
Systematiske risikofaktorer	-0,03				-0,03
Eiendom			-0,03		-0,03
Unotert eiendom			0,00		0,00
Notert eiendom			-0,03		-0,03
Miljørelaterte mandater	0,03	0,00	0,00		0,03
Allokeringsbeslutninger	-0,03	-0,07	0,00	0,01	-0,10
<b>Totalt</b>	<b>0,25</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,25</b>

# Store svingninger i fondets verdi

Markedsverdien av fondet kan svinge mye. I 2021 var fondets laveste markedsverdi 10 819 milliarder kroner 4. mars, mens den høyeste verdien var på 12 478 milliarder kroner 15. desember.

Sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer, kredittrisikopåslag samt svingninger i verdien av eiendom og infrastruktur for fornybar energi 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, likviditetsrisiko og stresstesting. Slik får vi et bredest mulig bilde av fondets markedsrisiko. Enkelte investeringsstrategier utsetter fondet for økt halerisiko, og denne type risiko monitoreres nøye.

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av 2021 var fondets forventede absolutte volatilitet på 10,3 prosent, eller om lag 1 270 milliarder kroner, mot 10,4 prosent ved utgangen av 2020.

Med en aksjeandel på om lag 70 prosent og et stort fond må vi være forberedt på store svingninger i fondets avkastning og markedsverdi. For å evaluere potensialet for tap gjennomfører vi historiske og fremtidsrettede stresstester. En historisk analyse av en global aksje- og renteandel på henholdsvis 70 prosent og 30 prosent tilbake til 1900 viser årlige tap i stressede perioder på opptil 33 prosent. Ved bruk av lange historiske tidsserier vil sårbarheter som ikke er observert gjennom de seneste krisene, kunne identifiseres, eksempelvis sammenfallende tap i aksjer og renter. Fondet foretar også fremtidsrettet stresstesting av porteføljen.

Siden pandemien brøt ut i 2020, har finanspolitisk stimulans og lettelser i pengepolitikken preget det makroøkonomiske bildet. Videre er det et betydelig avvik mellom realrentene og vekstutsiktene. Fremover, i et stagflasjonsscenario der fondet taper på alle aktivaklasser, vil fondet kunne tape rundt 40 prosent av samlet verdi. Skalert til fondets størrelse ved utgangen av 2021, vil dette utgjøre et tap på i underkant av 5 000 milliarder kroner. En utvidet rapport om stresstesting er tilgjengelig på fondets nettside [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har satt rammer for hvor mye fondets investeringer kan avvike fra referanseindeksen.

Én av grensene er for forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindeks. I henhold til mandatet er alle fondets investeringer inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet og blir målt mot referanseindeksen for fondet, som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Forvaltningen av fondet skal legges opp med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den forventede relative volatiliteten for fondet 0,50 prosentpoeng, ned fra 0,56 prosentpoeng ved utgangen av 2020.

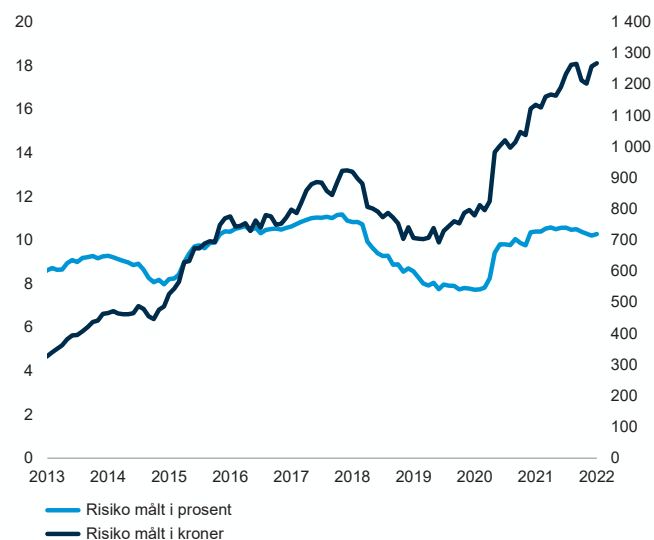
Fondet investerer i eiendom for å skape en bedre diversifisert portefølje. Vi forventer at eiendomsinvesteringene ikke vil ha samme avkastningsprofil som aksjer eller obligasjoner,



**Figur 21** Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter.

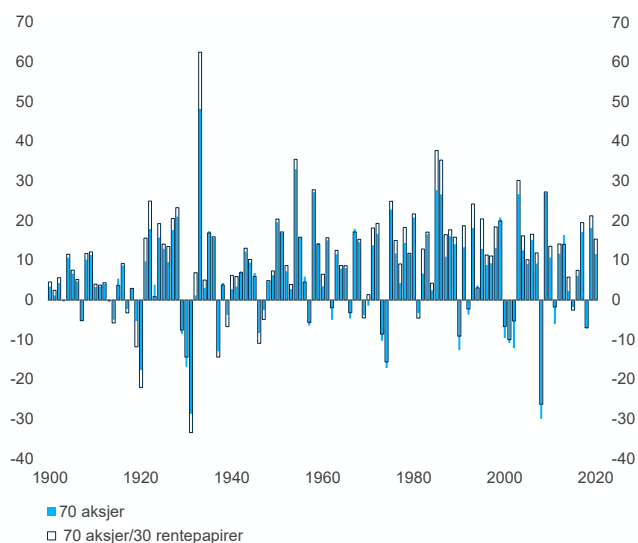


**Figur 22** Forventet absolutt volatilitet for fondet. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse).



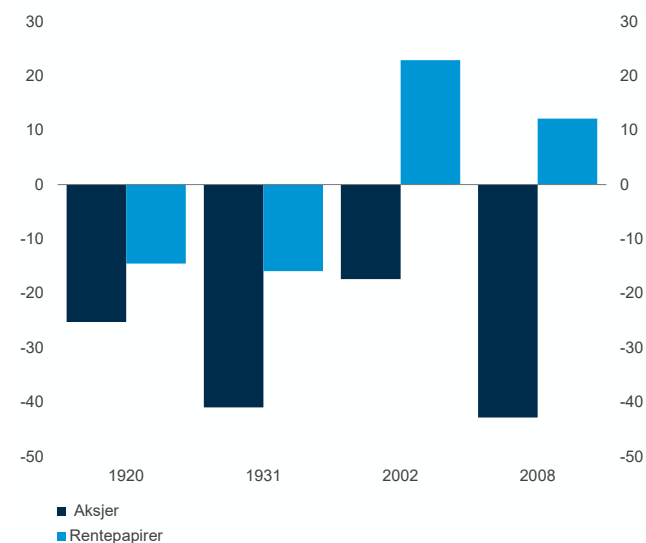
**Figur 23** Årlig avkastning av 70 aksjer / 30 rentepapirer. Målt i amerikanske dollar. Prosent.

Kilde: Dimson-Marsh-Staunton global return data.



**Figur 24** Aktivaklasseavkastning for stressede år. Målt i amerikanske dollar. Prosent.

Kilde: Dimson-Marsh-Staunton global return data.



hverken på kort eller lengre sikt. Den relative risikoen dette innebærer, vil gi utslag i beregningene av fondets forventede relative volatilitet. Siden det ikke finnes daglige priser for de unoterte eiendomsinvesteringene våre, bruker vi en modell levert av MSCI for å beregne risikoen for disse investeringene.

Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen på fondet og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den på 1,52 prosentpoeng, ned fra 1,80 prosentpoeng ved utgangen av 2020.

### Relative eksponeringer

Fondet investeres forskjellig fra referanseindeksen langs ulike dimensjoner, inkludert aktivklasser, valutaer, sektorer, land og regioner, samt enkeltaksjer og enkeltutstedere av obligasjoner.

Ved utgangen av 2021 hadde aksjeporteføljen en overvekt av volatile selskaper og hadde en høyere andel verdiselskaper enn referanseindeksen. Aksjeporteføljen hadde også en overvekt av enkelte segmenter karakterisert med høy vekst, for eksempel investeringer innenfor de miljørelaterte mandatene. Innenfor renteporteføljen hadde fondet en lavere durasjon og mindre eksponering mot selskapsobligasjoner enn referanseindeksen, men større eksponering mot obligasjoner i fremvoksende markeder og statsrelaterte obligasjoner.

Fondet hadde 312 milliarder kroner i unoterte eiendomsinvesteringer samt en allokering til børsnoterte eiendomsinvesteringer på 262 milliarder kroner ved utgangen av 2021. Disse eiendomsinvesteringene var finansiert med salg av aksjer og obligasjoner i samme valuta. Alle fondets investeringer, inkludert eiendomsinvesteringene, måles mot fondets referanseindeks sammensatt av globale indekser og obligasjoner. Eiendomsinvesteringene utgjorde en av fondets største relative eksponeringer ved utgangen av 2021.

**Tabell 32** Risiko og eksponering for fondet.

	Grenser fastsatt av Finansdepartementet	31.12.2021
Allokering	Aksjeporteføljen 60–80 prosent av fondet <sup>1</sup>	71,8
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,5
	Obligasjonsporteføljen 20–40 prosent av fondet <sup>1</sup>	27,1
	Unotert infrastruktur for fornybar energi inntil 2 prosent av fondet	0,1
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,5
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	1,2
Fremvoksende markeder	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan være investert i fremvoksende markeder	3,2
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen <sup>2</sup>	9,6

<sup>1</sup> Derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen.

<sup>2</sup> Eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskaper er unntatt fra dette.

**Tabell 33** Fondets obligasjoner per 31. desember 2021 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen.

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	34,7	5,4	13,0	2,3	0,6	56,0
Statsrelaterte obligasjoner	4,8	3,8	1,7	0,4	0,1	10,8
Realrenteobligasjoner	3,9	1,3	0,2	0,3	0,0	5,7
Selskapsobligasjoner	0,2	1,5	8,9	10,9	0,4	21,9
Pantesikrede obligasjoner	4,7	0,8	0,0	0,0	0,0	5,6
<b>Totalt</b>	<b>48,3</b>	<b>12,9</b>	<b>23,8</b>	<b>13,9</b>	<b>1,1</b>	<b>100,0</b>

**Tabell 34** Forventet relativ volatilitet for investeringsstrategiene per 31. desember 2021. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Alle tall er på fondsnivå. Basispunkter.

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
<b>Markedseksposering</b>	5	2		0	5
Posisjonering	5	2		0	5
<b>Verdipapirseleksjon</b>	13	5			14
Intern verdipapirseleksjon	10	5			12
Ekstern verdipapirseleksjon	8				8
<b>Allokering</b>	22	15	47	13	53
Systematiske risikofaktorer	8				8
Eiendom			47		47
Unotert eiendom			23		23
Notert eiendom			30		30
Miljørelaterte mandater	7		1		8
Allokeringsbeslutninger	13	15		13	19
<b>Totalt</b>	<b>25</b>	<b>16</b>	<b>47</b>	<b>14</b>	<b>50</b>



# Langsiktig og ansvarlig

Fondets fremtidige verdi avhenger av verdiene som skapes i selskapene vi investerer i. Vi bruker våre rettigheter som eier til å fremme god styring av selskaper og ansvarlig forretningsvirksomhet.

Målet for forvaltningen av fondet er å oppnå høyest mulig avkastning med akseptabel risiko. Ansvarlig forvaltning støtter fondets målsetting på to måter. For det første søker vi å fremme langsiktig verdiskaping i våre investeringer. For det andre søker vi å redusere den finansielle risikoen forbundet med den miljømessige og sosiale adferden til selskaper vi er investert i. Vi arbeider for å fremme velfungerende markeder, utvikle fondets verdier og støtte ansvarlig forretningsvirksomhet i selskapene.

## Markedet

Fondet er globalt. Det eier en liten del av de største børsnoterte selskapene i verden. Vi er avhengige av globale løsninger for å løse felles utfordringer som klimaendringer.

Vi tar utgangspunkt i internasjonale prinsipper og standarder fra FN og OECD. Disse danner rammen for arbeidet vårt overfor selskaper og andre markedsaktører.

Vi bidrar til videreutviklingen av standarder. I 2021 deltok vi i 14 offentlige høringer om ansvarlig forvaltning og var i jevnlig kontakt med internasjonale organisasjoner, regulatoriske myndigheter og andre standardsettere. Høringene berørte forhold som er viktige for oss, slik som god styring av selskaper, klimarelatert rapportering og ansvarlig forretningsvirksomhet. Vi hadde møter med arbeidsgruppen for klimarelatert finansiell rapportering (TCFD), stiftelsen til De internasjonale regnskapsstandardene (IFRS), EU-kommisjonen, Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet (ESMA), Finanstilsynet i Storbritannia (FRC) og nasjonale standardsettere i Tyskland og Sverige.

Vi stiller tydelige forventninger til selskapene og markedene vi investerer i. Selskapene må ha effektiv styring, og våre rettigheter som aksjonær må sikres. Selskapene må også forstå hvordan de påvirker andre selskaper, miljøet og samfunnet rundt seg. Vi fulgte opp de åtte forventningsdokumentene våre gjennom dialog med utvalgte selskaper, analyser av selskapenes rapportering om bærekraft og støtte til industriinitiativer.

I januar 2021 tok vi et stort skritt i åpenhet ved å publisere alle våre stemmeintensjoner fem dager før generalforsamlingen.

I august 2021 la vi frem nye forventninger om hvordan selskapene skal ta hensyn til biologisk mangfold og bærekraftig bruk av økosystemer i forretningsvirksomheten sin. Et stadig økende tap av arter og forringelse av økosystemer kan påvirke selskapenes evne til å skape verdier for investorer på lang sikt. Selskapene bør derfor forstå avhengigheten av og påvirkningen på naturen og innarbeide disse hensynene i styringsstrukturen, strategien, risikohåndteringen, målingen og rapporteringen sin. Vi oppdaterte også forventningene knyttet til klimaendringer og barns rettigheter.

Vi offentliggjorde i 2021 et nytt posisjonsnotat om mangfold i styret. Mangfold gir styret ulike perspektiv og innfallsvinkler som kan bidra til bedre beslutninger, og som igjen kan øke selskapets verdiskaping på sikt. Mangfold i styret kan også styrke troverdigheten til selskapet. Styret bør ha en formell nominasjonsprosess for å identifisere mulige kandidater

som kan bidra til mangfold. Styrer der hvert kjønn ikke er representert med minst 30 prosent, bør vurdere å sette mål om kjønnsmangfold og rapportere om fremgang mot dette målet.

Vi støtter initiativer der flere selskaper eller investorer går sammen om å finne felles standarder for bærekraftig virksomhet. Slike initiativer fungerer best når flere selskaper i samme bransje eller verdikjede står overfor den samme utfordringen. Initiativene våre ser på utfordringer som oppfølging av leverandørkjeden og rapportering.

Vi støtter og tar initiativ til forskningsprosjekter for å forstå og bidra til bedre markedsstandarder. Vi samarbeider med akademiske institusjoner for å lære av den seneste forskningen og skaffe oss analyser som kan være relevante for investeringsstrategien vår, risikoanalysene våre og eierskapet vårt. I 2021 ga vi støtte til to forskningsprosjekter om klimarisiko og tre prosjekter om selskapsstyring og eierstruktur. Vi innledet et pilotprosjekt ledet av Saphira Rekker ved University of Queensland Business School for å sammenligne ulike metoder for måling av langsiktig omstillingsrisiko knyttet til klimaendringer.

### Porteføljen

Vi integrerer hensyn til selskapsstyring og bærekraft i forvaltningen av fondet. Vi samler data om markeder, bransjer og selskaper for å få en bredere forståelse av risikoer og muligheter ved våre investeringer. Denne informasjonen danner også grunnlag for videre eierskapsarbeid med enkelte selskaper.

For å gjennomføre disse analysene trenger vi relevante, sammenlignbare og pålitelige data om selskapsstyring, miljø og sosiale forhold. Vi samler bærekraftsdata om selskaper i en intern database, vurderer selskapenes rapportering og analyserer blant annet klimagassutslipp fra selskaper i fondets portefølje.

Vi gjennomførte til sammen 4 196 vurderinger av selskapers rapportering i 2021. 1 500 vurderinger så på rapportering om klimaendringer, 701 og 500 på henholdsvis menneskerettigheter og barns rettigheter, 500 på vannforvaltning, 250 på henholdsvis antikorrupsjon og bærekraftig bruk av havet, 268 på avskoging, 200 på skatt og 27 på biologisk mangfold. Selskapene vi vurderte, sto

for 75,8 prosent av aksjeporteføljens markedsverdi ved utgangen av 2021.

Vi kontakter selskaper som vi mener har svak eller begrenset rapportering. I 2021 sendte vi brev til 110 selskaper og oppfordret dem til å bedre rapporteringen. Selskapene vi kontaktet i 2020, hadde en gjennomsnittlig økt måloppnåelse på 11,9 prosentpoeng i 2021. For selskapene i målingene våre som helhet var økningen på 4,7 prosentpoeng fra 2020 til 2021. Denne forskjellen var størst for selskapene som ble kontaktet om temaene klimaendringer, menneskerettigheter og bærekraftig bruk av havet, og lavest for vannforvaltning og skatt og åpenhet. Samlet sett så vi en forbedring hos 64,9 prosent av selskapene vi kontaktet.

Vi støtter anbefalingene til arbeidsgruppen for klimarelatert finansiell informasjon som ble etablert av G20s råd for finansiell stabilitet. Vi arbeider med selskaper for å sikre at de er godt rustet for overgangen til et samfunn med lavere utslipp. Vi investerer særskilt i klimaløsninger, tilpasser porteføljen gjennom nedsalg og ser på klimarisiko i investeringsbeslutninger. I tillegg analyserer vi ulike klimascenarier for fondet. Basert på vår prosentvise eierandel i de enkelte selskapene var samlede karbonutslipp fra selskaper i aksjeporteføljen på 90,2 millioner tonn CO<sub>2</sub>-ekvivalenter i 2021.

Vi har hovedsakelig tre tilnærminger for å avdekke og håndtere risikoer knyttet til selskapsstyring, miljø og sosiale forhold i porteføljen. Den første er forhåndsfiltrering av selskaper på vei inn i fondets aksjeindeks. Den andre er kontinuerlig overvåking av selskaper i porteføljen gjennom analyser av nyheter og mer inngående analyser av enkelte markeder og sektorer. Den tredje tilnærmingen er en årlig gjennomgang av selskapene opp mot de forventningene vi stiller om bærekraft.

De miljørelaterte aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 21,6 prosent i 2021. Siden oppstarten i 2010 har den annualiserte avkastningen på aksjeinvesteringene vært 10,4 prosent. Ved utgangen av 2021 hadde vi 107,7 milliarder kroner investert i miljørelaterte aksjemandater.

De miljørelaterte investeringsmandatene investerer i tre hovedtyper av miljøvirksomhet: i) lavutslippsenergi og

alternative drivstoffer, ii) ren energi og energieffektivisering og iii) naturressursforvaltning. Selskapene må ha minst 20 prosent av virksomheten sin i disse definerte miljøsegmentene for å kunne inngå i fondets miljøinvesteringsunivers.

Investeringer i unotert eiendom utgjorde 2,5 prosent av fondet ved utgangen av 2021. Vi investerer og forvalter vår portefølje på en ansvarlig og bærekraftig måte for å støtte målet om høyest mulig avkastning over tid og redusere risiko i porteføljen på sikt. For å måle forbedring

i forvaltningen av eiendomsporteføljen vår bruker vi blant annet den internasjonale standarden for bærekraft i fast eiendom (GRESB). Vi oppnådde i 2021 en samlet poengverdi på 84/100, sammenlignet med 79/100 i 2020. Vi gjorde det 6 prosent bedre enn sammenlignbare bygg. I 2021 begynte vi arbeidet med å sammenligne karbonintensiteten av eiendomsporteføljen vår med utslippsbaner som er forenlige med Parisavtalen, utviklet av Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM), et investordrevet prosjekt vi også har delfinansiert og bidratt til å utvikle.



Når vi identifiserer selskaper med høy risiko, foretar vi videre analyser for å vurdere om vi skal overvåke selskapene, innlede dialog, stemme mot styret eller vurdere selskapene for risikobaserte nedslag. I fremvoksende markeder kan vi i tillegg dra nytte av våre eksterne forvaltere som har inngående kjennskap til bransjene og selskapene de er investert i. Det er særlig viktig ettersom det ofte kan være vanskeligere å få relevant selskapsdata i fremvoksende markeder.

I 2021 solgte vi oss ut av 52 selskaper som følge av risikovurderinger knyttet til miljø, sosiale forhold og selskapsstyring. Av disse ble ni selskaper identifisert gjennom forhåndsfiltrering av selskaper som ble lagt til FTSE-indeksen, som er utgangspunktet for fondets referanseindeks.

### Selskapene

Vi hadde totalt 2 628 møter med 1 163 selskaper i 2021. Størrelsen på våre investeringer gir oss tilgang til styremedlemmer, toppledere og spesialister i selskapene. Vi er interessert i å forstå hvordan selskapene styres, og hvordan de håndterer vesentlige forhold knyttet til bærekraft.

I 2021 innledet vi ny dialog om netto nullmål for selskaper med høyt karbonavtrykk, risiko og muligheter knyttet til naturressurser for produsenter av forbruksvarer, barns rettigheter på nett og klimautfordringer for integrerte olje- og gasselskaper.

Vi fortsatte også vår dialog om miljøpåvirkning fra sement og betongproduksjon, miljøpåvirkning fra klesbransjen, klimaovergang og bærekraftig resirkulering av skip, retningslinjer for håndtering av skatterisiko, korrupsjonsrisiko i industribransjen, bankfinansiering av karbonintensive industrier, lavkarbonovergang i stålindustrien, klimalobbying i europeisk tungindustri, skogråvarer i produksjon av forbruksvarer, arbeidsforhold innen leverings- og transporttjenester, aktsomhetsvurderinger i konfliktområder, bærekraftig fiskeri, virksomhet i lavskattelend og lukkede jurisdiksjoner, måltall og målsettinger for vannforbruk, tvangsarbeid i leverandørkjeder for teknologi og forbruksvarer og ansvarlig markedsføring av morsmelkestatning.

Fondet eier en andel i 9 338 selskaper verden over. Vi stemte på 116 525 saker på 11 601 generalforsamlinger i 2021. Vi stemte i tråd med styrets anbefaling i 95,2 prosent av sakene. Dette var på linje med vår stemmegivning i 2020.

**Tabell 35** Avkastning på de miljørelaterte aksjemandatene, finansiering og andre avkastningsserier. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv. Prosent.

	Siden 01.01.2010	Siste 5 år	Siste 3 år	2021
Avkastning på de miljørelaterte aksjemandatene	10,4	19,9	30,4	21,6
Avkastning på finansieringen til de miljørelaterte aksjemandatene <sup>1</sup>	5,8	10,5	15,9	24,0
Avkastning på FTSE Environmental Technology 50 indeks	11,3	24,6	40,8	15,1
Avkastning på FTSE Environmental Opportunities All-Share indeks	14,3	19,7	30,2	24,2
Avkastning på MSCI Global Environment indeks	15,0	26,3	41,6	19,9
Avkastning på referanseindeksen for aksjer	10,6	12,8	19,0	20,0

<sup>1</sup> Finansieringen til de miljørelaterte aksjemandatene inkluderer dedikert allokering til miljørelaterte aksjemandater i aksjeforvaltningen.



Valg av styremedlemmer utgjør nær 40 prosent av alle forslag vi stemmer over. Hvem som skal sitte i styret, er det viktigste valget vi tar. Vi eier en liten andel i flere tusen selskaper og overlater de fleste avgjørelsene til styret. Vi forventer at styret setter strategien, følger opp ledelsen og opptrer i aksjonærenes interesse. Dette er i samsvar med prinsipper for god selskapsstyring. Vi stemte i tråd med styrets anbefaling ved 94,4 prosent av styrevalgene, sammenlignet med 94,6 prosent i 2020. Mangel på uavhengighet i styret, styreledere som samtidig var administrerende direktør og styremedlemmer med for mange verv, var de viktigste grunnene til at vi stemte mot kandidater til styret. Vi har beskrevet forventningene våre til uavhengighet og tidsbruk i styret i de offentlige posisjonsnotatene våre, som vi har delt med selskapene.

Vi har over tid opplevd en økning i antallet aksjonærforslag om miljø og sosiale forhold. Vi støtter velbegrunnede forslag som er i tråd med våre prioriteringer, særlig på områder som er beskrevet i våre forventninger til selskaper. I 2021 stemte vi for 31,4 prosent av forslagene, sammenlignet med 35,1 prosent i 2020.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra fondet. Retningslinjene inneholder kriterier for utelukkelse som enten er basert på selskapenes produkter eller adferden deres. Fondet skal ikke være investert i selskaper som fremstiller visse typer våpen, baserer virksomheten sin på kull eller produserer tobakk. Selskaper som gjennom virksomheten sin bidrar til brudd på grunnleggende etiske normer, kan også utelukkes basert på tilrådninger fra Etikkrådet. Norges Banks hovedstyre utelukket 12 selskaper i 2021, satte nye 3 selskaper til observasjon og besluttet særskilt eierskapsutøvelse i ett selskap. I tillegg opphevet banken utelukkelsen av 5 selskaper og avsluttet observasjonen av 4 selskaper.

## Rapport om ansvarlig forvaltning

Norges Bank er underlagt regnskapsloven § 3-3c. Vi er pålagt å «redegjøre for hva foretaket gjør for å integrere hensynet til menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, likestilling og ikke-diskriminering, sosiale forhold, det ytre miljø og bekjempelse av korrupsjon i sine forretningsstrategier, i sin daglige drift og i forholdet til sine interessenter». Dette kravet ivaretar banken gjennom denne rapporten.

Rapporteringen følger strukturen i bærekraftstrategien: klima og miljø, virksomhetsstyring, etikk og kultur og samfunn og sosiale forhold.



# 4 Organiseringsen

- 68 Forvaltningsorganisasjonen
- 74 Forvaltningens gjennomføring
- 76 Forvaltningskostnader



Vi tror at jo mer mangfoldige vi er, jo bredere perspektiv får vi, jo mer kreative blir vi, og desto bedre beslutninger treffer vi.

# Medarbeiderne våre er hjertet i organisasjonen

Medarbeiderne våre er vår fremste ressurs. Vi arbeider for å tiltrekke oss og beholde de fremste talentene og legger til rette for at våre ansatte kan arbeide effektivt, nyskapende og uredde for å nå våre felles mål.

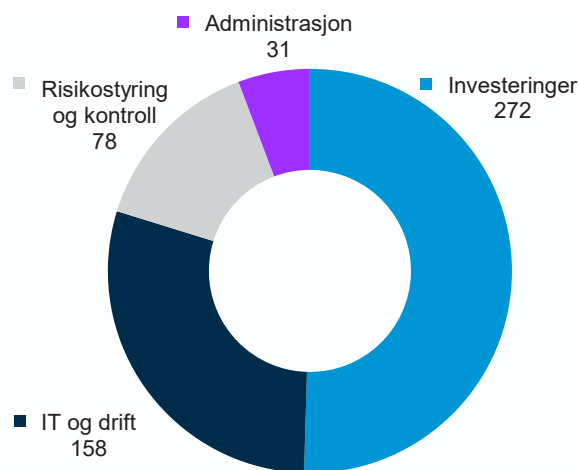
Vi er en global organisasjon. Gjennom kunnskapsutveksling, samhandling og et bredt samarbeid på tvers av kontorene våre oppnår vi fondets mål om høyest mulig avkastning etter kostnader. I 2021 har vi gitt større fleksibilitet til å jobbe hjemmefra og økt fokuset vårt på mobilitet mellom kontorene.

I 2021 økte vi også satsningen på opplæring og utvikling av de ansatte. Vi arbeider systematisk med livslang læring og gir våre ansatte mulighet til bygge opp relevante ferdigheter gjennom hele sin karriere. Vi har for eksempel gjennom året introdusert og tilbudt opplæring i flere kjernekompetanser som vi ønsker at alle ansatte skal besitte. I 2021 ble det holdt 91 kurs med totalt 645 deltakere.

Norges Bank har en strategi om å synliggjøre at kvinner har en viktig rolle. I 2021 signerte Norges Bank Kvinner i Finans Charter, som har som formål å bidra til å øke andelen kvinner i ledende posisjoner i finansnæringen i Norge. Ved å signere har Norges Bank forpliktet seg til å sette interne mål for kjønnsbalanse på ledernivåer og i spesialfunksjoner.

Ved utgangen av 2021 var det 519 ansatte i Norges Bank Investment Management. 27 prosent var kvinner, sammenlignet med 25 prosent i 2020. I ledende stillinger var andelen 23 prosent, sammenlignet med 21 prosent i 2020. Vårt mål er å øke kvinneandelen både totalt i organisasjonen og på ledernivå. 42 prosent av alle nyrekrutteringer i 2021 var kvinner, sammenlignet med 48 prosent året før.

**Figur 25** Antall ansatte fordelt etter område, inkludert datterselskaper.



# Forvaltnings- organisasjonen

Antall ansatte og kontorer



New York  
72

London  
107

Oslo  
292

Singapore  
41

Shanghai  
7

519

Anstatter totalt

33

Nasjonaliteter

Vi legger også vekt på å utvikle en mangfoldig og inkluderende organisasjon generelt. Vi ønsker velkommen et mangfold av tankesett, etnisiteter, aldersgrupper, akademiske bakgrunner og livserfaringer. Vi tror at jo mer mangfoldige vi er, jo bredere perspektiv får vi, jo mer kreative blir vi, og desto bedre beslutninger treffer vi.

Hovedtiltaksområdene våre for å nå målet om økt mangfold er omdømmearbeid, karriereutvikling, fleksibilitet, arbeidsmiljø og rekruttering. I 2021 har vi blant annet økt synligheten blant studenter på undervisnings- og læresteder ved å holde flere foredrag og bedriftspresentasjoner. I tillegg tilbyr vi gjesteforelesninger fra fagpersoner i fondet gjennom et initiativ kalt NBIM Teach. 29 slike forelesninger ble holdt i 2021. Hensikten er å gi studentene innsikt i praktisk fondsforvaltning, øke kompetansen om fondet og dele kunnskapen vår med en yngre målgruppe.

Vi opererer i globale investeringsmarkeder. Nærhet til markedene er viktig for å sikre fondets langsiktige avkastning. Ved utgangen av 2021 jobbet 44 prosent ved kontorene våre i London, New York, Singapore og Shanghai, sammenlignet med 43 prosent i 2020. I tillegg jobbet 20 ansatte i datterselskapene tilknyttet forvaltningen av eiendomsporteføljen.

Også 2021 har vært preget av koronapandemien, men vi har likevel vært i stand til å gjennomføre forvaltningsoppdraget vårt i tråd med den strategien som er fastsatt av hovedstyret. I 2021 har en stor andel av våre ansatte i perioder jobbet hjemmefra. Fleksibilitet, gode IT-løsninger og lokale fullmakter til å fatte nødvendige beslutninger har bidratt til at dette har fortsatt å fungere godt.



## Lønnssystemet

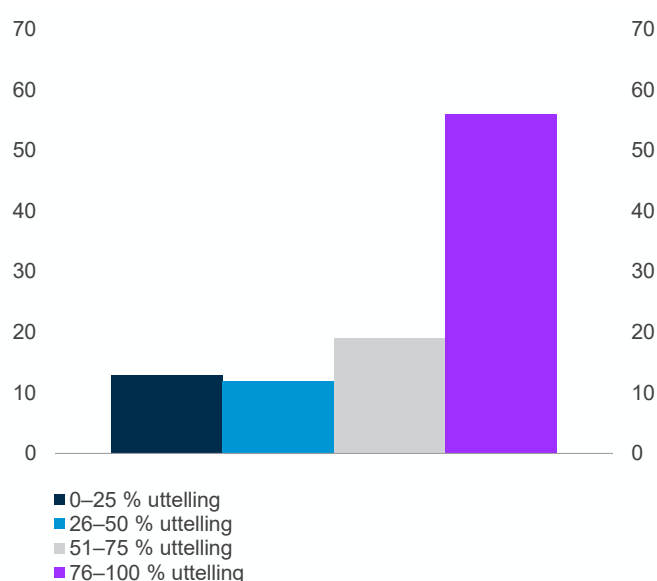
Norges Banks hovedstyre fastsetter prinsippene for lønnssystemet til Norges Bank Investment Management. Ledergruppen mottar kun fastlønn. Norges Banks hovedstyre fastsetter lønn til leder av Norges Bank Investment Management og lønnsintervaller for ledergruppen. Utbetalt lønn til daglig leder Nicolai Tangen var på 6,3 millioner kroner.

I tillegg til fastlønn kan ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, og enkelte andre medarbeidere, ha prestasjonsbasert lønn. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle resultatet. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. 50 prosent utbetales året etter at prestasjonslønnen er opptjent, mens de resterende 50 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake, justeres for fondets avkastning. For ansatte som får en opptjening over 100 prosent av fastlønnen, blir 40 prosent utbetalt året etter at prestasjonslønnen er opptjent, mens de resterende 60 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Rammen på prestasjonsbasert lønn kan som hovedregel maksimalt være 100 prosent av fastlønn for ansatte i Norge. For et begrenset antall ansatte ved de internasjonale kontorene kan rammen maksimalt være 200 prosent av fastlønn. Ansatte med prestasjonsbasert lønn tjente i gjennomsnitt 76 prosent av totalrammen for 2021, basert på resultater over flere år.

Organisasjonen hadde 216 ansatte med prestasjonsbasert lønn ved utgangen av 2021, hvorav 12 var ansatt i datterselskaper. Deres samlede øvre ramme for prestasjonsbasert lønn var 425 millioner kroner.

Det foretas en årlig gjennomgang av godtgjøringsordningen. I tillegg avgir internrevisjonen i Norges Bank en uavhengig uttalelse om etterlevelse av regler og retningslinjer for godtgjøring. Gjennomgangen i 2021 bekreftet at godtgjøringsordningen for 2020 var praktisert i tråd med regelverket. Godtgjøringsordningen for ansatte i Norges Bank Investment Management følger kravene i forskrift til verdipapirfondloven med nødvendige tilpasninger, i tråd med Finansdepartementets mandat. Det har ikke vært vesentlige endringer i godtgjøringsordningen i 2021.

**Figur 26** Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2021. Prosent.





**Tabell 36** Ytelser til ledende ansatte i 2021. Kroner.

Stilling	Navn	Brutto fastlønn	Brutto prestasjonslønn	Verdi av andre fordeler <sup>5</sup>	Pensjonsopptjening	Personallån
Leder	Nicolai Tangen <sup>1</sup>	6 285 080		9 768	398 628	
Stabsdirektør/nestleder	Trond Grande	4 713 889		8 866	389 615	
Teknologidirektør	Age Bakker	3 807 453		9 852	458 735	
Driftsdirektør	Birgitte Bryne <sup>2</sup>	3 400 726		10 683	423 164	
Direktør for eiendom- og infrastrukturinvesteringer	Mie Caroline Holstad <sup>2</sup>	2 983 050		8 295	325 485	
Risikodirektør	Dag Huse	4 561 828		7 764	652 734	
Direktør for eierskap og etterlevelse	Carine Smith Ihenacho <sup>3,4</sup>	4 715 388	79 651	93 012	471 539	
Direktør for aksjeinvesteringer	Petter Johnsen <sup>3</sup>	8 251 932		106 903	825 193	
Direktør for markedsstrategier	Geir Øivind Nygård	4 492 583		7 764	296 300	

<sup>1</sup> Utbetalt lønn i 2021 er lavere enn faktisk lønn, da Tangen ikke hadde opparbeidet feriepenger i 2020 da han tiltrådte stillingen 1. september.

<sup>2</sup> Brutto fastlønn inkluderer utbetalte feriepenger. Deler av feriepengene ble opptjent i annen stilling i Norges Bank Investment Management.

<sup>3</sup> Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner. Pensjonsopptjening tilsvarer årets innbetaling til innskuddsordningen.

<sup>4</sup> Medlemmer av ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Enkelte medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer, få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Beløpene oppgitt i tabellen er prestasjonslønn som er utbetalt i regnskapsåret, men opptjent og resultatført i tidligere perioder.

<sup>5</sup> Består hovedsakelig av dekning av elektronisk kommunikasjon, personalforsikringer og enkelte reisekostnader.

**Tabell 37** Godtgjørelse til ledende ansatte, ansatte med prestasjonslønn og øvrige ansatte utbetalt i 2021. Millioner kroner<sup>1</sup>.

	Antall ansatte	Fast godtgjørelse	Variabel godtgjørelse	Sum godtgjørelse
Ledende ansatte <sup>2</sup>	9	43,2	0,08	43,3
Ansatte med prestasjonslønn <sup>3</sup>	239	416,9	244,6	661,5
Øvrige ansatte <sup>4</sup>	373	374,7		374,7

<sup>1</sup> Godtgjørelse som er utbetalt i utenlandsk valuta, er omregnet til norske kroner.

<sup>2</sup> Medlemmer av ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Enkelte medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer, få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Beløpene oppgitt i tabellen er prestasjonslønn som er utbetalt i regnskapsåret, men opptjent og resultatført i tidligere perioder.

<sup>3</sup> Hvorav 13 var ansatt i datterselskaper.

<sup>4</sup> Hvorav 10 var ansatt i datterselskaper.

# Rammer for operasjonell risiko

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



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

Den beregnede operasjonelle risikoeksponeringen holdt seg innenfor denne rammen i hele 2021. Vi arbeider systematisk med å identifisere operasjonell risiko og å forbedre prosessene våre for å hindre at uønskede hendelser skal inntreffe. Rapportering og oppfølging av uønskede hendelser utgjør en viktig del av tiltakene våre for å forbedre driften og internkontrollen.

#### Uønskede hendelser i 2021

Det ble registrert 254 uønskede hendelser i 2021, opp fra 250 i 2020. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser. Samlet ga de uønskede hendelsene en estimert finansiell effekt på 793,5 millioner kroner. Av hendelsene ble én vurdert som alvorlig mens seks ble vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad.

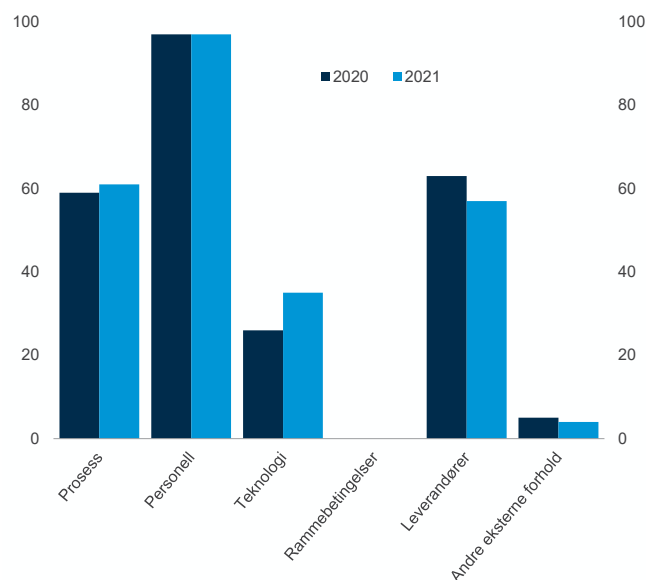
En stor andel av den finansielle effekten i 2021 er knyttet til en gevinst på 582 millioner kroner på grunn av en manuell feil i porteføljestyingsprosessen for børsnoterte verdipapirer. Dette førte til at vi ble tildelt flere aksjer i et selskap enn planlagt. Markedsprisen på de påvirkede verdipapirene beveget seg i vår favør. Flere forbedringer er iverksatt for å redusere risikoen for at lignende hendelser skjer igjen. Hendelsen er vurdert som alvorlig. Dette kommuniserte vi til markedet allerede i forbindelse med vår halvårsrapportering i 2021.

De seks vesentlige hendelsene sto for omtrent 181,7 millioner kroner av den samlede finansielle effekten og var relatert til porteføljeforvaltning, ordre og handel av verdipapirer samt håndtering av selskaphendelser.

#### Etterlevelse av retningslinjer

Finansdepartementet har fastsatt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2021. Vi mottok i samme periode ingen varsler om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

Figur 27 Antall uønskede hendelser i Norges Bank Investment Management. Årsakskategorier.



# Lave forvaltnings- kostnader

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

Vi vektlegger høy avkastning, ansvarlig forvaltning og åpenhet som viktige prioriteringer for fondet. Samtidig vil vi sikre kostnadseffektivitet uten at det skal gå utover betryggende kontroll, god risikostyring og muligheten til å skape merverdier i forvaltningen. Interne forvaltningskostnader som andel av forvaltet kapital har vært fallende de senere år, til tross for oppbyggingen av en portefølje av noterte investeringer og økte forventninger og krav knyttet til ansvarlige investeringer og rapportering. Fondets målsetting i mandatet fra Finansdepartementet er å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader innenfor rammene som gjelder for forvaltningen. Forvaltningen skal være kostnadseffektiv, men lave kostnader er ikke et mål i seg selv.

Forvaltningskostnadene i fondet er lave sammenlignet med andre fond, målt som andel av forvaltet kapital. For 2021 utgjorde forvaltningskostnadene 0,04 prosent av fondsverdien. En årlig rapport utarbeidet for Finansdepartementet av CEM Benchmarking Inc., som sammenligner forvaltningskostnader i fondet med andre store fond, viser at kostnadsnivået i forvaltningen siden 2012 har vært mellom 11 og 17 basispunkter lavere enn i sammenligningsgruppen. I denne sammenligningen søker vi å ta hensyn til forskjeller i størrelse og aktivasammensetning. CEM-rapporten anses som den beste kilden til informasjon om kostnadsnivået til sammenlignbare fond innen kapitalforvaltning.

## Forvaltningskostnader

De totale forvaltningskostnadene i Norges Bank var 4,6 milliarder kroner i 2021, en nedgang fra 5,3 milliarder

kroner i 2020. Nedgangen skyldes i all hovedsak valutaeffekter, lavere honorarer til eksterne forvaltere samt engangseffekt av regnskapsmessig justering som følge av endret metode for periodisering av prestasjonsbasert lønn. Personalkostnader for 2021 er redusert med 265 millioner kroner som følge av denne regnskapsmessige justeringen. Endringen har ingen effekt på de ansattes opptjening eller utbetaling av prestasjonsbasert lønn. Personalkostnader utgjorde 1 367 millioner kroner for 2021 før denne justeringen, som er noe lavere enn 2020. Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er redusert i forhold til 2020 som følge av lavere meravkastning fra den eksterne forvaltningen. Faste honorarer til eksterne forvaltere har økt som følge av at en noe større andel av fondet ble forvaltet eksternt i 2021.

Finansdepartementet fastsetter hvert år en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor denne rammen. Forvaltningskostnader i datterselskaper måles mot den øvre rammen, men er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen fordi de blir belastet porteføljerisikoen direkte. Norges Bank godtgjøres i tillegg for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, som er holdt utenfor den øvre rammen. Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, var for 2021 begrenset til 5,4 milliarder kroner. Samlede forvaltningskostnader i 2021 som måles mot den øvre kostnadsrammen, utgjorde 3,9 milliarder kroner, som består av forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive

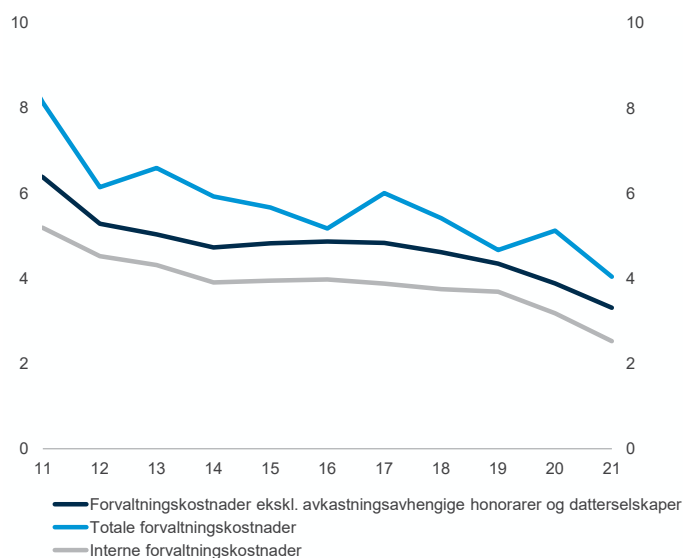
avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere på 3,8 milliarder kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper på 0,1 milliarder kroner. Dette tilsvarer 0,034 prosent av forvaltet kapital, en nedgang fra 0,040 prosent i 2020.

Faste og variable kostnader til eksterne forvaltere utgjorde 37 prosent av driftskostnadene i 2021. Eksterne forvaltere benyttes i segmenter og markeder der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse. Strategien vår er i første rekke å benytte eksterne forvaltere til aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder og små

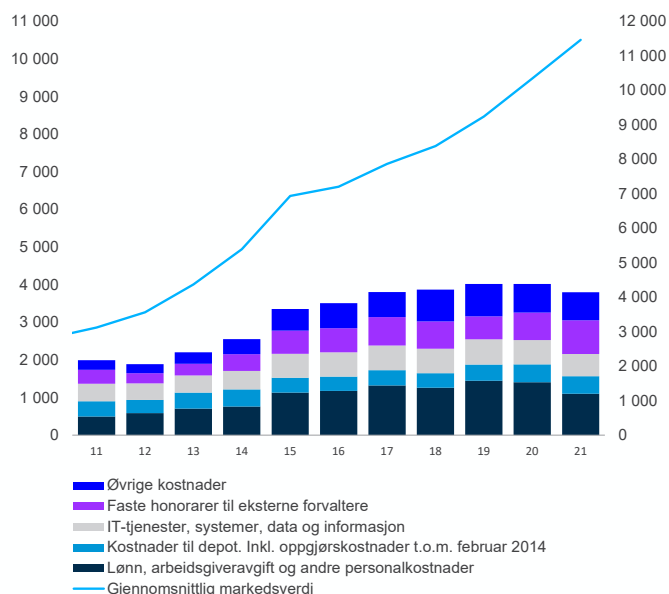
og mellomstore selskaper. Bruk av eksterne forvaltere har spilt en viktig rolle for å nå fondets mål om høyest mulig avkastning etter kostnader med moderat risiko. Frem til og med 2021 var den akkumulerte meravkastningen etter kostnader for de eksterne aksjemandatene 73 milliarder kroner.

En andel av kostnadene til eksterne forvaltere varierer med oppnådd meravkastning i forhold til en referanseindeks. Avtaler med eksterne forvaltere om avkastningsavhengige honorarer struktureres slik at den vesentligste delen av positiv meravkastning beholdes av fondet, og avtalene

**Figur 28** Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning. Basispunkter.



**Figur 29** Utviklingen i de enkelte kostnadsbestanddelene. Kostnader<sup>1</sup> (millioner kroner, venstre akse) og fondets gjennomsnittlige markedsverdi (milliarder kroner, høyre akse).



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

inneholder bestemmelser om tak på honorarer som blir utbetalt. Variable honorarer til eksterne forvaltere forventes således å motsvares av meravkastning for fondet og vil øke når meravkastningen øker.

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 som andel av forvaltningskapitalen har vært fallende de siste årene og utgjorde 10 prosent av forvaltningskostnadene i 2021.

Fondets regnskap føres i norske kroner. Svingninger i valutakurser kan gi betydelige regnskapsmessige utslag selv om den faktiske kostnaden i utenlandsk valuta er uendret. Over 70 prosent av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta. Eksempelvis vil en endring på 25 prosent i valutakursen for norske kroner mot alle andre valutaer endre driftskostnadene med om lag 1 100 millioner kroner. Svekkelsen av norske kroner mot andre valutaer de siste årene har medført en betydelig økning i kostnader målt i norske kroner.

### Transaksjonskostnader

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

Vi jobber kontinuerlig med å holde transaksjonskostnadene lave. Det gjør vi ved å ta hensyn til transaksjonskostnadene i investeringsstrategiene og derigjennom redusere antall transaksjoner. Markeder med høy kurtasje eller skatter kan derfor ha mindre aktivitet enn markeder med lavere faste transaksjonskostnader. I tillegg velger vi motparter som mest kostnadseffektivt kan gjennomføre investeringsbeslutningene våre. Transaksjonskostnader blir belastet porteføljerultat direkte og er ikke en del av forvaltningskostnadene. Transaksjonskostnader for 2021 utgjorde 3,5 milliarder kroner, sammenlignet med 3,6 milliarder kroner for 2020. Dette inkluderer 3,3 milliarder

kroner relatert til aksjeinvesteringer og 0,2 milliarder kroner relatert til investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi.

I tillegg til de direkte kostnadene har vi indirekte kostnader ved at prisene forandrer seg fra investeringsbeslutningene er tatt, til de er implementert i markedet, eller at prisene reflekterer likviditeten motparten bidrar med. Indirekte kostnader er inkludert i porteføljerultatet.

### Forvaltningskostnader fordelt på investeringsstrategier

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

Forvaltningskostnader for unotert eiendom for 2021 tilsvarer 0,08 prosent av forvaltet kapital. Forvaltningskostnader for samme periode for eksterne verdipapirseleksjon tilsvarer 0,36 prosent av forvaltet kapital, mot 0,03 prosent for intern verdipapirseleksjon. Forvaltningskostnader for markedseksponering utgjorde 0,02 prosent av forvaltet kapital i denne perioden.

**Tabell 38** Forvaltningskostnader per investeringsstrategi i 2021. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter.

2021	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
<b>Markedseksposering</b>	1,6	2,2
<b>Verdipapirseleksjon</b>	2,1	10,7
Intern verdipapirseleksjon	0,5	3,2
Ekstern verdipapirseleksjon <sup>1</sup>	1,6	35,8
<b>Allokering</b>	0,4	
hvorav unotert eiendom	0,2	8,4
<b>Totalt</b>	<b>4,0</b>	

<sup>1</sup> Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

**Tabell 39** Forvaltningskostnader per investeringsstrategi 2013–2021. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter.

2013-2021	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
<b>Markedseksposering</b>	2,2	2,8
<b>Verdipapirseleksjon</b>	2,5	15,0
Intern verdipapirseleksjon	0,7	5,4
Ekstern verdipapirseleksjon <sup>1</sup>	1,8	43,8
<b>Allokering</b>	0,3	
Unotert eiendom <sup>2</sup>	0,4	20,1
<b>Totalt</b>	<b>5,4</b>	

<sup>1</sup> Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

<sup>2</sup> Fra 2017 er unotert eiendom en del av strategien allokering, men presentert på egen linje for 2013–2021.





# 5 Regnskapsrapportering

- 84 Regnskap
- 89 Noter
- 135 Uavhengig revisors beretning

# Innhold

# Regnskaps-

# rapportering

# 2021



## 1 Regnskap

- 84 Resultatregnskap
- 85 Balanse
- 86 Kontantstrømoppstilling
- 87 Oppstilling av endringer i eiers kapital

## 2 Noter til regnskapsrapporteringen

- 89 Note 1 Generell informasjon
- 90 Note 2 Regnskapsprinsipper
- 92 Note 3 Avkastning
- 93 Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater
- 94 Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater
- 97 Note 6 Unotert eiendom
- 100 Note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi
- 103 Note 8 Måling til virkelig verdi
- 109 Note 9 Investeringsrisiko
- 120 Note 10 Skatt
- 122 Note 11 Gevinst/tap valuta
- 124 Note 12 Forvaltningskostnader
- 126 Note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse
- 128 Note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning
- 130 Note 15 Nærstående parter
- 131 Note 16 Interesser i andre foretak
- 134 Note 17 Andre eiendeler og annen gjeld

## 3 Revisor

- 135 Uavhengig revisors beretning

# Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2021	2020
<b>Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta</b>			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer	4	1 593 618	883 788
- Obligasjoner	4	-40 905	198 080
- Unotert eiendom	6	35 811	-1 017
- Unotert infrastruktur	7	1 198	-
- Finansielle derivater	4	-4 839	-6 891
- Utlån med sikkerhetsstillelse	13	3 842	4 028
- Innlån med sikkerhetsstillelse	13	21	-751
Skattekostnad	10	-8 887	-7 513
Renteinntekt/kostnad		-13	25
Annen inntekt/kostnad		11	-35
<b>Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta</b>		<b>1 579 857</b>	<b>1 069 713</b>
Gevinst/tap valuta	11	-24 589	57 948
<b>Porteføljeresultat</b>		<b>1 555 269</b>	<b>1 127 661</b>
Forvaltningsgodtgjøring	12	-4 640	-5 305
<b>Resultat og totalresultat</b>		<b>1 550 628</b>	<b>1 122 356</b>

# Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2021	31.12.2020
<b>Eiendeler</b>			
Innskudd i banker		18 450	18 258
Utlån med sikkerhetsstillelse	13,14	297 405	192 526
Avgitt kontantsikkerhet	14	3 725	5 715
Uoppgjorte handler		15 767	4 460
Aksjer	5	8 383 302	7 538 156
Utlånte aksjer	5,13	505 117	438 353
Obligasjoner	5	2 795 536	2 343 362
Utlånte obligasjoner	5,13	623 367	520 978
Finansielle derivater	5,14	7 879	2 551
Unotert eiendom	6	310 134	272 507
Unotert infrastruktur	7	14 287	-
Fordring kildeskatt	10	3 427	2 234
Andre eiendeler	17	1 860	1 340
Fordring forvaltningsgodtgjøring		536	-
<b>Sum eiendeler</b>		<b>12 980 791</b>	<b>11 340 440</b>
<b>Gjeld og eiers kapital</b>			
Innlån med sikkerhetsstillelse	13,14	591 960	390 380
Mottatt kontantsikkerhet	14	11 848	6 004
Uoppgjorte handler		22 607	20 326
Finansielle derivater	5,14	9 055	7 619
Utsatt skatt	10	5 180	2 308
Annen gjeld	17	56	42
Skyldig forvaltningsgodtgjøring		-	5 305
<b>Sum gjeld</b>		<b>640 706</b>	<b>431 983</b>
Eiers kapital		12 340 085	10 908 457
<b>Sum gjeld og eiers kapital</b>		<b>12 980 791</b>	<b>11 340 440</b>

# Kontantstrømoppstilling

## Regnskapsprinsipp

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

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

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	2021	2020
<b>Operasjonelle aktiviteter</b>			
Innbetaling av utbytte fra aksjer		166 040	152 788
Innbetaling av renter fra obligasjoner		46 449	60 255
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	6	6 088	8 375
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert infrastruktur	7	80	-
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		3 883	3 053
Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner, unotert eiendom og unotert infrastruktur		222 540	224 470
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		495 674	-80 610
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner		-646 867	102 085
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	6	-7 056	-15 997
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur	7	-13 375	-
Netto kontantstrøm finansielle derivater		-542	-5 499
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		8 502	-6 080
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		74 976	94 317
Netto utbetaling av skatt	10	-7 202	-5 724
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		-42	-10
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		878	-623
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	15	-10 481	-4 312
<b>Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter</b>		<b>117 005</b>	<b>302 018</b>
<b>Finansieringsaktiviteter</b>			
Tilførsel fra den norske stat		78 846	5 032
Uttak fra den norske stat		-199 000	-301 800
<b>Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter</b>		<b>-120 154</b>	<b>-296 768</b>
<b>Netto endring innskudd i banker</b>			
Innskudd i banker per 1. januar		18 258	14 476
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden		-3 149	5 250
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		3 341	-1 467
<b>Innskudd i banker per periodens slutt</b>		<b>18 450</b>	<b>18 258</b>

# Oppstilling av endringer i eiers kapital

## Regnskapsprinsipp

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

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital
1. januar 2020	3 384 240	6 699 531	10 083 771
Resultat og totalresultat	-	1 122 356	1 122 356
Tilførsel i perioden <sup>1</sup>	4 130	-	4 130
Uttak i perioden <sup>1</sup>	-301 800	-	-301 800
<b>31. desember 2020</b>	<b>3 086 570</b>	<b>7 821 887</b>	<b>10 908 457</b>
1. januar 2021	3 086 570	7 821 887	10 908 457
Resultat og totalresultat	-	1 550 628	1 550 628
Tilførsel i perioden <sup>1</sup>	80 000	-	80 000
Uttak i perioden <sup>1</sup>	-199 000	-	-199 000
<b>31. desember 2021</b>	<b>2 967 570</b>	<b>9 372 515</b>	<b>12 340 085</b>

<sup>1</sup> I 2021 ble 80 milliarder kroner tilført kronekontoen, mens 209,5 milliarder kroner ble trukket fra den. Av dette ble 5,3 milliarder kroner benyttet til å betale forvaltningsgodtgjøring for 2020 og 5,2 milliarder kroner ble benyttet til å betale forvaltningsgodtgjøring for 2021. Tidspunktet for trekk av forvaltningsgodtgjøring for 2021 ble endret til før årsslutt, og beløpet som ble trukket var basert på en prognose. Dette var høyere enn endelig forvaltningsgodtgjøring for året og differansen vil bli gjort opp i mars 2022. I 2020 ble 4,1 milliarder kroner tilført kronekontoen, mens 306,1 milliarder kroner ble trukket fra den. Av dette ble 4,3 milliarder kroner benyttet til å betale forvaltningsgodtgjøring for 2019.

# Noter

# Regnskaps- rapporteringen



# Note 1 Generell informasjon

## 1. Innledning

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

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

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

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

For utfyllende informasjon om forvaltningsmandatet for SPU, Norges Banks styringsstruktur og risikostyring, se note 9 Investeringsrisiko.

## 2. Godkjenning av årsregnskapet

Den årlige regnskapsrapporteringen for SPU er et utdrag av Norges Banks regnskapsrapportering, og inngår i Norges Banks årsregnskap som note 20. Årsregnskapet til Norges Bank for 2021 ble godkjent av hovedstyret 9. februar 2022 og godkjent av representantskapet 23. februar 2022.

# Note 2 Regnskapsprinsipper

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

## Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger

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

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

### 1. Grunnlag for utarbeidelse

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

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

De anvendte regnskapsprinsippene er konsistente med prinsippene i forrige regnskapsår. Det er ingen nye eller endrede IFRS-standarder og fortolkninger som har trådt i kraft for regnskapsåret som startet 1. januar 2021 som har hatt vesentlig påvirkning på regnskapet.

### 3. Nye og endrede standarder og fortolkninger med virkning fra 2022 eller senere

Vedtatte IFRS-standarder, endringer i eksisterende standarder og fortolkninger som er utgitt med ikrafttredelsesdato fra 2022 eller senere forventes å være uvesentlige eller ikke relevante for regnskapsrapporteringen for SPU på implementeringstidspunktet.

### 4. Regnskapsprinsipper som gjelder hele regnskapet

#### 4.1 Finansielle eiendeler og forpliktelser

##### Innregning og fraregning

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

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktsmessige rettighetene til kontantstrømmene utløper, eller når de finansielle eiendelene og det vesentligste av risiko og fordeler ved eierskap til eiendelene, er overført. Se note 13

Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse for spesifikasjon av overførte eiendeler som ikke er fraregnet.

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

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

#### Klassifisering og måling

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

Finansielle forpliktelser, med unntak for Skyldig forvaltningsgodtgjøring, er integrert i investeringsporteføljen som styres og følges opp basert på virkelig verdi, og er derfor øremerket til virkelig verdi over resultatet. Skyldig forvaltningsgodtgjøring er målt til amortisert kost.

Finansielle derivater er målt til virkelig verdi over resultatet.

#### 4.2 Datterselskaper

Investeringer i fast eiendom og infrastruktur for fornybar energi utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskapene er kontrollert av SPU. Kontroll over et selskap foreligger når SPU er eksponert for eller har rettigheter til variabel avkastning fra sitt engasjement i vedkommende selskap, og har mulighet til å påvirke denne avkastningen gjennom sin makt over selskapet. For ytterligere informasjon, se note 16 Interesser i andre foretak.

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

#### Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet

Datterselskaper som investerer i fast eiendom eller infrastruktur for fornybar energi gjennom eierandeler i andre selskaper, er investeringsforetak. Disse datterselskapene er målt til virkelig verdi over resultatet i tråd med prinsippene for finansielle eiendeler, som omtalt i punkt 4.1 ovenfor. Datterselskaper som investerer i fast eiendom er presentert i balansen som Unotert eiendom. Datterselskaper som investerer i infrastruktur for fornybar energi er presentert i balansen som Unotert infrastruktur. Se note 6 Unotert eiendom og note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi for utfyllende prinsipper.

#### Konsoliderte datterselskaper

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

#### Skjønnsmessig vurdering

SPU er et investeringsforetak basert på følgende:

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

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

# Note 3 Avkastning

**Tabell 3.1** Avkastning

	2021	2020
<b>Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)</b>		
Aksjeinvesteringenes avkastning	20,76	12,14
Renteinvesteringenes avkastning	-1,94	7,46
Unotert eiendomsavkastning	13,64	-0,08
Unotert infrastruktursavkastning	4,15	-
Fondets avkastning	14,51	10,86
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	0,74	0,27
<b>Avkastning målt i norske kroner (prosent)</b>		
Aksjeinvesteringenes avkastning	20,67	12,70
Renteinvesteringenes avkastning	-2,01	8,00
Unotert eiendomsavkastning	13,55	0,42
Unotert infrastruktursavkastning	7,24	-
Fondets avkastning	14,42	11,41

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

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

Den første investeringen i unotert infrastruktur for fornybar energi ble gjennomført 31. mai 2021. Avkastningstall for aktivaklassen gjelder derfor fra juni 2021.

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

## Regnskapsprinsipp

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

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

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

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

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

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

**Tabell 4.1** Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra aksjer

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Utbytte	170 556	157 477
Realisert gevinst/tap	652 455	103 946
Urealisert gevinst/tap	770 608	622 365
<b>Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta</b>	<b>1 593 618</b>	<b>883 788</b>

**Tabell 4.2** Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Renter	47 885	62 213
Realisert gevinst/tap	6	71 432
Urealisert gevinst/tap	-88 796	64 436
<b>Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta</b>	<b>-40 905</b>	<b>198 080</b>

**Tabell 4.3** Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Renter	-877	-1 186
Realisert gevinst/tap	-2 223	-5 702
Urealisert gevinst/tap	-1 738	-3
<b>Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta</b>	<b>-4 839</b>	<b>-6 891</b>

# Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

## Regnskapsprinsipp

Investeringer i aksjer og obligasjoner er målt til virkelig verdi over resultatet. Opptjente utbytter og renter presenteres i balansen på samme linje som de underliggende finansielle instrumentene, og er spesifisert i tabellene 5.1 og 5.2 for henholdsvis aksjer og obligasjoner. Balanselinjen Aksjer inkluderer investeringer i depotbevis (GDR/ADR) og andeler i noterte fond, som for eksempel REITs. Utlånte aksjer og obligasjoner presenteres separat. For mer informasjon om utlånte instrumenter, se note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse.

Finansielle derivater er målt til virkelig verdi over resultatet. Variasjonsmargin for børnoterte futures anses som oppgjort og verdier er presentert i balansen som Innskudd i banker. Norges Bank benytter ikke sikringsbøkføring, og ingen finansielle instrumenter er derfor utpekt som sikringsinstrumenter.

For ytterligere informasjon om måling til virkelig verdi av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater, se note 8 Måling til virkelig verdi. Endringer i virkelig verdi resultatføres og er spesifisert i note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater.

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	31.12.2021		31.12.2020	
	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	8 888 419	7 353	7 976 509	6 973
<b>Sum aksjer</b>	<b>8 888 419</b>	<b>7 353</b>	<b>7 976 509</b>	<b>6 973</b>
Herav utlånte aksjer	505 117		438 353	

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

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2021			31.12.2020		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter
<b>Statsobligasjoner</b>						
Statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta	1 855 432	1 914 848	5 585	1 389 636	1 523 986	6 406
<b>Sum statsobligasjoner</b>	<b>1 855 432</b>	<b>1 914 848</b>	<b>5 585</b>	<b>1 389 636</b>	<b>1 523 986</b>	<b>6 406</b>
<b>Statsrelaterte obligasjoner</b>						
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	10 034	10 016	42	5 251	5 525	45
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	125 037	131 218	600	108 392	121 827	600
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	69 365	70 640	167	53 855	57 155	219
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	154 055	155 965	394	122 001	128 258	399
<b>Sum statsrelaterte obligasjoner</b>	<b>358 941</b>	<b>367 840</b>	<b>1 204</b>	<b>289 498</b>	<b>312 765</b>	<b>1 263</b>
<b>Realrente obligasjoner</b>						
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	160 158	195 879	371	141 583	169 965	350
<b>Sum realrente obligasjoner</b>	<b>160 158</b>	<b>195 879</b>	<b>371</b>	<b>141 583</b>	<b>169 965</b>	<b>350</b>
<b>Selskapsobligasjoner</b>						
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	61 423	66 264	622	55 620	63 618	591
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	321 224	327 240	2 149	255 026	272 234	2 039
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	331 394	354 885	2 771	328 095	366 365	2 855
<b>Sum selskapsobligasjoner</b>	<b>714 041</b>	<b>748 389</b>	<b>5 542</b>	<b>638 741</b>	<b>702 216</b>	<b>5 485</b>
<b>Pantesikrede obligasjoner</b>						
Obligasjoner med fortrinnsrett	200 604	191 948	544	160 209	155 409	657
<b>Sum pantesikrede obligasjoner</b>	<b>200 604</b>	<b>191 948</b>	<b>544</b>	<b>160 209</b>	<b>155 409</b>	<b>657</b>
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>3 288 727</b>	<b>3 418 903</b>	<b>13 246</b>	<b>2 619 667</b>	<b>2 864 341</b>	<b>14 161</b>
Herav utlånte obligasjoner		623 367			520 978	

### Finansielle derivater

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

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

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

**Tabell 5.3** Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2021			31.12.2020		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	791 724	5 920	5 278	359 170	1 620	6 475
Rentederivater	199 485	1 330	2 870	37 523	725	1 144
Kredittderivater	29 563	164	902	-	-	-
Aksjederivater <sup>1</sup>	-	349	-	-	206	-
Børsnoterte futureskontrakter <sup>2</sup>	57 062	116	5	28 587	-	-
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>1 077 834</b>	<b>7 879</b>	<b>9 055</b>	<b>425 280</b>	<b>2 551</b>	<b>7 619</b>

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

<sup>2</sup> Børsnoterte futureskontrakter gjøres opp daglig med marginbetalinger og virkelig verdi er derfor normalt null ved balansedagen, med unntak av futureskontrakter i enkelte markeder hvor det er ulikt tidspunkt for fastsettelse av markedsverdi for marginering og balanseført verdi.

#### Valutaderivater

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

#### Rentederivater

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

#### Kredittderivater

Dette omfatter kredittbytteavtaler for indekser («CDS Indices») bestående av selskapsobligasjoner, hvor den ene parten (selger) påtar seg kredittrisikoen og den andre parten (kjøper) reduserer kredittrisikoen tilhørende de underliggende obligasjonene. Ved en kredittbytteavtale mottar selger en periodisk premie fra kjøper som en kompensasjon for å overta kredittrisikoen. Kjøper mottar betaling kun hvis kredittbeskyttelsen utløses gjennom for eksempel mislighold av underliggende kreditt i indeksen (utløsende hendelse).

#### Aksjederivater

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

#### Futureskontrakter

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

#### Aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer

Aksjebytteavtalene innregnes ikke i balansen, se regnskapsprinsipp i note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse for ytterligere informasjon. Ved utgangen av 2021 var beløp for kjøp av aksjer utført i kombinasjon av motregnede aksjebytteavtaler 80 milliarder kroner (56 milliarder kroner ved utgangen av 2020). Beløp for salg av aksjer i kombinasjon med motregnede aksjebytteavtaler var 64 milliarder kroner (54 milliarder kroner ved utgangen av 2020). Se også tabell 14.1 i note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning. SPU har tilnærmet ingen netto eksponering fra aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.



# Note 6 Unotert eiendom

## Regnskapsprinsipp

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

Virkelig verdi av unotert eiendom anses å være summen av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende eiendomsselskapene, målt til virkelig verdi. For ytterligere informasjon, se note 8 Måling til virkelig verdi.

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

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

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

Utbytte innregnes på det tidspunktet utbyttet er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan, eller blir utbetalt i tråd med selskapets vedtekter.

**Tabell 6.1** Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	6 088	8 375
Urealisert gevinst/tap <sup>1</sup>	29 723	-9 392
<b>Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta</b>	<b>35 811</b>	<b>-1 017</b>

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

**Tabell 6.2** Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2021	31.12.2020
<b>Unotert eiendom per 1. januar</b>	<b>272 507</b>	<b>264 538</b>
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	7 056	15 997
Urealisert gevinst/tap	29 723	-9 392
Gevinst/tap valuta	849	1 363
<b>Unotert eiendom, utgående balanse for perioden</b>	<b>310 134</b>	<b>272 507</b>

## Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert eiendom

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

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

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

**Tabell 6.3** Kontantstrøm unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Innbetaling av renter og utbytte fra løpende drift	6 037	5 976
Innbetaling av interne lån fra løpende drift	1 692	1 697
<b>Kontantstrøm fra løpende drift unotert eiendom</b>	<b>7 729</b>	<b>7 673</b>
Utbetaling til nye eiendomsinvesteringer	-13 486	-20 531
Utbetaling til utvikling av bygninger	-866	-1 109
Netto inn-/utbetaling ekstern gjeld	4 039	-
Innbetaling av interne lån fra salg	1 565	3 945
Innbetaling av renter og utbytte fra salg	51	2 399
<b>Kontantstrøm til/fra andre aktiviteter unotert eiendom</b>	<b>-8 697</b>	<b>-15 295</b>
<b>Netto kontantstrøm unotert eiendom<sup>1</sup></b>	<b>-968</b>	<b>-7 622</b>

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

Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene som er distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte er presentert i kontantstrømoppstillingen som Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom. I 2021 utgjorde dette 6 088 millioner kroner (8 375 millioner kroner i 2020).

Kontantoverføringer mellom SPU og datterselskapene knyttet til eiendom i form av egenkapital og lånefinansiering, samt tilbakebetaling av disse, er presentert i kontantstrømoppstillingen som Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom. I 2021 utgjorde dette -7 056 millioner kroner (-15 997 millioner kroner i 2020).

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

#### Underliggende eiendomsselskaper

Datterselskapene knyttet til eiendom har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. For ytterligere informasjon, se note 16 Interesser i andre foretak.

### Prinsipper for måling og presentasjon

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

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

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

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

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

**Tabell 6.4** Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Netto leieinntekter	11 173	11 609
Ekstern eiendomsforvaltning - faste honorarer	-819	-728
Ekstern eiendomsforvaltning - variable honorarer	-30	-71
Intern eiendomsforvaltning - faste honorarer <sup>1</sup>	-84	-65
Driftskostnader i heleide datterselskaper <sup>2</sup>	-63	-64
Driftskostnader i felleskontrollert virksomhet	-109	-110
Rentekostnader ekstern gjeld	-673	-555
Betalbar skatt	-253	-211
<b>Netto inntekt fra løpende drift</b>	<b>9 141</b>	<b>9 805</b>
Realisert gevinst/tap	424	2 151
Urealisert gevinst/tap <sup>3</sup>	26 387	-12 472
<b>Realisert og urealisert gevinst/tap</b>	<b>26 811</b>	<b>-10 321</b>
<b>Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg</b>	<b>-141</b>	<b>-500</b>
<b>Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper</b>	<b>35 811</b>	<b>-1 017</b>

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

<sup>2</sup> Driftskostnader i heleide datterselskaper måles mot den øvre kostnadsrammen fra Finansdepartementet, se note 12 Forvaltningskostnader for mer informasjon.

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

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

**Tabell 6.5** Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2021	31.12.2020
Bygninger	336 332	293 408
Ekstern gjeld	-22 780	-18 783
Netto andre eiendeler og forpliktelser <sup>1</sup>	-3 417	-2 118
<b>Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper</b>	<b>310 134</b>	<b>272 507</b>

<sup>1</sup> Netto andre eiendeler og forpliktelser består av kontanter og skatt samt operasjonelle fordringer og forpliktelser.

### Avtaler om kjøp og salg av eiendom

Ved kjøp og salg av eiendom vil det normalt være en tidsperiode mellom avtaleinngåelse og gjennomføring av transaksjonen. I de underliggende eiendomsselskapene innregnes eller fraregnes eiendommer den datoen kontroll over eiendommen overdras. Dette vil normalt være tidspunktet vederlaget overføres og transaksjonen gjennomføres. Transaksjoner blir normalt annonsert ved avtaleinngåelsen. Kjøp og salg over 100 millioner amerikanske dollar blir annonsert. Tidligere annonserte avtaler om kjøp og salg av bygninger, som ikke er gjennomført ved utgangen av 2021, beskrives i neste avsnitt.

I andre kvartal 2019 inngikk Norges Bank avtaler om å kjøpe en eierandel på 48 prosent i to nye bygninger som skal oppføres i New York på 561 Greenwich Street og 92 Avenue of the Americas, med forventet ferdigstillelse i henholdsvis første kvartal 2023 og fjerde kvartal 2024. Bygningene vil bli kjøpt og endelig kjøpesum vil bli fastsatt ved ferdigstillelse.

# Note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi

## Regnskapsprinsipp

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

Virkelig verdi av unotert infrastruktur anses å være summen av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende infrastrukturselskapene, målt til virkelig verdi. For ytterligere informasjon, se note 8 Måling til virkelig verdi.

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

Følgende regnskapsprinsipper gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementene presentert i tabell 7.1:

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

Utbytte innregnes på det tidspunktet utbyttet er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan, eller blir utbetalt i tråd med selskapets vedtekter.

**Tabell 7.1** Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert infrastruktur	80	-
Urealisert gevinst/tap <sup>1</sup>	1 118	-
<b>Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur før gevinst/tap valuta</b>	<b>1 198</b>	<b>-</b>

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

**Tabell 7.2** Balanseendringer unotert infrastruktur

Beløp i millioner kroner	31.12.2021	31.12.2020
<b>Unotert infrastruktur per 1. januar</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur	13 375	-
Urealisert gevinst/tap	1 118	-
Gevinst/tap valuta	-207	-
<b>Unotert infrastruktur, utgående balanse for perioden</b>	<b>14 287</b>	<b>-</b>

## Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert infrastruktur

SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i infrastruktur for fornybar energi. Netto inntekt i de underliggende infrastrukturselskapene kan bli distribuert

tilbake til SPU i form av renter og utbytte, samt tilbakebetaling av egenkapital og lånefinansieringen. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av renter og utbytte fra datterselskaper til SPU.

Tabell 7.3 spesifiserer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert infrastruktur, knyttet til løpende drift samt andre aktiviteter.

**Tabell 7.3** Kontantstrøm unotert infrastruktur

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Innbetaling av renter og utbytte fra løpende drift	80	-
Innbetaling av interne lån fra løpende drift	648	-
<b>Kontantstrøm fra løpende drift unotert infrastruktur</b>	<b>728</b>	<b>-</b>
Utbetaling til nye infrastrukturinvesteringer	-14 023	-
<b>Kontantstrøm til/fra andre aktiviteter unotert infrastruktur</b>	<b>-14 023</b>	<b>-</b>
<b>Netto kontantstrøm unotert infrastruktur<sup>1</sup></b>	<b>-13 295</b>	<b>-</b>

<sup>1</sup> Fremgår av kontantstrømoppstillingen som Innbetaling av renter og utbytte fra unotert infrastruktur og Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur.

Netto inntekt i de underliggende infrastrukturekselskapene som er distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte er presentert i kontantstrømoppstillingen som Innbetaling av renter og utbytte fra unotert infrastruktur. I 2021 utgjorde dette 80 millioner kroner (0 millioner kroner i 2020).

Kontantoverføringer mellom SPU og datterselskapene knyttet til infrastruktur i form av egenkapital og lånefinansiering, samt tilbakebetaling av disse, er presentert i kontantstrømoppstillingen som Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur. I 2021 utgjorde dette -13 375 millioner kroner (0 millioner kroner i 2020).

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

#### Underliggende infrastrukturekselskaper

Datterselskapene knyttet til infrastruktur har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. For ytterligere informasjon, se note 16 Interesser i andre foretak.

#### Prinsipper for måling og presentasjon

Følgende prinsipper gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementene presentert i tabell 7.4:

Inntekter fra salg av fornybar energi innregnes på leveringstidspunktet. Netto inntekter fra salg av fornybar energi består i all hovedsak av opptjente inntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av infrastruktureiendelene.

Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg av infrastruktur for fornybar energi påløper som en engangskostnad og resultatføres etter hvert som de påløper.

Tabell 7.4 spesifiserer SPUs andel av netto inntekt generert i de underliggende infrastrukturselskapene som er grunnlaget for Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur presentert i tabell 7.1.

**Tabell 7.4** Inntekt fra underliggende infrastrukturselskaper

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Netto inntekter fra salg av fornybar energi	747	-
Driftskostnader i heleide datterselskaper <sup>1</sup>	-7	-
Driftskostnader i felleskontrollert virksomhet	9	-
Betalbar skatt	-160	-
<b>Netto inntekt fra løpende drift</b>	<b>589</b>	<b>-</b>
<b>Urealisert gevinst/tap<sup>2</sup></b>	<b>639</b>	<b>-</b>
<b>Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg</b>	<b>-31</b>	<b>-</b>
<b>Netto inntekt underliggende infrastrukturselskaper</b>	<b>1 198</b>	<b>-</b>

<sup>1</sup> Driftskostnader i heleide datterselskaper måles mot den øvre kostnadsrammen fra Finansdepartementet, se note 12 Forvaltningskostnader for mer informasjon.

<sup>2</sup> Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 7.1 inkluderer netto inntekt i de underliggende infrastrukturselskapene som ikke er distribuert tilbake til SPU og vil derfor ikke tilsvare Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 7.4.

Tabell 7.5 spesifiserer SPUs andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende infrastrukturselskapene som inngår i Unotert infrastruktur som presentert i tabell 7.2.

**Tabell 7.5** Eiendeler og forpliktelser underliggende infrastrukturselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2021	31.12.2020
Vindpark	14 290	-
Netto andre eiendeler og forpliktelser <sup>1</sup>	-3	-
<b>Sum eiendeler og forpliktelser underliggende infrastrukturselskaper</b>	<b>14 287</b>	<b>-</b>

<sup>1</sup> Netto andre eiendeler og forpliktelser består av kontanter og skatt samt operasjonelle fordringer og forpliktelser.

# Note 8 Måling til virkelig verdi

## Regnskapsprinsipp

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

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

### 1. Innledning

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

### 2. Hierarkiet for virkelig verdi

Alle eiendeler og gjeldsposter som måles til virkelig verdi har blitt inndelt i de tre kategoriene i hierarkiet for virkelig verdi, presentert i tabell 8.1. Inndelingen er basert på observerbarheten til inndataene som benyttes i målingen av virkelig verdi:

- Nivå 1 består av eiendeler som er verdsatt basert på noterte, ikke-justerte priser i aktive markeder. Et aktivt marked er definert som et marked der transaksjoner finner sted med tilstrekkelig hyppighet og volum til å gi løpende prisinformasjon.

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

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

## Vesentlig estimat

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

**Tabell 8.1** Investeringsporteføljen kategorisert per nivå i verdsettelseshierarkiet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
<b>Aksjer</b>	<b>8 849 354</b>	<b>7 932 488</b>	<b>37 716</b>	<b>43 424</b>	<b>1 349</b>	<b>597</b>	<b>8 888 419</b>	<b>7 976 509</b>
Statsobligasjoner	1 494 936	1 319 168	419 912	204 818	-	-	1 914 848	1 523 986
Statsrelaterte obligasjoner	278 345	235 974	89 495	76 791	-	-	367 840	312 765
Realrenteobligasjoner	177 457	153 784	18 422	16 181	-	-	195 879	169 965
Selskapsobligasjoner	674 632	591 372	73 750	110 816	7	28	748 389	702 216
Pantesikrede obligasjoner	162 737	128 141	29 211	27 268	-	-	191 948	155 409
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>2 788 107</b>	<b>2 428 439</b>	<b>630 790</b>	<b>435 874</b>	<b>7</b>	<b>28</b>	<b>3 418 903</b>	<b>2 864 341</b>
Finansielle derivater (eiendeler)	246	76	7 633	2 471	-	4	7 879	2 551
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-9 055	-7 619	-	-	-9 055	-7 619
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>246</b>	<b>76</b>	<b>-1 422</b>	<b>-5 148</b>	<b>-</b>	<b>4</b>	<b>-1 176</b>	<b>-5 068</b>
<b>Unotert eiendom</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>310 134</b>	<b>272 507</b>	<b>310 134</b>	<b>272 507</b>
<b>Unotert infrastruktur</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>14 287</b>	<b>-</b>	<b>14 287</b>	<b>-</b>
Annet (eiendeler) <sup>1</sup>	-	-	340 634	224 533	-	-	340 634	224 533
Annet (gjeld) <sup>2</sup>	-	-	-631 651	-419 059	-	-	-631 651	-419 059
<b>Totalt</b>	<b>11 637 707</b>	<b>10 361 003</b>	<b>376 067</b>	<b>279 623</b>	<b>325 777</b>	<b>273 136</b>	<b>12 339 549</b>	<b>10 913 762</b>
<b>Totalt (prosent)</b>	<b>94,3</b>	<b>94,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<sup>1</sup> Annet (eiendeler) består av balansenlinjene Innskudd i banker, Utlån med sikkerhetsstillelse, Avgitt kontantsikkerhet, Uoppgjorte handler (eiendeler), Fordring kildeskatt og Andre eiendeler.

<sup>2</sup> Annet (gjeld) består av balansenlinjene Innlån med sikkerhetsstillelse, Mottatt kontantsikkerhet, Uoppgjorte handler (gjeld), Utsatt skatt og Annen gjeld.

Majoriteten av den totale porteføljen er priset basert på observerbare markedspriser. Ved utgangen av 2021 var 97,4 prosent av porteføljen klassifisert som nivå 1 eller 2, som er en marginal reduksjon sammenlignet med årsslutt 2020. Bevegelser mellom nivåene i hierarkiet for virkelig verdi er beskrevet i punkt 3 i denne noten.

### Aksjer

Målt som en andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer (99,56 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurs fra børs og klassifisert som nivå 1. En mindre andel aksjer (0,42 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er hovedsakelig aksjer hvor handel nylig er suspendert, eller illikvide beholdninger som ikke handles daglig. For noen få beholdninger (0,02 prosent) som ikke er notert eller hvor børsandel har vært suspendert og verdien er justert ned i forhold til siste sluttkurs, basert på en vurdering av selskapsesifikke forhold, benyttes ikke-observerbare inndata i vesentlig grad i verdsettelsen. Disse beholdningene er derfor klassifisert som nivå 3.

### Obligasjoner

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene (81,55 prosent) har observerbare bindende markedspriser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. 18,45 prosent av obligasjonsbeholdningene er klassifisert som nivå 2. Dette er beholdninger som ikke har et tilstrekkelig antall observerbare markedspriser eller som er priset basert på sammenlignbare likvide obligasjoner. En ubetydelig andel av beholdningene som ikke har observerbare kurs, er

klassifisert som nivå 3, da verdsettelsen er basert på vesentlig bruk av ikke-observerbare inndata.

### Unotert eiendom

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Alle unoterte eiendomsinvesteringer er målt til verdien fastsatt av eksterne 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.

### Unotert infrastruktur for fornybar energi

Den første investeringen i unotert infrastruktur for fornybar energi ble gjennomført 31. mai 2021. Se note 7 Unotert infrastruktur for ytterligere informasjon. Investeringene i unotert infrastruktur er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata.

Investeringer i unotert infrastruktur er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsetter. Unntaket er nylig innkjøpte infrastrukturinvesteringer der kostpris eksklusive transaksjonskostnader er vurdert som det beste anslaget på virkelig verdi, eller tilfeller hvor det finnes indikasjoner på at



verdien fastsatt av eksterne verdsettelse 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. Majoriteten av derivater er klassifisert som nivå 2, da verdsettelse av disse er basert

på standard modeller hvor det er benyttet observerbare inndata. Noen få derivater er verdsatt basert på modeller med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata og er klassifisert som nivå 3.

Andre eiendeler og forpliktelser er klassifisert som nivå 2.

## 3. Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet

### Regnskapsprinsipp

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

### Reklassifiseringer mellom nivå 1 og nivå 2

Andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 er tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2020. Det har ikke vært vesentlige reklassifiseringer av aksjer mellom nivå 1 og nivå 2.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 2 har økt med 3,2 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2020.

Økningen skyldes hovedsakelig kjøp av statsobligasjoner klassifisert som nivå 2 like før årsslutt på 214 543 millioner kroner. Denne effekten er delvis motvirket av en netto reklassifisering fra nivå 2 til nivå 1 på 17 490 millioner kroner, på grunn av forbedret likviditet. De reklassifiserte beholdningene består i hovedsak av selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar.

Tabell 8.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2021	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2021
Aksjer	597	908	-16	-	-327	242	-68	13	1 349
Obligasjoner	28	-	-	-	-22	-	-	1	7
Finansielle derivater (eiendeler)	4	-	-	-	-	-	-4	-	-
Unotert eiendom <sup>1</sup>	272 507	7 056	-	-	29 723	-	-	849	310 134
Unotert infrastruktur <sup>1</sup>	-	13 375	-	-	1 118	-	-	-207	14 287
<b>Totalt</b>	<b>273 136</b>	<b>21 339</b>	<b>-16</b>	<b>-</b>	<b>30 492</b>	<b>242</b>	<b>-72</b>	<b>656</b>	<b>325 777</b>

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

<sup>1</sup> Kjøp representerer netto kontantstrøm til investeringer i henholdsvis unotert eiendom og unotert infrastruktur slik det fremkommer i kontantstrømoppstillingen.

Andelen av porteføljen klassifisert som nivå 3 var 2,6 prosent ved utgangen av 2021, en økning fra 2,5 prosent ved årsslutt 2020. SPUs samlede beholdninger i nivå 3 utgjorde 325 777 millioner kroner ved årsslutt 2021, en økning på 52 641 millioner kroner sammenlignet med årsslutt 2020. Økningen skyldes i hovedsak investeringer i unotert eiendom, som i sin helhet er klassifisert som nivå 3, samt den første investeringen i unotert infrastruktur.

Investeringer i unotert eiendom var ved årsslutt 310 134 millioner kroner, en økning på 37 627 millioner kroner fra årsslutt 2020. Økningen skyldes i hovedsak urealisert gevinst og nye investeringer.

#### 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. For aksjer og derivater som handles i aktive markeder (nivå 1) blir sluttkurs benyttet. For obligasjoner som handles i aktive markeder blir hovedsakelig kjøpskurs benyttet. Markedsaktivitet og volum overvåkes ved bruk av flere priskilder som gir tilgang til markedspriser, noterte priser og transaksjoner på måletidspunktet.

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

##### Unotert eiendom (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 eksterne gjeld. Bygninger verdsettes hver rapporteringsdato av eksterne, sertifiserte og uavhengige verdsettelses-spesialister ved bruk av verdsettelsesmodeller. Verdsettelse av eiendomsinvesteringer er av natur disponert mot fremtidsrettede skjønnsmessige vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuell eiendomstype, beliggenhet, fremtidig inntektsstrøm og relevante avkastningskrav. 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.

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

Avkastningskrav og forutsetninger knyttet til forventede fremtidige kontantstrømmer er de viktigste inndataene i verdsettelsesmodellene. Forventede fremtidige

kontantstrømmer påvirkes av endringer i forutsetninger relatert til, men ikke begrenset til:

- Markedsleie og vekst i markedsleie
- Inflasjonsforventning (marked, konsumprisindeks, kostnader osv.)
- Reforhandlings sannsynlighet, ledighetsperiode og kostnader
- Mislighold leietakere

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

##### Unotert infrastruktur for fornybar energi (nivå 3)

Virkelig verdi av unotert infrastruktur er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi, som hovedsakelig består av vindturbiner. Ved utgangen av året har fondet bare en investering i denne aktivaklassen, og den er uten eksterne gjeld. Investeringen er verdsatt av en ekstern, uavhengig verdsettelses spesialist ved bruk av en spesialtilpasset verdsettelsesmodell. Verdsettelse av infrastrukturinvesteringer er av natur disponert mot fremtidsrettede skjønnsmessige vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuelle type eiendel, beliggenhet, fremtidig inntektsstrøm og relevante diskonteringsrente. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbar inndata og Unotert infrastruktur er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelseshierarkiet.

Diskonteringsrente og forutsetninger knyttet til forventede fremtidige kontantstrømmer (strømpriser) er de viktigste inndataene i verdsettelsesmodellene. Prognoser på strømpriser blir levert av uavhengige leverandører av energimarkedsprognoser.

Fremtidige kontantstrømmer blir av ekstern verdsetter neddiskontert ved bruk av en finansiell modell. Modellen hensyntar estimater på risikopremier både for markedet generelt og for de spesifikke infrastruktureiendelene. I tillegg blir denne verdien rimelighetsvurdert av den eksterne verdsetteren mot verdianslag beregnet ved bruk av markedsmultipler (faktorer fra sammenlignbare selskaper) og transaksjonsmultipler (måltall fra nylige, sammenlignbare transaksjoner) før endelig estimat på virkelig verdi fastsettes.

##### Aksjer (nivå 2 og nivå 3)

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

Beholdninger i nivå 3 består av aksjer som ikke er notert samt aksjer som er suspendert fra handel, hvor verdsettelsesmodellene i vesentlig grad benytter ikke-observerbare inndata. For aksjer som er suspendert fra handel er verdien justert ned i forhold til siste sluttkurs fra børs basert på en vurdering av selskapsspesifikke forhold. For aksjer som ikke er notert er det foretatt en justering for likviditetsrisiko. Verdsettelsesmodellene benytter ikke-observerbare inndata som historisk volatilitet, selskapets resultater og analyse av sammenlignbare selskaper.

### Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

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

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

### Finansielle derivater (nivå 2 og nivå 3)

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

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

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

### 5. Sensitivitetsanalyse for nivå 3 beholdninger

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

**Tabell 8.3** Ytterligere spesifikasjon nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Nøkkel-forutsetninger	Endring nøkkel-forutsetninger	Spesifikasjon nivå 3 per 31.12.2021	Sensitiviteter 31.12.2021		Spesifikasjon nivå 3 per 31.12.2020	Sensitiviteter 31.12.2020	
				Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
<b>Aksjer</b>	Justering ved suspensjon fra handel	20,0 prosent	<b>1 349</b>	<b>-270</b>	<b>270</b>	<b>597</b>	<b>-119</b>	<b>119</b>
<b>Obligasjoner</b>	Sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer <sup>1</sup>	10,0 prosent	<b>7</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>28</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>
<b>Finansielle derivater (eiendeler)</b>	Annet		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>-</b>
<b>Unotert eiendom</b>	Avkastningskrav	0,2 prosentpoeng		-15 219	17 050		-12 708	14 864
	Markedsleie	2,0 prosent		-5 253	5 253		-4 401	4 383
			<b>310 134</b>	<b>-20 472</b>	<b>22 302</b>	<b>272 507</b>	<b>-17 109</b>	<b>19 247</b>
<b>Unotert infrastruktur</b>	Diskonteringsrente	0,25 prosentpoeng		-385	404		-	-
	Strømprisprognose	5,0 prosent		-435	438		-	-
			<b>14 287</b>	<b>-820</b>	<b>843</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Totalt</b>			<b>325 777</b>	<b>-21 563</b>	<b>23 416</b>	<b>273 136</b>	<b>-17 235</b>	<b>19 369</b>

<sup>1</sup> Beholdninger består i hovedsak av misligholdte obligasjoner.

Investeringer i unotert eiendom utgjør det alt vesentligste av beholdninger klassifisert som nivå 3. Endring i nøkkelforutsetninger kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av investeringer i unotert eiendom. En rekke

nøkkelforutsetninger benyttes, hvor avkastningskrav og vekstprognoser anvendt for fremtidig markedsleie er de forutsetningene som gir størst utslag i estimat for eiendomsverdiene. I sensitivitetsanalysen illustreres dette

ved å benytte andre rimelige alternative forutsetninger for avkastningskrav og markedsleie. Analysen er basert på en statistisk relevant populasjon som er representativ for den unoterte eiendomsporteføljen og reflekterer både fordelaktige og ufordelaktige endringer.

Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en reduksjon i markedsleie på 2 prosent vil redusere den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 20 472 millioner kroner eller 6,6 prosent (6,3 prosent ved årsslutt 2020). Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i markedsleie på 2 prosent øke den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 22 302 millioner kroner eller 7,2 prosent (7,1 prosent ved årsslutt 2020). Den isolerte effekten av endringer i avkastningskrav og fremtidig markedsleie er presentert i tabell 8.3.

Sensitivitetsanalysen for unotert infrastruktur vil være tilpasset hver enkelt investering. En rekke nøkkelforutsetninger benyttes, hvor diskonteringsrente og fremtidige strømpriser er de forutsetningene som gir størst utslag i estimat for verdi på investeringen. I sensitivitetsanalysen illustreres dette ved å benytte andre rimelige alternative forutsetninger for diskonteringsrente og fremtidige strømpriser.

Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i diskonteringsrente på 0,25 prosentpoeng og en reduksjon i strømpriser på 5 prosent vil redusere verdien av unotert infrastruktur med om lag 820 millioner kroner eller 5,7 prosent. Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i diskonteringsrente på 0,25 prosentpoeng og en økning i strømpriser på 5 prosent øke verdien av unotert infrastruktur med om lag 843 millioner kroner eller 5,9 prosent. Den isolerte effekten av endringer i diskonteringsrente og fremtidige strømpriser er presentert i tabell 8.3.

## 6. Kontrollmiljø

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

Verdsettelsesmiljøet er tilpasset i samsvar med markedsstandarder og etablert praksis for verdifastsettelse. I praksis er dette gjennomført i form av en daglig verdifastsettelse av alle beholdninger, med unntak for investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur hvor verdsettelsene gjøres kvartalsvis. For unotert eiendom gjøres de kvartalsvise verdsettelsene av eksterne verdsetterne. For unotert infrastruktur gjøres verdsettelsene av eksterne verdsetterne ved utgangen av andre og fjerde kvartal, mens de gjøres av verdsettelsesavdelingen internt ved utgangen av første og tredje kvartal. Prosessene er skalerbare i forhold til markedsendringer og er basert på interne og eksterne dataløsninger.

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

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

På daglig basis er verdifastsettelsen gjenstand for flere kontroller i verdsettelsesavdelingene. Kontrollene er basert på definerte terskler og sensitiviteter, som overvåkes og justeres i overensstemmelse med rådende markedsforhold. Ved månedsslutt for finansielle instrumenter og ved kvartalsslutt for unoterte eiendoms- og unoterte infrastrukturinvesteringer, blir det utført mer omfattende kontroller for å sikre at verdsettelsen representerer virkelig verdi i henhold til IFRS. I denne forbindelse gis det spesiell oppmerksomhet til illikvide finansielle instrumenter samt unoterte investeringer, 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.

I forkant av fremleggelse av regnskapsrapporteringen blir dokumentasjonen gjennomgått, større prisingsspørsmål behandlet og verdifastsettelsen av porteføljen godkjent i NBIM Ledergruppe Investeringsmøte.

# Note 9 Investeringsrisiko

## Forvaltningsmandat for SPU

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

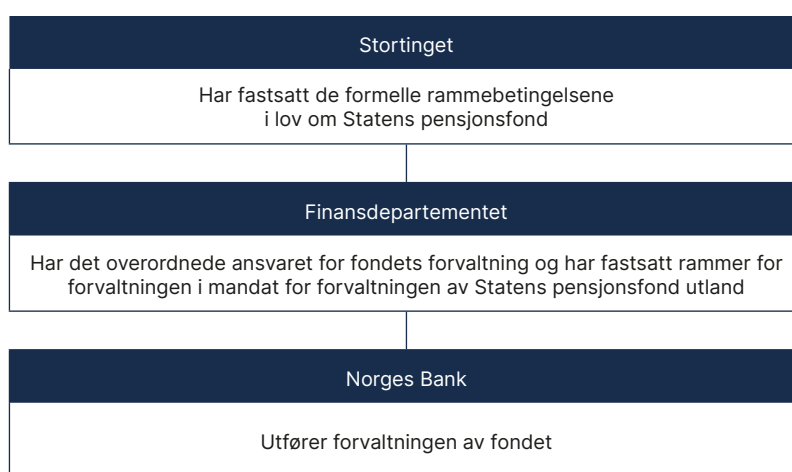
SPU skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i valutakurven til faktisk referanseindeks, innenfor de rammer og krav som gjelder for forvaltningen. Finansdepartementets strategiske referanseindeks er fordelt på to aktivklasser, aksjer og obligasjoner, med en allokering på 70 prosent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

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

Investeringene i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi er ikke definert av fondets referanseindeks. Forvaltningsmandatet setter en maksimal allokering til unotert eiendom på 7 prosent av investeringsporteføljen. Investeringer i unotert infrastruktur kan utgjøre inntil 2 prosent av investeringsporteføljen. Fondets allokering til unotert eiendom og unotert infrastruktur er videre regulert gjennom investeringsmandatet fastsatt av Norges Banks hovedstyre. Det er opp til Norges Bank å bestemme allokeringen til unotert eiendom og unotert infrastruktur, innenfor rammer gitt i forvaltningsmandatet, og hvordan den skal finansieres.

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

Figur 9.1 Forvaltningsmandat for SPU



## Norges Banks styringsstruktur

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

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

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

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

Figur 9.2 Norges Banks styringsstruktur



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

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

#### Rammeverk for investeringsrisiko

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

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

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

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

**Tabell 9.1** Investeringsrisiko

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

### Investeringsrisiko – markedsrisiko

Norges Bank Investment Management definerer markedsrisiko som risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene, samt eiendoms- og infrastrukturverdier. Markedsrisiko for investeringsporteføljen, både absolutt og relativt til referanseindeksen, måles etter dimensjonene konsentrasjon, volatilitet og samvariasjonsrisiko, systematisk faktorrisiko og likviditetsrisiko. For unotert eiendom omfatter dette måling av andel eiendom under utvikling, utleiegrad, leietakerkonsentrasjon og geografisk konsentrasjon. For unotert infrastruktur omfatter dette blant annet eksponering mot ulike sektorer, måling av andel inntekter fra myndighetssubsidier, utviklingseksponering og geografisk konsentrasjon. Markedsrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

### Investeringsrisiko – kredittrisiko

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

### Investeringsrisiko – motpartsrisiko

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

### Risikostyringsprosessen

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

### Markedsrisiko

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

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

### Konsentrasjonsrisiko

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

Porteføljen er investert på tvers av flere aktivaklasser, land og valutaer, som vist i tabell 9.2.

**Tabell 9.2** Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Markedsverdi i prosent per land og valuta <sup>1</sup>					Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring <sup>2</sup>	
Aktivaklasse	Marked	31.12.2021	Marked	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Aksjer	<b>Utviklet</b>	<b>89,5</b>	<b>Utviklet</b>	<b>88,0</b>				
	USA	44,9	USA	41,7				
	Japan	7,0	Japan	8,2				
	Storbritannia	7,0	Storbritannia	7,3				
	Frankrike	4,9	Frankrike	4,8				
	Sveits	4,7	Sveits	4,6				
	Sum andre	20,9	Sum andre	21,4				
	<b>Fremvoksende</b>	<b>10,5</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>12,0</b>				
	Kina	3,8	Kina	5,3				
	Taiwan	2,3	Taiwan	2,1				
	India	1,6	India	1,3				
	Brasil	0,5	Brasil	0,6				
	Sør-Afrika	0,4	Sør-Afrika	0,5				
	Sum andre	2,0	Sum andre	2,2				
	<b>Sum aksjer</b>					<b>71,95</b>	<b>72,80</b>	<b>8 878 464</b>
Obligasjoner	<b>Utviklet</b>	<b>99,6</b>	<b>Utviklet</b>	<b>97,2</b>				
	Amerikanske dollar	50,3	Amerikanske dollar	47,7				
	Euro	27,6	Euro	28,1				
	Japanske yen	7,9	Japanske yen	7,6				
	Britiske pund	4,9	Britiske pund	4,9				
	Kanadiske dollar	3,8	Kanadiske dollar	3,6				
	Sum andre	5,0	Sum andre	5,2				
	<b>Fremvoksende</b>	<b>0,4</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>2,8</b>				
	Brasilianske real	0,1	Sørkoreanske won	0,8				
	Chilenske peso	0,1	Meksikanske peso	0,7				
	Colombianske peso	0,0	Russiske rubler	0,3				
	Polske zloty	0,0	Indonesiske rupiah	0,2				
	Sørkoreanske won	0,0	Colombianske peso	0,2				
	Sum andre	0,1	Sum andre	0,7				
	<b>Sum obligasjoner</b>					<b>25,41</b>	<b>24,70</b>	<b>3 135 259</b>
Unotert eiendom	USA	50,1	USA	46,8				
	Storbritannia	17,8	Frankrike	19,3				
	Frankrike	17,1	Storbritannia	18,1				
	Tyskland	3,9	Tyskland	4,0				
	Sveits	3,6	Sveits	3,9				
	Sum andre	7,4	Sum andre	7,9				
<b>Sum unotert eiendom</b>					<b>2,52</b>	<b>2,50</b>	<b>311 538</b>	<b>273 109</b>
<b>Sum unotert infrastruktur</b>					<b>0,12</b>	<b>-</b>	<b>14 288</b>	<b>-</b>

<sup>1</sup> Markedsverdi i prosent per land og valuta inkluderer derivater og kontanter.

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



Ved utgangen av 2021 var aksjeandelen i fondet 72,0 prosent, ned fra 72,8 prosent ved årsslutt 2020. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 25,4 prosent, opp fra 24,7 prosent ved årsslutt 2020. Andelen av obligasjonsporteføljen investert i valutaer i fremvoksende markeder falt til 0,4 prosent ved utgangen av 2021, fra 2,8 prosent ved utgangen av 2020. Unotert eiendom utgjorde

2,5 prosent av fondet ved årsslutt, mot 2,5 prosent ved årsslutt 2020. Unotert infrastruktur utgjorde 0,1 prosent av fondet ved årsslutt.

For aksjeinvesteringene måles konsentrasjon i porteføljen videre blant annet fordelt på sektor. Tabell 9.3 viser sektorfordelingen for aktivaklassen aksjer.

**Tabell 9.3** Fordeling av aksjeinvesteringene per sektor<sup>1</sup>, prosent

Sektor	31.12.2021	31.12.2020 <sup>2</sup>
Teknologi	20,5	19,0
Varige konsumvarer	14,6	15,8
Finans	14,4	14,2
Industri	13,4	13,7
Helse	11,4	11,9
Eiendom	6,3	5,3
Konsumvarer	6,0	6,5
Materialer	4,4	4,4
Energi	3,7	3,0
Telekommunikasjon	3,2	3,7
Kraft- og vannforsyning	2,4	2,9

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

<sup>2</sup> I 2021 endret FTSE sin ICB sektorklassifisering. Sammenligningstall for 2020 er omarbeidet for å samsvare med presentasjonen i inneværende år.

SPU har betydelige investeringer i obligasjoner utstedt av stater. Tabell 9.4 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer

statsobligasjoner utstedt i egen valuta og fremmed valuta, samt realrenteobligasjoner i egen valuta.

**Tabell 9.4** Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2021	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2020
USA	877 936	USA	717 935
Japan	370 519	Japan	294 195
Singapore	145 217	Tyskland	138 176
Tyskland	121 399	Storbritannia	87 746
Storbritannia	93 596	Frankrike	72 442
Frankrike	74 825	Spania	51 345
Italia	63 741	Australia	41 065
Canada	55 754	Sør-Korea	36 045
Australia	45 988	Italia	31 261
Spania	45 547	Canada	31 242

Porteføljen er også investert i selskaper som utsteder både aksjer og obligasjoner. Tabell 9.5 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger.

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

**Tabell 9.5** Største beholdninger utenom stat, både aksjer og obligasjoner

Beløp i millioner kroner, 31.12.2021	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Apple Inc	Teknologi	216 952	7 094	224 046
Microsoft Corp	Teknologi	210 468	1 368	211 836
Alphabet Inc	Teknologi	144 417	1 809	146 226
Amazon.com Inc	Varige konsumvarer	121 160	6 639	127 799
Nestlé SA	Konsumvarer	89 082	1 775	90 857
Meta Platforms Inc	Teknologi	83 016	-	83 016
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Teknologi	72 171	1 176	73 347
Tesla Inc	Varige konsumvarer	68 097	-	68 097
Roche Holding AG	Helse	65 283	1 453	66 736
ASML Holding NV	Teknologi	64 496	252	64 748

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

<sup>1</sup> | 2021 endret FTSE sin ICB sektorklassifisering. Sektorklassifisering for 2020 er omarbeidet for å samsvare med presentasjonen i inneværende år

Tabell 9.6 viser sektorfordelingen for aktivaklassen unotert eiendom.

**Tabell 9.6** Fordeling av unoterte eiendomsinvesteringer per sektor, prosent

Sektor	31.12.2021	31.12.2020
Kontor	54,6	57,2
Handel	12,3	16,4
Logistikk	32,4	26,0
Annet	0,7	0,5
<b>Totalt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Volatilitet og samvariasjonsrisiko

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

Management benytter samme modell både for porteføljehrisiko og relativ volatilitet.

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

Modellering av unoterte investeringer er utfordrende på grunn av få eller ingen historiske priser. For investeringer i unotert eiendom kartlegges eksponeringen til en gruppe relevante risikofaktorer i modellrammeverket til MSCI sin Barra Private Real Estate 2 (PRE2) modell. Disse bestemmes av nøkkelattributter som beliggenhet og eiendomstype.

Modellen bruker tidsserier for verditakster og faktiske transaksjoner som utgangspunkt, men inkluderer også noterte eiendomsaksjer for å etablere representative tidsserier med daglig frekvens. For investeringer i unotert infrastruktur tas det utgangspunkt i en kombinasjon av tidsserier tilgjengelige i eksisterende rammeverk for børsnoterte markeder. Eksponeringer mot generiske noterte risikofaktorer kartlegges for hvert prosjekt basert på

attributter som andel av kontraktspriser, prosjektlevetid, fase av prosjektet, sektor, land og kvaliteten på motparter.

MSCI sin risikomodell bruker så de kartlagte faktorene for unoterte investeringer på samme måte som ordinære aksje- og renterisikofaktorer for å beregne forventet absolutt og relativ volatilitet, samt forventet ekstremavviksrisiko for fondets investeringer.

## Beregning av forventet volatilitet

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

Tabell 9.7 og 9.8 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

**Tabell 9.7** Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2021	Min 2021	Maks 2021	Snitt 2021	31.12.2020	Min 2020	Maks 2020	Snitt 2020
Porteføljen	10,3	10,1	10,7	10,5	10,4	7,7	10,5	9,4
Aksjer	14,1	14,0	14,7	14,4	14,3	9,9	14,4	12,9
Obligasjoner	10,1	9,7	10,1	9,8	9,7	6,9	9,7	8,7
Unotert eiendom	11,7	10,5	11,7	10,8	10,5	8,7	10,7	10,1
Unotert infrastruktur	13,1	9,7	13,1	11,2	-	-	-	-

**Tabell 9.8** Relativ risiko målt mot referanseindeksene til fondet, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2021	Min 2021	Maks 2021	Snitt 2021	31.12.2020	Min 2020	Maks 2020	Snitt 2020
Porteføljen	50	42	56	47	56	32	58	49

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 10,3 prosent, eller om lag 1 270 milliarder kroner, ved utgangen av 2021, mot 10,4 prosent ved årsslutt 2020. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 14,1 prosent ved årsslutt, ned fra 14,3 prosent ved utgangen av 2020, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 10,1 prosent, opp fra 9,7 prosent ved årsslutt 2020.

Forvaltningsmandatet angir at forventet relativ volatilitet for fondet ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Fondets forventede relative volatilitet var 50 basispunkter ved utgangen av året, ned fra 56 basispunkter ved årsslutt 2020. Nedgangen i fondets forventede relative volatilitet i 2021 skyldes hovedsakelig endringer i eksponeringer.

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

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisikomål som måler forventet tap i ekstreme markedssituasjoner. Ekstremavviksrisikomålet anvendt på relative avkastninger gir et estimat på den forventede årlige mindreakstningen mot referanseindeksen for et gitt konfidensnivå. Ved bruk av historiske simuleringer beregnes relative avkastninger på dagens portefølje mot referanseindeks på ukentlig basis over perioden fra og med januar 2007 til utløpet av siste regnskapsperiode. Ekstremavviksrisikoen ved 97,5 prosent konfidensnivå er da gitt ved den annualiserte gjennomsnittlige relative avkastningen målt i valutakurven for de 2,5 prosent verste ukene.

Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen målt mot referanseindeksen ikke overstiger 3,75 prosentpoeng. Ekstremavviksrisikoen blir målt og fulgt opp basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Ved utgangen av året var ekstremavviksrisikoen 1,52 prosentpoeng, sammenlignet med 1,80 prosentpoeng ved årsslutt 2020.

## 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 periode fra og med januar 2007 til utløpet av siste regnskapsperiode, for at måltallet skal kunne fange opp ekstreme markedsbevegelser. Et konfidensnivå på 97,5 prosent legges til grunn for beregningene.

### Styrker og svakheter

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

De modellbaserte risikoestimatene bruker historiske sammenhenger i markedene og er forventet å ha gode prognoseevner i markeder uten nevneverdige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Estimaten er mindre pålitelige i perioder med vesentlige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Beregnet volatilitet gir et 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 stresstester, og analyse av konsentrasjonsrisiko og realisert avkastning.

### Etterprøving av modeller

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

### Kredittrisiko

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

**Tabell 9.9** Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.12.2021	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	1 186 701	183 432	443 812	78 790	22 113	1 914 848
Statsrelaterte obligasjoner	163 648	131 307	57 669	13 485	1 731	367 840
Realrenteobligasjoner	132 701	45 525	6 321	11 027	305	195 879
Selskapsobligasjoner	6 433	52 623	303 970	372 433	12 930	748 389
Pantesikrede obligasjoner	162 060	27 641	1 585	661	-	191 948
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>1 651 543</b>	<b>440 528</b>	<b>813 357</b>	<b>476 397</b>	<b>37 078</b>	<b>3 418 903</b>

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

Markedsverdien av obligasjonsporteføljen økte til totalt 3 419 milliarder kroner ved årsslutt 2021, fra 2 864 milliarder kroner ved utgangen av 2020. Andelen av investeringer i selskapsobligasjoner ble redusert med 2,6 prosentpoeng i løpet av året, til 21,9 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2021. Reduksjonen var størst for selskapsobligasjoner med kredittvurdering BBB og A. Statsobligasjoner, inkludert realrenteobligasjoner, utgjorde 61,7 prosent av obligasjonsporteføljen ved årsslutt, en økning på 2,6 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2020.

Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering AAA økte med 5,2 prosentpoeng i løpet av året til 48,3 prosent ved årsslutt. Økningen skyldes hovedsakelig en økning i beholdningen av statsobligasjoner i AAA-kategorien. Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering BBB ble redusert med 2,2 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2020, til 13,9

prosent ved årsslutt 2021. Dette skyldes hovedsakelig en økning i verdien på den totale obligasjonsporteføljen da verdien av obligasjoner med kredittvurdering BBB har vært relativt stabil gjennom året. Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering AA ble redusert med 2,0 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2020, til 12,9 prosent ved årsslutt 2021. Dette kom som en følge av redusert beholdning av statsobligasjoner og statsrelaterte obligasjoner.

Andelen av obligasjonsporteføljen i kategorien Lavere vurdering ble redusert til 1,1 prosent ved utgangen av 2021, fra 1,2 prosent ved årsslutt 2020. Dette skyldes i hovedsak en reduksjon i beholdningen av statsobligasjoner i denne kategorien. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 38 millioner kroner ved årsslutt 2021, sammenlignet med 51 millioner kroner ved årsslutt 2020. Misligholdte obligasjoner er gruppert under Lavere vurdering.

**Tabell 9.10** Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

31.12.2021	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	26,8	2,0	6,5	7,4	0,3	43,0
Euro	10,0	6,0	4,3	4,9	0,2	25,3
Japanske yen	-	-	11,7	-	-	11,7
Britiske pund	0,3	2,9	0,5	0,7	-	4,3
Singapore dollar	4,3	-	-	-	-	4,3
Andre valutaer	7,0	1,9	0,8	1,0	0,6	11,4
<b>Totalt</b>	<b>48,3</b>	<b>12,9</b>	<b>23,8</b>	<b>13,9</b>	<b>1,1</b>	<b>100,0</b>

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

Ved årsslutt 2021 var det investert i kjøpt kredittbytteavtaler med pålydende verdi 29,1 milliarder kroner og solgt kredittbytteavtaler med pålydende verdi 0,4 milliarder kroner, i all hovedsak gjort i kategorien hvor underliggende utstedere har en høy kredittvurdering. Ved årsslutt 2020 var det ingen kredittbytteavtaler i porteføljen. Se tabell 5.3 i note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater for ytterligere informasjon. Ved investering i kjøpt kredittbytteavtaler reduseres kredittrisikoen i obligasjonsporteføljen når det er investert i de samme underliggende obligasjonene i porteføljen som i kredittbytteavtalene. Ved årsslutt 2021 ble kredittrisikoesponeringen redusert med 15,7 milliarder kroner som følge av kjøpt kredittbytteavtaler.

Obligasjonsporteføljens kredittkvalitet ble totalt sett noe forbedret i løpet av året.

I tillegg til kredittvurderinger fra kredittvurderingsbyråer, komplementeres måling av kredittrisiko med to kredittrisikomodeller, hvorav den ene er basert på kredittvurderinger og den andre er basert på observerbare kredittpåslag. Begge disse metodene tar også hensyn til samvariasjon og forventet verdi av obligasjonene i en konkurssituasjon. Modellene hensyntar også kredittbytteavtaler og disse reduserer eller øker kredittrisikoen basert på om det er kjøpt eller solgt kredittrisiko. Modellene benyttes til risikomåling og overvåking av kredittrisiko i renteporteføljen.

## Motpartsrisiko

Motparter er nødvendige for å handle i markedene og for å sikre effektiv styring av likviditets-, markeds- og kredittisiko. Motpartsrisikoeksponering er knyttet til handel i derivater og valutakontrakter, verdipapirutlån og gjenkjøps- og gjensalgssavtaler. Motpartsrisiko oppstår også i forbindelse med usikrede bankinnskudd og i forbindelse med den daglige likviditetsstyringen i fondet, samt kjøp og salg av uotert eiendom og uotert infrastruktur. 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 samt gjenkjøps- og gjensalgssavtaler. Mange derivater er i tillegg clearert, slik at motpartsrisikoen hovedsakelig er mot clearinghuset i stedet for mot banker. 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- og infrastrukturtransaksjoner skal gjennomføres slik at motpartsrisikoen er akseptabel. Motpartsrisikoen som oppstår i kjøpsprosessen blir analysert i forkant av at transaksjonen gjennomføres og krever godkjennelse av CRO. For 2021 ble 22 eiendomstransaksjoner analysert og godkjent av CRO gjennom denne prosessen, sammenlignet med 7 transaksjoner i 2020. For investeringer i uotert infrastruktur ble 1 investering analysert og godkjent i 2021 gjennom denne prosessen. Det var ingen slike godkjennelser i 2020.

Motpartsrisiko begrenses også ved at det er satt rammer for eksponering mot enkeltmotparter. Størrelsen på rammen er i de fleste tilfeller bestemt av motpartens kredittkvalitet, hvor motparter med svært god kredittkvalitet har høyere ramme enn motparter med svakere kredittkvalitet. Eksponering per motpart blir målt på daglig basis mot fastsatte rammer satt av hovedstyret og leder av Norges Bank Investment Management.

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

For gjenkjøpsavtaler, 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 motpartsrisikoeksponering.

Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjørsbanken reduseres oppgjørsrisikoen. I enkelte valutaer er Norges Bank utsatt for oppgjørsrisiko da solgt valuta blir levert til motparten før kjøpt valuta er bekreftet mottatt. I tabell 9.11 inngår denne eksponeringen på linjen Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid.

I tabell 9.11 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet/instrumenttype forbundet med motpartsrisiko.

Total motpartsrisikoeksponering økte til 155,3 milliarder kroner ved utgangen av 2021, fra 117,5 milliarder kroner ved utgangen av 2020, en økning på 32 prosent. Den største økningen i motpartsrisikoeksponering kom fra derivater inklusive valutakontrakter som følge av økt aktivitet i disse instrumentene. Denne økningen utgjorde 27,4 milliarder kroner i 2021, og var størst for valutakontrakter. Videre var det en økning i motpartsrisikoen fra rentebytteavtaler og kredittbytteavtaler. Disse instrumentene er clearert, og motpartsrisikoen er derfor hovedsakelig mot clearingmotpart. Det var også økt risikoeksponering fra verdipapirutlån og gjenkjøps- og gjensalgssavtaler ved utgangen av 2021 sammenlignet med årsslutt 2020. Dette skyldes i hovedsak en økning i aksjeutlån og gjenkjøps- og gjensalgssavtaler.

Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner. Risikoeksponeringen for programmet økte til 68,5 milliarder kroner ved årsslutt 2021, fra 55,9 milliarder kroner ved årsslutt 2020. Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 44 prosent av den totale motpartsrisikoeksponeringen til fondet ved utgangen av 2021, sammenlignet med 48 prosent ved utgangen av 2020.

**Tabell 9.11** Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	31.12.2021	31.12.2020
Verdipapirlån	68 494	55 928
Derivater inklusive valutakontrakter	61 144	33 784
Usikrede bankinnskudd <sup>1</sup> og verdipapirer	18 072	22 863
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	7 459	4 286
Oppgjørrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	93	625
<b>Totalt</b>	<b>155 262</b>	<b>117 487</b>

<sup>1</sup> Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper.

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

overvåkes og komplementeres av alternative kredittrisikoinndikatorer.

Tabell 9.12 viser godkjente motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori. Tabellen inkluderer også meglerhus som brukes ved kjøp og salg av verdipapirer.

**Tabell 9.12** Motparter fordelt på kredittvurdering<sup>1</sup>

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
AAA	3	3	1	1
AA	33	32	33	33
A	61	63	86	83
BBB	9	10	33	35
BB	2	2	21	15
B	0	1	4	7
<b>Totalt</b>	<b>108</b>	<b>111</b>	<b>178</b>	<b>174</b>

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

Antall motparter og meglerhus har vært relativt stabil gjennom året. Det var 108 motparter ved årsslutt 2021 mot 111 ved årsslutt 2020. Antall meglerhus økte til 178 ved årsslutt 2021 fra 174 ved årsslutt 2020. Kredittkvaliteten på motparter og meglerhus ved utgangen av 2021 er totalt sett uendret i forhold til årsslutt 2020.

### Belåning

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

SPUs belåning var 1,6 prosent for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2021, sammenlignet med 1,5 prosent ved utgangen av 2020. For investeringer i unotert eiendom er det satt begrensning i investeringsmandatet om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 35 prosent. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde ved utgangen av 2021 en gjeldsgrad på 6,6 prosent, sammenlignet med 6,4 prosent ved utgangen av 2020. De unoterte infrastrukturinvesteringene var ved utgangen av 2021 ikke belånt.

### 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 2021 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.

# Note 10 Skatt

## Regnskapsprinsipp

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

Kildeskatt, etter fratrukk for refunderbart beløp, innregnes samtidig som det relaterte utbyttet eller renteinntekten. Se regnskapsprinsipp i note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater.

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

Skatt som påløper i datterselskaper inkludert i balanselinjene Unotert eiendom og Unotert infrastruktur, innregnes i resultatregnskapet som henholdsvis Inntekt/kostnad fra unotert eiendom og Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur. Det er kun skattekostnad i konsoliderte datterselskaper som inngår i resultatlinjen Skattekostnad. Dette er spesifisert i tabell 10.1 i linjen Annet.

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

Tabell 10.1 viser skattekostnaden fordelt på type investering og type skatt.

**Tabell 10.1** Spesifikasjon skattekostnad

Beløp i millioner kroner, 2021	Brutto inntekt før skatt	Inntektsskatt på utbytte, renter og honorar	Gevinstbeskatning	Annet	Skattekostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	1 593 618	-5 221	-3 474	-	-8 695	1 584 923
Obligasjoner	-40 905	-10	13	-	3	-40 902
Utlån med sikkerhetsstillelse	3 842	-186	-	-	-186	3 656
Annet	-	-	-	-10	-10	-
<b>Skattekostnad</b>		<b>-5 417</b>	<b>-3 460</b>	<b>-10</b>	<b>-8 887</b>	

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



Tabell 10.2 viser fordringer og forpliktelser knyttet til inntektsskatt som er innregnet i balansen

**Tabell 10.2** Spesifikasjon balanseposter knyttet til skatt

Beløp i millioner kroner	31.12.2021	31.12.2020
Fordring kildeskatt	3 427	2 234
Betalbar skatt <sup>1</sup>	18	12
Utsatt skatt	5 180	2 308

<sup>1</sup> Inkludert i balanselinjen Annen gjeld.

Tabell 10.3 spesifiserer linjen Netto utbetaling av skatt i kontantstrømoppstillingen.

**Tabell 10.3** Spesifikasjon netto utbetaling av skatt

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Innbetaling av refundert kildeskatt	8 252	6 748
Utbetaling av skatt	-15 453	-12 472
<b>Netto utbetaling av skatt</b>	<b>-7 202</b>	<b>-5 724</b>

# Note 11 Gevinst/tap valuta

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

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

## Skjønnsmessig vurdering

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

## Regnskapsprinsipp

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

## Skjønnsmessig vurdering

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

### Valutaelement

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

### Verdipapirelement

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

Endringen i fondets markedsverdi som skyldes endringer i valutakurser er presentert i tabell 11.1.

**Tabell 11.1** Spesifikasjon gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	-77 636	106 910
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	-55 115	18 103
Gevinst/tap valuta - CHF/NOK	-643	15 723
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	13 272	4 854
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	104 202	-79 242
Gevinst/tap valuta - andre	-8 668	-8 399
<b>Gevinst/tap valuta</b>	<b>-24 589</b>	<b>57 948</b>

Tabell 11.2 gir en oversikt over verdien av investeringsporteføljen fordelt på de viktigste valutaene SPU er eksponert mot. Dette supplerer oversikten over fordeling per aktivaklasse, land og valuta i tabell 9.2 i note 9 Investeringsrisiko.

**Tabell 11.2** Spesifikasjon av investeringsporteføljen per valuta

Beløp i millioner kroner	31.12.2021	31.12.2020
Amerikanske dollar	5 506 906	4 644 534
Euro	2 225 143	1 995 892
Britiske pund	925 209	800 602
Japanske yen	855 724	845 642
Sveitsiske franc	532 796	451 465
Andre valutaer	2 293 771	2 175 627
<b>Markedsverdi investeringsporteføljen</b>	<b>12 339 549</b>	<b>10 913 762</b>

Tabell 11.3 gir en oversikt over balansedagens valutakurser for de viktigste valutaene SPU er eksponert mot.

**Tabell 11.3** Valutakurser

	31.12.2021	31.12.2020	Prosent endring
Amerikanske dollar	8,82	8,56	3,0
Euro	10,03	10,48	-4,3
Britiske pund	11,94	11,70	2,1
Japanske yen	0,08	0,08	-7,7
Sveitsiske franc	9,68	9,69	-0,1

# Note 12 Forvaltningskostnader

## Regnskapsprinsipp

Forvaltningsgodtgjøringen belastes resultatregnskapet til SPU som en kostnad etter hvert som den påløper.

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

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

## Forvaltningskostnader i Norges Bank

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvarer faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultat for SPU på linjen Forvaltningsgodtgjøring. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 12.1.

Tabell 12.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2021		2020	
		Basispunkter		Basispunkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader <sup>1</sup>	1 102		1 408	
Kostnader til depot	468		474	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	591		650	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	210		214	
Øvrige kostnader	232		269	
Fordelte kostnader Norges Bank	301		281	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	896		728	
<b>Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>3 801</b>	<b>3,3</b>	<b>4 023</b>	<b>3,9</b>
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	840		1 282	
<b>Forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>4 640</b>	<b>4,0</b>	<b>5 305</b>	<b>5,1</b>

<sup>1</sup> Kostnadene er redusert med 265 millioner kroner i 2021 som følge av en regnskapsmessig engangsjustering etter endring av metode for periodisering av prestasjonsbasert lønn.

## Forvaltningskostnader i datterselskaper

Forvaltningskostnader som påløper i heleide datterselskaper består av kostnader knyttet til forvaltningen av fondets investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Disse kostnadene blir belastet porteføljeresultatet direkte og er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen.

Forvaltningskostnader påløpt i ikke-konsoliderte datterselskaper inngår i linjene Inntekt/kostnad fra unotert eiendom og Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur i resultatregnskapet. Forvaltningskostnader påløpt i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet under Annen inntekt/kostnad. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 12.2.

**Tabell 12.2** Forvaltningskostnader datterselskaper

Beløp i millioner kroner	2021		2020	
		Basispunkter		Basispunkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	29		26	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	5		21	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	38		31	
Øvrige kostnader	41		25	
<b>Sum forvaltningskostnader datterselskaper<sup>1</sup></b>	<b>113</b>	<b>0,1</b>	<b>103</b>	<b>0,1</b>
Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper	69		64	
Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper	43		40	

<sup>1</sup> Beløpet for 2021 består av 106 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert eiendom og 7 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. For 2020 var hele beløpet knyttet til investeringer i unotert eiendom.

### Øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader

Finansdepartementet fastsetter hvert år en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor den fastsatte rammen. Norges Bank godtgjøres i tillegg for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Disse kostnadene er holdt utenfor den øvre rammen.

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, var for 2021 begrenset til 5 400 millioner kroner. For 2020 var rammen 4 900 millioner kroner.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjorde 3 914 millioner kroner i 2021. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 3 801 millioner kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 113 millioner kroner. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde 4 753 millioner kroner i 2021.

### Kostnader målt som andel av forvaltet kapital

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

I 2021 tilsvarte summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 3,4 basispunkter av forvaltet kapital. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, tilsvarte 4,1 basispunkter av forvaltet kapital.

### Andre driftskostnader i datterselskaper

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 12.2, påløper det også andre driftskostnader i datterselskaper knyttet til blant annet løpende vedlikehold, drift og utvikling av investeringene. Disse kostnadene er ikke kostnader ved å investere i eiendom eller infrastruktur for fornybar energi, men kostnader ved å drifte de underliggende investeringene etter at de er kjøpt. Derfor er de ikke definert som forvaltningskostnader. Disse kostnadene blir belastet porteføljerisikoreultatet direkte og er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. De inngår heller ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsrammen.

Andre driftskostnader som påløper i ikke-konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som Inntekt/kostnad fra unotert eiendom og Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur. Se tabell 6.4 i note 6 Unotert eiendom og tabell 7.4 i note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi for ytterligere informasjon. Andre kostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som Annen inntekt/kostnad.

# Note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse er transaksjoner hvor SPU overfører eller mottar verdipapirer eller kontanter til/fra en motpart, med sikkerhetsstillelse i andre verdipapirer eller kontanter. Transaksjoner er gjennomført under forskjellige avtaler som verdipapirutlånsavtaler, gjensalg- og gjenkjøpsavtaler og aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

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

## Regnskapsprinsipp

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

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

**Tabell 13.1** Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	2021	2020
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	3 842	4 028
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	21	-751
<b>Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>3 863</b>	<b>3 277</b>

## Regnskapsprinsipp

### Overførte finansielle eiendeler

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

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

### Utlån med sikkerhetsstillelse

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

### Innlån med sikkerhetsstillelse

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

### Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer

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

Tabell 13.2 viser beløpet presentert som Utlån med sikkerhetsstillelse samt tilhørende sikkerheter mottatt i form av verdipapirer.

**Tabell 13.2** Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2021	31.12.2020
Utlån med sikkerhetsstillelse	297 405	192 526
<b>Sum utlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>297 405</b>	<b>192 526</b>
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balanseført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	118 669	62 514
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	185 951	134 307
<b>Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån</b>	<b>304 620</b>	<b>196 821</b>

Tabell 13.3 viser overførte verdipapirer med tilknyttede forpliktelser i form av Innlån med sikkerhetsstillelse, samt sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier.

**Tabell 13.3** Overførte finansielle eiendeler og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2021	31.12.2020
<b>Overførte finansielle eiendeler</b>		
Utlånte aksjer	505 117	438 353
Utlånte obligasjoner	623 367	520 978
<b>Sum overførte finansielle eiendeler</b>	<b>1 128 484</b>	<b>959 332</b>
<b>Tilhørende kontantsikkerhet, innregnet som forpliktelse</b>		
Innlån med sikkerhetsstillelse	591 960	390 380
<b>Sum innlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>591 960</b>	<b>390 380</b>
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer eller garantier (ikke-balanseført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	267 575	345 111
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	304 538	278 691
Garantier	12 519	959
<b>Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier knyttet til overførte finansielle eiendeler</b>	<b>584 632</b>	<b>624 761</b>

# Note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning

## Regnskapsprinsipp

### Kontantsikkerhet derivattransaksjoner

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

### Motregning

Finansielle eiendeler og forpliktelser blir ikke motregnet og presentert netto i balansen, da kriteriene i IAS 32 Finansielle instrumenter: Presentasjon ikke er oppfylt. Tabell 14.1 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 14.1. Balanselinjene Avgitt kontantsikkerhet og Mottatt kontantsikkerhet er utelukkende knyttet til derivattransaksjoner. I forbindelse med utlån og innlån med sikkerhetsstillelse vil det avgis og mottas sikkerhet i form av verdipapirer eller kontanter, se note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse for mer informasjon.

## Motregning

Tabell 14.1 viser en oversikt over finansielle eiendeler og forpliktelser, effekten av juridisk bindende nettingavtaler og relaterte sikkerheter for å redusere kredittrisiko. Kolonnen Eiendeler/Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting viser balanseført beløp for finansielle eiendeler og forpliktelser som er underlagt juridisk bindende

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

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

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



**Tabell 14.1** Eiendeler og forpliktelser som er gjenstand for nettingavtaler

Beløp i millioner kroner, 31.12.2021			Beløp som er underlagt bindende nettingavtale				
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle eiendeler	Eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale <sup>1</sup>	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontantsikkerhet (innregnet som forpliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter
<b>Eiendeler</b>							
Utlån med sikkerhetsstillelse	297 405	82 735	214 669	-	124 868	89 801	-
Avgitt kontantsikkerhet	3 725	-	3 725	3 652	-	-	73
Finansielle derivater	7 879	465	7 413	6 093	1 174	-	146
<b>Totalt</b>	<b>309 009</b>	<b>83 200</b>	<b>225 807</b>	<b>9 745</b>	<b>126 042</b>	<b>89 801</b>	<b>219</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2021			Beløp som er underlagt bindende nettingavtale				
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale <sup>2</sup>	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontantsikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter
<b>Gjeld</b>							
Innlån med sikkerhetsstillelse	591 960	77 216	514 743	-	124 868	388 193	1 682
Mottatt kontantsikkerhet	11 848	-	11 848	3 635	-	-	8 212
Finansielle derivater	9 055	5	9 050	6 093	2 149	-	808
<b>Totalt</b>	<b>612 863</b>	<b>77 221</b>	<b>535 641</b>	<b>9 728</b>	<b>127 017</b>	<b>388 193</b>	<b>10 702</b>

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

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

<sup>1</sup> Under Utlån med sikkerhetsstillelse inngår beløp for kjøp av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2021 var dette 80 milliarder kroner (56 milliarder kroner i 2020). Se note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse for ytterligere informasjon.

<sup>2</sup> Under Innlån med sikkerhetsstillelse inngår beløp for salg av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2021 var dette 64 milliarder kroner (54 milliarder kroner i 2020). Se note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse for ytterligere informasjon.

# Note 15 Nærstående parter

## Regnskapsprinsipp

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

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

### Transaksjoner med staten

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

### Transaksjoner med Norges Bank

Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til forvaltningen av SPU. Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU gjennom en forvaltningsgodtgjøring, se note 12 Forvaltningskostnader. I 2021 ble 10,5 milliarder kroner trukket fra kronekontoen for å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank, hvorav 5,3 milliarder kroner ble benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2020, og 5,2 milliarder kroner ble benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2021. Tidspunktet for trekk av forvaltningsgodtgjøring for 2021 ble

endret til før årsslutt, og beløpet som ble trukket var basert på en prognose. Dette var høyere enn endelig forvaltningsgodtgjøring for året og differansen vil bli gjort opp i mars 2022. I 2020 ble 4,3 milliarder kroner trukket fra kronekontoen for å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank. Dette var i sin helhet knyttet til forvaltningsgodtgjøring for 2019.

Interne handler i form av pengemarkedsutlån eller -innlån mellom SPU og valutareservene i Norges Bank presenteres som et netto mellomværende mellom porteføljene på balansenlinjene Andre eiendeler og Annen gjeld. Ved utgangen av 2021 representerte netto mellomværende mellom porteføljene en fordring på 130 millioner kroner for SPU, sammenlignet med en fordring på 806 millioner kroner ved utgangen av 2020. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet, som Renteinntekt/kostnad.

### Transaksjoner med datterselskaper

Datterselskaper av Norges Bank er etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. For en oversikt over selskapene som drifter og eier investeringene, samt konsoliderte datterselskaper, se note 16 Interesser i andre foretak. For ytterligere informasjon om transaksjoner med datterselskaper, se note 6 Unotert eiendom og note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi.

# Note 16 Interesser i andre foretak

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

Det overordnede målet med eierskapsstrukturene benyttet for de unoterte eiendoms- og infrastrukturinvesteringene er

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

Tabell 16.1 viser selskapene som drifter og eier eiendommene og infrastruktureiendelene, i tillegg til de konsoliderte datterselskapene.

**Tabell 16.1** Eiendoms- og infrastruktureiselskaper

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse <sup>2</sup>	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
<b>Ikke-konsoliderte selskaper</b>					
<b>Storbritannia</b>					
NBIM George Partners LP <sup>1</sup>	London	London	100,00	25,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited	London	Sheffield	50,00	50,00	2012
NBIM Charlotte Partners LP	London	London	100,00	57,75	2014
NBIM Edward Partners LP	London	London	100,00	100,00	2014
NBIM Caroline Partners LP	London	London	100,00	100,00	2015
NBIM Henry Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Elizabeth Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Eleanor Partners LP	London	London	100,00	100,00	2018
WOSC Partners LP	London	London	75,00	75,00	2019
<b>Luxembourg</b>					
NBIM S.à r.l.	Luxembourg	I/A	100,00	I/A	2011
<b>Frankrike</b>					
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

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse <sup>2</sup>	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
NBIM Marcel SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2014
NBIM Victor SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2016
NBIM Eugene SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2017
NBIM Beatrice SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2018
NBIM Jeanne SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2019
<b>Tyskland</b>					
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Frankfurt	Berlin	50,00	50,00	2012
NBIM Helmut 2 GmbH & Co KG	Berlin	Berlin	100,00	100,00	2020
<b>Sveits</b>					
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Luxembourg	Zürich	100,00	100,00	2012
<b>Europa</b>					
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Luxembourg	Flere europeiske byer	50,00	50,00	2013
<b>USA</b>					
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	49,90	2013
T-C 475 Fifth Avenue Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2013
No. 1 Times Square Development LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2013
OFC Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2013
425 MKT LLC	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	47,50	2013
555 12th LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	44,96	2014
OBS Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
BP/CGCenter MM LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
SJP TS JV LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2015
T-C 888 Brannan Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2015
Hudson Square Properties, LLC	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2015
ConSquare LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2016
100 First Street Member LLC	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse <sup>2</sup>	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
303 Second Street Member LLC	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
900 16th Street Economic Joint Venture (DE) LP	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
1101 NYA Economic Joint Venture (DE) LP	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
375 HSP LLC	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2017
T-C 501 Boylston Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	49,90	2018
SVF Seaport JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2018
OMD Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2021
ARE-MA Region No. 102 JV LLC	Wilmington, DE	Boston	41,00	41,00	2021
<b>Japan</b>					
TMK Tokyo TN1	Tokyo	Tokyo	70,00	70,00	2017
Tokyo MN1 TMK	Tokyo	Tokyo	100,00	39,90	2020
<b>Nederland</b>					
Borssele Wind Farm C.V.	Haag	Borssele 1&2	50,00	50,00	2021
<b>Konsoliderte datterselskaper</b>					
<b>Japan</b>					
NBRE Management Japan Advisors K.K.	Tokyo	I/A	100,00	I/A	2015
<b>Storbritannia</b>					
NBRE Management Europe Limited	London	I/A	100,00	I/A	2016

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

<sup>2</sup> For investeringer i unotert eiendom vises eiendomsadresse, for investeringer i unotert infrastruktur vises prosjektnavn.

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 16.1 har Norges Bank heleide holdingselskaper etablert som en del av

investeringene i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Disse holdingselskapene har ingen drift og eier ingen eiendommer eller infrastruktureiendeler direkte. Holdingselskapene har forretningsadresse enten i samme land som investeringene, i tilknytning til NBIM S.à r.l. i Luxembourg, eller i Norge for holdingselskapene etablert for investeringer i Japan, Frankrike, Tyskland og Nederland.

# Note 17 Andre eiendeler og annen gjeld

**Tabell 17.1** Andre eiendeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2021	31.12.2020
Mellomværende valutaeservene Norges Bank	130	806
Uoppgjort tilførsel kronekonto	1 381	227
Opptjent inntekt fra utlån med sikkerhetsstillelse	311	299
Annet	38	9
<b>Andre eiendeler</b>	<b>1 860</b>	<b>1 340</b>

**Tabell 17.2** Annen gjeld

Beløp i millioner kroner	31.12.2021	31.12.2020
Betalbar skatt	18	12
Annet	38	30
<b>Annen gjeld</b>	<b>56</b>	<b>42</b>

# Uavhengig revisors beretning

## Til Norges Banks Representantskap

### 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 2021, resultatregnskap, oppstilling over endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og noter til regnskapsrapporteringen, herunder et sammendrag av viktige regnskapsprinsipper.

Etter vår mening

- oppfyller regnskapsrapporteringen gjeldende lovkrav, og
- gir regnskapsrapporteringen et rettviseende bilde av den finansielle stilling for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2021, og av dets 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 de internasjonale revisjonsstandardene International Standards on Auditing (ISA-ene). Våre oppgaver og plikter i henhold til disse standardene er beskrevet nedenfor under *Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen*. Vi er uavhengige av Norges Bank slik det kreves i lov, forskrift og International Code of Ethics for Professional Accountants utstedt av the International Ethics Standards Board for Accountants (IESBA-reglene), og vi har overholdt våre øvrige etiske forpliktelser i samsvar med disse kravene. Innhentet revisjonsbevis er etter vår vurdering 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 2021. Disse forholdene ble håndtert ved revisjonens utførelse og da vi dannet oss vår mening om regnskapsrapporteringen som helhet. Vi konkluderer ikke særskilt på disse forholdene.

## Forvaltning av aksje og renteporteføljen

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



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

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Virkelig verdi av majoriteten av eiendeler og forpliktelser i Statens pensjonsfond utland er basert på offisielle sluttkurser og observerbare markedspriser.</p> <p>Investeringer i unotert eiendom, unotert infrastruktur for fornybar energi og enkelte verdipapirer verdsettes derimot ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata, og denne type eiendeler er klassifisert som nivå 3 i hierarkiet for virkelig verdi. Å fastsette forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte ved prising av eiendelen eller forpliktelsen når observerbar markedsinformasjon ikke er tilgjengelig, innebærer betydelig utøvelse av skjønn. Verdsettelsen av nivå 3 investeringer er derfor beheftet med betydelig usikkerhet.</p> <p>Balanseført verdi av eiendeler klassifisert som nivå 3 er 325,8 milliarder kroner per 31. desember 2021. Av dette utgjør investeringer i unotert eiendom 310,1 milliarder kroner.</p> <p>Unoterte eiendomsinvesteringer i Statens pensjonsfond utland verdsettes av eksterne verdsetterne.</p> <p>Verdsettelse av unoterte eiendomsinvesteringer er komplekst og krever skjønnsmessige vurderinger. Verdsettelsen bygger på informasjon om den enkelte eiendomstype og beliggenhet, samt en rekke forutsetninger og estimater.</p> <p>Forutsetningene og estimatene er avgjørende for verdsettelsen og verdsettelse av unotert eiendom er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter for oppfølging av verdsettelsene foretatt av de eksterne verdsetterne. Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til viktige forutsetninger og estimater, herunder fremtidige kontantstrømmer og relevante diskonteringsrenter. For et utvalg eiendommer testet vi om disse kontrollaktivitetene hadde fungert i perioden.</p> <p>For et utvalg eiendommer mottok vi per 31. desember 2021 de eksterne verdsettelsesrapportene fra Norges Bank og vurderte om benyttede verdsettelsesmetoder var i overensstemmelse med anerkjente verdsettelsesstandarder og praksis. Vi rimelighetsvurderte utvalgte ikke-observerbare inndata benyttet i fastsettelsen av fremtidige markedsleier og avkastningskrav mot vår forståelse av markedsituasjonen. Vi vurderte verdsetterens uavhengighet, kvalifikasjoner og erfaringer. Vi avstemte at virkelig verdi i den finansielle rapportering var i overensstemmelse med verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi benyttet egne eksperter i arbeidet med kontroll av verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene i note 6 og 8 om verdsettelse av unotert eiendom var dekkende.</p>

## Noteinformasjon om avkastning

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

### Øvrig informasjon

Hovedstyret og ledelsen (ledelsen) er ansvarlige for øvrig informasjon som er publisert sammen med regnskapsrapporteringen. Øvrig informasjon omfatter informasjon i årsrapporten bortsett fra regnskapsrapporteringen og den tilhørende revisjonsberetningen. Vår konklusjon om regnskapsrapporteringen ovenfor dekker ikke øvrig informasjon.

I forbindelse med revisjonen av regnskapsrapporteringen er det vår oppgave å lese øvrig informasjon. Formålet er å vurdere hvorvidt det foreligger vesentlig inkonsistens mellom den øvrige informasjonen og regnskapsrapporteringen og den kunnskap vi har opparbeidet oss under revisjonen av regnskapsrapporteringen, eller hvorvidt øvrig informasjon ellers fremstår som vesentlig feil. Vi har plikt til å rapportere dersom øvrig informasjon fremstår som vesentlig feil. Vi har ingenting å rapportere i så henseende.

### Ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

Ledelsen er ansvarlig for å utarbeide regnskapsrapporteringen og for at den gir et rettvise bilde i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU. Ledelsen er også ansvarlig for slik internkontroll som den 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 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 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 ISA-ene, utøver vi profesjonelt skjønn og utviser profesjonell skepsis gjennom hele revisjonen. I tillegg:

- identifiserer og vurderer vi risikoen for vesentlig feilinformasjon i regnskapet, enten det skyldes misligheter eller utilsiktede feil. Vi utformer og gjennomfører revisjonshandlinger for å håndtere slike risikoer, og innhenter revisjonsbevis som er tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon. Risikoen for at vesentlig feilinformasjon som følge av misligheter ikke blir avdekket, er høyere enn for feilinformasjon som skyldes utilsiktede feil, siden misligheter kan innebære samarbeid, forfalskning, bevisste utelatelser, uriktige fremstillinger eller overstyring av internkontroll.
- opparbeider vi oss en forståelse av den interne kontroll som er relevant for revisjonen, for å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av Norges Banks interne kontroll.
- evaluerer vi om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimatene og tilhørende noteopplysninger utarbeidet av ledelsen er rimelige.
- evaluerer vi den samlede presentasjonen, strukturen og innholdet i regnskapsrapporteringen, inkludert tilleggsopplysningene, og hvorvidt regnskapsrapporteringen gir uttrykk for 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.

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, 9. februar 2022  
Deloitte AS

Dette dokumentet er  
signert elektronisk

**Henrik Woxholt**  
statsautorisert revisor





Design: Scandinavian Design Group  
Produksjon: 07 Media AS / Opplag: 1050  
Bilder: Gettyimages, Shutterstock,  
Hans Fredrik Asbjørnsen,  
Nils-Stian Aasheim og Roar Wold  
Papir: Arctic Matt 250 g / Amber Graphic 130 g  
ISSN 1891-1331 (trykk) / ISSN 2464-3122 (nett)



Norges Bank Investment Management

Bankplassen 2,  
Postboks 1179 Sentrum, NO-0107 Oslo  
T: +47 24 07 30 00, [www.nbim.no](http://www.nbim.no)