



2009



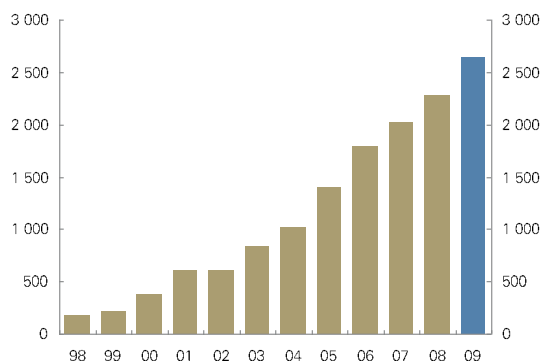


*Vår målsetting er å ivareta eiernes langsiktige finansielle interesser ved aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse.*

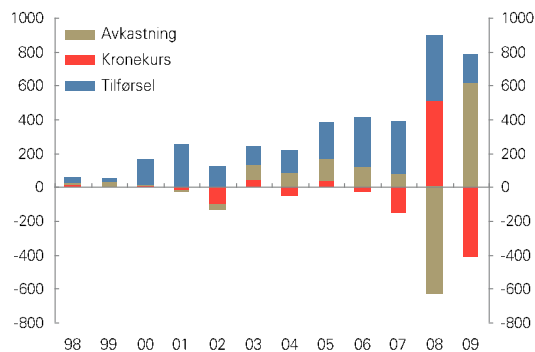
# Hovedpunkter 2009

- Kursoppgangen i de internasjonale aksje- og rentemarkedene ga en kraftig verdiøkning for Statens pensjonsfond utland i 2009. Utviklingen må i stor grad sees som en reaksjon på det store verdifallet i 2008.
- Fondet fikk en rekordhøy avkastning på 25,6 prosent, tilsvarende 613 milliarder kroner, i 2009. Året før var avkastningen -23,3 prosent.
- Fondets avkastning var 4,1 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen. Renteporteføljen fikk en meravkastning på 7,4 prosentpoeng, mens aksjeporteføljens meravkastning var 1,8 prosentpoeng.
- Markedsverdien av fondet steg med 365 milliarder kroner til 2 640 milliarder kroner i løpet av 2009.
- Fondet ble tilført 169 milliarder kroner i 2009. Det er den laveste tilførselen siden 2004 og under halvparten av nivået i 2008.
- Fondet hadde ved utgangen av 2009 en aksjeandel på 62,4 prosent, mens renteinstrumenter utgjorde 37,6 prosent av investeringene.

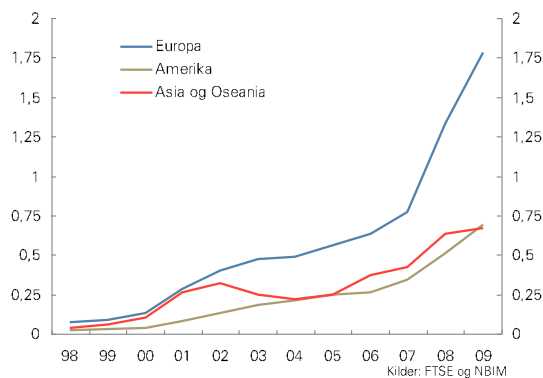
Markedsverdi ved årsslutt 1998 – 2009. Milliarder kroner



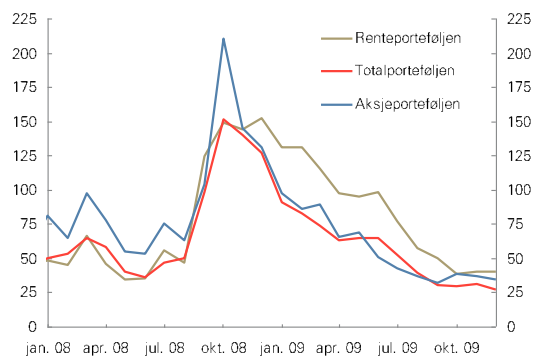
Endring i markedsverdi 1998 – 2009. Milliarder kroner



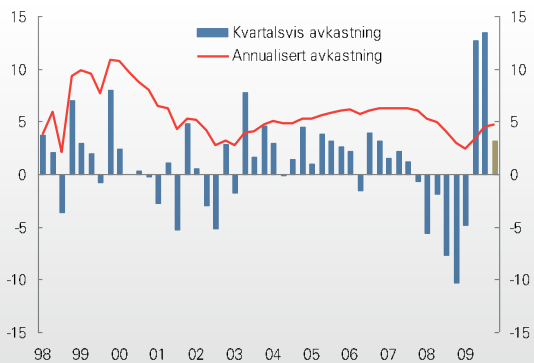
Eierandeler i aksjemarkeder 1998 – 2009. Prosentandel av markeds-kapitaliseringen til FTSE All-World-indeksen



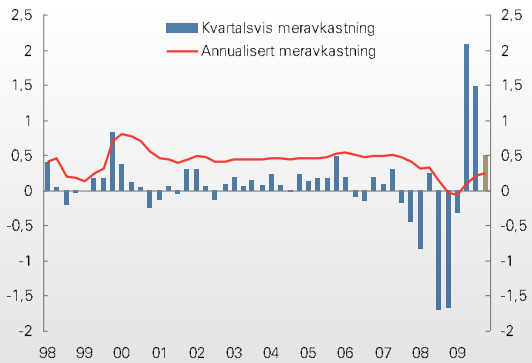
Forventet relativ volatilitet 2008 – 2009. Basispunkter



Kvartalsvis og annualisert avkastning siden oppstart 1998 – 2009. Prosent



Kvartalsvis og annualisert meravkastning siden oppstart 1998 – 2009. Prosentpoeng



# Innhold

<b>Ledelse</b>	Svein Gjedrem	Den langsiktige forvaltningen har kommet godt gjennom krisen	2
	Yngve Slyngstad	Fra store utfordringer til rekordresultater	4
<b>Strategi</b>	Styringsmodellen	Tydlig rolle- og ansvarsdeling	6
	NBIMs oppgaver	Ansvarlig forvaltning i alle ledd	8
	Investeringsstrategien	Langsiktighet gir fordeler	10
<b>Fondet</b>	Finansmarkedenes utvikling	Frykten slapp taket	12
	Markedsverdi	Økte med 1 milliard per dag	14
	Avkastning	Det beste året i fondets historie	16
<b>Investeringene</b>	Våre investeringer	Eier 1 prosent av verdens aksjer	18
	Enkeltposisjoner	Et økende antall store investeringer	22
	Rebalansering	Justering av andelene for aksjer og renter	24
<b>Forvaltningen</b>	Aksjeforvaltningen	Fra pessimisme til optimisme i markedet	26
	Renteforvaltningen	Normalisering i markedene	30
	Ekstern forvaltning	Meravkastning i ni av elleve år	34
	Investeringsrisiko	Avtagende usikkerhet i kapitalmarkedene	38
<b>Aktivt eierskap</b>	Aktivt eierskap	Nye satsingsområder	44
	Nytt satsingsområde	Fremmer bedre vannforvaltning i selskaper	45
	Nytt satsingsområde	Fremmer velfungerende markeder	46
	Prinsippene våre	NBIMs prinsipper for selskapsstyring og eierskapsutøvelse	47
	Virkemidlene	Hvordan vi arbeider	48
	Statusrapport	Måler selskapenes håndtering av barns rettigheter	52
<b>Organisasjonen</b>	NBIM	Økt internasjonal satsing	56
	Organisering	Styrking av kontrollfunksjoner	58
	Operasjonell risiko	Oppfølging og kontroll av en kompleks virksomhet	60
<b>Temaartikler</b>	Fra olje og gass på havbunnen til verdipapirer over hele verden		62
	Den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond utland		66
<b>Regnskap</b>	Regnskapsrapportering		72
	Noter til regnskapsrapportering		74
	Revisjonsuttalelse		85

## Publisert på [www.nbim.no](http://www.nbim.no)

Beholdningslister  
Stemmelister  
Sammensetningen av referanseporteføljen  
Metoder for avkastningsberegning  
GIPS-verifisert avkastning  
Retningslinjer og forvaltningsavtale  
Hovedstyrets risikoprinsipper og investeringsmandat  
Uttrekk fra investeringsuniverset

Svein Gjedrem

## Den langsiktige forvaltningen har kommet godt gjennom krisen

Finanskrisen førte til det sterkeste fallet i verdens kapitalmarkeder i etterkrigstiden. I fondets historie har vi nå hatt to perioder med stor nedgang i fondets verdier, først i 2001 – 2002 og senest i 2008. Etter begge periodene snudde tap ganske raskt til gevinster. Den langsiktige forvaltningen av fondet har kommet godt gjennom disse krisene.

Fondet blir tilført statens andel av landets petroleumsinntekter. Samtidig trekker staten i årlig gjennomsnitt over konjunktursyklusene ut den forventede langsiktige realavkastningen, eller 4 prosent av fondet.

Den årlige gjennomsnittlige realavkastningen siden forvaltningen av oljefondet ble etablert, er nå 2,7 prosent mot bare 1 prosent for ett år siden. Tallet er påvirket av at det bare er kort tid siden vi hadde den verste perioden i kapitalmarkedene i etterkrigstiden. Staten tar utgangspunkt i at den varig og årlig kan bruke 4 prosent av fondet. Ved å opprettholde risikoen i fondet er det nok mulig at gjennomsnittsavkastningen etter hvert igjen vil nærme seg dette nivået.

Norges Bank har flere oppgaver i forvaltningen av fondet. Vi skal sørge for en betryggende plassering av midlene i de internasjonale kapitalmarkedene. Tilflyt av nye midler skal plasseres effektivt, vi skal utøve eierskap i de mer enn 8 000 selskapene vi eier aksjer i, og vi skal gi råd til Finansdepartementet om den langsiktige investeringsstrategien til fondet. Vi skal dessuten drive aktiv forvaltning innenfor rammer som er satt av fondets eier og banken selv.

Oppgavene henger nært sammen. Rådgivningen om strategi bygger blant annet på at vi følger markedet nært ved aktiv forvaltning. Vi utøver eierskap bedre i selskaper vi har analysert og fulgt nøye over tid. Dessuten blir kostnadskontroll og styring bedre i en virksomhet som har et klart økonomisk formål.

Hovedstyret setter rammer for all virksomhet i bankens forvaltningsenhet, NBIM. Oppfølgingen av forvaltningen er styrket. I 2009 fastsatte styret nye prinsipper for risikostyring. Prinsippene bygger på et felles rammeverk som er supplert av mer konkrete risikorammer for virksomheten i et investeringsmandat.

Omfanget og innretningen av de aktive strategiene forankres i Norges Banks hovedstyre, som setter egne rammer for risikoen i tillegg til de som Finansdepartementet har satt. Vår vurdering etter tolv år er at aktiv forvaltning vil kunne gi et viktig bidrag til fondets avkastning på lang sikt, men virksomheten må gjerdes inn og følges nøye opp. Fondets resultater det siste året viser at store verdier er gjenvunnet, og raskere enn vi torde håpe på for ett år siden. Vårt mål er å sikre og bygge en finansiell formue for fremtidige generasjoner gjennom en dyktig forvaltningsorganisasjon.

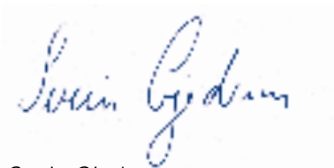
---

*Fondets resultater det siste året viser  
at store verdier er gjenvunnet, og raskere  
enn vi torde håpe på for ett år siden.*

---

Over de to–tre siste årene er rapporteringen om aktiviteten og regnskapet blitt vesentlig mer åpen. I år utvider vi rapporteringen ytterligere. Vi gir flere og mer detaljerte analyser av resultatene i forvaltningen, og vi vurderer risiko langs flere dimensjoner enn tidligere. Notene til regnskapet er mer omfattende. Dette gjelder særlig omtalen av risiko og verdsettelse. Vi gir også opplysninger om lønn til medlemmer av ledergruppen i NBIM. Vi offentliggjør hovedstyrets regler for forvaltningen på nettet sammen med vår publisering av fondets beholdninger og stemmegivning på generalforsamlinger. Vi vil snart gi daglige tall for størrelsen på fondet.

Oslo, 5. mars 2010



Svein Gjedrem

Sentralbanksjef og leder for hovedstyret

Yngve Slyngstad

## Fra store utfordringer til rekordresultater

2009 markerte et vendepunkt for Statens pensjonsfond utland og NBIM. Finanskrisen avtok tidligere enn vi forventet, og fondet leverte rekordhøy avkastning. Året som begynte med enorme utfordringer, ble fondets beste år noensinne, og det med god margin.

Starten på 2009 var preget av usikkerhet og frykt i de finansielle markedene. NBIM presenterte fondets årsrapport for 2008 da markedet bunnet ut i mars. Mange stilte da spørsmål ved vår investeringsstrategi. Formålet med forvaltningen er å bevare og utvikle verdier for fremtidige generasjoner. Fondets størrelse og investeringshorisont er vesentlig lenger enn hos de fleste andre investorer. Det er derfor viktig å holde fast ved den langsiktige forvaltningsstrategien, også når vi i perioder står overfor tilbakeslag. Fondets avkastning var 25,6 prosent i 2009. Det er den høyeste årsavkastningen noensinne, og 4,1 prosent over referanseporteføljens avkastning. Meravkastningen er bedre enn vi kunne ha forventet gitt vår investeringsstrategi, og mye skyldes en reversering av renteporteføljens mindrevkastning i 2007 og 2008.

Fondets markedsverdi var 2 640 milliarder kroner ved utgangen av 2009. Tilførselen på 169 milliarder kroner var den laveste siden 2004, mens avkastningen utgjorde 613 milliarder kroner. NBIM nådde i juni målet om å øke fondets aksjeandel til 60 fra 40 prosent, nøyaktig to år og 1 010 milliarder kroner i aksjekjøp etter at målet ble vedtatt. Den lange innfasingsperioden var gunstig, fordi vi kunne utnytte fallende aksjekurser under finanskrisen.

NBIMs eierskapsutøvelse skal bidra til å sikre og bygge finansielle verdier for fremtidige generasjoner. Vi videreutviklet eierskapsarbeidet i 2009, ved å ta i bruk nye virkemidler og fastlegge en strategi med to nye satsingsområder. Velfungerende finansmarkeder ble etablert som et nytt satsingsområde etter rentemarkedenes sammenbrudd i 2008. Bedre vannforvaltning i bedrifter er det andre nye området i eierskapsutøvelsen.

NBIM fremstår som en styrket organisasjon etter finanskrisen. Vi fortsatte i 2009 den omfattende omorganiseringen som startet året før, med en ny styringsmodell og organisasjonsstruktur. Vi rekrutterte mange dyktige medarbeidere, inkludert en ny ledergruppe med bred internasjonal erfaring. Organisasjonen har hentet verdifull erfaring, ikke minst innen krise- og risikohåndtering, og har styrket kompetansen og strukturen innen disse områdene.

Å investere er å se fremover. Fondets investeringer skal sikre fremtidens generasjoner en andel av dagens oljeformue ved å skape god avkastning over tid. Samtidig vil investeringene alltid utsettes for risikoen for endrede forhold. Vi har lagt de seneste to årene bak oss og tar



---

*Vi har lagt de seneste to årene bak oss  
og tar med oss viktig lærdom videre.  
Vi ser entusiastisk frem til å videreutvikle en  
forvaltningsorganisasjon i verdensklasse.*

---

med oss viktig lærdom videre. Vi ser entusiastisk frem til å videreutvikle en forvaltningsorganisasjon i verdensklasse.

NBIM søker å gi åpen og utfyllende informasjon om hvordan forvaltningen utøves. Vi har sett at forventningene til åpenhet, innsyn og forklaring er særlig høye i utfordrende tider. Vi håper årsrapporten kan gi leserne et best mulig bilde av forvaltningen det seneste året, og nyttig informasjon om hvordan vi har løst den viktige oppgaven vi er gitt.

Oslo, 5. mars 2010



Yngve Slyngstad  
Direktør NBIM

## Styringsmodellen

# Tydelig rolle- og ansvarsdeling

Statens pensjonsfond utland skal støtte statlig sparing for finansiering av pensjonsutgifter og underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av Norges petroleumsinntekter.

Stortinget har fastsatt rammene for Statens pensjonsfond utland i lov om Statens pensjonsfond. Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning. Den operative forvaltningen utføres av Norges Bank ved forvaltningsenheten Norges Bank Investment Management (NBIM).

Det er inngått en forvaltningsavtale som regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som forvalter. Departementet har i tillegg utarbeidet retningslinjer for forvaltningen av fondet. Finansdepartementet vedtar vilkårene for fondets plasseringer gjennom forskrifter og utfyllende bestemmelser. Departementet fastsetter også etiske retningslinjer for forvaltningen.

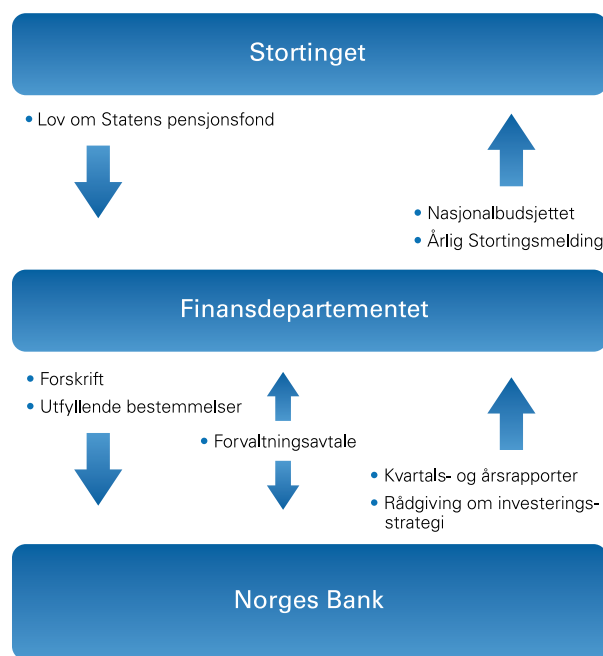
Norges Bank forvalter betydelige midler for det norske samfunn, og fondet er et virkemiddel for å sikre fremtidige generasjoner en rimelig andel av landets petroleumsformue. Dagens generasjon har derfor et etisk ansvar for å forvalte fondet på en forsvarlig måte som bidrar til god avkastning på lang sikt.

### Hovedstyrets oppfølging

Hovedstyret har ansvaret for Norges Banks virksomhet. Det består av syv medlemmer, oppnevnt av Kongen i statsråd. Sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen er henholdsvis styrets leder og nestleder.

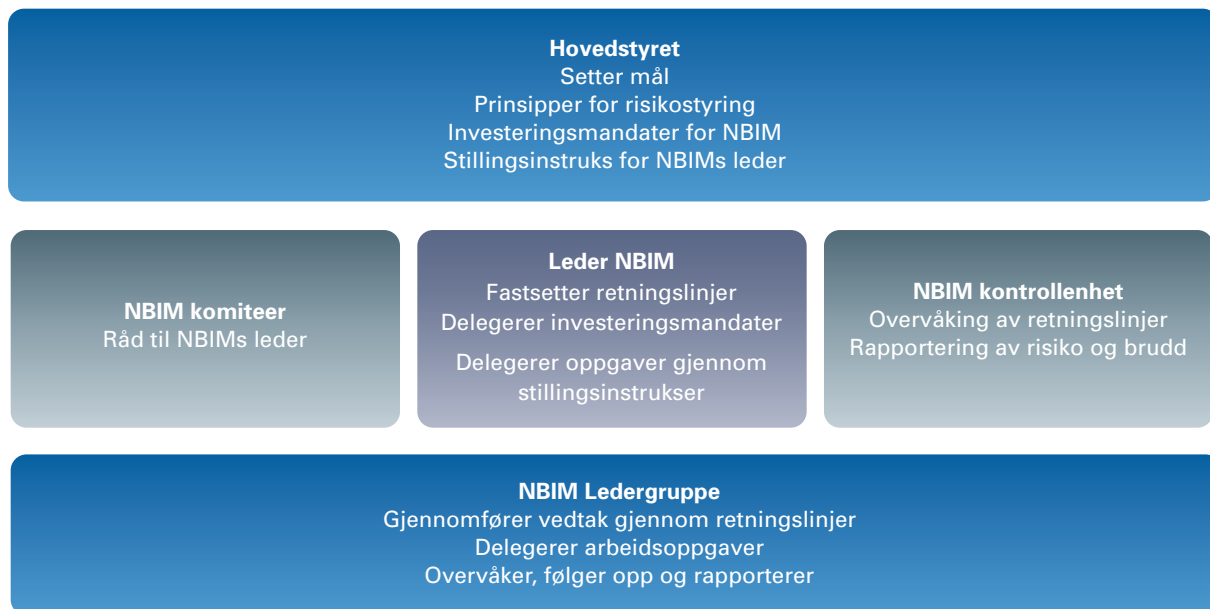
Hovedstyret fastsetter retningslinjer og strategiplaner for NBIMs forvaltningsvirksomhet. Målet er å skape merverdier gjennom aktiv forvaltning av statens og Norges Banks utenlandske finansformue, ivareta eiernes langsiktige finansielle interesser ved aktiv selskapsstyring og gjennomføre eiernes forvaltningsstrategi på en kostnadseffektiv, betryggende og tillitvekkende måte. I tillegg til Statens pensjonsfond utland forvalter NBIM mesteparten av sentralbankens valutareserver og Olje- og energidepartementets Petroleumsforsikringsfond.

NBIM har en annen styringsmodell enn de øvrige delene av Norges Bank. NBIMs leder har ansvar og myndighet som daglig leder av forvaltningsenheten. NBIMs leder rapporterer direkte til hovedstyret og får løpende oppfølging fra sentralbanksjefen på vegne av hovedstyret.



Hovedstyret har de seneste årene styrket sin oppfølging av NBIM. Styret fastsatte i 2008 en stillingsinstruks og et investeringsmandat for virksomhetens leder. Investeringsmandatet setter, innenfor Finansdepartementets investeringsrammer, utfyllende regler for hva fondet kan investeres i, og hvor stor risiko NBIM kan ta i forvaltningen.

Hovedstyret fastsatte i 2009 nye prinsipper for risikostyring i kapitalforvaltningen. Prinsippene bygger på et felles rammeverk med en inndeling av risiko i fire ulike kategorier: markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko



og operasjonell risiko. Prinsippene for risikostyring innen hver av disse kategoriene suppleres av mer konkrete risikorammer for virksomheten. Den månedlige, kvartalsvise og årlige rapporteringen fra NBIM til hovedstyret skal gjenspeile retningslinjene i investeringsmandatet. De styrende dokumentene er tilgjengelige på NBIMs nettside, [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

Hovedstyret opprettet i 2009 et kompensasjonsutvalg som et underutvalg og saksforberedende organ for hovedstyret. Utvalget skal blant annet utarbeide en innstilling til hovedstyret om vesentlige betingelser og lønnsintervaller for lederen av NBIM og øvrige ledere som rapporterer direkte til lederen. Videre utarbeider utvalget en innstilling til hovedstyret om prinsipper for resultatbasert kompensasjon og en årlig innstilling om samlede rammer for utbetaling av resultatbasert kompensasjon.

### Representantskapet, tilsyn og revisjon

Representantskapet består av 15 medlemmer som er oppnevnt av Stortinget. Det fører tilsyn med bankens drift og med at reglene for bankens virksomhet blir fulgt. Herunder fører representantskapet tilsyn med at hovedstyret har tilfredsstillende styring og kontroll med bankens administrasjon og virksomhet, og representantskapet ser til at det er etablert hensiktsmessige rutiner for å sikre at bankens virksomhet utøves i henhold til lov, avtaler, vedtak og rammeverk for øvrig. Representantskapet organiserer bankens revisjon, fastsetter bankens årsregnskap og vedtar bankens budsjett.

Sentralbankrevisjonen er Norges Banks lovbestemte revisjon, som utfører finansiell revisjon og tilsyn på vegne av representantskapet. Representantskapet har fra 2007

inngått en avtale med revisjonsselskapet Deloitte AS om finansiell revisjon av Statens pensjonsfond utland. Deloitte avgir sammen med sentralbankrevisjonen en separat revisjonsuttalelse til representantskapet om regnskapsrapporteringen for fondet, slik denne fremkommer i note til Norges Banks årsregnskap.

Riksrevisjonen fører kontroll med finansministerens myndighetsutøvelse overfor Norges Bank og reviderer presentasjonen av Statens pensjonsfond utland i statsregnskapet, i tråd med lov og instruks om Riksrevisjonen. Arbeidet bygger blant annet på revisjonen som utføres av sentralbankrevisjonen og Deloitte.

### Endringer i sentralbankloven

Stortinget vedtok i 2009 endringer i sentralbankloven om regnskap og revisjon. I 2010 innføres en ny revisjons- og tilsynsordning som medfører at sentralbankrevisjonen erstattes av en valgt ekstern revisor. Videre er representantskapets og hovedstyrets tilsyns- og kontrollansvar presisert. Hovedstyrets internrevisjon er blitt lovfestet, og det opprettes et nytt lovbestemt tilsynssekretariat for representantskapet som skal videreføre og utvikle tilsynsoppgavene som i dag ligger i sentralbankrevisjonen, tilrettelegge representantskapets aktiviteter og forvalte avtalen med ekstern revisor.

Representantskapet har valgt Deloitte AS til bankens eksterne revisor, som vil revidere bankens årsregnskap fra og med 2010. Sentralbankrevisjonen er ansvarlig revisor for bankens årsregnskap for 2009. Regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland for 2009 revideres sammen med Deloitte, i henhold til tidligere inngått avtale med representantskapet.

Ikrafttreden av nye regnskapsregler krever utarbeidelse av egen forskrift, og det pågår prosesser med sikte på iverksetting fra 1. januar 2011.



## NBIMs oppgaver

# Ansvarlig forvaltning i alle ledd

Norges Bank Investment Management (NBIM) utfører den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Formålet med kapitalforvaltningen er å sikre verdier for fremtidige generasjoner.

Finansdepartementet fastsetter de sentrale bestemmelsene for fondets plasseringer, fordeling på aktivklasser og regioner, maksimal eierandel i enkeltselskaper og rammene for aktiv forvaltning i Norges Bank. Finansdepartementet har også fastsatt etiske retningslinjer for fondets investeringer.

NBIM er et eget virksomhetsområde for kapitalforvaltning innenfor Norges Bank. Virksomhetens formål er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner. Dette gjøres ved å gjennomføre forvaltningsstrategien som Finansdepartementet har fastsatt, på en kostnads-effektiv og betryggende måte. Målet med forvaltningen er å ivareta eiernes langsiktige finansielle interesser ved aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse.

### **NBIM ivaretar flere sentrale oppgaver**

NBIM sørger for at tilførsler av nye midler til fondet investeres i markedene med så lave transaksjonskostnader som mulig, i henhold til retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre. NBIM skal sikre en kostnadseffektiv eksponering mot referanseporteføljen når midlene er investert i kapitalmarkedene.

Vi søker å oppnå verdiskaping i forvaltningen utover avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Norges Banks hovedstyre har satt som mål at forvaltningen over tid skal bidra med 25 basispunkter i årlig merverdi.

Vår eierskapsutøvelse skal sikre fondets finansielle verdier ved å bidra til god selskapsstyring og ved å etterstrebe høye etiske, samfunnsmessige og miljømessige normer i selskaper. Eierskapsutøvelsen fremmer det



etiske grunnlaget for forvaltningen slik det kommer til uttrykk i de etiske reglene for fondet.

Norges Bank gir Finansdepartementet råd om fondets langsiktige investeringsstrategi. Målet er å oppnå høyest mulig langsiktig avkastning innenfor rammene som departementet har fastsatt. Innfasingen av nye midler, iverksettelsen av oppdragsgivers investeringsstrategi og eierskapsutøvelsen er oppgaver som best gjennomføres på en helhetlig måte innenfor samme organisasjon. Den aktive forvaltningen, derimot, gjennomføres ved hjelp av et stort antall eksterne forvaltningsorganisasjoner i tillegg til NBIMs interne forvaltning.

#### **Strategisk referanseportefølje**

Den strategiske referanseporteføljen for Statens pensjonsfond utland er satt sammen av én aksjeindeks og én renteindeks utarbeidet av henholdsvis FTSE Group og Barclays Capital. Referanseporteføljen har en aksjeandel på 60 prosent og en renteandel på 40 prosent. Aksjeandelen består av børsnoterte aksjer, og har en markedsvektet fordeling på 50 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika/Afrika og 15 prosent i Asia/Oseania. Renteindeksen består av elleve valutaer, og har en markedsvektet fordeling på 60 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

---

*Virksomhetens formål er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner.*

---

#### **Les mer om forvaltningen**

NBIMs nettsted ([www.nbim.no](http://www.nbim.no)) inneholder alle rapportene om forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, bakgrunnsstoff om fondets strategi og informasjon om organiseringen av kapitalforvaltningen i Norges Bank. Nettstedet inneholder i tillegg loven om Statens pensjonsfond, Finansdepartementets forskrift og utfyllende bestemmelser og retningslinjer departementet har gitt.

## Investeringsstrategien

# Langsiktighet gir fordeler

Fondets langsiktighet, en av bærebjelkene i investeringsstrategien, betalte seg i form av en rekordhøy avkastning i 2009 etter svake resultater i 2008. Fjoråret styrket vår overbevisning om at aktiv forvaltning gir en lønnsom og tryggere forvaltning av fondet.

Statens pensjonsfond utland følger investeringsstrategien som fastsettes av Finansdepartementet. Departementet baserer sine strategivalg blant annet på råd fra Norges Bank. Den viktigste enkeltbeslutningen for fondets avkastning og risiko er hvor stor andel av fondets kapital som skal investeres i aksjer. Finansdepartementet vedtok i juni 2007 at 60 prosent av kapitalen skulle investeres i aksjer og 40 prosent i rentebærende papirer. Først i juni 2009 var den nye allokeringen oppnådd. En annen viktig beslutning er de regionale vektene for de ulike markedene fondet skal investere i. Strategien uttrykkes gjennom referanseporteføljen fondet forvaltes etter og måles mot.

Finansdepartementet har satt grenser for hvor stor risiko Norges Bank kan ta i den aktive forvaltningen av fondet. Den viktigste grensen er uttrykt ved begrepet forventet relativ volatilitet, og legger en begrensning på hvor mye fondets avkastning kan forventes å avvike fra referanseporteføljens avkastning. Fondets forventede relative volatilitet skal ikke overstige 1,5 prosentpoeng. Det innebærer at forskjellen i avkastningen på fondet og referanseporteføljen forventes å være større enn 1,5 prosentpoeng i ett av tre år og større enn 2,5 prosentpoeng i ett av ti år.

### Fem oppgaver

Forvaltningsoppdraget har fem deler. Vi investerer nye midler i markedene til så lave kostnader som mulig. Vi forvalter de investerte midlene for å vedlikeholde markedsporteføljen på en kostnadseffektiv måte. Vi søker å øke avkastningen gjennom aktive investeringsvalg og eierskapsutøvelse. Norges Bank gir Finansdepartementet råd om den langsiktige investeringsstrategien for fondet.

Vår aktive forvaltning har til hensikt å gi fondet en høyere avkastning enn referanseporteføljen, og på denne måten skape merverdi som fremtidige generasjoner kan dra nytte av. Vi har tre strategier for aktiv forvaltning: forvaltningen av markedsporteføljen, selskapsspesifikke strategier og eksponering mot og styring av systematiske risikofaktorer.

Forvaltningen av markedsporteføljen innebærer aktive investeringer, blant annet valg av tidspunkt for kjøp av verdipapirer som skal inkluderes i referanseporteføljen, og om fondet skal delta i spredningssalg ved børsintroduksjoner. En slik aktiv forvaltning bidrar til at vi oppnår gunstige priser på aktiva, og fører til en kostnads-effektiv forvaltning av fondets midler.

Aktive investeringsvalg tas også i forbindelse med strategier der vi tar posisjoner i enkeltelskaper, såkalte selskapsspesifikke eller fundamentale strategier. Slike strategier går ut på at våre forvaltere analyserer enkeltutstedere av verdipapirer, innen både aksjer og gjeld, for å finne og utnytte aktiva som de mener er feil priset. Kunnskap om bransjer og enkeltelskaper er en viktig del av denne strategien. Fondets langsiktige investeringshorisont betyr at vi kan investere i feilpriset aktiva som vi venter vil gi god avkastning over tid.

Vi tar aktive investeringsbeslutninger i vår håndtering av systematiske risikofaktorer. Risikofaktorer er fellestrekk som de fleste verdipapirer har i varierende grad, og som bidrar til både risiko og avkastning på ulike papirer. Håndtering av systematisk risiko er en nødvendig del av risikostyringen, men systematisk risiko kan også være en kilde til meravkastning gjennom aktiv forvaltning. Den systematiske risikoen i forvaltningen vil være en viktig

## *Forvalterne skal gjennom spissede og konsentrerte investeringsmandater søke å levere meravkastning på grunnlag av fundamental analyse av enkeltbedrifter.*

forklaringsfaktor for resultatet for en aktiv forvalter over tid. Aktiv forvaltning vil derfor i stor grad dreie seg om risikostyring. Likviditet og volatilitet er blant de viktigste systematiske risikofaktorene.

### **Delegering og spesialisering**

Hovedelementene i investeringsstrategien er delegering av beslutningsmyndighet, spesialisering innenfor enkeltmandater, diversifisering over ulike uavhengige mandater og kostnadseffektivitet i gjennomføringen.

NBIM tildeler forvaltningsmandater til forvaltere med spesialkompetanse innenfor klart definerte investeringsområder, det kan være en spesifikk sektor, et land eller en region. Forvalterne skal gjennom spissede og konsentrerte investeringsmandater søke å levere meravkastning på grunnlag av fundamental analyse av enkeltbedrifter. Detaljert analyse gir den største tryggheten i investeringsbeslutningene og øker muligheten for meravkastning. Hver forvalter tar investeringsvalg innenfor rammene av sitt mandat, og resultatene måles kontinuerlig. En diversifisert mandatstruktur bidrar til uavhengige beslutningsprosesser og reduserer sannsynligheten for at forskjellige mandater eksponeres mot samme underliggende risiko.

Fondets størrelse gir oss tilgang til ledelsen i bedrifter vi er investert i, i tillegg til andre relevante selskaper og bransjeorganisasjoner. Størrelsen gir oss også stordriftsfordeler på analysesiden. Kunnskapen som innhentes gjennom spesialiserte analyser på spesifikke områder, gir muligheter til å utnytte feilprisinger som oppstår i markedene vi investerer i. Det gjelder særlig fremvoksende markeder, som ofte er mindre effisiente enn etablerte markeder.

### **Videreføring av strategien**

Investeringsstrategien bygger på fondets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse. Vi dro fordel av langsiktigheten i 2009.

Renteforvaltningen fikk en rekordhøy meravkastning, hovedsakelig fra lite likvide posisjoner som ble etablert før finansuroen startet to år tidligere. De samme posisjonene ga mindrevkastning i 2007 og 2008. Fondets langsiktighet betydde at vi kunne beholde investeringene da andre investorer ble tvunget til å selge aktiva til lave priser under finanskrisen. Renteforvaltningens strategi ble justert i 2009, med blant annet en markert lavere belåningsgrad og mindre bruk av derivater og handler som primært utnytter prisforskjeller på to ellers tilnærmet like papirer. Samtidig ble den fundamentale analysen av utstedere styrket.

Innen aksjeforvaltning ble den interne forvaltningen av globale sektorer omorganisert med større vekt på konsentrerte porteføljer. I tillegg ble dekingen av fremvoksende markeder styrket med flere nye, eksterne mandater. Det ble også etablert fire miljørelaterte aksjemandater på slutten av året, to innen vannforvaltning og to innen ren teknologi. Disse tar alle sikte på å skape avkastning utover referanseporteføljen.

Stortinget ga i juni 2008 sin tilslutning til at fondet skulle investere opptil 5 prosent av sine midler i eiendom. NBIM har siden bygget opp kompetanse innen eiendom i påvente av et investeringsmandat fra Finansdepartementet.

**25.11.08** USAs sentralbank offentliggjør planer om å kjøpe obligasjoner utstedt av Fannie Mae, Freddie Mac og Ginnie Mae. Banken etablerer også støtteprogrammet TALF.

**01.01.09** Bank of America kjøper 94 år gamle Merrill Lynch, en av mange overtagerer i en banksektor som er sterkt forandret siden 2007.

**11.02.09** Irland nasjonaliserer to banker. Risikopremien på irske kredittforsikringer når et rekordnivå på 400 basispunkter.

**17.02.09** Den nyvalgte amerikanske presidenten Barack Obama undertegner en stimulanspakke på 787 milliarder dollar.

**05.03.09** Storbritannias sentralbank reduserer rentenivået til 0,5%, det laveste nivået siden banken ble grunnlagt i 1694.

**05.03.09** Storbritannias sentralbank innfører lettelse i kreditttilgangen for å stimulere økonomien.

**02.04.09** G20-møtet annonserer en «global løsning» på en «global krise».

NOVEMBER 2008

JANUAR 2009

FEBRUAR 2009

MARS 2009

APRIL 2009

**26.01.09** Banksystemet på Island kolliderer og regjeringen går av.

**09.03.09** S&P 500-indeksen når sitt laveste nivå på 12 år etter å ha falt 57% fra toppnivået 17 måneder tidligere.

**18.03.09** USAs sentralbank offentliggjør planer om å kjøpe statsobligasjoner.

## Finansmarkedenes utvikling

# Frykten slapp taket

Investeringsbanken Lehman Brothers' kollaps i september 2008 utløste frykt, prisfall og store verdisingninger i finansielle instrumenter frem til mars 2009. Massive tiltakspakker fra myndigheter over hele verden bidro til å stabilisere markedene og snu den negative utviklingen. Prisingen av fondets renteportefølje ble særlig påvirket av denne normaliseringen.

Utviklingen i de internasjonale markedene etter finansuroens oppstart i 2007 satte i gang en rekke sjokkbølger i det finansielle systemet. Likviditetskrisen i rentemarkedene utviklet seg til en bankkrise, som igjen utløste en omfattende kredittkrise. Bakgrunnen var sammenbruddet i det amerikanske markedet for boliglån, som utløste prisfall på rentepapirer allerede sommeren 2007. Prisfallet tok ytterligere fart høsten 2008, da konsekvensene av problemene i boligmarkedet ble mer kjent. Konkursen i Lehman Brothers og en nær kollaps i forsikringsselskapet AIG i september 2008 førte nærmest til full stans i låne-markedet. I de påfølgende månedene rådet det en fundamental usikkerhet om bankenes evne til å overleve. Bankenes fokus på reduksjon av risiko og belåning tørket samtidig inn selskapenes tilgang på kapital. Starten av 2009 var derfor preget av stor usikkerhet, både i finansmarkedene og i verdensøkonomien, som gikk inn i den verste nedturen siden 1930-tallet.

Det økonomiske tilbakeslaget skapte stor usikkerhet rundt bedriftenes fremtidige inntjening, og investorene rømte fra risikable investeringer. Da aksjemarkedene bunnet ut 9. mars, var den brede FTSE All-World-indeksen på sitt laveste nivå på seks år, og aksjekursene gjenspeilet forventninger om en ytterligere forverring i verdensøkonomien.

Myndighetene svarte med massive og koordinerte tiltakspakker for å tilføre markedene kapital og unngå sammen-

brudd i flere store finansinstitusjoner. USAs president signerte 17. februar en tiltakspakke på 787 milliarder dollar for å stimulere landets økonomi. Dette ble etterfulgt av G20-landenes løfte 2. april om å bruke mer enn 1 000 milliarder dollar på å støtte verdensøkonomien. Kina hadde allerede i november 2008 annonsert en pakke på 4 000 milliarder yuan for å stimulere landets økonomi.

Flere sentralbanker tok i bruk såkalte kvantitative lettelse, fordi muligheten for ytterligere kutt i styringsrentene etter hvert ble uttømt. En slik politikk kan innebære at sentralbankene øker pengemengden ved å kjøpe verdipapirer i markedet. Den britiske sentralbanken annonserte kjøp av verdipapirer 5. mars, samtidig som den kuttet styringsrenten til det laveste nivået siden bankens oppstart i 1694. Drøye to uker senere annonserte den amerikanske sentralbanken planer om å kjøpe 1 050 milliarder dollar i amerikanske statsobligasjoner og obligasjoner fra statsstøttede boliglånsinstitusjoner. Tiltakene tilførte kapitalmarkedene store mengder likviditet og bidro til stabilisering.

Tilliten til og likviditeten i finansinstitusjonene vendte tilbake etter hvert som muligheten for et sammenbrudd i markedene avtok. Banker og andre finansinstitusjoner ble i større grad villige til å akseptere hverandres kredittverdighet. Da den amerikanske sentralbanken 7. mai offentliggjorde resultatene av en stresstest av de største bankenes kapitalbase, anslo den at institusjonene måtte hente 75 milliarder dollar i ny kapital som en gardering



**07.05.09** Resultater fra Feds stresstester av større amerikanske banker blir publisert, og blir godt mottatt av markedene.

**07.05.09** Den europeiske sentralbanken offentliggjør planer om å kjøpe obligasjoner med fortrinnsrett for 60 milliarder euro.

**14.07.09** Goldman Sachs offentliggjør rekordoverskudd i andre kvartal.

**01.10.09** IMF advarer mot svært høye offentlige underskudd og gjeldsnivåer.

**07.10.09** Australia blir det første av G20-landene som øker sin styringsrente.

**03.11.09** Lloyds Bank henter inn 34 milliarder pund i ny kapital, og unngår regjeringens beskyttelsesprogram for bankene.

MAI 2009

JUNI 2009

JULI 2009

OKTOBER 2009

NOVEMBER 2009

**01.06.09** General Motors innleder konkursforhandlinger.

**17.06.09** J.P. Morgan Chase og ni andre banker sier at de vil tilbakebetale TARP-midler.

**29.10.09** BNP-tall for tredje kvartal viser at USA er på vei ut av nedgangsperioden etter fire kvartaler på rad med synkende BNP.

mot ytterligere fall i økonomien. Det viste seg raskt at bankene var i stand til å reise større beløp enn dette, i hovedsak fra private kilder.

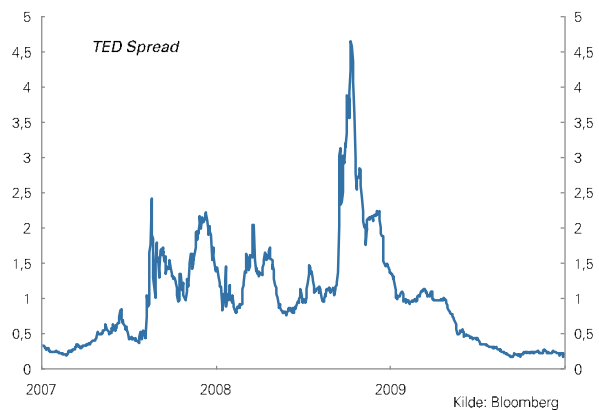
Rentemarkedene begynte å fungere igjen i begynnelsen av året, med rekordstore emisjoner av kredittobligasjoner. Omsetningen i annenhåndsmarkedet tok seg likevel ikke opp før i andre kvartal, hjulpet av økt risikovilje blant investorene. Historisk høye premier på likviditets- og kreditt-risiko falt etter hvert tilbake, og kursene på rentepapirer steg til mer normale nivåer fra andre kvartal og ut året. Det var fortsatt unormalt store forskjeller mellom kjøps- og salgskurser, og det ga store kostnader for investorer og uvanlig høy inntjening for investeringsbanker. Flere av NBIMs rentepapirer ble priset på høyere nivåer etter hvert som markedet tinte opp og likviditeten kom tilbake. Det bidro til rekordhøy meravkastning for fondets renteportefølje i 2009.

Også aksjemarkedene dro fordel av økt risikovilje og bedre økonomiske utsikter. FTSE All-World-indeksen steg 75 prosent fra bunnen i mars og ut året. Selskapenes inntjening ble bedre enn analytikerne ventet, hjulpet av kostnadsutt. Flere store finansinstitusjoner utnyttet vanskelige markedsforhold og leverte sterke resultater. Den største oppgangen var i fremvoksende økonomier og sektorer som drar nytte av sterkere forventninger til utviklingen i disse markedene. NBIMs aksjeportefølje steg i verdi i 2009, hjulpet av investeringer i et bredt utvalg av sektorer og regioner.

Finanskrisen, som kan deles opp i faser med likviditetskrise, bankkrise og kredittkrise, tok gradvis slutt i løpet av 2009, og frykten for en systemkollaps ble redusert. Det var imidlertid fortsatt betydelig usikkerhet om hvor mye realøkonomien var blitt påvirket av krisen og virkemidlene som bekjempet den. Nedgangen i realøkonomien fortsatte med raskt stigende arbeidsledighet, lavere industriproduksjon og kraftig fall i verdenshandelen. Ifølge anslag som det internasjonale pengefondet IMF presen-

terte i januar 2010, falt verdensøkonomien 0,8 prosent i 2009. Nedgangen var drevet av land i eurosonen og andre industrialiserte land som USA og Japan. Økonomiene i Kina, India og andre fremvoksende markeder hadde til gjengjeld fortsatt oppgang, med en samlet vekst på 2,1 prosent i 2009 mot 6,1 prosent året før.

**Figur 1-1** Differansen mellom tremåneders interbankrenter (LIBOR) og tremåneders statssertifikatsrente. Prosentpoeng



**Figur 1-2** Differansen mellom renten på kredittobligasjoner og amerikansk statsgjeld, med 10 til 30 års løpetid. Prosentpoeng



## Markedsverdi

# Økte med 1 milliard per dag

Fondets markedsverdi steg til 2 640 milliarder kroner ved utgangen av 2009. Det ble tilført nye midler for 169 milliarder kroner.

Markedsverdien av fondet økte med 365 milliarder kroner i 2009, drevet av en oppgang i aksjeinvesteringene. Aksjeporteføljen steg med 515 milliarder kroner, mens renteporteføljen falt med 150 milliarder kroner.

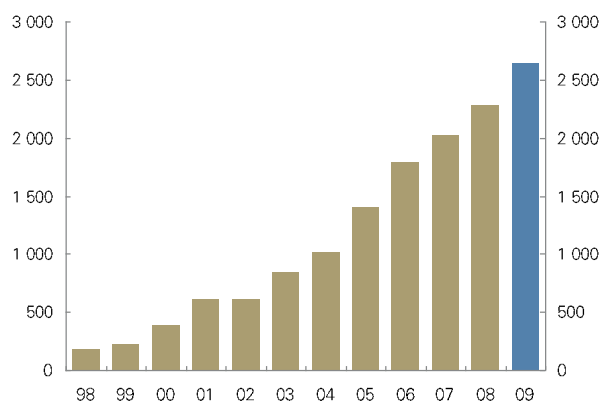
Totalt 62,4 prosent av fondets midler var investert i aksjer ved slutten av 2009, opp fra 49,6 prosent på samme tidspunkt året før. Dette er høyere enn det langsiktige strategiske målet om 60 prosent aksjer, som Finansdepartementet har vedtatt, og henger sammen med sterk oppgang i aksjemarkedene i 2009. Fondet følger regler for hvordan aksjeandelen skal justeres tilbake til det langsiktige målet på 60 prosent. Disse omtales i kapitlet om rebalansering.

Fondets markedsverdi påvirkes av flere faktorer, som avkastning, tilførsler og valutaendringer. Avkastningen på investeringer var 613 milliarder kroner i 2009, mens

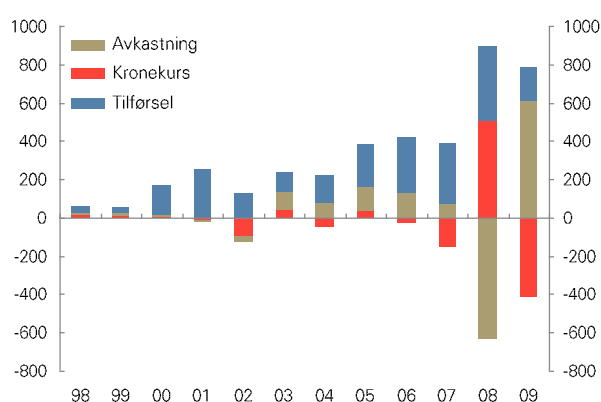
tilførslene fra statens petroleumsinntekter utgjorde 169 milliarder kroner. Det er under halvparten av rekordtilførselen i 2008 på 384 milliarder kroner og det laveste nivået siden 2004. Fondet investerer kun utenfor Norge i internasjonale valutaer. En sterkere kronekurs i forhold til internasjonale valutaer reduserte isolert sett fondets markedsverdi med 418 milliarder kroner i 2009. Endringer i kronekursen har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

De første tilførslene til fondet var i 1996, og samlet har tilførslene utgjort 2 310 milliarder kroner frem til utgangen av 2009. Den totale avkastningen målt i internasjonal valuta har vært 482 milliarder kroner, mens en sterkere kronekurs har redusert fondets markedsverdi med 152 milliarder kroner.

Figur 2-1 Markedsverdi av fondet ved årsslutt. Milliarder kroner



Figur 2-2 Endring i markedsverdi. Milliarder kroner



Tabell 2-1 Nøkkeltall per 31. desember 2009

	2009	2008	4. kv. 2009	3. kv. 2009	2. kv. 2009	1. kv. 2009
<b>Markedsverdi (mrd. kroner)</b>						
Markedsverdien av renteinvesteringene	996	1 146	996	967	948	985
Markedsverdien av aksjeinvesteringene	1 644	1 129	1 644	1 581	1 438	1 091
Markedsverdien av fondet	2 640	2 275	2 640	2 549	2 385	2 076
<b>Tilførsel</b>						
Tilførsel	169	384	36	49	40	44
<b>Avkastning</b>						
Avkastning	613	-633	84	325	270	-66
Endring som følge av svingninger i NOK-kursen	-418	506	-28	-211	-1	-177
Fondets totale endring	365	257	92	163	309	-199
<b>Avkastningen av fondet målt i internasjonal valuta</b>						
Aksjeporteføljens avkastning (prosent)	34,27	-40,70	4,73	17,69	19,49	-8,84
Renteporteføljens avkastning (prosent)	12,49	-0,52	0,75	7,19	5,07	-0,88
Fondets avkastning (prosent)	25,62	-23,30	3,18	13,51	12,67	-4,81
Referanseporteføljens avkastning (prosent)	21,52	-19,92	2,67	12,03	10,60	-4,48
Fondets meravkastning (prosentpoeng)	4,10	-3,38	0,51	1,48	2,07	-0,33
<b>Kostnader</b>						
Forvaltningskostnader (prosent)	0,14	0,11	0,03	0,04	0,04	0,04
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	25,48	-23,40	3,14	13,47	12,63	-4,85
<b>Avkastning av fondet målt i norske kroner (prosent)</b>						
Aksjeporteføljens avkastning	15,31	-27,84	3,68	8,63	19,69	-14,46
Renteporteføljens avkastning	-3,39	21,05	-0,25	-1,06	5,25	-6,99
Fondets avkastning	7,88	-6,66	2,15	4,76	12,86	-10,67
Referanseporteføljens avkastning	4,36	-2,55	1,64	3,40	10,78	-10,36
<b>Kostnader i forvaltningen (prosent)</b>						
Beregnete innfasingskostnader	0,09	0,27	0,00	0,01	0,02	0,06
Annualiserte forvaltningskostnader	0,14	0,11	0,14	0,15	0,15	0,16
<b>Fondets verdiutvikling siden oppstart (mrd. kroner)</b>						
Samlet brutto tilførsel	2 323	2 150	2 323	2 286	2 236	2 195
Samlet forvaltningskostnader	13	10	13	12	12	11
Samlet tilførsel etter forvaltningskostnader	2 310	2 140	2 310	2 273	2 224	2 184
Samlet avkastning	482	-131	482	398	73	-197
Kronekursjustering	-152	266	-152	-123	88	89
Fondets markedsverdi	2 640	2 275	2 640	2 549	2 385	2 076
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	469	-140	469	386	62	-207

## Avkastning

# Det beste året i fondets historie

Fondets avkastning var 25,6 prosent i 2009, som er 4,1 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljens avkastning. Det er fondets høyeste årlige avkastning noensinne.

Den rekordhøye avkastningen skyldtes i hovedsak oppgang i fondets aksjeplasseringer, men også en bedring i rentemarkedene. Avkastningen var 34,3 prosent for aksjeporteføljen og 12,5 prosent for renteporteføljen. Tallene måles i internasjonal valuta.

Fondets avkastning sammenlignes med avkastningen i referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen betegnes som fondets relative avkastning eller meravkastning. Fondet fikk en meravkastning på 4,1 prosentpoeng i 2009. Det er den høyeste årlige meravkastningen siden fondets oppstart og skyldes i stor grad bidraget fra renteforvaltningen.

Renteporteføljen fikk en meravkastning på rekordhøye 7,4 prosentpoeng i 2009. Omsetteligheten i rentemarkedene bedret seg i løpet av 2009 fra unormalt lave nivåer ved inngangen til året. Det bidro til mer normale pris-

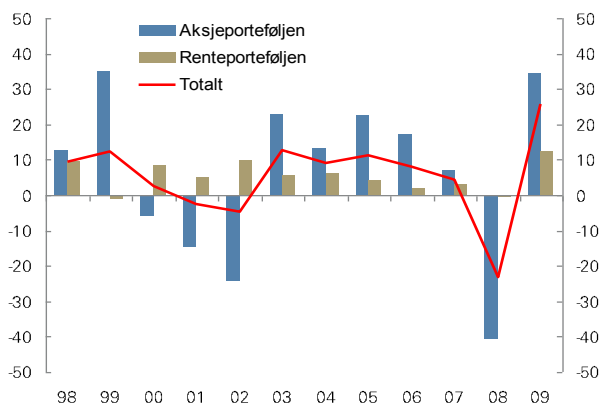
nivåer for rentepapirer som ble lite omsettelige under finanskrisen. Det meste av meravkastningen i renteporteføljen kom fra posisjoner som ble etablert før finansuroens oppstart i 2007, særlig innen pantesikrede obligasjoner og selskapsobligasjoner.

Fondets aksjeinvesteringer fikk en meravkastning på 1,8 prosentpoeng. Både den interne og den eksterne aksjeforvaltningen bidro positivt til resultatet.

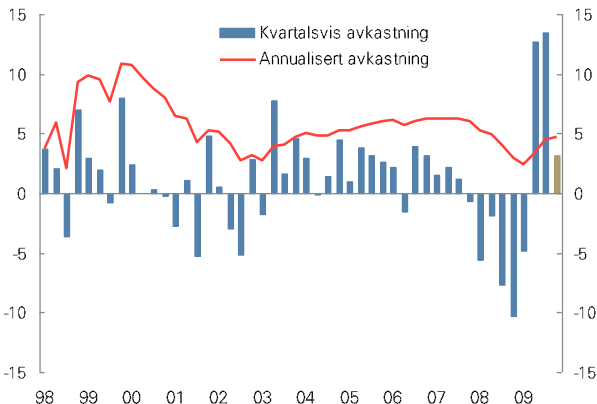
Fondet har hatt en annualisert brutto avkastning på 4,7 prosent fra 1. januar 1998 til utgangen av 2009, målt i internasjonal valuta. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning utgjør det en årlig netto realavkastning på 2,7 prosent for perioden.

Aksje- og renteforvaltningen er nærmere omtalt i separate kapitler i årsrapporten.

Figur 3-1 Årlig avkastning siden oppstart. Prosent



Figur 3-2 Kvartalsvis og annualisert avkastning siden oppstart. Prosent



Tabell 3-1 Nøkkeltall per 31. desember 2009. Annualiserte tall målt i internasjonal valuta

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden oppstart (1.1.1998)
Fondets avkastning (prosent)	25,62	0,15	3,79	3,47	4,66
Referanseporteføljens avkastning (prosent)	21,52	0,56	3,82	3,31	4,41
Meravkastning (prosentpoeng)	4,10	-0,41	-0,03	0,17	0,25
Standardavvik (prosent)	12,57	12,27	9,77	7,90	7,63
Relativ volatilitet (prosentpoeng)	1,13	1,56	1,23	0,90	0,84
Informasjonsrate (IR*)	3,64	-0,26	-0,02	0,18	0,30
Brutto årlig avkastning (prosent)	25,62	0,15	3,79	3,47	4,66
Årlig prisvekst (prosent)	1,64	2,03	2,11	1,96	1,81
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,14	0,11	0,11	0,10	0,10
Årlig netto realavkastning (prosent)	23,45	-1,95	1,54	1,38	2,70

\* IR er et mål på risikjustert avkastning, og benyttes for måledyktighet i kapitalforvaltning. IR beregnes som forholdstallet mellom differanseavkastningen og den faktiske relative markedsrisikoen som porteføljen har hatt. IR viser hvor høy meravkastning man har fått igjen for hver risikoenhet.

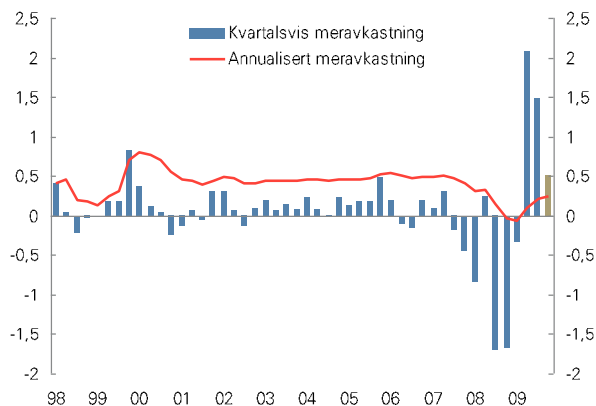
Tabell 3-2 Dekomponering av meravkastning i 2009. Bidrag fra forvaltningsområder. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt
Aksjeforvaltning	0,32	0,52	0,84
Renteforvaltning	0,32	2,93	3,25
Totalt	0,64	3,46	4,10

Tabell 3-3 Fondets avkastning i 2009 målt i ulike referansevalutaer

	USD	EUR	GBP
Fondets avkastning (prosent)	30,77	26,69	16,42
Referanseporteføljens avkastning (prosent)	26,50	22,56	12,62
Meravkastning (prosentpoeng)	4,27	4,13	3,80

Figur 3-3 Kvartalsvis og annualisert meravkastning siden oppstart. Prosentpoeng



## Følger GIPS-standarden

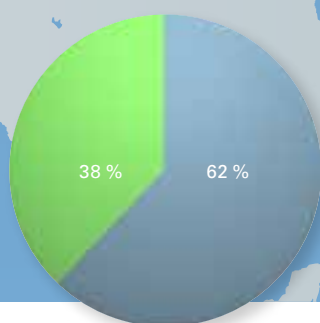
Revisjonsfirmaet Ernst & Young har verifisert at avkastningsmålingen for fondet følger den internasjonale standarden *Global Investment Performance Standards* (GIPS). Ernst & Young har verifisert at NBIM etterlever prinsippene i denne standarden for perioden 1998 – 2009. GIPS-rapportene er tilgjengelige på NBIMs nettsted [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

## Transaksjonskostnader

Det er transaksjonskostnader knyttet til innfasing av nye midler til Statens pensjonsfond utland og til omveking av referanseporteføljen. De direkte og indirekte transaksjonskostnadene som er knyttet til innfasing av nye midler og omveking, utgjorde 2,08 milliarder kroner i 2009. Det tilsvarer 1,23 prosent av de 169 milliarder kroner som fondet ble tilført i 2009, og 0,09 prosent av markedsverdien til fondet ved inngangen til året. Referanseporteføljen justeres ikke for transaksjonskostnadene. Se nærmere omtale av kostnadene knyttet til meravkastningen i temaartikkelen om aktiv forvaltning i rapporten.

Våre investeringer

## Eier 1 prosent av verdens aksjer



Finansdepartementet vedtok i juni 2007 å øke fondets aksjeandel til 60 prosent fra 40 prosent. Andelen ble nådd to år senere etter mer enn 1 000 milliarder kroner i aksjekjøp. Fondets eierandeler i verdens aksjemarkeder doblet seg i samme periode.

Fondet var investert i internasjonale aksje- og rentemarkeder i 2009. Valget av aksjeandel er avgjørende for fondets fremtidige avkastning, fordi det forventes at aksjer over tid vil gi en høyere avkastning enn rentepapirer. Beslutningen om å øke fondets aksjeinvesteringer var basert på en vurdering av forventet langsiktig avkastning sett i forhold til risiko knyttet til svingninger i fondets markedsverdi.

### Kjøp av aksjer for over 1 000 milliarder kroner

Aksjeandelen ble økt mellom juni 2007 og juni 2009 ved at fondet kjøpte aksjer for 1 010 milliarder kroner. Tilførsler av nye midler fra statens petroleumsinntekter utgjorde 641 milliarder av beløpet, mens 369 milliarder kom fra inntekter fra kuponger, forfall og salg av obligasjoner i fondets renteportefølje. Nær halvparten av kapitaloverføringen fra renteporteføljen skjedde i de første månedene av 2009, da aksjemarkedene falt. Kursene på statsobligasjonene som ble solgt i denne perioden, var historisk sett svært høye, mens aksjene ble kjøpt på betydelige lavere nivåer enn ved inngangen til innsamlingsperioden.

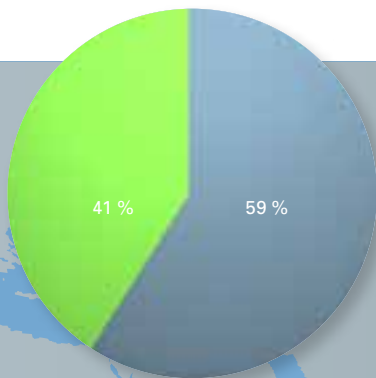
### Selskaper og land i referanseporteføljen for aksjer

Fondets investeringer skal gjenspeile investeringsstrategien i referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Referanseporteføljen består av én global indeks for aksjer og én for renter.

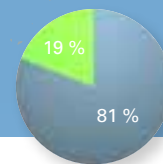
Aksjeindeksen, som utarbeides av FTSE Group, besto av 7 209 aksjer i 46 land ved utgangen av 2009. Den er satt sammen av store, mellomstore og mindre børsnoterte selskaper i utviklede og fremvoksende markeder.

NBIM kan la være å investere i et marked i referanseindeksen. Det skjer først og fremst dersom operative forhold som usikre oppgjørssystemer eller kapitalreguleringer medfører en risiko for at investeringene ikke har tilstrekkelig sikkerhet eller ikke kan selges. NBIM kan også investere i et marked som ikke er med i referanseindeksen, ut fra tilsvarende vurderinger av lønnsomhet opp mot markedsmessig og operasjonell risiko.

Fondet er bredt investert i aksjer i ulike regioner og land. Vår gjennomsnittlige eierandel i de internasjonale aksjemarkedene steg til 1 prosent ved utgangen av 2009 fra



## Asia og Oseania



### Aktivafordeling per region

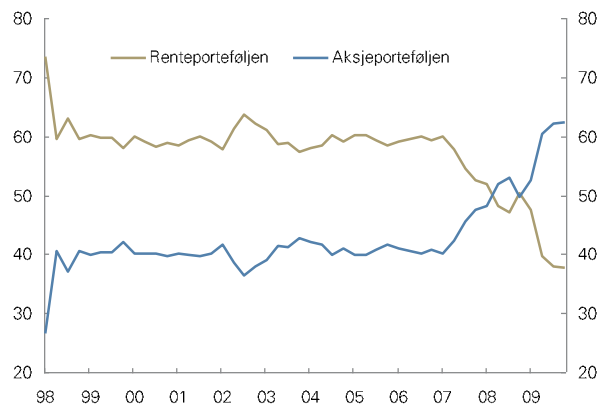
● Renter ● Aksjer

0,77 prosent ved utgangen av 2008. Den er doblet siden slutten av 2007.

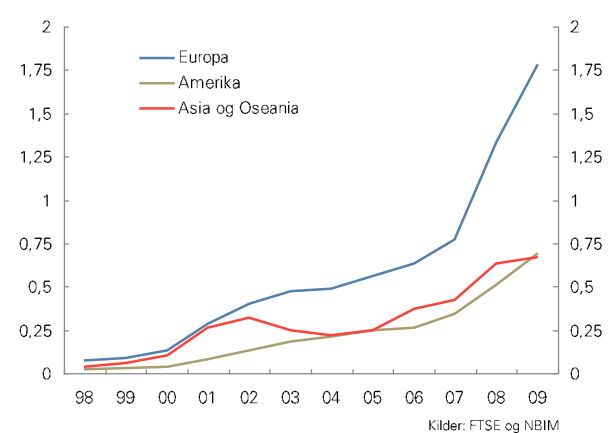
Fondets gjennomsnittlige eierskap i de børsnoterte europeiske selskapene steg til 1,78 prosent ved årsskiftet fra 1,33 prosent ved utgangen av 2008. Den gjennomsnitt-

lige eierandelen økte også i resten av verden, men var noe lavere enn i Europa. I henhold til referanseporteføljens strategiske vekt skal fondet plassere 50 prosent av sine aksjeinvesteringer i Europa, 35 prosent i Amerika og Afrika og 15 prosent i Asia og Oseania.

Figur 4-1 Fordeling på aktivaklasser. Prosent av fondet



Figur 4-2 Eierandeler i aksjemarkeder. Prosentandel av markeds kapitaliseringen til FTSE All World-indeksen



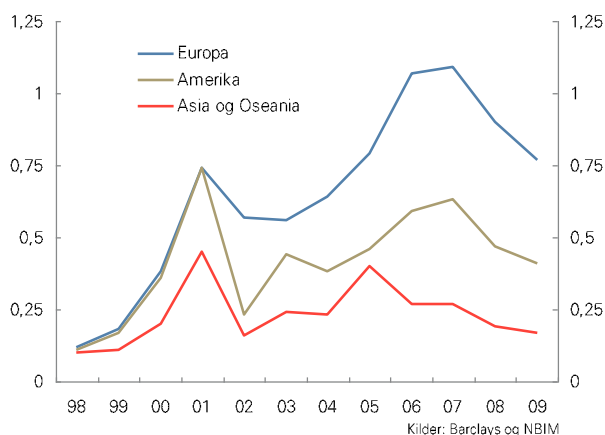
Kilder: FTSE og NBIM

### Utstedere og valutaer i referanseporteføljen for obligasjoner

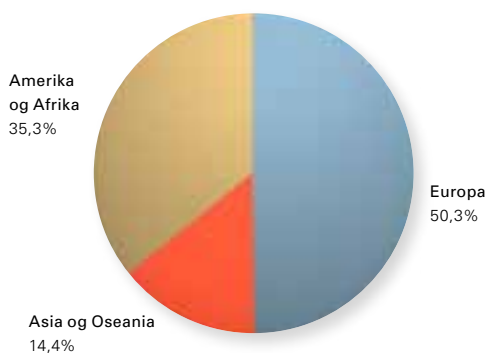
I likhet med aksjer er også obligasjonsporteføljen i fondet bredt sammensatt. Referanseindeksen for obligasjoner utarbeides av Barclays Capital og besto av 10 763 obligasjoner i elleve valutaer ved utgangen av 2009. Indeksen består av statsobligasjoner (inklusive realrentelån), obligasjoner utstedt av andre offentlige myndigheter (for eksempel delstater, fylker og statsselskaper), selskapsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner. Det er ingen fremvoksende valutamarkeder i referanseindeksen, men NBIM kan investere i slike valutaer ut fra en vurdering av lønnsomhet og operative forhold. Det er imidlertid betydelige begrensninger for utlendingers adgang til å investere i store fremvoksende markeder som Brasil, Russland, India og Kina.

Fondets eierandeler i verdens obligasjonsmarkeder har falt de seneste årene. Den gjennomsnittlige andelen av verdens obligasjoner var 0,51 prosent ved utgangen av 2009, som er den laveste eierandelen siden 2004. Fallet skyldes en lavere obligasjonsandel i fondet, samt stor utstedelse av nye statsobligasjoner i 2009. Også i denne delen av fondet er eierandelen i Europa høyere enn i de to andre geografiske regionene.

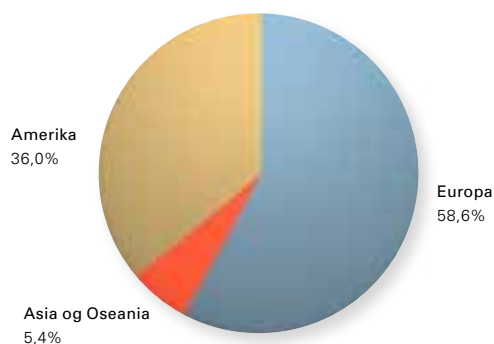
Figur 4-3 Fondets eierandeler i rentemarkedene. Prosentandel av markedskapitaliseringen til Barclays-indeksen



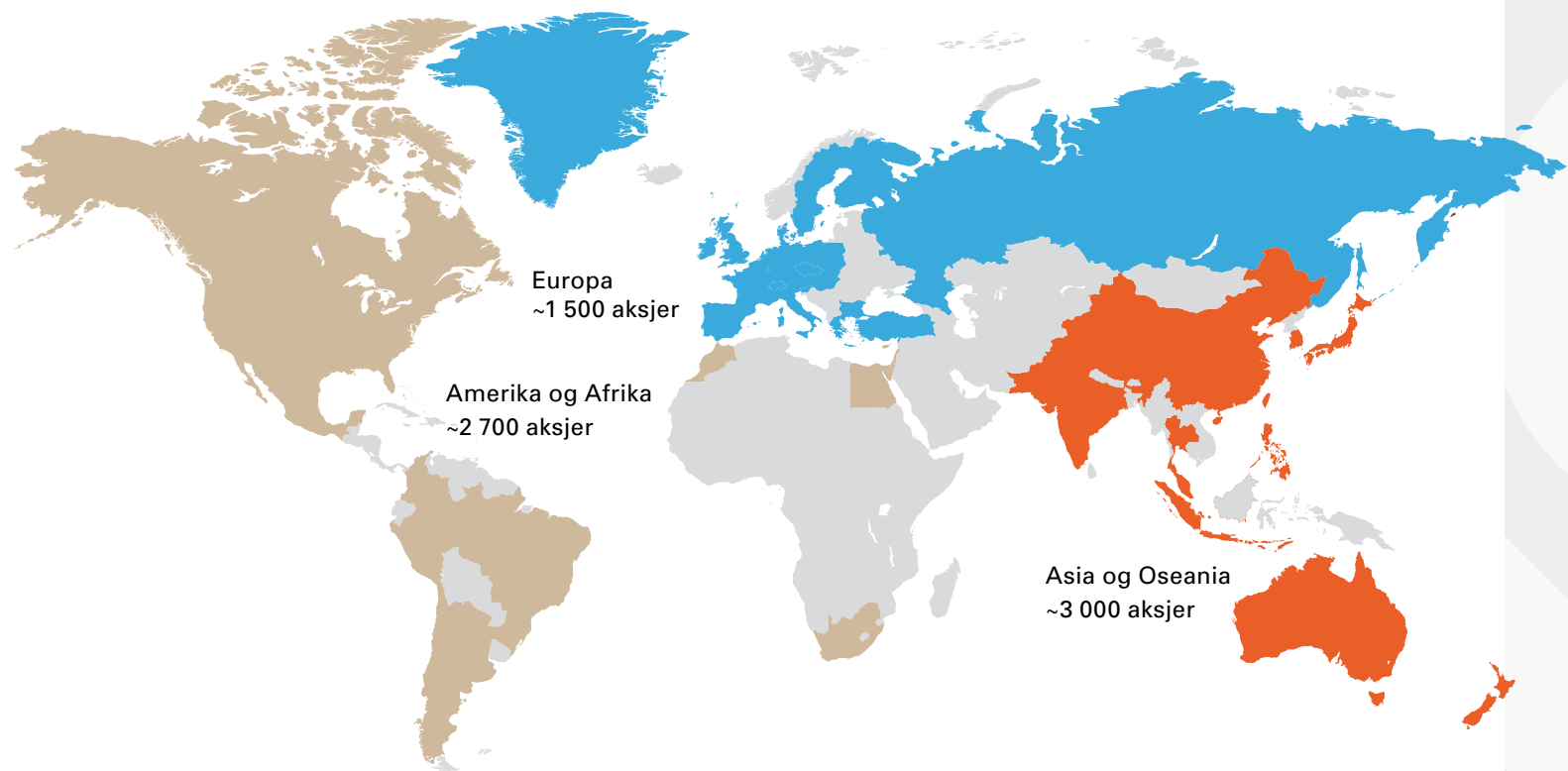
Figur 4-4 Regionfordeling av fondets aksjeportefølje. 31. desember 2009. Prosent



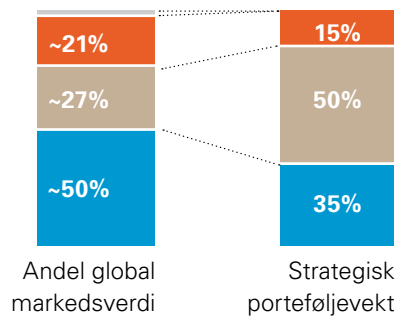
Figur 4-5 Regionfordeling av fondets renteportefølje. 31. desember 2009. Prosent







- Land utenfor strategisk portefølje
- Asia og Oseania
- Amerika og Afrika
- Europa



## Brasil



- 1,6 prosent av referanseporteføljen for aksjer
- 116 selskaper i fondet
- Viktige næringer: Tekstiler, kjemi, sement, jordbruk, bilindustri og oljeutvinning

## Malaysia



- 0,3 prosent av referanseporteføljen for aksjer
- 103 selskaper i fondet
- Viktige næringer: Elektronikk, kjemi, bilindustri og palmeolje

## Enkeltposisjoner

# Et økende antall store investeringer

Antall selskaper der fondets eierandel var høyere enn 2 prosent, økte med 150 til 345 selskaper i løpet av 2009. Den største enkeltinvesteringen var i HSBC Holdings.

Fondets investeringer er spredt over mange aksjeselskaper og obligasjonsutstedere. Likevel vil fondet også ha enkelte store posisjoner i kapitalmarkedene, særlig i obligasjonsmarkedene som nasjonalstatene bruker som finansieringskilde.

Referanseporteføljen til fondet danner utgangspunktet for størrelsen på posisjonene. Fondet vil normalt ha store eierandeler i selskaper med høy markedsverdi, fordi slike selskaper utgjør en stor andel av referanseporteføljen. Ettersom oljeselskaper og finansinstitusjoner er blant verdens største selskaper, er de godt representert på listen over fondets største aksjeholdninger målt i markedsverdi. Tre oljeselskaper og to finansinstitusjoner sto på listen over fondets ti største aksjeholdninger ved utgangen av 2009. Banken HSBC Holdings toppet

listen. Fondets eierandel i banken på 1,9 prosent hadde da en markedsverdi på 22,4 milliarder kroner.

Finansdepartementet har bestemt at fondet kan eie opptil 10 prosent av et børsnotert selskap. Fondets største prosentvise eierandel var på 7,2 prosent i den finske papirprodusenten UPM-Kymmene ved utgangen av 2009. Fondet hadde eierandeler på over 5 prosent i totalt seks selskaper, opp fra fire selskaper ett år tidligere. Antall selskaper der eierandelen oversteg 2 prosent, steg til 345 ved utgangen av 2009, fra 195 året før.

Eierandeler på 1 til 2 prosent fører ofte til at fondet er blant de 20 største investorene i store selskaper, der eierandelene ofte er spredt. Det gjør det enklere å få tilgang til selskapets ledelse, både for fondets porte-

**Tabell 5-1** Fondets største aksjeholdninger per 31. desember 2009

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
HSBC Holdings PLC	Storbritannia	22 356
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	18 964
BP PLC	Storbritannia	18 384
Nestlé SA	Sveits	17 016
Total SA	Frankrike	15 837
Vodafone Group PLC	Storbritannia	12 879
Banco Santander SA	Spania	12 768
Roche Holding AG	Sveits	12 591
Telefonica SA	Spania	12 554
Novartis AG	Sveits	12 439

**Tabell 5-2** Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2009

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
Amerikanske stat	USA	107 703
Britiske stat	Storbritannia	65 230
Japanske stat	Japan	43 696
Tyske stat	Tyskland	42 971
Franske stat	Frankrike	36 868
Italienske stat	Italia	33 240
Bank of Scotland PLC	Storbritannia	21 850
European Investment Bank	Int. organisasjon	21 700
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	18 036
Nationwide Building Society	Storbritannia	14 013

føljeforvaltere og for eierskapsavdelingen. Samtidig er vi en minoritetsaksjonær som ofte er avhengig av andre investorer for å få gjennomslag for krav til styret eller ledelsen i et selskap. Likebehandling av aksjonærer er derfor et viktig satsingsområde.

Eierskapet i børsnoterte selskaper er godt spredt over ulike regioner, land og sektorer. Beslutningen i 2008 om å inkludere flere fremvoksende markeder i referanseporteføljen har ført til økte investeringer i disse regionene. Vi tildelte i 2009 eksterne aksjemandater for første gang i de fremvoksende markedene Polen, Tyrkia, Brasil og Thailand.

Nasjonalstater er de største utstederne i obligasjonsmarkedene, og fondet vil normalt ha store beholdninger av statsgjeld. USA, Storbritannia, Japan, Tyskland, Frankrike og Italia var utstederne av fondets seks største obligasjonsbeholdninger ved utgangen av 2009. Videre er det en del store statlige og halvstatlige institusjoner, i tillegg til flere internasjonale organisasjoner, som sikrer finansiering ved å låne penger i de internasjonale kapitalmarkedene. Bank of Scotland, European Investment Bank og Kreditanstalt für Wiederaufbau var også blant

utstederne av fondets topp ti obligasjonsbeholdninger. Private bedrifter har stort sett mindre lån i obligasjonsmarkedet, særlig utenfor USA.

**Tabell 5-3** Fondets største eierandeler per 31. desember 2009. Prosent

Selskap	Land	Eierandel
UPM-Kymmene Oyj	Finland	7,2
Hutchison Telecommunications International Ltd	Hong Kong	6,8
Mondi PLC	Storbritannia	6,5
Telecity Group PLC	Storbritannia	5,8
Aspen Insurance Holdings Ltd	USA	5,2
China Water Affairs Group Ltd	Hong Kong	5,1
Pigeon Corp	Japan	5,0
Forthnet SA	Hellas	4,9
China Medical Technologies Inc	Caymanøyene	4,8
Catlin Group Ltd	Storbritannia	4,7

## HSBC



- Internasjonal bank grunnlagt i Hong Kong
- Over 335 000 ansatte i 86 land
- Inntekter i 2008 på 84 milliarder dollar

## Vodafone



- Britisk telekommunikasjons-selskap etablert i 1984
- 323 millioner kunder og 79 000 ansatte
- Omsetning i 2009 på 41 milliarder pund

## Roche



- Et av verdens største farmasiselskaper med base i Sveits
- Over 80 000 ansatte med salg i mer enn 150 land
- Omsetning i 2009 på 49 milliarder sveitsiske franc



## Rebalansering

# Justering av andelene for aksjer og renter

Ulik prisutvikling mellom aksjer og obligasjoner vil over tid endre den relative størrelsen på fondets beholdninger i hver aktivklasse. For å unngå at beholdningene avviker for mye fra de strategiske vektene som er fastsatt av Finansdepartementet, følger fondet en plan for rebalansering.

Det er viktig å skille mellom fondets strategiske referanseportefølje og den faktiske referanseporteføljen. Den strategiske referanseporteføljen defineres ved de faste vektene Finansdepartementet har satt for regioner og aktivklasser. Disse vektene kalles gjerne de strategiske vektene. For hvert land og hver valuta innen de enkelte regionene brukes markeds kapitaliseringsvekter.

Den faktiske referanseporteføljen, som forvaltningen styres etter og måles mot, tar utgangspunkt i de strategiske vektene. Over tid vil ulik prisutvikling mellom aktivklassene og regionene bety at vektene endrer seg, for eksempel vil sterkest økning i aksjeprisene bety at aksje-

andelen blir mer enn 60 prosent. Dermed vil den faktiske referanseporteføljen kunne avvike fra den strategiske langsiktige referanseporteføljen.

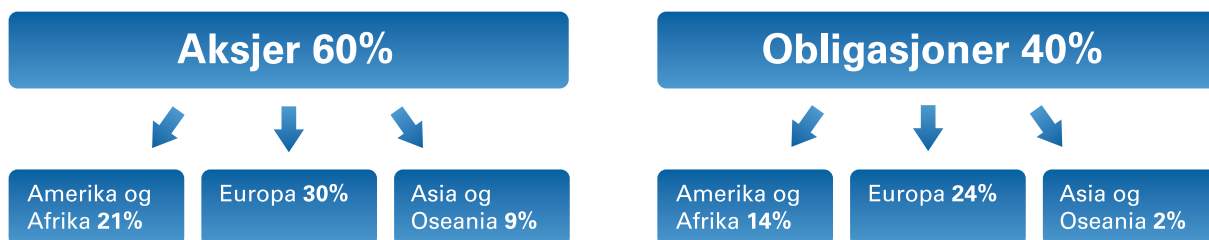
Rebalansering innebærer at vektene i den faktiske referanseporteføljen bringes tilbake til de strategiske vektene. Med unntak av avvikene som skyldes aktivforvaltning, vil NBIM i forvaltningen av fondet følge den faktiske referanseporteføljen. Det betyr at når vektene i den faktiske referanseporteføljen endres ved rebalansering, vil NBIM normalt gjøre de samme endringene i den faktiske porteføljen. Følgelig vil rebalanseringer medføre transaksjonskostnader knyttet til de nødvendige



*Over tid vil ulik prisutvikling mellom aktivklassene og regionene bety at vektene vil endre seg.*

kjøpene og salgene. Sjeldne rebalanseringer kan føre til at porteføljen beveger seg vekk fra de strategiske vektene, mens hyppige rebalanseringer vil føre til høye transaksjonskostnader. Rebalanseringsregimet som Finansdepartementet har fastsatt, veier de to hensynene mot hverandre.

Finansdepartementet har fastsatt regler for full rebalansering tilbake til de strategiske vektene. Disse reglene angir største tillatte avvik mellom vektene i den faktiske referanseporteføljen og den strategiske referanseporteføljen før fondet må rebalanseres.





## Aksjeforvaltningen

# Fra pessimisme til optimisme i markedet

Fondets aksjeportefølje fikk en avkastning på 34,3 prosent i 2009, drevet av bred oppgang i de globale aksjemarkedene. Det var 1,8 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljens avkastning.

Finanskrisen skapte stor usikkerhet rundt børsnoterte selskaper, og manglende tiltro til finansmarkedene preget starten av 2009. Den brede FTSE All-World-indeksen falt 9. mars til det laveste nivået på seks år, før statlige tiltakspakker og økende optimisme bidro til en 75 prosent oppgang resten av året. Forventede svingninger i aksjemarkedet, målt ved den amerikanske VIX-indeksen, var ved utgangen av 2009 tilbake på nivåer fra før finanskrisen.

Statens pensjonsfond utland dro nytte av prisfallet i de første månedene av året. Vi økte aksjeandelen i fondet til 60 prosent i første halvår, fra 49,6 prosent ved utgangen av 2008. Det ble kjøpt aksjer for totalt 275 milliarder kroner i 2009.

Markedsverdien av fondets aksjeportefølje økte med 515 milliarder kroner til 1 644 milliarder kroner i 2009. Porteføljen fikk en avkastning målt i internasjonal valuta på 34,3 prosent for året, mot en negativ avkastning på 40,7 prosent i 2008. Det er aksjeforvaltningens nest høyeste avkastning noensinne og 1,8 prosentpoeng over avkastningen i referanseporteføljens aksjeindeks.

Aksjeforvaltningen har tre formål. Vi faser nye midler fra statens petroleumsinntekter inn til fondet, vi vedliholder fondets eksponering mot aksjemarkedet som definert i referanseindeksen, og vi forsøker å skape meravkastning utover referanseindeksen. Vi bruker hovedsakelig utvidet indeksering, interne sektormandater og ekstern forvaltning for å oppnå meravkastning. I tillegg bidrar blant annet avdelingen for finansiering og verdipapirhandel til resultatet.



**Tabell 6-1** Aksjeporteføljen. Årlig avkastning. Prosent og prosentpoeng

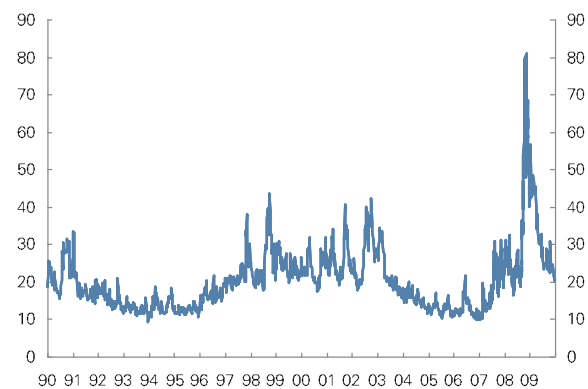
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
1999	34,81	31,32	3,49
2000	-5,82	-6,31	0,49
2001	-14,60	-14,66	0,06
2002	-24,39	-24,47	0,07
2003	22,84	22,33	0,51
2004	13,00	12,19	0,81
2005	22,49	20,31	2,18
2006	17,04	17,14	-0,09
2007	6,82	5,67	1,15
2008	-40,70	-39,54	-1,16
2009	34,27	32,46	1,80

### Utvidet indeksering

Referanseporteføljens aksjeinvesteringer tar utgangspunkt i en bred global aksjeindeks, som er utarbeidet av FTSE Group. Fondets aksjeportefølje skal i utgangspunktet reflektere referanseporteføljens eksponering mot aksjemarkedet. Derfor vil endringer i sammensetningen av referanseporteføljens aksjeindeks i prinsippet kreve tilsvarende endringer i fondet.

I praksis vil det ikke alltid være kostnadmessig forsvarlig å gjennomføre endringer i fondet på nøyaktig samme

**Figur 6-1** Forventet endring i S&P 500-indeksen de neste 30 dager (VIX-indeksen). Annualisert prosent



Kilde: CBOE Volatility Index, Ecowin

måte eller tidspunkt som i referanseporteføljens. Flere av aksjene i referanseindeksen handles med så små volumer at det ikke vil være kostnadseffektivt å foreta så store kjøp som fondets størrelse skulle tilsi. Videre blir det annonsert flere tusen endringer i referanseindeksen hvert år. Det ville medført store transaksjonskostnader å etterkomme alle endringene, og de oppnådde handlekursene ville trolig blitt ugunstige siden endringstidspunktet er kjent for andre markedsaktører. Fondet kan ofte oppnå bedre priser ved å kjøpe og selge aksjene på andre tidspunkter.

Våre forvaltere har som mål å gjennomføre endringer i fondet til lavest mulig kostnad og oppnå en meravkastning i forhold til referanseindeksen. En slik strategi betegnes som utvidet indeksering. Om lag 75 prosent av vår aksjeportefølje var forvaltet med en slik strategi i 2009. Strategien ble hovedsakelig brukt i de amerikanske og britiske aksjemarkedene, og ble mindre brukt i Asia.

Vi utnytter fondets lange investeringshorisont ved blant annet å bytte ut aksjer i referanseindeksen med beslektede aksjer som er gunstigere priset, eksempelvis innen samme selskap eller eierstruktur. Vi deltar også i egenkapitalutvidelser der nye aksjer tilbys til lavere priser enn markedsprisen på eksisterende aksjer i referanseporteføljen, eller i børsnoteringer av selskaper som forventes å bli tatt opp i referanseindeksen.

Utvidet indeksering sto for 25 prosent av aksjeforvaltningens totale meravkastning i 2009. Vi dro blant annet nytte av at prisforskjellene mellom nært knyttede aksjer avtok utover året. Vi dro også fordel av å delta i egenkapitalutvidelser. Emisjonsvolumet for selskapene i referanseporteføljen var rekordhøyt i 2009.

### Interne sektormandater

Flere av NBIMs aksjeforvaltere har spesialkompetanse innen spesifikke næringsområder. Forvalterne tildeles investeringsmandater innen en definert industrisektor. De interne sektormandatene sto for rundt 20 prosent av aksjeporteføljens samlede meravkastning i 2009. Investeringer i Europa sto for tre fjerdedeler av resultatet, og 17 av 21 mandater bidro positivt til meravkastningen.

De interne sektorforvalterne er i hovedsak basert i NBIMs kontorer i London, New York og Shanghai. De har utstrakt kontakt med ledelsen i selskapene i sin sektor, samt med andre industrikontakter. Forvalterne hadde nesten 2 000 selskapsmøter i 2009. Hensikten med møtene er å bygge opp en forståelse av selskapenes strategi og verdikjeder, i tillegg til de langsiktige trendene i sine sektorer. Forvalterne bruker dette som bakgrunn for en intern finansiell analyse som tar sikte på å velge aksjer som vil gjøre det bedre enn gjennomsnittet for sektoren.

## Egenkapitalutvidelser

Selskaper vil fra tid til annen styrke sin finansielle posisjon ved å hente inn ny kapital. Dette kan blant annet gjøres ved å utvide egenkapitalen gjennom en såkalt emisjon, der selskapet utsteder nye aksjer som selges til investorer. For å tiltrekke seg investorer vil slike nye aksjer normalt være lavere priset enn selskapets eksisterende aksjer.

Et selskap kan velge å hente inn ny egenkapital på fire ulike måter: tegningsrettigheter, tilskuddsrettigheter, åpne emisjoner eller rettede emisjoner. De fire formene er svært ulike i hvordan de behandles eksisterende aksjonærer, og det er viktig for eierskapsutøvelsen å følge opp slike transaksjoner.

**Tegningsrettigheter** gis til samtlige aksjonærer. Aksjonærene får en rett til å kjøpe sin forholdsmessige andel av de nye aksjene til en gunstig kurs. Aksjonærer som ikke ønsker å benytte rettighetene sine, kan selge dem i markedet og få en kompensasjon for utvanningen i eierandelen. Denne fremgangsmåten er særlig vanlig i Europa.

**Tilskuddsrettigheter** ligner på tegningsrettigheter, men gir aksjonærene svært kort tidsfrist på å utøve rettighetene sine. Det favoriserer profesjonelle investorer som har mulighet og systemer for å fange opp slike hendelser. Tilskuddsrettigheter benyttes særlig i Oseania.

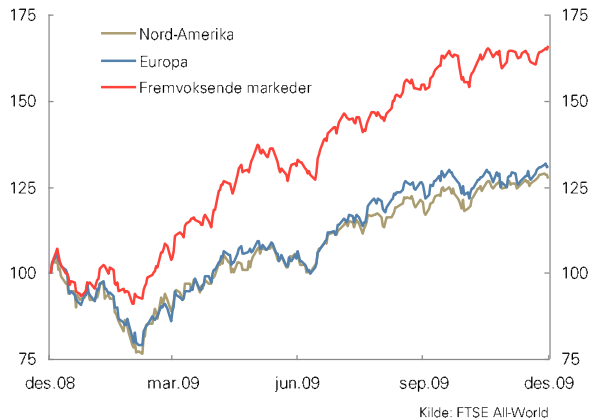
**Åpne emisjoner** tilbys store markedsaktører ofte uten hensyn til eksisterende eierskap. Aktørene får en liten rabatt i forhold til markedsprisen, mens øvrige aksjonærer får sine verdier utvannet. Tildeling av nye aksjer avgjøres av tilretteleggeren, eventuelt etter retningslinjer fra selskapets styre. Mye makt er dermed flyttet fra eksisterende aksjonærer til investeringsbankene som tilrettelegger slike emisjoner. Åpne emisjoner er utbredt i USA og Japan.

**Rettede emisjoner** tilbys en nærmere bestemt gruppe investorer. Den inviterte gruppen fastsettes gjerne av selskapets styre eller generalforsamling og består som regel av et fåtall investorer. Øvrige aksjonærer vil få sine eierandeler utvannet.

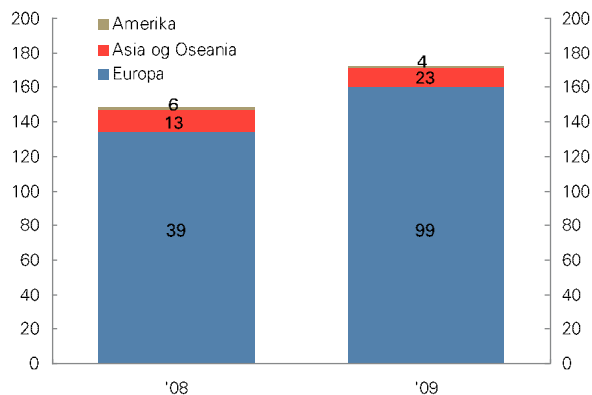
Emisjonsbeløpene som ble hentet inn gjennom åpne emisjoner og tilskuddsrettigheter, doblet seg nesten i 2009 fra 2008. Blant selskapene i referanseindeksen ble det gjennomført mer enn 200 tegningsrettigheter og nærmere 700 andre emisjoner i løpet av året, til en samlet verdi av om lag 600 milliarder dollar. Fondets interne aksjeforvaltning ble tildelt over 230 tegningsrettigheter og deltok i mer enn 300 andre emisjoner til et samlet beløp på om lag 4 milliarder dollar i 2009.



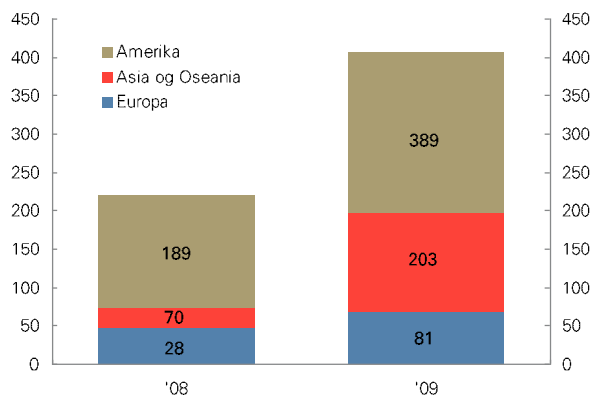
**Figur 6-2** Avkastning i regionale aksjemarkeder. Lokal valuta, indeksert



**Figur 6-3** Volumet på tegningsrettsemisjoner i selskaper i referanseindeksen. Milliarder dollar (akse) og antall (stolpe)



**Figur 6-4** Volum på åpne emisjoner og emisjoner med tilskuddrettigheter blant selskapene i referanseindeksen. Milliarder dollar (akse) og antall (stolpe)



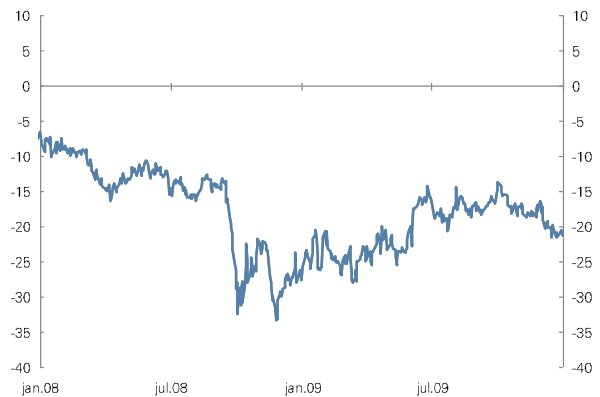
## Christian Dior SA

NBIM vil utnytte prisforskjeller på aksjer som er nært tilknyttet, eksempelvis gjennom samme selskap eller eierstruktur. Luksusvareprodusentene Christian Dior SA og LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA er et slikt eksempel, siden de har en felles eierstruktur. Både Christian Dior og LVMH inngikk i fondets referanseportefølje i 2009, og fondet hadde eierandeler i begge selskapene.

Christian Dior eide 42 prosent av aksjekapitalen i LVMH og kontrollerte 64 prosent av stemmene ved utgangen av 2009. Den største eieren, Bernard Arnault, var både styreformann og administrerende direktør i begge selskapene. Eierandelene i LVMH utgjorde 93 prosent av Christian Diors aktiva. En slik felles eierstruktur skaper forventninger om at utbyttestrømmen fra hvert selskap vil være svært like over tid. Eierstrukturen anses imidlertid som et usikkerhetsmoment fordi utbyttet fra Christian Diors investeringer i LVMH ikke er direkte tilgjengelig for investorene. Christian Diors aksjebeholdning i LVMH verdsettes derfor med en rabatt i forhold til LVMHs markedspris. Rabatten varierer på grunn av kortsiktige endringer i investorenes risikokapasitet og investeringshorisont.

NBIM dro i 2009 nytte av at prisingsforskjellen mellom Christian Dior og LVMH minket. Rabatten på Christian Diors eierandeler i LVMH falt fra omtrent 30 prosent til 20 prosent i løpet av 2009. Fondets investeringer i Christian Dior og LVMH steg mer enn referanseindeksens beholdning i disse selskapene, fordi vi var i stand til å utnytte prisingsforskjellen mellom aksjene.

**Figur 6-5** Verdsetting av LVMH: Christian Dior-aksjen, sammenlignet med LVMH-aksjen. Prosent



Kilder: Bloomberg, NBIM

## Renteforvaltningen

# Normalisering i markedene

Likviditeten i rentemarkedene bedret seg markant i 2009. Obligasjonskursene steg kraftig, og den økte verdien på fondets renteportefølje ga en rekordhøy meravkastning.

Renteporteføljen fikk en avkastning på 12,5 prosent i 2009 mot en negativ avkastning på 0,5 prosent året før. Avkastningen var 7,4 prosentpoeng høyere enn avkastningen i referanseporteføljens renteindeks. Både absolutt og relativt var avkastningen den beste i renteforvaltningens historie.

Likviditeten i rentemarkedene bedret seg i løpet av 2009 fra unormalt lave nivåer ved inngangen til året. Det bidro til kursoppgang og mer normale prisnivåer i markedet, også for rentepapirer som var lite omsettelige under finanskrisen. Det meste av meravkastningen kom fra posisjoner som ble etablert før finansuroens oppstart i 2007, særlig innen pantesikrede obligasjoner og selskapsobligasjoner. De samme posisjonene bidro til det meste av mindreavkastningen i 2007 og 2008.

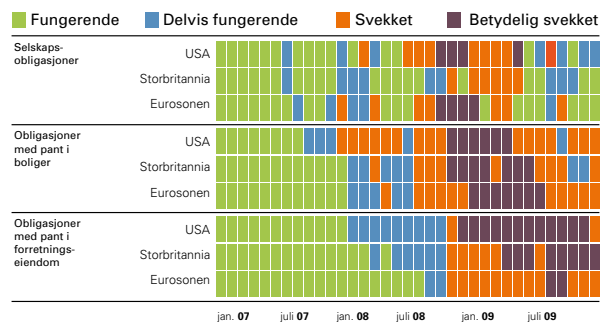
De minst likvide posisjonene i renteporteføljen var ved inngangen av 2009 skilt ut fra resten av porteføljen, som ble forvaltet relativt nært opp til referanseindeksen. Ved utgangen av året var porteføljen igjen samlet. Forvaltningen fremover vil ha en mer fundamentalt basert strategi enn tidligere. Det innebærer blant annet en mindre grad av belåning og redusert bruk av derivater, samt større vekt på analyse av utstedere.

Markedsverdien av renteporteføljen falt med 150 milliarder kroner til 996 milliarder kroner i 2009. Nedgangen skyldtes en reduksjon i fondets andel av renteinvesteringer til 37,6 prosent ved utgangen av året, fra 50,4 prosent ved inngangen av året. Reduksjonen var en konsekvens av Finansdepartementets beslutning i 2007 om å øke fondets aksjeandel, som innebar at renteandelen skulle senkes til 40 prosent fra 60 prosent.

Økningen av aksjeandelen ble frem til januar 2009 gjennomført ved at den månedlige tilførselen til fondet ble brukt til å kjøpe aksjer. Samtidig ble inntekter fra obligasjoner og obligasjonskuponer reinvestert i aksjer i stedet for obligasjoner. I første halvår 2009 solgte NBIM obligasjoner for å frigjøre midler til aksjekjøp.

Det var i 2009 perioder med store svingninger i markedet, og et betydelig antall obligasjoner ble nedgradert av kredittvurderingsbyråene. Disse obligasjonene ble automatisk fjernet fra indeksen, ofte til lave priser. Den underliggende verdien av obligasjonene ble vurdert som høyere enn markedsprisene indikerte da de ble strøket fra indeksen, og NBIM beholdt derfor mange av obligasjonene. Da rentemarkedet vendte tilbake til mer normale tilstander i andre halvår, steg prisene på disse obligasjonene kraftig.

Figur 7-1 Markedene for nyutstedelser av obligasjonslån



Kilde: Bank of America Merrill Lynch, Dealogic, JP Morgan Chase & Co. og Bank of England

Tabell 7-1 Renteporteføljen. Periodeavkastning. Prosent og prosentpoeng

	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
1999	-0,99	-1,00	0,01
2000	8,41	8,34	0,07
2001	5,04	4,96	0,08
2002	9,90	9,41	0,49
2003	5,26	4,77	0,48
2004	6,10	5,73	0,37
2005	3,82	3,46	0,36
2006	1,93	1,68	0,25
2007	2,96	4,26	-1,29
2008	-0,52	6,08	-6,60
2009	12,49	5,13	7,36

### Pengemarkedsplasseringer

NBIM deltar i det internasjonale markedet for utlån og innlån av verdipapirer. En del av mottatt kontantsikkerhet fra utlån av verdipapirer har vært plassert i kortsiktige rentepapirer. Usikkerheten i pengemarkedet ble betydelig redusert i løpet av 2009. Det bidro til at NBIM i 2009 tjente inn igjen mer enn 80 prosent av verdifallet på obligasjonsutlånene i 2007 og 2008. Størrelsen på reinvesteringene ble samtidig betydelig redusert ved salg og forfall. Fra finansuroen startet sommeren 2007, er beholdningen av disse posisjonene redusert med rundt 85 prosent til knapt 27 milliarder kroner ved utgangen av 2009.

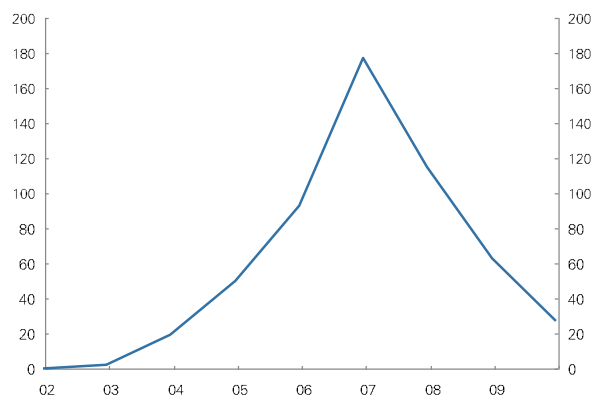
Pengemarkedsplasseringer bidro til 10 prosent av renteforvaltningens totale meravkastning i 2009.

### Pantesikrede obligasjoner i USA

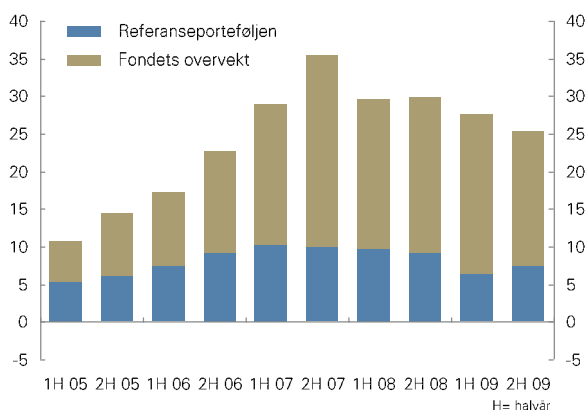
Finanskrisen startet med prisfall på verdipapirer som var utstedt med sikkerhet i amerikanske boliglån med lav kredittverdighet. Gjennom de eksterne rentemandatene var fondet ved inngangen til finanskrisen eksponert mot amerikanske panteobligasjoner under kategorien *Non-Agency MBS (mortgage-backed securities)*. Dette er obligasjoner uten garanti fra statsstøttede institusjoner for boligfinansiering som Fannie Mae og Freddie Mac. Selv om hovedvekten av obligasjonene var tildelt høyeste kredittvurdering, førte eksponeringen til en betydelig mindrevkastning i 2007 og 2008.

Amerikanske boligpriser falt med rundt 30 prosent i løpet av finanskrisen, mens arbeidsledigheten i USA mer enn doblet seg. Betalingsevnen til mange låntakere ble kraftig redusert, samtidig som verdien av pantet til boliglånskunder falt. Det førte på et tidspunkt nesten til et sammenbrudd i det amerikanske markedet for boliglån.

Figur 7-2 Fondets brutto reinvestering av kontantsikkerhet i pengemarkedsinstrumenter. Milliarder kroner



**Figur 7-3** Fondets beholdning av obligasjoner med fortrinnsrett. Milliarder euro



Amerikanske myndigheter innførte høsten 2008 og utover i 2009 en rekke ekstraordinære tiltak rettet mot boligmarkedet. Målet var å øke etterspørselen etter pantelånsobligasjoner, stimulere til refinansiering og boligkjøp, samt begrense tvangssalg. Tiltakene bidro til å stabilisere boliglånsmarkedet og stanse fallet i boligprisene. I de kommende årene ventes likevel boligmarkedet i USA å være preget av tvangssalg og konkurser blant de minst fem millioner boliglån som er misligholdt.

Fondets beholdning av *Non-Agency MBS* steg betydelig i verdi i 2009, og vi gjenvant nesten halvparten av tapene vi fikk fra disse rentepapirene i 2007 og 2008.

Samlet bidro amerikanske pantesikrede obligasjoner med omtrent en fjerdedel av renteporteføljens totale meravkastning i 2009.

### Bankenes finansiering i Europa

Bankenes normale finansieringskilder i kapitalmarkedet

fungerte ikke ved inngangen til 2009. Manglende tillit til bankene og investorenes store behov for å redusere balanser og eksponering, gjorde det vanskelig for bankene å refinansiere i det konvensjonelle kapitalmarkedet. Myndighetene innførte derfor i første halvår flere tiltak for å bedre finansieringsmulighetene. Myndighetenes vilje og evne til å støtte bankene gjennom rekapitaliseringer reduserte noe av frykten for kollaps i systemet. Særlig nyttig var det for bankene å kunne utstede obligasjoner med statsgaranti. Ytterligere tiltakspakker, som den europeiske sentralbankens investeringsprogram i obligasjoner med fortrinnsrett, ble annonsert våren 2009.

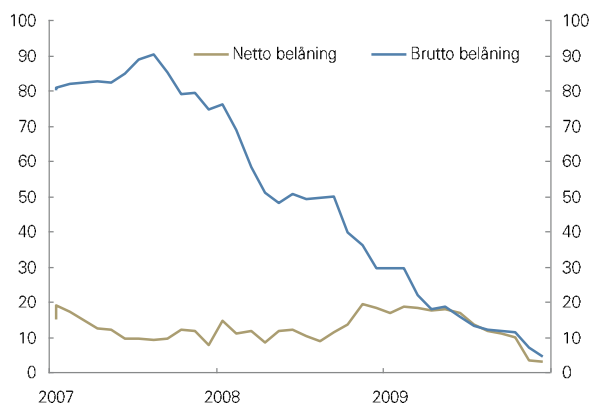
Risikopremiene på renteinstrumenter steg kraftig gjennom finanskrisen. I løpet av 2009 ble premiene redusert med 50–70 prosent, avhengig av markedssegment, ettersom markedet gradvis fungerte bedre. Prisforskjellene mellom utstederne var likevel langt større enn to år tidligere. Fondet beholdt i 2009 den betydelige investeringen i obligasjoner med fortrinnsrett som det hadde ved utgangen av 2008, mens investeringene i kapitalinstrumenter utstedt av banker og andre finansinstitusjoner ble redusert. Fondet gjenvant i 2009 mer enn 80 prosent av fallet i markedsverdiene som oppsto på disse posisjonene i løpet av finanskrisen.

Finanskrisen avdekket flere svakheter ved bankenes hybridkapital, som er en mellomting mellom egenkapital og lån, og som inngår i bankenes kapitaldekning. I fremtiden vil det trolig stilles strengere krav til det nominelle nivået på hybridkapitalen og dens evne til å absorbere tap.

Investeringer i obligasjoner utstedt av europeiske banker bidro til omtrent en tredjedel av renteporteføljens samlede meravkastning i 2009.

## *Avkastningen var 7,4 prosentpoeng høyere enn avkastningen i referanseindeksen. Både absolutt og relativt var avkastningen den beste i renteforvaltningens historie.*

Figur 7-4 Brutto og netto belåning som andel av fondets markedsverdi. Prosent



### Realrenteobligasjoner i Japan

Renteforvaltningen har hatt store posisjoner i realrenteobligasjoner i en rekke markeder, deriblant USA og Japan. Det amerikanske markedet vendte tilbake til mer normale tilstander i 2009, og vi solgte i løpet av året en del av fondets posisjoner i amerikanske realrenteobligasjoner.

I Japan var bildet annerledes. Der var likviditeten i markedet for realrenteobligasjoner relativt svak, og inflasjonsforventningene, uttrykt ved differansen mellom nominelle renter og realrenter, lå noe lavere enn analytikernes estimater. Dette var tilfelle til tross for japanske myndigheters tilbakekjøp av realobligasjoner i løpet av 2009. NBIM hadde ved utgangen av 2009 fortsatt betydelige posisjoner i det japanske markedet for realrenteobligasjoner.

Realrenteobligasjoner bidro med om lag 5 prosent av renteporteføljens samlede meravkastning i 2009.

### Belåningen redusert

Fondet søker å utnytte forskjeller i ulike rentenivåer ved å ta aktive posisjoner gjennom bruk av derivater, terminforretninger og gjenkjøpsavtaler. Denne aktiviteten vises i den regnskapsmessige balansen for fondet når bruttoverdien av fondets beholdninger i obligasjoner og kort-siktige plasseringer overstiger nettoverdien av renteporteføljen. Bruken av belåning for å ta posisjoner som beskrevet ovenfor, ble redusert i 2009, i lys av endrede markedsforhold og en reorganisering av renteforvaltningen i 2008 og 2009.

### Strukturelle utfordringer

Likviditeten i rentemarkedene bedret seg fra mars 2009, og investorene fikk fornyet tillit til verdsettelsen av renteinstrumenter. Mange av posisjonene som ble uomsettelige da finanskrisen bygget seg opp fra august 2007 til mars 2009, steg betydelig i verdi i de tre siste kvartalene av året. Fondets langsiktige investeringshorisont var en av grunnene til at vi kunne ta del i denne oppgangen, siden vi kunne sitte på store deler av renteporteføljen gjennom krisen.

Noen segmenter av rentemarkedet var ved utgangen av 2009 likevel langt under likviditets- og prisingsnivåene fra før finanskrisen. Krisen avdekket svikt i viktige markeds mekanismer, som myndigheter, andre tilsynsorganer og markedsaktører nå søker å forbedre. Tiltak som vurderes er endrede kapitalkrav for banker, endrede kredittvurderingsmodeller og økt bruk av sentraliserte markeds plasser og oppgjørssentraler for verdipapirhandel. Inntil nye rammeverk og krav er på plass, må vi forvente at rentemarkedet fortsatt vil preges av usikkerhet.



## Ekstern forvaltning

# Meravkastning i ni av elleve år

Fondets eksterne aksjeforvaltning fikk sin høyeste meravkastning på ti år i 2009, hjulpet av investeringer i fremvoksende markeder og USA. Den eksterne renteforvaltningen ble ytterligere nedtrappet.

NBIM bruker eksterne forvaltere til å håndtere deler av porteføljen. Vi tildeler forvaltningsmandater til organisasjoner med spesialkompetanse innenfor klart definerte investeringsområder.

Eksternt forvaltede mandater utgjorde 316 milliarder kroner ved utgangen av 2009. Det tilsvarer 12 prosent av fondets totale markedsverdi, mot 13 prosent ett år tidligere. Det var satt ut 75 mandater, som ble forvaltet av 45 organisasjoner. Av disse var 70 aksjemandater. De eksterne mandatene har levert meravkastning i ni av elleve år, inkludert i 2009.

Eksternt forvaltede aksjemandater utgjorde 284 milliarder kroner ved utgangen av 2009. Det tilsvarer 17 prosent av markedsverdien på fondets aksjer. De eksterne aksjemandatene fikk i 2009 en meravkastning på 3,9 prosentpoeng målt i internasjonal valuta, deres høyeste meravkastning siden 1999. Resultatet sto for om lag 40 prosent

av aksjeporteføljens totale meravkastning. Den eksterne aksjeforvaltningen har hatt en annualisert meravkastning på 2,1 prosentpoeng siden oppstarten i 1998.

Vi tildeler eksterne aksjemandater i markeder og segmenter der det ikke er praktisk eller realistisk å bygge opp intern kompetanse. Vi har stort sett tildelt spesialistmandater, i blant annet indonesiske og malaysiske aksjer, småselskaper i Brasil, transport og helseteknologi. Mange av de eksterne mandatene er i markeder der vi mener det er et stort potensial for å skape meravkastning gjennom aktiv forvaltning. Det gjelder særlig fremvoksende markeder, fordi disse ofte er mindre effektive enn etablerte markeder. Et effektivt marked kjennetegnes ved at alle investorer har tilgang på samme informasjon på samme tid, slik at prisene i markedet til enhver tid reflekterer informasjonen. Ineffisiens kan resultere i feilprising av aktiva som en langsiktig investor som NBIM kan utnytte.

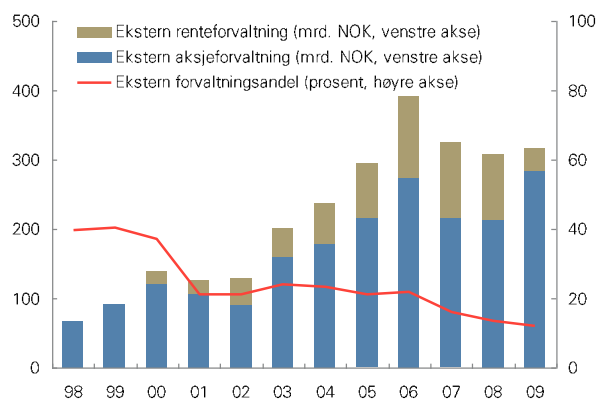
# Subway

Vi har over tid økt andelen spesialiserte land- og sektormandater. Det var også tilfelle i 2009, med 16 nye spesialistmandater. Ti av disse var i fremvoksende markeder, og fem var innen spesifikke sektorer. Ved utgangen av 2009 utgjorde spesialistmandater 71 prosent av markedsverdien av de eksterne aktive aksjemandatene. Det var opp fra 62 prosent ett år tidligere. Kun 29 prosent av aksjemandatenes markedsverdi var basert på brede globale, europeiske eller amerikanske investeringsstrategier.

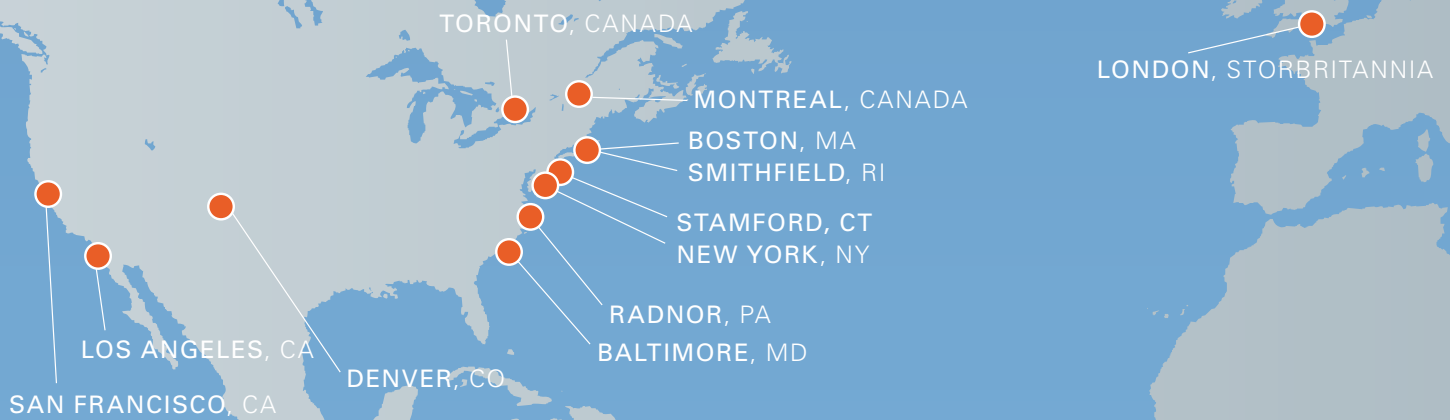
Forvalternes investeringsmandater er innenfor det geografiske området de er lokalisert i, eller innen et næringsområde der de har spesialkompetanse. Felles for forvalterne er at de gjennom spissede og konsentrerte investeringsmandater søker å levere meravkastning på grunnlag av fundamental analyse av enkeltbedrifter. Spesialisering innebærer at forvalterne bruker betydelig analysekapasitet på et begrenset antall aksjer, og at de har store interne analyseressurser innen sitt spesialiserte område.

Eksternt forvaltede rentemandater utgjorde 32 milliarder kroner, eller 3,2 prosent av markedsverdien på fondets renteportefølje ved utgangen av 2009. Den eksterne renteforvaltningen er blitt trappet ned som følge av en restrukturering av renteforvaltningen i 2008 og 2009.

Figur 8-1 Ekstern forvaltning. Milliarder kroner og prosentdel av fondet ved årsslutt



NBIM hadde fem eksterne rentemandater ved utgangen av 2009, ned fra 14 ved slutten av 2008 og 38 i 2007. Alle mandatene var spesialiserte og hovedsakelig innen pantelånsobligasjoner i USA.



**Eksterne aksjeforvaltere per 31. desember 2009**

Aberdeen Asset Management  
 AEW Capital Management  
 Altrinsic Global Advisors  
 Atlantis Fund Management  
 Ayudhya Fund Management  
 BlackRock  
 Black River Asset Management

BNY Mellon Asset Management  
 BPH-TFI  
 Capital International Limited  
 Cephei Capital Management  
 Columbus Circle Investors  
 Cramer-Rosenthal McGlynn  
 Ecofin  
 Ellerston Capital  
 FIL Pensions Management

Pyramis Global Advisors  
 Gartmore Investment  
 GLG Partners  
 J. H. Whitney Investment Management  
 Janus Capital  
 Keywise Capital Management  
 Lazard Asset Management  
 Levin Capital Strategies  
 Martin Currie Investment Management



*Mange av de eksterne mandatene er i markeder der vi mener det er et stort potensial for å skape meravkastning gjennom aktiv forvaltning. Det gjelder særlig fremvoksende markeder.*



NWQ Investment Management  
Old Mutual Investment Group  
Pheim Asset Management  
Polaris Capital  
Primecap Management  
Prosperity Capital Management  
Quantum Advisors Private Limited  
RHB Investment Management  
Rheos Capital Works

Scheer, Rowlett & Associates  
Schroder Investment Management  
Sectoral Asset Management  
Sparx Asset Management  
State Street Global Advisors  
T Rowe Price  
Victoire Brasil Investimentos  
Water Asset Management  
Wellington Management Company

**Eksterne renteforvaltere per 31. desember 2009**  
BlackRock  
Greylock Capital Management

## Investeringsrisiko

# Avtagende usikkerhet i kapitalmarkedene



2009 var preget av store bevegelser i kapitalmarkedene. Det var imidlertid klare tegn til avtagende usikkerhet mot slutten av året.

De store svingningene i kapitalmarkedene de seneste årene har vist at det er nødvendig å ha en bred plattform av rutiner, systemer og modeller for å kartlegge og håndtere fondets risiko. NBIM har de seneste to årene økt bemanningen og kompetansen betydelig innen risikostyring. Vi har samtidig utviklet flere metoder for å måle og tolke risikobildet. Disse supplerer mer tradisjonelle modeller som er basert på historiske sammenhenger. Vår fremgangsmåte vil ikke gi ett enkelt svar på fondets risikonivå, men et sett av informasjon som, sammen med egne vurderinger, gir et best mulig bilde av risikoen.

NBIMs risikostyring er hovedsakelig inndelt i fire områder: markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko og operasjonell risiko. Vi har egne rammeverk innen hver kategori for hvordan risiko måles, kontrolleres og styres.

### Markedsrisiko

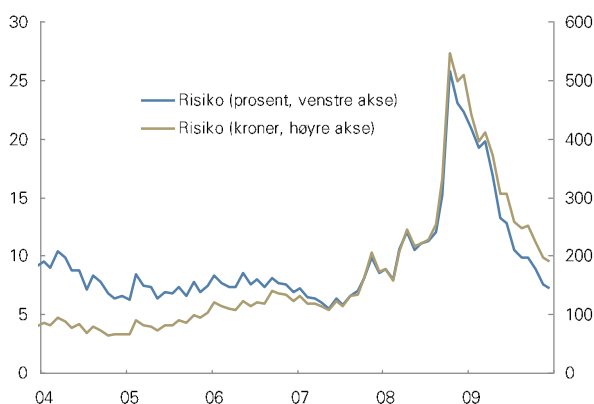
Fondets aksje- og renteinvesteringer innebærer markedsrisiko og relativt høy sannsynlighet for store variasjoner i årlige resultater. Dette ble illustrert av svingningene i fondets markedsverdi de seneste to årene. Markedsrisikoen bestemmes i første rekke av referanseporteføljens sammensetning. De viktigste faktorene som påvirker denne risikoen, er svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer og prising av kredittrisikoen i renteporteføljen.

Det finnes ingen enkeltmål som kan beskrive alle former for risiko i en portefølje. I vår måling av markedsrisiko brukes derfor en rekke forskjellige måltall, som kan grupperes i ulike hovedkategorier: Modellbaserte risikomål, konsentrasjonsanalyse, faktoreksponering og likviditetsrisiko.

### Modellbaserte risikomål

Forventet volatilitet, målt ved det statistiske begrepet standardavvik, beskriver hvor store svingninger vi kan

Figur 9-1 Absolutt volatilitet. Prosent og milliarder kroner



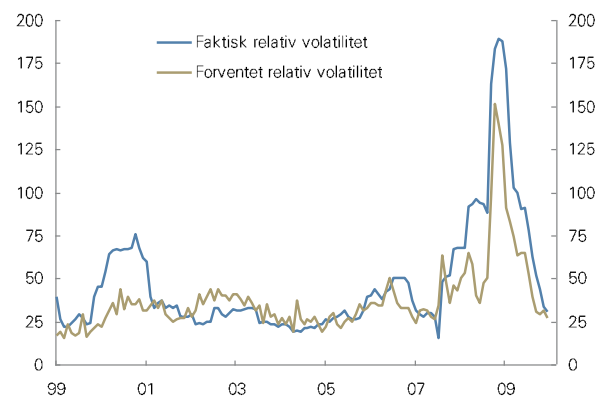


vente i avkastningen i normale perioder. De daglige svingningene i markedene var store ved inngangen til 2009, men avtok utover året, drevet blant annet av økt risikovilje blant investorer. Dermed avtok også den forventede volatiliteten i fondets avkastning betydelig i 2009, særlig for aksjeporteføljen. Ved utgangen av året var fondets beregnede volatilitet rundt 7 prosent, tilsvarende nesten 200 milliarder kroner. Det er ned fra 22 prosent, eller omtrent 500 milliarder kroner, ved inngangen til året.

Finansdepartementet har satt grenser for hvor store avvik fra referanseporteføljen NBIM kan ta i forvaltningen av fondet. Den viktigste grensen er uttrykt ved begrepet forventet relativ volatilitet, og legger en begrensning på hvor mye fondets avkastning kan forventes å avvike fra referanseporteføljen. Den forventede relative volatiliteten skal ikke overstige 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter). Det innebærer at forskjellen i avkastningen på fondet og avkastningen på referanseporteføljen forventes å være større enn 1,5 prosentpoeng i ett av tre år, og større enn 2,5 prosentpoeng i ett av ti år.

Fondets forventede relative volatilitet ble redusert i 2009, fra nivåer over 100 basispunkter ved starten av året til under 30 basispunkter ved årsslutt. Det meste av nedgangen skyldtes lavere volatilitet i markedet generelt og

Figur 9-2 Forventet og faktisk relativ volatilitet. Basispunkter



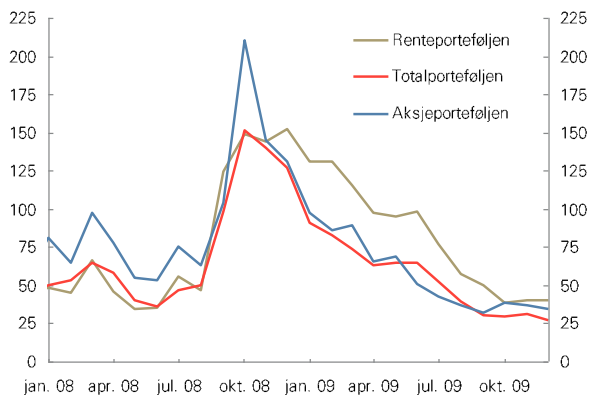
lavere korrelasjon mellom fondets ulike investeringer. Reduksjonen av aktive posisjoner i aksje- og renteporteføljene bidro i mindre grad til lavere forventet relativ volatilitet.

#### Beregnet risiko og faktiske svingninger

Beregnet relativ og absolutt volatilitet er statistiske risiksmål som fanger opp og måler volatiliteter og korrelasjoner i fondets eksponeringer på tvers av aktivklasser, markeder, instrumenter og valutaer.



Figur 9-3 Forventet relativ volatilitet 2008 – 2009. Basispunkter



Modellen som beregnet fondets forventede daglige og ukentlige svingninger i 2009, viste stor grad av treffsikkerhet i forhold til de faktiske svingningene i året. Treffsikkerheten på lengre avkastningshorisonter var ikke like gode. Det henger sammen med at markedene i 2009 var preget av moderate daglige svingninger i porteføljeværdiene, mens de akkumulerte effektene var store for året som helhet.

#### Konsentrasjonsanalyse

Finanskrisen utløste ekstreme markedssvingninger som tradisjonelle modellbaserte risikomål ikke forutså. De

fleste modellbaserte risikosystemer baserer seg på historiske sammenhenger når de estimerer risiko. Når sammenhengene endres kraftig på kort tid, som under finanskrisen, vil ikke modellene være i stand til å gi treffsikre estimater på hva som kan forventes av svingninger. NBIM bruker derfor også supplerende metoder og ulike stresstester for å anslå risiko.

Enkle modelluavhengige mål er ofte best når markedene beveger seg kraftig på kort tid. Et av de enkleste målene vi har på risiko i aksjeporteføljen, er graden av sammenfall med referanseindeksen. Målet angir i hvilken grad aksjeporteføljen er lik referanseindeksen. Et 100 prosent sammenfall vil si at aksjeporteføljen er helt lik referanseindeksen, og at aksjeforvaltningen har samme risikonivå som referanseindeksen. Sammenfallet var omtrent 85 prosent ved utgangen av 2009. Det betyr at rundt 85 prosent av fondets aksjeportefølje tilsvarte referanseindeksen, mens resten av investeringene avvok fra referanseindeksen på grunn av NBIMs aktive forvaltning. For å vurdere risikoen i investeringene som avviker fra referanseindeksen, måler vi konsentrasjonen av investeringene i blant annet enkeltelskaper, sektorer og regioner.

#### Faktoreksponering

NBIM måler også fondets samvariasjoner mot såkalte systematiske risikofaktorer. Risikofaktorer er fellestrekk som de fleste verdipapirer har i varierende grad, og som

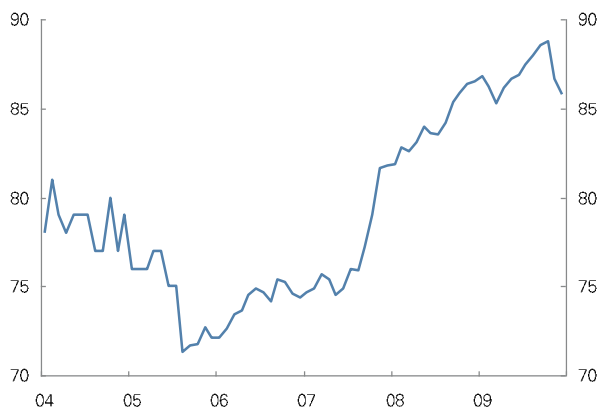


bidrar til både risiko og avkastning på ulike investeringer. Figur 9-5 viser utviklingen i faktoreksponering for vår aksjeportefølje i 2009. Denne formen for faktoranalyse tar utgangspunkt i observert avkastning på aksjeporteføljen og prøver å forklare den ved å se på avkastningen over lange tidsserier på en rekke faktorer, som markedet, fremvoksende økonomier, verdiselskaper og små selskaper. Analysen indikerer blant annet at aksjeporteføljens investeringer var mer eksponert mot små selskaper i 2009 enn referanseporteføljen, mens eksponeringen mot de andre faktorene varierte gjennom året. Resultatene er imidlertid usikre, og alternative innfallsvinkler vil ofte gi nyttig informasjon. Vi ser derfor i tillegg på enkelt-selskapenes eksponering mot flere faktorer. Det samlede resultatet for alle selskapene gir oss et bedre grunnlag for å analysere aksjeporteføljens totale faktoreksponering.

### Likviditetsrisiko

2008 var i stor grad preget av likviditetskrisen og sammenbruddet i rentemarkedene. Vi definerer likviditetsrisiko som vår evne til å endre sammensetningen av fondets aksje- og renteporteføljer til lave kostnader. Det er størrelsen på våre posisjoner relativt til hvor mye som totalt omsettes i markedet, som avgjør hvor raskt slike endringer kan skje. For aksjeposisjoner som er notert på børser, slik som aksjene i vår portefølje, er det relativt enkelt å beregne likviditetsrisikoen. Det er mer utfordrende for renteporteføljen, siden mye av omsetningen

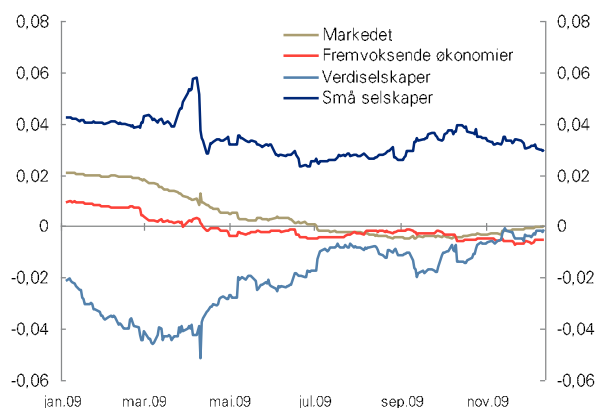
Figur 9-4 Sammenfall mellom aksjeporteføljen og referanseindeksen. Prosent



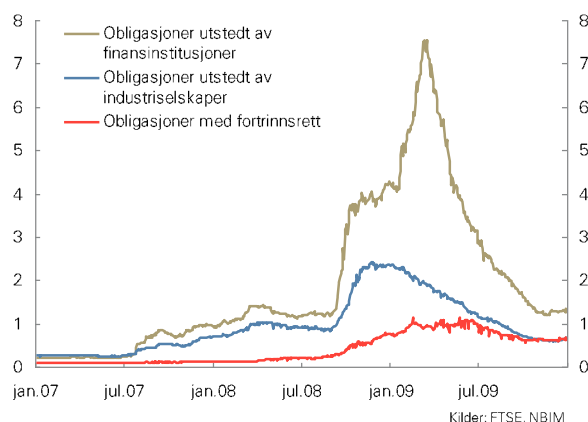
av rentepapirer foregår utenfor regulerte børser, og siden det ikke finnes pålitelige data om handelsvolumet for individuelle obligasjoner. Vi har lenge hatt modeller for styring av likviditet på aksjer, og utviklet i 2009 også tilsvarende målemetoder for renter.

Vi kan vurdere utviklingen i likviditetsrisikoen i vår renteportefølje ved blant annet å se på forskjeller i kjøps- og salgskurser, volatilitet og omsetning i markedet. Dette sammenstilles igjen med våre eksponeringer i de ulike segmentene i renteporteføljen. Det kvantitative målet

Figur 9-5 Aksjeporteføljens faktoreksponeeringer 2009



Figur 9-6 Gjennomsnittlig forskjell mellom kjøps- og salgskurser for europeiske obligasjoner 2007 – 2009. Prosent



utfylles av kvalitative vurderinger. Figur 9-6 viser at likviditeten i europeiske obligasjoner falt kraftig høsten 2008 og i begynnelsen av 2009, men økte betydelig etter mars 2009.

### Kredittrisiko

Fondets kredittrisiko oppstår hovedsakelig som følge av Finansdepartementets valg av investeringsstrategi, men også gjennom aktiv forvaltning. Målet er å ha en renteportefølje av god kvalitet, som er veldiversifisert uten store konsentrasjoner av posisjoner innenfor samme geografiske områder, sektorer eller enkeltutstedere.

NBIM måler utviklingen i kredittkvalitet i renteporteføljen blant annet gjennom kredittkarakterer fra kredittvurderingsbyråene. Tabell 9-1 gir en oversikt over rentebærende verdipapirer med kredittkarakter fra Moody's, Standard & Poor's (S&P) eller Fitch ved årsskiftet.

NBIM innførte i 2009 kredittrisikomodeller for deler av renteporteføljen. Det gir grunnlag for statistisk baserte beregninger av sannsynlighet for mislighold og forventede tap på lengre sikt. For porteføljen av selskapsobligasjoner beregner vi to ulike uttrykk for sannsynlighet for mislighold, i tillegg til å bruke kredittkarakterer fra kredittvurderingsbyråene. Den ene metoden bruker blant annet volatilitet og kapitalstruktur som modellforutsetninger, den andre er basert på prisen på konkursforsikringer, såkalte *Credit Default Swaps* (CDS). Begge modellene

påvirkes av markedets oppfatning av endret kredittrisiko, mens bruk av kredittkarakterer i større grad viser sannsynlighet for mislighold som et gjennomsnitt over en konjunktursyklus. Modellene brukes sammen med supplerende metoder for måling og styring av kredittrisiko.

### Motpartsrisiko

Motpartsrisiko i fondet oppstår ved bruk av ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjenkjøps- og salgssavtaler, i tillegg til usikrede bankinnskudd. Motpartsrisiko oppstår også overfor institusjoner der verdipapirene deponeres, og overfor internasjonale oppgjørs- og depot-systemer. NBIM stiller høye krav til kredittvurderingen ved utvalgelse og evaluering av motparter. Kravene er satt høyere for usikret kreditteksponering enn for eksponering som er sikret med ulike former for pant. Finansdepartementet har bestemt at ingen motparter i usikrede handler kan ha lavere kredittvurdering enn A-/A3/A- fra henholdsvis Fitch, Moody's eller S&P. Endringer av motpartens kredittkvalitet blir fulgt opp på kontinuerlig basis.

Motpartsrisiko kontrolleres mot fastsatte rammer ved å måle forventet fremtidig eksponering. For å redusere risiko som er knyttet til ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter, inngås det bilaterale motregningsavtaler med motpartene. NBIM stiller strenge krav til sikkerhetsstillelse ved slike eksponeringer.

*De store svingningene i kapitalmarkedene de seneste årene har vist at det er nødvendig å ha en bred plattform av rutiner, systemer og modeller for å kartlegge og håndtere fondets risiko.*

Tabell 9-1 Renteporteføljen per 31. desember 2009 fordelt etter kredittvurdering.\* Prosent av porteføljen

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	Ingen vurdering
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	33,34	6,91	2,36	0,91	-	0,01	0,06
Realrenteobligasjoner	4,39	3,78	0,12	-	-	-	-
Selskapsobligasjoner	0,42	3,95	9,27	6,67	0,62	0,22	0,12
Pantesikrede obligasjoner	20,72	3,96	0,28	0,35	0,23	1,24	0,05
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>58,88</b>	<b>18,60</b>	<b>12,03</b>	<b>7,94</b>	<b>0,85</b>	<b>1,47</b>	<b>0,23</b>

\*Basert på kredittvurdering fra minst ett av kredittvurderingsbyråene Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Kategorien «ingen vurdering» inkluderer verdipapirer som ikke er vurdert av disse tre byråene. Disse papirene kan være vurdert av andre lokale byråer.

Tabell 9-2 Nøkkeltall for risiko og eksponering. Prosent og prosentpoeng

Risiko	Grenser	Faktisk			
		31.03.2009	30.06.2009	30.09.2009	31.12.2009
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,74	0,65	0,30	0,27
Aktivafordeling	Renteporteføljen 30-50%	47,4	39,7	38,0	37,6
	Aksjeporteføljen 50-70%	52,6	60,3	62,0	62,4
Valutafordeling renter	Europa 50-70%	60,0	60,1	59,8	58,6
	Amerika 25-45%	35,1	34,8	35,0	36,0
	Asia / Oseania 0-15%	4,9	5,0	5,2	5,4
Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	49,4	49,8	51,1	50,3
	Amerika / Afrika 25-45%	35,2	35,1	34,4	35,3
	Asia / Oseania 5-25%	15,3	15,1	14,5	14,4
Eierandel	Største eierandel maksimalt 10%	9,47	9,50	9,00	7,23

Aktivt eierskap

## Nye satsingsområder



NBIM utøver et aktivt eierskap for å sikre finansielle verdier for fremtidige generasjoner. Vi fremmer aksjonærrettigheter og jobber for bedre sosiale og miljømessige forhold i selskaper.

Som aksjonær i mer enn 8 300 selskaper har NBIM rettigheter og forpliktelser. Eierskapsutøvelse handler om hvordan vi håndhever våre rettigheter og oppfyller våre forpliktelser. NBIM bruker sin rolle som en langsiktig og stor investor til å påvirke selskaper og regulerende myndigheter i spørsmål knyttet til aksjonærrettigheter, som retten til likebehandling og innflytelse. Vi arbeider med sosiale og miljømessige forhold som påvirker selskapenes rammebetingelser og utvikling, og dermed også verdiene i fondet.

Norges Banks hovedstyre reviderte i 2009 prinsippene og strategien for NBIMs eierskapsutøvelse. Det er nå seks strategiske satsingsområder:

- likebehandling av aksjonærer
- aksjonærenes rett til innflytelse og styrets ansvar overfor aksjonærene
- velfungerende, legitime og effektive markeder
- klimaendringer
- vannforvaltning
- barns rettigheter

De to første satsingsområdene tar opp viktige prinsipper for god selskapsstyring. Likebehandling av aksjonærer er viktig for at NBIM og andre minoritetsaksjonærer kan påvirke selskapenes overordnede strategi og kapitalstruktur.

NBIM jobber også med å påvirke selskapenes håndtering av risiko knyttet til klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter. Målet er å sikre at selskapenes forretningsdrift skaper langvarige positive økonomiske resultater med akseptable sosiale og miljømessige virkninger. Vi har publisert dokumenter der vi beskriver hvordan selskaper bør håndtere slik risiko.

Vann var ett av to nye satsingsområder for NBIM i 2009. Det andre var arbeidet med å fremme velfungerende og effektive finansielle markeder.





Nytt satsingsområde

## Fremmer bedre vannforvaltning i selskaper

Begrenset tilgang til vann er en økende risiko for stadig flere selskaper. Håndteringen av denne risikoen er viktig for selskapenes langsiktige finansielle resultater og for fondets investeringer.

Vann er en viktig innsats- og produksjonsfaktor i mer enn 1 100 selskaper i NBIMs portefølje. Fondets eierandel i disse selskapene hadde en samlet markedsverdi på 307 milliarder kroner ved slutten av 2009. Vi har identifisert syv sektorer som er spesielt utsatt for risiko knyttet til begrensede vannforsyninger: jordbruk, gruvedrift, cellulose og papir, legemidler, vannforsyning, kraftproduksjon og næringsmiddelindustri.

Selskaper med en utilstrekkelig vannforvaltning står allerede i dag overfor en betydelig driftsrisiko forbundet med forsyningsstans og høyere kostnader for rensing. Det er også risiko knyttet til reguleringer, i tillegg til motstand fra lokalsamfunn og aktivistgrupper om selskapenes vannforbruk. Dårlig vannforvaltning kan føre til erstatningsansvar eller tap av konsesjoner og lisenser. Fremover vil tilgang til den vannmengden og den kvaliteten på vann som kreves til selskapenes drift, og økte krav til utslipp av avløpsvann, kunne få betydning for resultatet i stadig flere bedrifter.

Mange selskaper i risikosektorene mangler en forsvarlig vannpolitikk der de gjennomfører og rapporterer om risikovurderinger knyttet til vann. Selskapenes håndtering av risikoen kan bli kritisk for den fremtidige verdien av våre investeringer. Vi beskriver forventningene vi har til selskapenes vannforvaltning i *NBIM Investor Expectations for Water Management*. Dokumentet brukes som grunnlag for dialog med selskaper i vår portefølje.

NBIM er hovedsponsor av *CDP Water Disclosure*, et initiativ som ble lansert i desember 2009 for å øke tilgjengeligheten til og kvaliteten på informasjon om selskapers vannforvaltning. Prosjektet vil i 2010 sende ut spørreskjema til rundt 300 av verdens største selskaper innen vannintensive industrier for å kartlegge deres forbruk og risiko knyttet til vann.

## Nytt satsingsområde

# Fremmer velfungerende markeder

NBIM tok i 2009 initiativ til å styrke deler av det europeiske obligasjonsmarkedet med pant i boliglån, som ble hardt rammet av finanskrisen.

Sammen med andre store investorer opprettet NBIM gruppen *Covered Bond Investor Council* (CBIC) for å bedre likviditeten og informasjonen i markedet for obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), etter at finanskrisen svekket tilliten til slike papirer. Et velfungerende OMF-marked er avgjørende for bankenes langsiktige finansieringsevne, og derved finansieringen av boliglån og offentlig sektor i Europa.

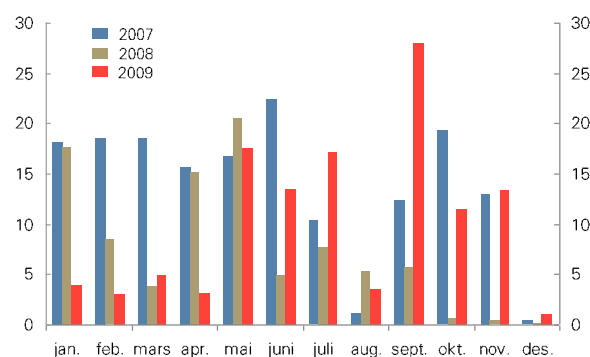
NBIM har de seneste årene hatt posisjoner i europeiske obligasjoner med fortrinnsrett. OMF er en type bankgjeld med pantesikkerhet i lån til offentlig sektor og eiendoms-lån, primært boliglån av høy kvalitet. OMF oppsto i Tyskland i 1770 og har også en lang tradisjon i Danmark og Frankrike. De fleste andre europeiske land har innført OMF-lovgivning de seneste årene, og det arbeides for å gjennomføre lignende lovgivning i USA. Det har aldri vært mislighold av slik gjeld i Europa.

Finanskrisen svekket imidlertid markedets tillit til sikkerheten i slike obligasjoner, og likviditetspremien på obligasjonene økte. Fra et investorsynspunkt er økt transparens og likviditet avgjørende for en positiv utvikling i markedet. NBIM og andre CBIC-investorer arbeidet derfor i 2009 for å øke tilgjengelig informasjon rundt de ulike OMF-programmene i Europa. Til tross for at slike obligasjoner har grunnleggende fellestrekk, er lovgivningen i de forskjellige europeiske landene ofte svært ulik, slik at markedet blir fragmentert. Kvaliteten på offentlig informasjon om for eksempel pantesikkerhet er i dag svært forskjellig fra land til land. CBIC har anbefalt at det opprettes felles minimumsstandarder for europeiske obligasjoner med fortrinnsrett.

Mye av tilliten til OMF var tilbake i markedet ved utgangen av 2009. I løpet av året utstedte 18 europeiske finansinstitusjoner for første gang obligasjoner på 1 milliarder euro eller mer, såkalte Jumbo OMF. Den europeiske

sentralbankens beslutning i mai om å kjøpe 60 milliarder euro over ett år bidro til å gjenopprette tilliten, samtidig som europeiske utstedere, regulatorer og sentralbanker erkjente behovet for ytterligere forbedringer i OMF-markedet. NBIM venter at disse obligasjonene vil utgjøre en økende del av bankenes finansiering på mellomlang og lang sikt.

Figur 10-1 Utstedelsen av store obligasjonslån med fortrinnsrett (Jumbo-lån) 2007-2009. Milliarder euro



## Jumbo OMF

CBIC vil ha en ny definisjon på såkalte Jumbo OMF, som har en minimumsstørrelse på 1 milliarder euro. Før finanskrisen måtte minst fire meglere forplikte seg til å markedsføre obligasjonen for at en Jumbo OMF skulle kunne utstedes. Dette ble gjort ved at meglerne stilte priser overfor andre meglere. Systemet kollapset under finanskrisen. CBIC mener at en ny definisjon må innholde en forpliktelse for meglerne om å stille priser overfor investorene. Det vil bidra til bedre likviditet i markedene.

Prinsippene våre

## NBIMs prinsipper for selskapsstyring og eierskapsutøvelse

God selskapsstyring er grunnlaget for utvikling av lønnsom forretningsdrift. Det sikrer aksjonærenes rettigheter og en rettferdig fordeling av avkastningen. NBIM vedtok i 2009 nye omfattende prinsipper for god selskapsstyring og eierskapsutøvelse, som vi formidlet til selskaper og markeder der vi er investert.

### Prinsipper for selskapsstyring

#### **Selskapets mål er å utvikle og trygge langsiktige verdier for aksjonærene**

Selskapet må ha en klart definert målsetting og en forretningsstrategi. For å beskytte aksjonærenes interesser og hindre at selskapet avviker fra verdiskapende strategier, bør grunnleggende beslutninger fattes av generalforsamlingen. Dette kan gjelde endringer i selskapets formål og vedtekter, endringer i aksjonærrettigheter, betydelige endringer av aksjekapitalen og valg av styremedlemmer. Selskapet må legge frem tidsriktig og tilstrekkelig informasjon om alle forhold som er vesentlige for verdifastsettelsen av selskapet.

#### **Selskapets styre skal arbeide for alle aksjonærers beste**

Styret skal ha et langsiktig perspektiv på verdiskaping og være tilstrekkelig uavhengig av ledelsen og dominerende eiere. Styret skal gi ledelsen muligheter og tilstrekkelige incentiver til å bygge opp en lønnsom og bærekraftig forretningspraksis. Det er styrets ansvar å sørge for internkontroll og likebehandling av alle aksjonærer. Styret er ansvarlig for sine beslutninger overfor aksjonærene. Aksjonærene bør uten urimelige hindringer ha muligheten til å nominere, velge og avskjedige styremedlemmer på generalforsamlingen.

#### **Selskapet må håndtere de miljømessige og sosiale virkningene av sine aktiviteter**

Selskapets styre er ansvarlig for etableringen av en strategi og retningslinjer som sikrer at forretningspraksisen er i samsvar med prinsipper for bærekraftig utvikling.

### NBIM vil som en aktiv og ansvarlig eier

#### **Formidle våre synspunkter og være åpne om våre aktiviteter**

Vi vil formidle våre prinsipper og synspunkter. Vi vil samarbeide med andre investorer for å styrke vår innflytelse overfor selskaper, og vi vil delta i internasjonale nettverk for å fremme god selskapsstyring og bærekraftig forretningspraksis. Vi vil arbeide for å styrke og forbedre reguleringer og markedsstandarder.

#### **Ha dialog med selskaper**

Vi vil klargjøre våre forventninger som investorer overfor selskaper, og vi vil ha dialog med styrene i selskapene om viktige saker. Vi vil involvere oss med sikte på å forbedre forretningspraksisen og påvirke styrets sammensetning.

#### **Utøve våre aksjonærrettigheter**

Vi vil utøve våre aksjonærrettigheter, inkludert stemmegivning på aksjonærmøter over hele verden, og ved behov legge frem forslag til vedtak og nominere styremedlemmer. Vi vil ta rettslige skritt når dette er nødvendig.

*NBIMs eierskapsprinsipper er basert på internasjonalt anerkjente, globale standarder, som OECDs Principles of Corporate Governance and Guidelines for Multinational Enterprises og FNs Global Compact. De utfylles av Norges Banks retningslinjer for stemmegivning og NBIMs dokumentserie "Investor Expectations." NBIM har skrevet under på FNs Principles for Responsible Investment.*

## Virkemidlene

### Hvordan vi arbeider

NBIM tar i bruk stadig nye virkemidler for å påvirke selskaper. Vi fremmet i 2009 våre første aksjonærforslag, tok del i høringer, offentliggjorde brev til et selskap og utvidet prinsippene vi arbeider etter. Vi utarbeidet også nye forventningsdokumenter til selskapenes håndtering av vannforvaltning og klimaendringer.

Generalforsamlingene i 2009 var opptatt av styrets rolle, sammensetning og ansvar etter at finanskrisen satte selskapenes resultater, strukturer og prosesser på prøve. NBIM økte oppmerksomheten rundt styrets rolle overfor ledelsen. Vi arbeidet for at styrene skal handle til alle aksjonærenes beste i forbindelse med kapitalutvidelser og selskapstransaksjoner.

Fondets aksjeandel steg i 2009 til 62,4 prosent fra 49,6 prosent ved starten av året. NBIM økte den gjennomsnittlige eierandelen i selskapene i fondet til 1 prosent ved slutten av året fra 0,8 prosent ett år tidligere. Den styrkede eierposisjonen har medført en større grad av involvering med selskaper, myndigheter og andre standardsettere som vi arbeider med. Vi brukte virkemidler som stemmegivning, aksjonærforslag, dialog og samarbeid med andre investorer for å fremme gode prinsipper i selskaper.

#### **Stemmegivning og aksjonærforslag**

NBIM har som prinsipp for god selskapsstyring at styrelederen i et aksjeselskap skal være uavhengig av ledelsen. En av styrets viktigste oppgaver er å velge og eventuelt avsette administrerende direktør. Styret skal bidra til langsiktig strategi og verdiskaping mens det overvåker selskapets aktiviteter og risikotaking. En uavhengig styreleder er en forutsetning for at styret skal kunne gjennomføre disse oppgavene og føre tilfredsstillende kontroll med ledelsen i et selskap.

Vi arbeidet med å fremme en slik uavhengig stilling i

markeder der dette ikke er vanlig praksis, blant annet gjennom stemmegivning, aksjonærforslag og dialog med selskaper og markedsregulatorer. Det gjelder spesielt i USA, Japan og Frankrike.

NBIM stemte i 2009 imot kandidater som var nominert til styreleder i et selskap der de også var administrerende direktør. Vi foreslo vedtektsendringer i fem amerikanske selskaper for å hindre at samme person kan være både styreleder og administrerende direktør. Det var første gang NBIM stilte aksjonærforslag. Vi førte en konstruktiv dialog om temaet med foretakene og andre investorer. Selskapet Sara Lee Corp. valgte å endre sine retningslinjer og vil velge en uavhengig styreleder når dagens administrerende direktør og styreleder går av. NBIM trakk derfor aksjonærforslaget i dette selskapet. I de øvrige bedriftene der vi stilte aksjonærforslag, fikk vi 15–25 prosent støtte på generalforsamlingene. Arbeidet med å fremme uavhengige styreledere er langsiktig.

Aksjonærforslag om å innføre uavhengige styreledere fikk økt oppslutning i USA. Investorer støttet i mindre grad styrekandidater som var fremmet av styrenes nominasjonskomiteer. Uavhengighet i styret var også et tema på generalforsamlinger i europeiske markeder som Tyskland og Frankrike, samt i Japan. Det var økt press fra både internasjonale og japanske investorer om mer uavhengighet i styrene i japanske selskaper, der styrene med få unntak består av samme personer som i konsernledelsen.

En stor del av de miljørelaterte aksjonærforslagene i 2009 omhandlet drivhusgasser og hvordan selskaper skal sette mål for å redusere slike utslipp. NBIM videreførte de samme retningslinjene som i 2008 og støttet forslagene der selskapene selv kunne spesifisere målsettingen.

#### Samarbeid med andre investorer

NBIM samarbeider med andre investorer om å videreutvikle og bedre standardene for selskapsstyring og eierskapsutøvelse. Vi oppnår ofte resultater mer effektivt ved å samarbeide i konkrete situasjoner. NBIM og andre investorer sendte for eksempel i 2009 felles brev og innspill om likebehandling og beskyttelse av aksjonærer til standardsettere og regulerende myndigheter i Nederland og Sverige. NBIM ble i tillegg representert av en annen europeisk investor på generalforsamlinger i taiwanske selskaper, der det ble stilt spørsmål ved selskapenes manglende gjennomføring av effektiv og reell stemmegivning.

NBIM hadde i 2009 jevnlig dialog med andre forvaltningsinstitusjoner for å utveksle informasjon og erfaringer. Vi diskuterte selskapshendelser som stemmegivning, annonserte kapitalutvidelser og styreendringer. Vi hadde for eksempel dialog med andre investorer om flere franske selskaper som har foretatt endringer som etter vårt syn forringer selskapenes styringsstruktur.

NBIM og en stor europeisk investor hadde også felles dialog med flere kakaoprodusenter om hvordan risikoen for barnearbeid håndteres i produsentenes leverandørkjeder.

#### Dialog med selskaper

Vi utarbeidet i 2009 et dokument om våre forventninger til selskapers håndtering av klimaendringer og vannforvaltning. Vi har tidligere publisert et forventningsdokument rundt barns rettigheter.

NBIM bruker forventningene som et utgangspunkt for en systematisk analyse av selskapenes håndtering av risiko knyttet til klimaendringer og barns rettigheter, og fra 2010 også vannforvaltning. Forventningene gir grunnlag for dialog med selskapene. Målet er å få selskapene til å opprette retningslinjer og systemer for håndtering av slik risiko i virksomheten og i leverandørkjeder. NBIM hadde i 2009 dialog med 77 selskaper om barns rettigheter i sektorene for kakao, frø, tekstil, gruve og stål. Vi hadde dialog om håndtering av klimaendringer med 24 selskaper innen sektorene for energi og sement. Vi hadde dialog om vannforvaltning med 14 selskaper innen industriene for bil, bygg og anlegg, gruve, olje og gass, detaljhandel og mediebransjen.

I dialogen om selskapsstyring med selskapene i vår portefølje tok vi opp likebehandling av aksjonærer,

Tabell 10-1 Stemmegivning

Møter/Region	2009			2008		
	Antall	Stemt	Andel	Antall	Stemt	Andel
Amerika	3 120	3 067	98,3%	3 143	3 093	98,4%
Europa	2 258	1 456	64,5%	2 147	1 444	67,3%
Asia/Oseania	5 843	5 572	95,4%	3 510	3 334	95,0%
<b>Total</b>	<b>11 221</b>	<b>10 095</b>	<b>90,0%</b>	<b>8 800</b>	<b>7 871</b>	<b>89,4%</b>

## Det er prinsipielt og økonomisk sett viktig for NBIM å unngå at kontrollerende eiere kan berike seg selv på bekostning av aksjonærfelleskapet.

aksjonærinflytelse og styrets rolle og ansvar. Vi oppfordret selskaper til å ansette en uavhengig styreleder i markeder der det ikke er vanlig praksis. Vi adresserte også tilfeller der våre rettigheter som minoritetsaksjonærer ikke ble ivaretatt. Eksempler på dette er forskjellsbehandling i forbindelse med oppkjøp, samt ulik rett blant aksjonærer til å stemme og få utbytte.

### Fremmer bedre markedsstandarder

Ved å få myndigheter og andre standardsettere til å høyne kravene til selskapsstyring, kan vi lettere holde styret og ledelsen ansvarlig for sine beslutninger og styrke beskyttelsen av aksjonærenes rettigheter. Det er en effektiv måte å sikre verdier i fondet.

NBIM arbeidet i 2009 for bedre standarder for styring og kontroll av selskaper i USA, Storbritannia, Nederland, Brasil, Sverige og Kina. Vi deltok i tillegg i utarbeidelsen av nye globale prinsipper for selskapsstyring gjennom investornettverket *International Corporate Governance Network* (ICGN).

I USA arbeidet NBIM for uavhengige styreledere og økt konkurranse om styreverv. I Storbritannia foreslo vi at styremedlemmer må gjenvelges årlig. Overfor Hong Kong-børsen støttet vi krav til økt transparens hos lete- og utvinningsselskaper i forbindelse med prosjektvurderinger og miljøkonsekvenser. I Nederland, Brasil, Sverige og Hong Kong la vi vekt på likebehandling og beskyttelse av aksjonærer, særlig i forbindelse med oppkjøps-situasjoner. For eksempel ble reglene på Stockholm-børsen endret i oktober i tråd med anbefalinger fra NBIM og andre investorer, slik at kjøpere av selskaper må betale samme pris for aksjer med redusert stemmerett som for aksjer med forhøyet stemmerett.

## Bransjesamarbeid mot barnearbeid



Den 12. juni – verdens dag mot barnearbeid – annonserte fire selskaper i NBIMs portefølje (Monsanto, Bayer, Syngenta og DuPont) at de hadde inngått et samarbeid for å bekjempe barnearbeid innen frøproduksjon. Samarbeidet ble initiert av NBIM. Industristandarden *CropLife Position on Child Labor in the Seed Supply Chain* ble utgitt i regi av CropLife International, en global bransjeorganisasjon for planteforskningsindustrien. Standarden redegjør for den felles innsatsen selskapene vil gjøre for å eliminere bruken av barnearbeid hos leverandører og andre samarbeidspartnere innen frøsektoren. NBIM vil fortsette sin aktive dialog med de fire selskapene. Vi mener slike initiativ kan fremme bedre markedsstandarder.

## NBIM kritiserer Volkswagen-styret

NBIM vil unntaksvis offentliggjøre vår kommunikasjon med selskaper. I oktober 2009 sendte vi et åpent brev til styret i Volkswagen AG der selskapet ble kritisert for å ha gitt utilstrekkelige opplysninger om transaksjoner med Volkswagens morselskap, Porsche SE, og selskapets eierfamilier, Porsche og Piëch. Disse familiene kontrollerer Porsche SE og har dermed også indirekte kontroll over Volkswagen AG.

Det er prinsipielt og økonomisk sett viktig for NBIM å unngå at kontrollerende eiere kan berike seg selv på bekostning av aksjonærfellesskapet. Transaksjoner innen eierpyramider må overvåkes nøye for å unngå misbruk av eiermakt til egen vinning. Spesielt er det viktig å sikre stor transparens og tillitvekkende verdsettelse når kontrollerende eiere flytter verdifulle eiendeler mellom selskapsenheter med varierende økonomiske rettigheter for de ulike deltagerne.

Utgangspunktet for transaksjonene i denne saken var at Porsche SE tidlig i 2009 var nær insolvens etter å ha skaffet seg kontroll over nær tre fjerdedeler av Volkswagens stemmerettsaksjer i et gjeldsfinansiert oppkjøpsforsøk ved bruk av omstridte virkemidler.

NBIM reagerte på opplysninger som kom frem om at det ble forhandlet om at Volkswagen AG skulle brukes i et finansielt engasjement i det truede morselskapet Porsche SE. Vi gjorde det klart for Volkswagens styre at vi forventet likebehandling av aksjonærer, og at vi ønsket dialog. Da det ble kjent at Volkswagen som et ledd i krisehåndteringen hadde gitt Porsche SE et lån av betydelig størrelse, ba vi på nytt om en diskusjon om saken. Vi ba også styret om å redegjøre for hvilke ordninger det hadde for håndtering av interessekonfliktene i saken.

Selskapene offentliggjorde i august en avtale om at Volkswagen AG skulle kjøpe eiendeler i det finansielt pressede Porsche SE til en høyere pris enn markedsaktører mente de var verdt. Volkswagen hadde også

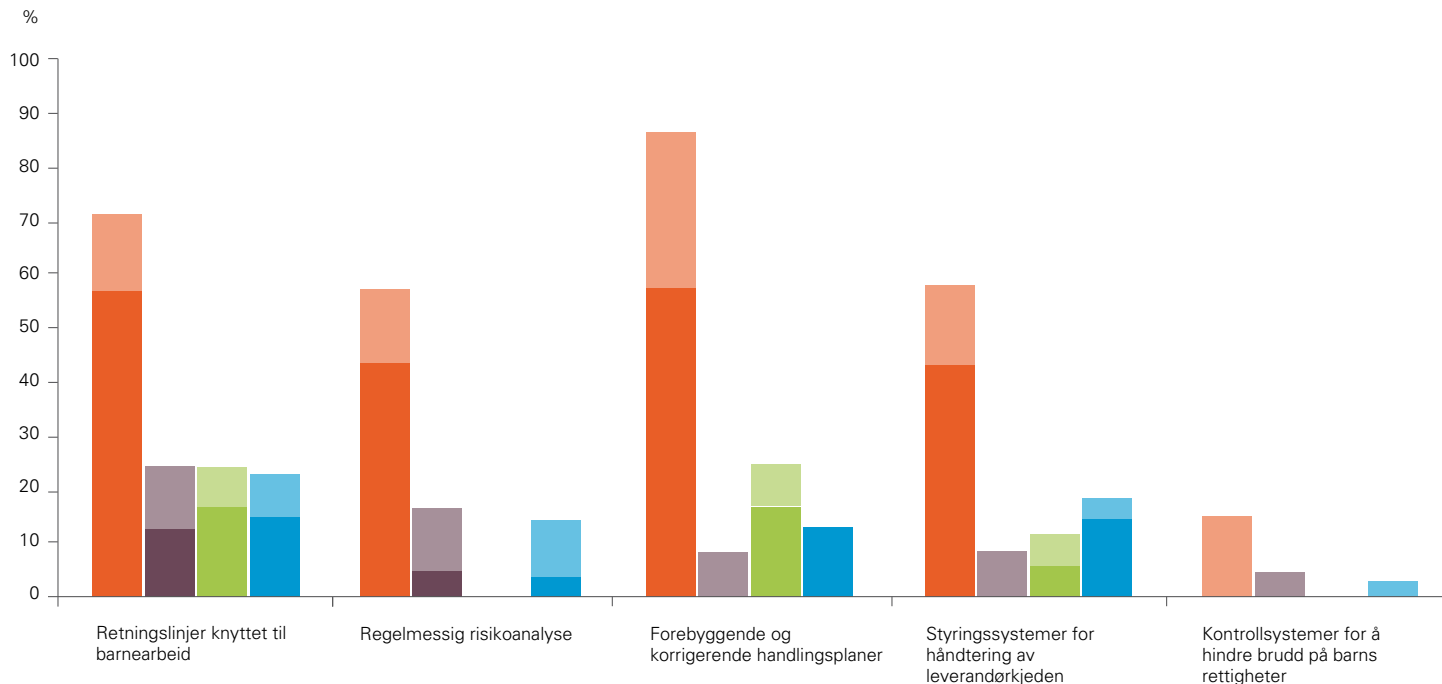
avtalt å kjøpe Porsche-familiens privateide bilforhandlingskjede. Gjennom disse transaksjonene, i tillegg til investeringer i Porsche SE fra en større institusjonell investor og utstedelse av nye stemmerettsløse aksjer i både Volkswagen og Porsche SE, skulle det legges til rette for en fusjonsløsning der Porsche- og Piëch-familiene kunne bli sittende igjen som største og kontrollerende eiere i den sammenlagte virksomheten.

NBIM krevde i likhet med andre investorer mer informasjon for å kunne etterprøve verdsettelsene som ble benyttet som grunnlag for transaksjonene, og vurdere styrets håndtering av interessekonflikter. Informasjonen fra styret i Volkswagen var ikke egnet til å fjerne mistanker i markedet om at selskapet forskjellsbehandlet sine aksjonærer og derved bidro til å redde de kontrollerende familienes verdier i Porsche SE. Volkswagens styre er ledet av en representant for disse familiene. Ifølge pressen var styret splittet i synet på transaksjonene og uavhengige styremedlemmer var imot avtalene da de skulle endelig godkjennes.

NBIMs beslutning om å offentliggjøre en av våre henvendelser i et brev kom etter at Volkswagen-styret over lengre tid hadde avvist dialog med utenforstående aksjonærer. Kravene våre om mer informasjon til markedet og dialog med sentrale aksjonærer ble delvis imøtekommet.

NBIM oppfatter denne uløste situasjonen som viktig for utviklingen av prinsipper for god selskapsstyring i Europa. Vi forventer at selskaper som ønsker å være ledende, holder en høy standard for selskapsstyring. Saken viser at det er behov for sterkere beskyttelse av minoritetsaksjonærers rettigheter i det tyske markedet, både i forbindelse med oppkjøpssituasjoner og ved transaksjoner med nærstående parter.

**Sektorvis sammenligning:** Figuren viser i hvilken grad 135 selskaper innfridde NBIMs forventninger til barns rettigheter i 2008 og 2009.



## Statusrapport

### Måler selskapenes håndtering av barns rettigheter

NBIM utgir årlige rapporter som evaluerer i hvilken grad selskaper innfrir våre forventninger til klimaendringer og barns rettigheter.

NBIM utga i 2009 dokumentet *NBIM Investor Expectations on Climate Change*, som etterfulgte det tidligere utgitte *NBIM Investor Expectations on Children's Rights*. Dokumentene retter seg mot selskaper i vår portefølje som har aktiviteter eller forsyningskjeder i sektorer og regioner som er utsatt for risiko forbundet med klimaendringer eller barns rettigheter. Dokumentene forklarer hvordan vi forventer at selskapene skal håndtere denne risikoen. Svikt i håndteringen av denne typen risiko kan ha negative virkninger for selskapenes aktiviteter og resultater, og derved utgjøre en økonomisk risiko for fondets investeringer.

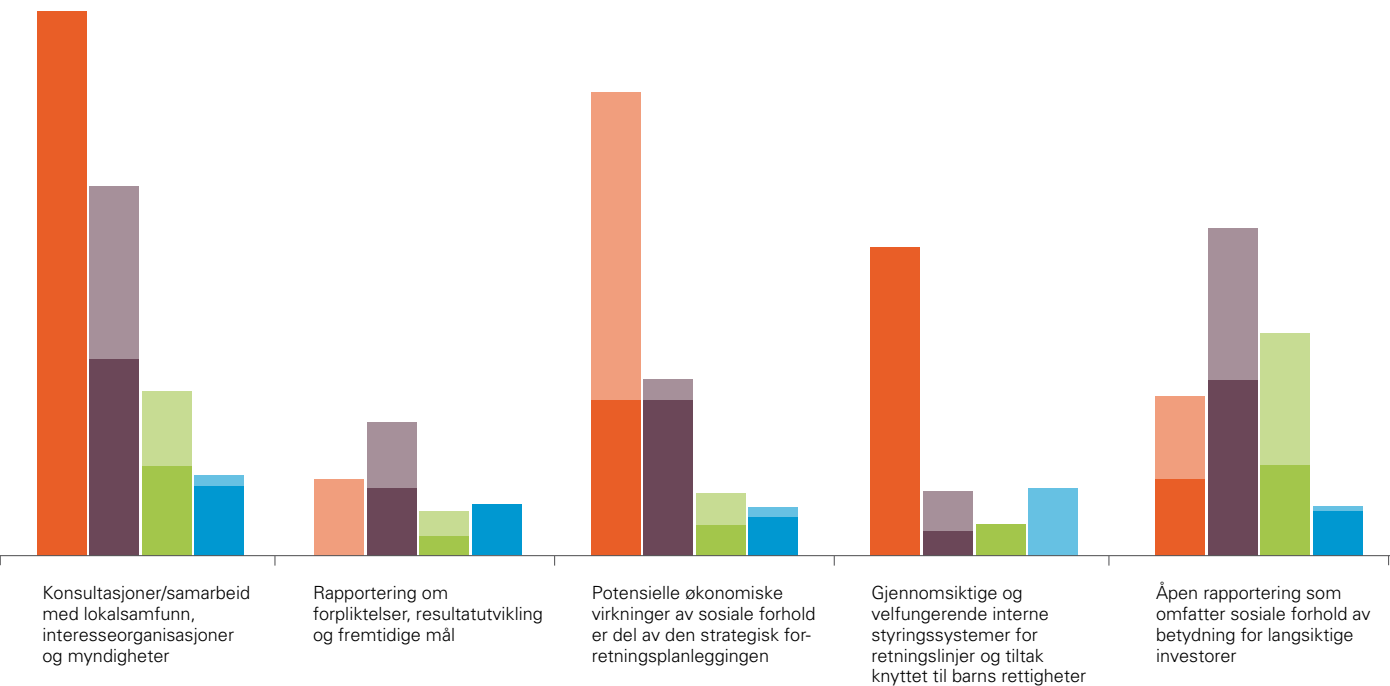
NBIM vurderer systematisk hvordan selskaper i vår portefølje imøtekommer våre forventninger til håndtering av

risiko forbundet med klimaendringer og barns rettigheter. De årlige vurderingene er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Vi publiserer resultatene av vurderingene i årlige statusrapporter. Vi benytter funnene i rapportene som grunnlag for dialog med selskapene, med sikte på å endre deres atferd.

Vår første rapport av denne typen vurderte i hvilken grad 430 selskaper overholdt NBIMs forventninger om barns rettigheter i 2008. Basert på funn i rapporten kontaktet vi noen av selskapene og foreslo hvordan deres håndtering av barns rettigheter kunne forbedres. I en ny rapport av selskapenes dokumenterte adferd ett år senere fant vi at 33 prosent av de 135 selskapene vi kontaktet, hadde forbedret sine resultater og sin



■ Kakao 2009    ■ Gruvedrift 2009    ■ Stål 2009    ■ Klær og tekstil 2009  
■ Kakao 2008    ■ Gruvedrift 2008    ■ Stål 2008    ■ Klær og tekstil 2008



*Vi vurderer systematisk hvordan selskaper i vår portefølje imøtekommer våre forventninger til håndtering av risiko forbundet med klimaendringer og barns rettigheter.*

rapportering når det gjelder barnearbeid og barns rettigheter.

Antallet selskaper som offentliggjør retningslinjer om barnearbeid, hadde økt med 62 prosent, mens antallet selskaper som sier at de vurderer risiko forbundet med barnearbeid, var blitt mer enn tredoblet. Det var også en økning i antallet selskaper som rapporterte forebyggende og korrigerende handlingsplaner når det gjelder barnearbeid, både i direkte aktiviteter og i forsyningskjeder.

Disse forbedringene var tydeligst innenfor sektorene kakaoproduksjon og detaljhandel med tekstiler. Gruve- og stålselskapene hadde et økende antall retningslinjer om barnearbeid. Åpenheten ble forbedret i alle sektorer.



# 249 ANSATTE FRA



# 21 NASJONER

NBIM

## Økt internasjonal satsing

NBIM ansatte 51 nye medarbeidere fra åtte forskjellige land i 2009. Et stadig mer omfattende forvaltningsoppdrag øker behovet for ressurser, ikke minst i form av internasjonal kompetanse og spesialisering.



For at NBIM skal kunne forvalte Statens pensjonsfond utland på en god måte, må vi arbeide tett på de internasjonale markedene vi investerer i. Vi har derfor bygget opp internasjonal kompetanse og tilstedeværelse, gjennom regionale kontorer i London, New York og Shanghai.

Vi arbeider også kontinuerlig med kompetanseoppbygging på alle nivå i organisasjonen, fra et lederutviklingsprogram for NBIMs 30 øverste ledere, til et nystartet, fireårig trainee-program for nyutdannede talenter som satser på en karriere i internasjonal kapitalforvaltning.

NBIM hadde 249 medarbeidere ved utgangen av 2009. Av disse var 79 utenlandske statsborgere. Arbeidsspråket i organisasjonen er engelsk.

NBIM har også gjennomført en systematisk kartlegging av kompetanse i organisasjonen, ikke minst spesialkunnskap knyttet til enkeltposisjoner og karriereutvikling, for å sikre forbedring og kontinuitet i alle nøkkelposisjoner.

### Organisasjonsutvikling

For å tilpasse oss et stadig mer omfattende forvaltningsoppdrag, gjennomførte NBIM i 2009 en restrukturering av organisasjonen der økt spesialisering, ansvarsdeling og global kompetanse var i fokus. Vi opprettet en toppledergruppe med bred internasjonal erfaring. Fire av de ni lederne er utenlandske statsborgere.

Vårt arbeidsmiljø er internasjonalt og resultatorientert, og vi jobber fortløpende med å utvikle og styrke investeringskulturen i organisasjonen.

### System for avlønning

Lønns- og personalpolitikken er et virkemiddel for å nå de strategiske målene NBIM har satt. Hovedstyret setter

32 %

- 32 prosent av de fast ansatte er utenlandske statsborgere.
- 43 prosent av de nyansatte i 2009 var utenlandske statsborgere.
- 27 prosent av de fast ansatte er kvinner.



22 %

- 22 prosent av de ansatte arbeider ved utenlandskontorene
  - New York
  - London
  - Shanghai





rammer for lønssystemet, som bygger på både fastlønn og prestasjonslønn. Vi følger nøye markedsutviklingen for avlønning og kompensasjonsprinsipper for å være tilpasset områdene vi opererer i.

Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til oppsatte mål. Ansatte som tar investeringsbeslutninger, måles kvantitativt ut fra avkastningsresultatene, og prestasjonslønnen er en vesentlig del av kompensasjonen.

Lønn til NBIMs administrerende direktør fastsettes av sentralbanksjefen etter en årlig vurdering og i samsvar med rammer gitt av hovedstyret. Alle NBIMs ansatte med norske kontrakter er en del av Norges Banks pensjonsordning, som er omtalt i Norges Banks årsrapport.

Tabellen under viser avtalt fastlønn for 2010 for medlemmene i NBIMs ledergruppe. Ledergruppen har ingen prestasjonslønn.

Stilling	Navn	Avtalt årlig lønn per 31.12.2009
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	3 500 000
Deputy Chief Executive Officer	Stephen A. Hirsch	5 250 000
Chief Strategic Relations Officer	Dag Dyrdal	2 250 000
Chief Compliance Officer	Jan Thomsen	3 250 000
Chief Investment Officer	Bengt O. Enge	4 750 000
Chief Treasurer	Jessica Irschick	4 890 000
Chief Administrative Officer	Mark Clemens	2 300 000
Chief Operating Officer	Age Bakker	2 500 000
Chief Risk Officer	Trond Grande	2 750 000

## Lønn i NBIM

### Investeringsavdelingene:

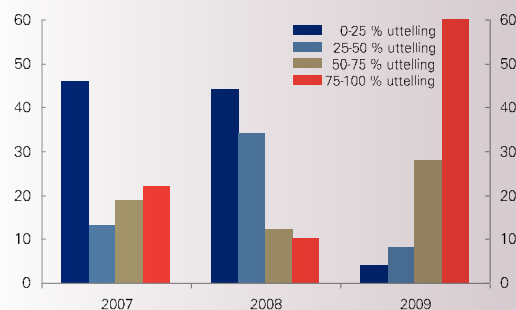
Antall med prestasjonsbasert lønn: 106 ansatte. Samlet fastlønn: 96,1 millioner kroner. Samlet prestasjonsbasert lønnsramme: 173,4 millioner kroner. Prestasjonslønnuttelling i prosent av øvre prestasjonslønnsramme: 77 prosent.

### Andre avdelinger:

Antall med prestasjonsbasert lønn: 120 ansatte. Samlet fastlønn: 84,9 millioner kroner. Samlet prestasjonsbasert lønnsramme: 30,5 millioner kroner. Prestasjonslønnuttelling i prosent av øvre prestasjonslønnsramme: 78 prosent.

Den totale prestasjonslønnuttellingen i 2009 utgjorde 77 prosent av øvre prestasjonslønnsramme. Total prestasjonslønnramme økte med 3,5 prosent fra 2008. Den gjennomsnittlige utbetalingen per ansatt var 258 prosent høyere enn året før.

Ansatte fordelt etter utbetalt prestasjonslønn som andel av øvre ramme:



Disse tallene omfatter ikke lønn til NBIMs leder eller de øvrige medlemmene av toppledergruppen.

## Organisering

# Styrking av kontrollfunksjoner

NBIM etablerte i 2009 en ny organisasjonsstruktur og ledergruppe med bred internasjonal kompetanse, som del av en større omorganisering av virksomheten de to seneste årene.

### Styrket virksomhetsstyring

NBIM gjennomførte store endringer i organisasjonen i 2008. En rekke tidligere adskilte funksjoner i aksje- og renteforvaltningen ble slått sammen. I tillegg ble risikostyringsområdet betydelig styrket og renteforvaltningen restrukturert.

Omorganiseringen fortsatte i 2009. Det ble opprettet en ny lederstruktur og toppledergruppe med bred internasjonal erfaring. Fem av ledergruppens ni medlemmer ble rekruttert til NBIM i 2009. Sentrale funksjoner som kontroll og risikostyring er representert i ledergruppen.

Viktige formål med omorganiseringen har vært å styrke investeringsfunksjonene og de overordnede kontrollfunksjonene. Det er etablert et klart skille mellom avdelinger som har ansvar for investeringsbeslutninger, og avdelinger som har ansvar for operative funksjoner og kontrollfunksjoner. Det er også klare ansvarsfordelinger innenfor investeringsområdet. De som tar investeringsvalg, har ikke ansvaret for å utføre handle, finansiere posisjonene eller styre utlånsbeholdningene. Oppfølgingen av oppgjøret for handler ligger i en tredje avdeling. Også på det administrative området er det en deling mellom støttefunksjoner til investeringsområdet og de mer generelle administrasjonsoppgavene. Rolledelingen på dette nivået, med retningslinjer bygget inn i handelssystemene, er et viktig tiltak for å redusere risiko for feil eller mislighold på individnivå.

### Styrket risikostyring og kontroll

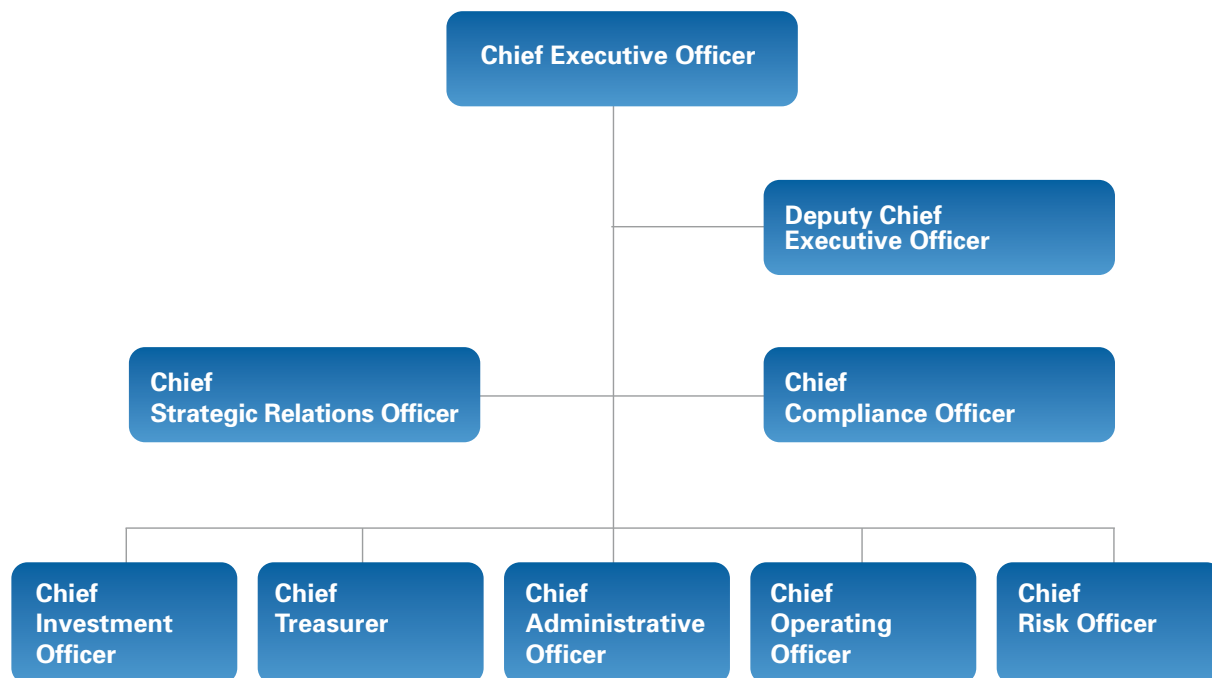
NBIM har bygget opp en risikostyringsavdeling for overvåking av markedsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko

på tvers av investeringsenhetene. Enheten er blitt flyttet nærmere de avdelingene og ansatte som står for den aktive risikotakingen i fondet. Risikostyringsavdelingen fungerte tidligere mer som en del av staben.

NBIM har i tillegg styrket kontrollfunksjonene som har ansvar for å påse at NBIM etterlever markedsreguleringer, investeringsmandater og retningslinjer. Kontrollenheten har også ansvar for å forberede intern godkjenning av nye investeringsinstrumenter og videre autorisasjonsstruktur. Enheten har fått et bredere mandat for å overvåke NBIMs virksomhetsrisiko. Det vil i praksis si et ansvar for å påse at alle avdelinger følger opp risikoen i sin virksomhet. Dette omfatter operasjonell risiko, IT- og informasjonsrisiko, juridisk risiko samt omdømmerisiko i bred forstand.

NBIM har etablert en formell komitéstruktur som benytter kompetanse på tvers av avdelingene. Komiteene er rådgivende og benyttes av NBIMs leder til å drøfte relevante problemstillinger før beslutninger tas. Komiteene spiller også en viktig rolle i utformingen av retningslinjer for NBIMs virksomhet. NBIM hadde i 2009 fem komiteer: én for instrumentgodkjenning, én for kreditt- og motpartsrisiko, én for forretningspraksis og adferdsreglement, én for investeringsrisiko og én for verdivurdering. I løpet av 2009 ble blant annet alle godkjente instrumenter gjennomgått ut fra en ny risikovurdering.

Norges Bank har etablert en ny struktur for investeringsmandatene. Innholdet i NBIMs mandater er gitt en ny utforming, der risikobegrensninger gis langs flere dimensjoner enn tidligere. Dels settes det kvantitative, modell-



baserte begrensninger. Det gis også risikobegrensninger som ikke er basert på modeller, men på brutto nominelle eksponeringer og omfang av bruk av derivater. I tillegg gis det i de nye investeringsmandatene klare føringer på ønsket likviditet og begrensning av systematisk eksponering mot enkelte markedsfaktorer.

### Utkontraktering

Forvaltningen krever en internasjonal organisasjon. Vår drift er døgkontinuerlig, kompleksiteten i løsningene er stor, og kravene til leveranser er høye. Store deler av vår operative virksomhet utføres ved bruk av tjenesteleverandører med særskilt kompetanse innenfor et spesialisert felt. Det bidrar til at NBIM kan drives som en forholdsviss liten og fleksibel organisasjon.

Alle NBIMs kontorer har tilgang til de samme tjenesteleveransene. Det legges vekt på at alle systemer skal fungere på samme plattform, uavhengig av geografisk lokalisering. Våre kontorer i ulike deler av verden forutsetter at vi velger leverandører som er i stand til å følge oss opp lokalt.

Det er viktig med god kontroll av virksomheter som utkontrakteres. NBIM legger stor vekt på å bevare intern kompetanse på alle fagområder som blir satt ut. For å sikre kvaliteten på tjenestene, er vi i hyppig formell og uformell dialog med samarbeidspartnerne våre. Formalisering av tjenesteavtaler skal gi betryggende rammer for utkontraktering, mens en konstant evaluering av selskapene gjennom kvantitative og kvalitative nøkkellindikatorer skal sikre levering og god kvalitet.

## Operasjonell risiko

# Oppfølging og kontroll av en kompleks virksomhet

NBIM arbeider kontinuerlig for å bedre oppfølgingen av operasjonell risiko i forvaltningen. Vi senket risikoen på en rekke områder i 2009 ved å redusere kompleksiteten på en del investeringer, instrumenter og finansieringsformer, samt tilhørende interne prosesser.

### Rammeverk for operasjonell risiko

Risikonivået i NBIM kan forklares som en kombinasjon av sannsynligheten for at en risikofaktor inntreffer, og konsekvensen dersom den inntreffer. Vi har som målsetting å vurdere både iboende og nåværende risiko, i tillegg til forventet fremtidig risiko dersom ytterligere tiltak iverksettes.

Iboende risiko er den underliggende risikoen som en virksomhet og virksomhetens aktiviteter har før det iverksettes tiltak og intern kontroll som kan redusere risikoen. Nåværende risiko er risikonivået som eksisterer etter at det er iverksatt slike kontrollrutiner og tiltak. Dersom nåværende nivå er utenfor rammene som er fastsatt av Norges Banks hovedstyre, iverksettes ytterligere tiltak for å redusere den forventede fremtidige risikoen.

NBIM er en relativt liten organisasjon i forhold til de verdiene vi forvalter. En desentralisert ekstern forvaltning og investeringer i markeder over hele verden medfører et høyt iboende operasjonelt risikonivå for et stort fond som Statens pensjonsfond utland. Dette omfatter alt fra feil i daglige rutiner til kriminelle forhold som korrupsjon,

bedrageri og mislighold hos leverandører, eksterne forvaltere eller egne ansatte. Vi arbeider systematisk og målrettet for å redusere slik risiko i alle ledd av forvaltningen.

NBIM senket den operasjonelle risikoen på en rekke områder i 2009, blant annet ved å redusere kompleksiteten av investeringene og de tilhørende interne prosessene. Det innebar at vi gikk gjennom hvilke instrumenter vi kan investere i og reduserte antall godkjente instrumenter, noe som førte til en nedgang i handelen av komplekse unoterte derivater. Finansieringsstrukturen og programmene for inn- og utlån ble også betydelig endret. Videre ble arbeidet med operasjonell risikostyring hos leverandører og eksterne forvaltere trappet opp. Det nåværende risikonivået etter tiltak vurderes som akseptabelt.

### Operasjonell risikostyring i virksomhetsstyringen

Operasjonell risiko vurderes i forhold til NBIMs verdikjede med tilhørende prosesser og aktiviteter, inkludert styring og kontroll av underleverandører og eksterne forvaltere.



---

## *NBIM identifiserer potensielt uønskede hendelser og jobber med å forbedre prosesser slik at hendelsene ikke skal inntreffe.*

---

I de ulike prosessene i NBIMs virksomhet, identifiserer vi mulige hendelser som er uønsket i forhold til overordnede målsetninger. Disse hendelsene grupperes deretter ut i fra hvorvidt de skyldes interne og eksterne årsaker. Et eksempel på en prosess der potensielt uønskede hendelser kunne ha oppstått, var omorganiseringen av NBIM de siste to årene. Omorganiseringen innebar en iboende risiko for at medarbeidere i nye stillinger ikke fikk klargjort sine ansvarsområder godt nok i startfasen, noe som kunne ha gått ut over driften. Vi utviklet stillingsinstrukser og en ny styringsstruktur, som bidro til å redusere denne risikoen. Et annet eksempel på operasjonell risiko er knyttet til prosjekter. Mangel på prioriteringer, utilstrekkelige ressurser eller en urealistisk tidsplan er alle risikofaktorer som kan gjøre det vanskelig å gjennomføre et prosjekt. Dette er et viktig område å følge opp, da NBIM hadde vel 50 prosjekter i løpet av 2009.

Risikoer med høy sannsynlighet og lav konsekvens vurderes som områder med potensial for forbedring. Et eksempel er at vi kontinuerlig jobber med å redusere risikoen knyttet til høy kompleksitet i infrastruktur og IT-systemer. I den motsatte enden er det noen faktorer

med lav sannsynlighet, men høy konsekvens. Typiske eksempler er naturkatastrofer, korrupsjon og mislighold. Disse faktorene håndteres gjennom kontinuerlig fokus på beredskap og krisehåndtering. NBIM øver på ulike krisesituasjoner flere ganger i løpet av året.

NBIM identifiserer potensielt uønskede hendelser og jobber med å forbedre prosesser slik at hendelsene ikke skal inntreffe. Risikofaktorer reduseres til et så lavt nivå som praktisk gjennomførbart, normalt vurdert ut fra kostnaden av hendelsene i forhold til nytten av de risikoreducerende tiltakene. I tillegg registrerer vi faktiske uønskede hendelser løpende, og iverksetter tiltak for å forhindre sannsynligheten for eller konsekvensen av tap knyttet til disse hendelsene. Databaser brukes for å sikre oppfølging og planlegging av tiltak.

NBIMs ledelse er ansvarlig for risikostyring på alle nivåer. Risikobildet er en integrert del av linjereporteringen, og følges løpende av ledelsen. Status for operasjonell risiko og intern kontroll rapporteres kvartalsvis til hovedstyret i Norges Bank.

# Fra olje og gass på havbunnen til verdipapirer over hele verden

Det norske oljeeventyret begynte for alvor med funnet av Ekofisk den 23. desember 1969. I dag er omtrent 60 felt i produksjon på norsk kontinentalsokkel. Nesten 40 års produksjon har gitt staten omtrent 4 000 milliarder 2009-kroner i nettoinntekter. Ifølge Finansdepartementet er rundt 40 prosent av statens netto kontantstrøm fra olje- og gassproduksjonen brukt over budsjettene så langt.<sup>1</sup> Det som ikke er blitt brukt, har fra 1996 blitt overført til Statens pensjonsfond utland, der det er blitt plassert i utenlandske aksjer og renteinstrumenter.

Oljedirektoratet anslår at omtrent 40 prosent av de antatte ressursene på norsk sokkel er blitt produsert.<sup>2</sup> Det fremtidige produksjonsnivået vil blant annet avhenge av nye funn, størrelsen på disse og de gjenværende ressursene på eksisterende felt. Statens andel av den gjenværende petroleumsformuen beregnes i Nasjonalbudsjettet 2010 til 4 089 milliarder 2010-kroner. Det er stor usikkerhet knyttet til den videre utviklingen i statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og størrelsen på tilførsler til Statens pensjonsfond utland i årene som kommer. Anslag tyder på at vi har passert toppen når det gjelder både samlet produksjon av petroleum på norsk sokkel og statens årlige petroleumsinntekter.<sup>3</sup>

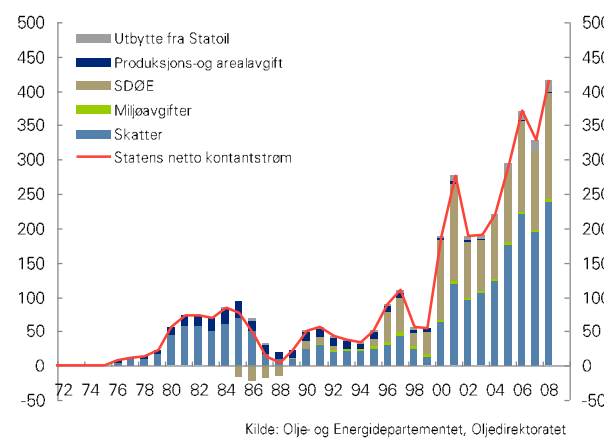
## Opprettelsen av Statens pensjonsfond utland

Statens pensjonsfond utland ble formelt opprettet ved lov i 1990 under navnet Statens petroleumsfond. De første overføringene til fondet fant sted i 1996. Fondet er et viktig redskap i den økonomiske politikken. Formålet med fondet er å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter og å understøtte statlig sparing for å finansiere folketrygdens pensjonsutgifter.

Olje og gass er ikke-fornybare ressurser. Ved å overføre inntekter fra petroleumsvirksomheten til Statens pensjonsfond utland omgjøres formuen fra olje- og gassressurser på havbunnen til en diversifisert finansiell formue investert i utenlandske verdipapirer.

Våren 2001 etablerte regjeringen handlingsregelen for bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet. Ifølge handlingsregelen skal den årlige bruken over budsjettet over tid tilsvare forventet realavkastning av Statens

Figur 11-1 Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten fordelt på inntektskilde 1971 – 2008. 2008-kroner



pensjonsfond utland. Dette er anslått til 4 prosent av fondskapitalen.

Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond utland på vegne av Finansdepartementet. Banken opprettet i 1998 en egen enhet for kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Management (NBIM), som utfører forvaltningen av fondet.

## Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten

Petroleumsvirksomheten har gitt staten en positiv netto kontantstrøm siden 1971. Figur 11-1 viser statens netto kontantstrøm målt i 2008-kroner fordelt på de ulike inntektskildene for perioden 1971 – 2008. Omtrent 50 prosent av den totale kontantstrømmen målt i 2008-kroner ble inntjent de siste seks årene i perioden. Statens

1 Kilde: Hvor mye oljepenger har vi brukt så langt?, Finansdepartementets nettsted.

2 Kilde: Sokkelåret 2009 – Ressursregnskapet (foreløpige tall per 31.12.2009), Oljedirektoratet.

3 Kilde: Nasjonalbudsjettet 2010, Finansdepartementet.

netto kontantstrøm nådde en topp i 2008 på 416 milliarder 2008-kroner.

Sett over hele perioden 1971 – 2008 bidro skatter mest til statens petroleumsinntekter og utgjorde nesten 60 prosent av den totale netto kontantstrømmen. Inntekter fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) var nest største bidragsyter og utgjorde omtrent 30 prosent av den samlede netto kontantstrømmen. De store bidragene fra SDØE har kommet etter 1999. Produksjons- og arealavgifter var statens eneste petroleumsinntekter i de fem første årene av perioden. Inntektene fra disse avgiftene bidro med litt under 10 prosent av den totale netto kontantstrømmen mellom 1971 og 2008, men har vært av mindre betydning de senere årene. Miljøavgifter og utbytte fra oljeselskapet Statoil bidro hver med 2–3 prosent av statens totale netto kontantstrøm gjennom perioden.

### Tilførsler til Statens pensjonsfond utland 1996 – 2009

Den første overføringen til det som tidligere het Statens petroleumsfond, skjedde i mai 1996. De totale tilførslene siden 1996 har utgjort om lag 2 300 milliarder kroner målt i løpende priser. Omtrent 65 prosent av tilførslene har gått til aksjeforføljen, mens resten har gått til renteforføljen.

Figur 11-2 viser årlige tilførsler til Statens pensjonsfond utland, fordelt på aksje- og renteforføljen. Det har vært store overføringer til Statens pensjonsfond utland, og størrelsen på overføringene har svingt betydelig. Det har også vært gjennomført en rekke endringer i den strate-

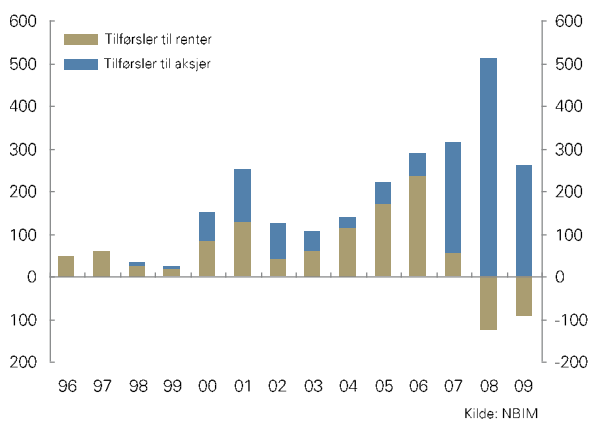
giske referanseporteføljen. Et slikt eksempel er oppvektingen av aksjeandelen til 60 prosent fra 40 prosent, som medførte salg av deler av rentebeholdningen. Dette er årsaken til at rentetilførslene for 2008 og 2009 fremkommer som negative i figuren. De store tilførslene og endringene i referanseporteføljen medfører utfordringer for forvaltningen. NBIM bruker betydelige ressurser på å gjennomføre denne delen av forvaltningen. Et av de viktigste målene til NBIM i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland er å sikre en trygg og kostnads-effektiv gjennomføring av eiers forvaltningsstrategi.

Det overføres normalt midler til Statens pensjonsfond utland hver måned med unntak av desember. Finansdepartementet informerer Norges Bank om hvor mye som skal overføres. Beløpet fordeles på aksje- og renteforføljen i henhold til gitte regler som er fastsatt av Finansdepartementet.

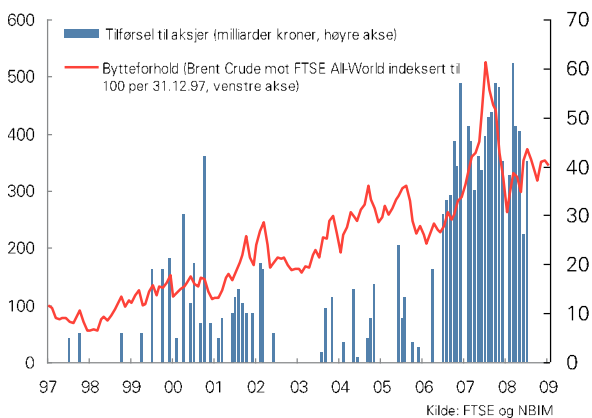
NBIM allokere de nye tilførslene til individuelle porteføljer som forvaltes enten internt eller av eksterne forvaltere med mandater fra NBIM. Forvalterne informeres om tilførselen og velger deretter selv hvilke verdipapirer de ønsker å kjøpe. Handlene gjennomføres deretter av en sentralisert handlegruppe.

Et av særtrekkene ved Statens pensjonsfond utland er den svært langsiktige investeringshorisonten. På grunn av denne langsiktigheten, er det for tidlig å vurdere lønnsomheten av beslutningen om å investere oljeinntektene i de internasjonale verdipapirmarkedene. Som alt annet vil det gi høyest totalformue for staten å

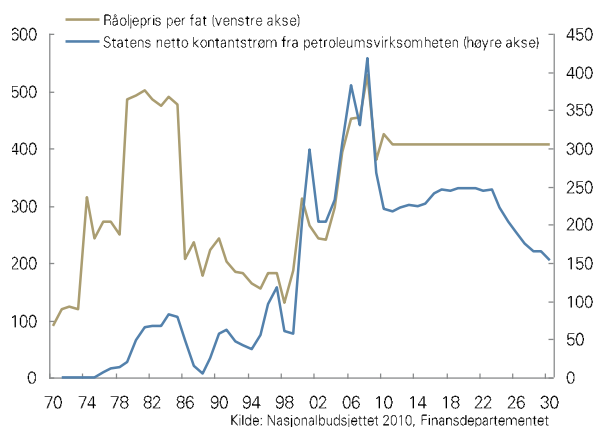
Figur 11-2 Tilførsler til fondet fordelt på aksjer og renter. Milliarder kroner, løpende priser



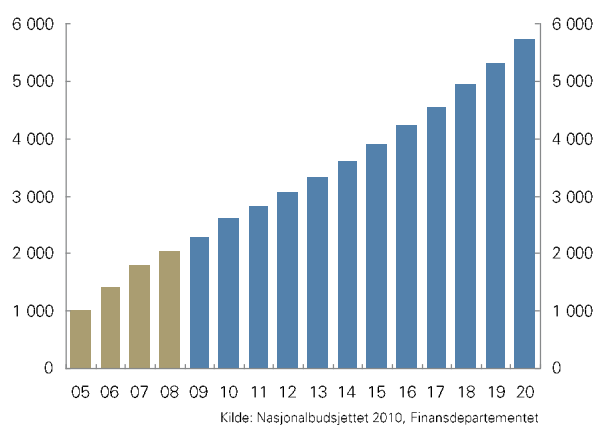
Figur 11-3 Utvikling i oljepris og aksjeverdier, og fondets kjøp av aksjer



**Figur 11-4** Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten 1970 – 2030. Kroner per fat og milliarder kroner, 2010-kroner



**Figur 11-5** Anslag for fondets markedsverdi. Milliarder kroner, løpende priser



spare der realavkastningen er høyest, enten det er ved å la oljen ligge i bakken eller det er ved å investere i internasjonale verdipapirmarkeder. I praksis vil imidlertid tempoet og nivået på petroleumproduksjonen også måtte bli bestemt av mange ulike hensyn.

Figur 11-3 gir et bilde av bytteforholdet mellom olje og aksjer. Svært forenklet kan man si at jo høyere bytteforholdet er, jo mer aksjer får man for et fat olje. Omtrent 70 prosent av tilførselene til aksjeporteføljen siden fondets oppstart har funnet sted de seneste tre årene (2007–2009). Aksjer var relativt billige i forhold til olje disse årene, sammenlignet med fondets tidlige år.

### Hva kan vi vente fremover?

I Nasjonalbudsjettet for 2010 er totalformuen i petroleumsvirksomheten anslått til 4 744 milliarder 2010-kroner. Totalformuen i petroleumsvirksomheten er her definert som nåverdien av fremtidig årlig kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten fra og med 2010. Statens andel av formuen anslås til 4 089 milliarder 2010-kroner.<sup>4</sup> Dette tilsvarer omtrent statens samlede netto kontant-

strøm fra petroleumsvirksomheten fra 1971 til 2009 omregnet til 2010-kroner. Vi har med andre ord utvunnet omtrent 50 prosent av petroleumformuen. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til anslagene for fremtidig produksjon og inntekter fra petroleumsvirksomheten.

Oljedirektoratet anslår at omtrent 40 prosent av de antatte samlede ressursene på norsk sokkel er produsert. Det ventes en relativt stabil petroleumproduksjon de nærmeste årene med avtagende oljeproduksjon og økende gasseksport.<sup>5</sup> Anslagene i Nasjonalbudsjettet 2010 tyder på at toppen for både produksjonsnivået og statens netto inntekter fra petroleumsvirksomheten er passert.

De fremtidige inntektene fra olje- og gassproduksjonen avhenger blant annet av utviklingen i produksjon, olje- og gasspriser i norske kroner og utvinningskostnader. Det er stor usikkerhet knyttet til disse størrelsene. Usikkerheten i anslagene blir større jo lengre tidshorisonten er. Figur 11-4 viser at det har vært store svingninger i oljeprisen, som gir betydelige utslag i inntektene.

<sup>4</sup> Statens andel av totalformuen er definert som nåverdien av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten.

<sup>5</sup> Kilde: Fakta 2009, Olje- og energidepartementet og Oljedirektoratet.

---

*Anslagene i Nasjonalbudsjettet 2010  
tyder på at toppen for både produksjonsnivået  
og statens netto inntekter fra  
petroleumsvirksomheten er passert.*

---

Størrelsen på overføringene til Statens pensjonsfond utland er også avhengig av statens bruk av oljeinntekter over offentlige budsjetter. Fondets størrelse vil i tillegg avhenge av utviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene.

**Oppsummering**

Oljedirektoratet anslår at vi så langt har produsert omtrent 40 prosent av de antatte samlede olje- og gassressursene på norsk sokkel. Ifølge Finansdepartementet har omtrent 40 prosent av statens petroleumsinntekter blitt brukt over offentlige budsjetter. Det som ikke er brukt, er hovedsakelig blitt overført til Statens pensjonsfond utland. Det er stor usikkerhet knyttet til anslagene for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og størrelsen på overføringene til Statens pensjonsfond utland fremover. Usikkerheten er blant annet knyttet til gjenværende reserver og fremtidig produksjon, kostnader ved produksjonen og olje- og gasspriser regnet i norske kroner.

NBIM legger stor vekt på å fase inn nye midler til fondet, foreta tilpasninger til referanseporteføljen og sikre en trygg og kostnadseffektiv gjennomføring av eiers forvaltningsstrategi. Dette vil fortsatt være viktige oppgaver for NBIM i den videre forvaltningen av Statens pensjonsfond utland.

# Den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

Statens pensjonsfond utland har flere særtrekk som kan utnyttes til å skape meravkastning på investeringene. De siste tolv årene har en aktiv forvaltning av fondet bidratt til å øke avkastningen. Den aktive forvaltningen styrker også gjennomføringen av NBIMs øvrige oppgaver. Samtidig er fondets kostnader ved aktiv forvaltning relativt små, og risikoen har endret seg lite som følge av aktiv forvaltning.

De aktive beslutningene som har størst betydning for avkastningen i fondet, er beslutninger som må tas selv med et passivt mandat for forvalteren. Foruten aktivfordelingen er rebalansering av porteføljen, innfasing av nye midler i fondet og tilpasning av fondet til endringer i referanseporteføljen de viktigste beslutningene når det gjelder avkastning.

## Verdiskaping ved aktiv forvaltning er mulig

Aktiv forvaltning innebærer at investorer og forvaltere vurderer ulike investeringsmuligheter på egne vegne. Slik forsøker investorer aktivt å oppnå en høyere avkastning – en meravkastning – i forhold til hva som kan oppnås med en passiv plassering i finansmarkedet. En passiv forvaltning innebærer som oftest at midlene plasseres i henhold til definerte indekser. Dermed blir investeringene i stor grad bestemt på bakgrunn av de prisene som er oppstått etter at aktive investorer har gjort sine investeringer.

Passiv forvaltning krever mindre ressurser til analyse av investeringsalternativene enn aktiv forvaltning. De fleste markedene hvor NBIM opererer, er nær effisiente<sup>1</sup>. Dette er gjerne markeder med mange aktive investorer og

analytikere, og det reduserer muligheten for meravkastning. Dermed blir den forventede avkastningen av å gjøre ytterligere analyse liten. Empiriske undersøkelser kan tyde på at passiv forvaltning, der hovedmålet er plassering i henhold til en indeks, er et godt alternativ for de fleste investorer. Dette skyldes ikke minst kostnadene ved aktiv forvaltning, som er betydelige for investorer av moderat størrelse.

Nyere forskning har imidlertid dokumentert at markedseffisiensen varierer. Markedsfriksjoner, kostnader ved informasjonsinnhenting og -analyse samt restriksjoner som er knyttet til kapitalstruktur, er viktige årsaker til ineffisiens i finansmarkedene. Graden av effisiens varierer, både mellom markeder og over tid. Variasjonen finnes langs flere dimensjoner, og noen markeder vil være mindre effisiente enn andre over lang tid.

Et marked som normalt er effisient, kan i perioder med store prissvingninger eller redusert tilgang til finansiering gi muligheter for en investor som har risikokapasitet, gode finansieringsmuligheter og en langsiktig investeringshorisont. En aktiv forvalter med et globalt univers vil også kunne utnytte vedvarende feilprisinger som

1. I et effisient marked vil all relevant informasjon være gjenspeilet i prisene på verdipapirer. For en gjennomgang av forskningslitteraturen om markedseffisiens, se Norges Banks vurdering av det teoretiske og empiriske grunnlaget for aktiv forvaltning og vår forvaltningsstrategi for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland i brev til Finansdepartementet 23. desember 2009.

følger av at andre investorer kategoriserer verdipapirer på ulike måter eller velger bare å konsentrere seg om noen markeder. En langsiktig investor vil i tillegg kunne skape merverdi ved å utnytte mulighetene som oppstår når andre investorer tvinges til å ha en kort investeringshorisont, enten det er på grunn av særskilte reguleringer eller behovet for å skape inntjening for sin eier.

Dette har gitt opphav til en modifisert effisienshypotese. En moderne utgave av hypotesen hevder at finansmarkedene er nær effisiente det meste av tiden, men at aktive investeringer bidrar til å eliminere feilprisinger og gjøre markedene mer effisiente. Ifølge denne hypotesen kan aktiv forvaltning derfor skape meravkastning. En investor med høy risikobærende evne som er til stede i mange finansielle markeder, kan utnytte avvikene fra markedseffisiens.

De seneste 20 årene er det identifisert og dokumentert en rekke ulike egenskaper eller risikofaktorer ved verdipapirer som kan bidra til å forklare differansen i avkastningen mellom dem. Disse faktorene er blant annet likviditet og volatilitet for rentepapirer og vekstforventninger og selskapsstørrelse for aksjer. Det er ikke enighet om hvorvidt disse risikofaktorene, eller såkalte anomalier, er uttrykk for feilprising i markedet eller uttrykk for en systematisk risiko som prisingsmodellene ikke fanger opp. En forvalter bør uansett ha et aktivt forhold til disse faktorene, og gjennom en aktiv og eksplisitt håndtering av dem ta sikte på å bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko.

### **Rent passiv forvaltning er ikke mulig**

Motsatsen til aktiv forvaltning er en passiv tilnærming, der oppgaven blir å sikre at fondet til enhver tid er tilnærmet identisk med referanseporteføljen. En slik strategi forutsetter at det finnes et nøytralt utgangspunkt som vi kan forholde oss passivt eller mekanisk til i gjennomføringen

av forvaltningsoppdraget. Det er ikke tilfelle. Det er flere grunner til at fondet ikke kan være en passiv investor i en teoretisk forstand.

For det første er det ikke mulig å oppnå en kostnads-effektiv markedsportefølje gjennom en helt passiv tilnærming. En referanseportefølje følger mekaniske regler for hvordan den skal tilpasses indeksendringer. Det forutsetter blant annet at tilpasningene gjennomføres på et forhåndsbestemt tidspunkt. For en aktør av NBIMs størrelse vil en slik mekanisk tilpasning gi høye transaksjonskostnader. Avkastningen ved en passiv strategi vil derfor bli lavere enn avkastningen på referanseporteføljen.

Videre vil en tradisjonell referanseportefølje ikke fullt ut reflektere alle kjente risikopremier. En risikopremie er kompensasjonen som en investor får for å bære ulike typer underliggende eller systematiske risikoer, som likviditetsrisiko, risiko for ekstremhendelser eller aksjemarkedsrisiko. Risikopremiene kan spille seg ut over lange tidsrom. Hvordan og når en investor får best betalt for å være eksponert mot en gitt risikofaktor, vil også endre seg over tid. Siden investeringsmulighetene endrer seg over tid, bør en langsiktig investor ha fleksibilitet til å tilpasse seg dette gjennom aktive valg.

En aktiv forvaltningsstrategi tar utgangspunkt i at investeringsmulighetene i markedet vil variere over tid, og at noen verdipapirer vil være galt priset i forhold til deres underliggende verdier. For at finansmarkedene skal fungere effektivt, må det finnes investorer som velger å kjøpe feilprisede verdipapirer basert på en oppfatning av deres reelle verdier. På den måten kan disse investorene bidra til at feilprisingene etter hvert forsvinner. I en slik enkel modell vil valget mellom aktiv og passiv forvaltning være et spørsmål om vi selv skal ta informerte investeringsbeslutninger, eller om vi skal kompensere

andre forvaltere for å gjøre det. Passiv forvaltning har med andre ord en skjult kostnad, som i større eller mindre grad vil motsvare de lavere forvaltningskostnadene ved denne strategien.

### **Særtrekk ved fondet**

Det relevante spørsmålet blir dermed ikke om Statens pensjonsfond utland skal forvaltes aktivt eller passivt, men hvor stor aktivitet NBIM skal utvise i forvaltningen. Svaret kan blant annet knyttes til to av fondets viktigste særtrekk, som gjør det spesielt i forhold til de fleste andre investorer.

For det første er fondet stort. Markedsverdien på vel 2 600 milliarder kroner ved årsskiftet gjør fondet til et av de største i verden. Det kan på den ene siden være et argument for passiv forvaltning. Selv om analytikere og forvaltere i fondet finner gode investeringsmuligheter, kan mulighetene ofte være marginale, relativt til fondets størrelse. På den annen side er det stordriftsfordeler i kapitalforvaltning. Store aktører vil få lettere tilgang til informasjon og ha større evne til å analysere. De vil derfor kunne operere med lavere kostnader som andel av forvaltningskapitalen. Stordriftsfordelene tilsier at meravkastningen ved aktiv forvaltning blir lettere å oppnå ved et større fond, samtidig som merkostnadene faller. Store fond kan også iverksette nye investeringsstrategier til en lav marginalkostnad. Dermed kan NBIM etablere særskilte strategier på områder der mindre fond vil finne det uinteressant eller upraktisk å bruke ressurser. Størrelsen gir også NBIM forhandlingskraft overfor tjenesteleverandører, som gjør det mulig å oppnå bedre betingelser.

Det andre særtrekket er tidshorisonten. Statens pensjonsfond utland har i prinsippet en evigvarende horisont. Det betyr at vi kan stå gjennom perioder med ekstreme bevegelser i kapitalmarkedene. I motsetning til de fleste andre aktører er fondet uavhengig av kortsiktig finansiering,

det har ingen klart definerte forpliktelser, og fondet er heller ikke underlagt særskilte reguleringer som kan tvinge frem dyre tilpasninger på uheldige tidspunkter. Det gir en høy risikobærende evne. Det gjør det mulig å forankre og gjennomføre en langsiktig, aktiv investeringsstrategi. Den langsiktige innretningen innebærer at vi kan gjennomføre investeringer der det kan gå lang tid før de underliggende verdiene vil bli realisert. Vi kan være tålmodige i gjennomføringen av investeringene og øke risikotakingen når spesifikke situasjoner oppstår.

### **Aktiv forvaltning er kostnadseffektivt**

Vi har i dag tre hovedstrategier for aktiv forvaltning: forvaltning av markedsporteføljen, forvaltning av investeringer i enkeltelskap og forvaltning av systematisk risiko.

Forvaltningen av markedsporteføljen sikrer en kostnadseffektiv eksponering mot aktivklasser og markeder som ligger nær eiers referanseportefølje. Referanseporteføljene for de ulike aktivklassene følger mekaniske regler og har enkelte tekniske svakheter. Referanseporteføljene representerer derfor ikke alltid aktivklassen fullt ut, spesielt ikke for obligasjonsinvesteringene. Avgrensningen av referanseporteføljen kan introdusere skjevheter fordi den ekskluderer obligasjoner med kort løpetid, papirer som nedgraderes under et gitt nivå, og de som har flytende rente. Gjennom aktiv forvaltning kan vi dermed oppnå en portefølje som representerer rentemarkedet på en bredere og mer kostnadseffektiv måte, samt kjøpe inn verdipapirer til lavere kurser ved emisjoner eller ved å unngå tidspunktet for indeksendringer.

Vi har et aktivt forhold til forvaltningen av markedsporteføljen. En passiv investeringsstrategi som søker å minimere den aktive risikoen i forvaltningen, vil være kostnadsdrivende fordi den tvinger oss til å gjøre store tilpasninger på gitte tidspunkter.



### **Aktiv forvaltning gir kunnskap og kompetanse**

Vi søker videre å forbedre porteføljen ved å analysere enkeltbedriftene der vi er eiere eller långivere. Denne forvaltningen av selskapsspesifikk risiko bygger opp kompetanse og innsikt i de underliggende verdiene i fondet, og er også grunnlaget for vårt aktive eierskap. Vår interne forvaltning baserer seg på analyse av enkelt-selskaper, såkalte selskapsspesifikke eller fundamentale strategier, med spesialister innen ulike bransjer. En høy grad av spesialisering, delegert beslutningsansvar og konsentrasjon i posisjonene skal sikre at våre forvaltere er i stand til å opparbeide seg informasjonsfortrinn. I den eksterne aktive forvaltningen øker vi vektleggingen av markeder vi vurderer som mindre effisiente, og hvor det er upraktisk eller urealistisk å bygge opp intern kompetanse. Fondets størrelse gir også forhandlingsstyrke og kostnadsfortrinn sammenlignet med andre investorer.

### **Aktiv forvaltning er risikostyring**

Vi analyserer de samlede investeringenes risikoegenskaper og forholder oss til systematiske risikofaktorer på flere måter. En gitt referanseportefølje vil ikke til enhver tid gi et optimalt eller risikonøytralt uttrykk for eiers investeringspreferanser eller risikotoleranse. Med utgangspunkt i analyser av de systematiske risikofaktorene forvalter vi den samlede risikoen med sikte på å forbedre forholdet mellom avkastning og risiko. Fondets referanseportefølje utvikler seg langsomt, og vi foretar investeringer i deler av markedet som ikke er en del av referanseporteføljen når mulighetene vurderes som attraktive. På den annen side kan vi trekke fondet ut av investeringer som er en del av referanseporteføljen, dersom risikoen er for stor. Det kan øke den forventede relative volatiliteten fordi forskjellen mellom referanseporteføljen og fondets faktiske portefølje blir større. En slik beslutning kan likevel kunne bedre porteføljens langsiktige forhold mellom avkastning og samlet risiko. Vår langsiktige investeringshorisont gjør at vi kan være tålmodige og øke ekspo-

neringen mot systematisk eller aggregert risiko når muligheter oppstår.

### **Aktiv forvaltning sikrer høye ambisjoner, kvalitet og kontroll**

NBIMs forvaltningsoppdrag kan deles i fire deler, i tillegg til å skape meravkastning gjennom aktiv forvaltning: Vi investerer nye midler i markedene til så lave kostnader som mulig. De investerte midlene må i tillegg forvaltes for å vedlikeholde markedsporteføljen på en kostnads-effektiv måte. Vi skal også ivareta de langsiktige økonomiske interessene gjennom et aktivt eierskap. Endelig er NBIM en rådgiver for Finansdepartementet i spørsmål om fondets langsiktige investeringsstrategi. Aktiv forvaltning og kompetansen det tilfører organisasjonen, bidrar til å styrke alle de øvrige forvaltningsoppgavene.

Spesielt er virkningen sterk på utøvelsen av eierskapet. Vi må ha god kunnskap om selskapene vi investerer i, når vi engasjerer oss i direkte dialog med selskapenes ledelse for å påvirke virksomheten og styringsstrukturen. Kunnskapen som er nødvendig for å etablere og gjennomføre en effektiv dialog, blir ofte fremskaffet gjennom investeringsanalysene. Det er vår vurdering at muligheten for å oppnå ønskede resultater i eierskapsutøvelsen øker med kvaliteten og kompetansen i den aktive forvaltningen. I gitte situasjoner kan eierskapsutøvelsen bidra til å bringe styringen av selskapet mer i tråd med våre intensjoner, og dermed realisere underliggende verdier i selskapet som fondet kan hente ut gjennom aktiv forvaltning.

Det overordnede målet for forvaltningen av fondet er å sikre og utvikle en finansiell formue for fremtidige generasjoner gjennom en dyktig organisasjon. Dette krever et høyt ambisjonsnivå. Når dette målet nedfelles som forventninger til ledere, avdelinger og de enkelte medarbeiderne, medfører det at alle må bidra til å øke kvali-

teten på innsatsfaktorene i forvaltningen. Funksjonene for risikostyring og kontroll blir sterkere innenfor en slik ramme. Et aktivt forvaltningsmandat med et høyt ambisjonsnivå bidrar dermed til å redusere den operasjonelle risikoen i forvaltningen av fondet.

#### **Høyere avkastning, lavere risiko**

For et stort, diversifisert fond som Statens pensjonsfond utland vil den forventede avkastningen gjenspeile det ønskede risikonivået i fondet. Aksjer forventes å ha en høyere avkastning over tid, men også en høyere risiko. Den viktigste enkeltbeslutningen i utformingen av fondets nåværende strategi har vært valget av en strategisk aksjeandel på 60 prosent. Denne beslutningen ventes å dominere både den samlede avkastningen og risikoen i fondet over tid.

NBIM tar sikte på å bygge opp en portefølje som gir et best mulig forhold mellom forventet avkastning og risiko. Våre aktive investeringsvalg bidrar i liten grad til å øke fondets samlede risiko. De tar snarere sikte på å øke avkastningen for det risikonivået Finansdepartementet ønsker.

Det er mange teoretiske og praktiske argumenter for at NBIM skal utøve en viss aktivitet i forvaltningen. Disse argumentene styrkes av erfaringene og resultatene som er oppnådd de siste tolv årene. De aktive valgene i NBIM har bidratt til en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,25 prosentpoeng fra 1998 til 2009. Med dagens størrelse på fondet tilsvarer 0,25 prosentpoeng 6 milliarder kroner. Merkostnadene ved aktiv forvaltning er begrenset. NBIM har dermed bidratt til positiv verdiskaping for fondet gjennom tolv år.

Samtidig som den aktive forvaltningen har bidratt til høyere avkastning, har risikoen bare økt i liten grad. NBIM har gjennomsnittlig bare benyttet 20 prosent av risikorammen for å investere aktivt, målt ved forventet relativ volatilitet. Det kan hevdes at dette målet overdriver den faktiske risikoen ved den aktive forvaltningen. En aktiv forvaltning tvinger forvalterne til å følge bedre med på investeringene, noe som i seg selv trolig fører til lavere risiko i fondet.

#### **Konklusjon**

For en gjennomsnittsinvestor er markedsporteføljen ofte det beste alternativet. Statens pensjonsfond utland og NBIM som forvalter skiller seg fra gjennomsnittsinvestoren på en rekke områder, først og fremst når det gjelder størrelse og investeringshorisont. Den aktive forvaltningsstrategien for fondet søker å utnytte disse forskjellene til fondets fordel. Det vil bare være mulig dersom det er stabilitet i rammebetingelsene.

Det er vår vurdering at en passiv tilnærming til operative beslutninger er et alternativ uten en god teoretisk eller praktisk begrunnelse. Den operative forvaltningen består av et stort antall løpende beslutninger som hver for seg har stor økonomisk konsekvens. Alle beslutningene må tas på et informert og analytisk grunnlag som innenfor gitte rammer søker å oppnå høyest mulig avkastning i forhold til referanseporteføljen.

## Kostnader ved aktiv forvaltning

Norges Banks målsetting for den aktive forvaltningen er å oppnå en netto årlig verdiskaping på 25 basispunkter over tid. Netto verdiskaping er differansen mellom fondets faktiske resultater i den aktive forvaltningen og resultater som kunne ha vært realisert med en passiv indeksforvaltning.

Norges Bank presenterer jevnlig tall for brutto meravkastning. Dette begrepet baserer seg på faktiske porteføljeverdier og er et vel definert avkastningsmål som er vanlig å benytte i rapporteringen for internasjonale fond. Det er derfor hensiktsmessig for Norges Bank å rapportere et slikt tall av hensyn til sammenlignbarhet. Siden oppstart har brutto meravkastning i fondet vært 25 basispunkter i årlig gjennomsnitt.

Mens brutto meravkastning er et tall som fremkommer av regnskapene, vil beregninger av netto verdiskaping være skjønnsmessige. En sammenligner da den faktiske forvaltningen med en tenkt forvaltning.

Ved en passiv indeksforvaltning tar en utgangspunkt i en referanseindeks. Referanseindeksen er en teoretisk indeks som følger fastsatte regler. Skal en foreta faktiske investeringer lik denne indeksen, vil det påløpe kostnader. De viktigste kostnadselementene vil være:

1. *Innfasings- og rebalanseringskostnader* vil påløpe ved en passiv forvaltning. I takt med store oljeinntekter har Statens pensjonsfond utland fått store kapitaltilførsler de senere årene. Innfasingen av nye midler er ressurskrevende. I tillegg påløper det kostnader når de strategiske vektene i fondets referanseportefølje blir endret, for eksempel ved nye regionalvekter eller endret aktiva-allokering. Likviditetskostnader, markedspåvirkning og kostnader ved at det iblant ikke er praktisk mulig å få tak i enkelte verdipapirer, bidrar til at avkastningen med en passiv strategi gjennomgående vil være lavere enn referanseindeksens avkastning, som ikke er justert for disse kostnadene. Innfasings- og rebalanseringskostnadene har variert betydelig for fondet, men gjennomsnittlig har de så langt utgjort rundt 10 basispunkter i året. Dersom tilførselene til fondet og endringene i referanseindeksen blir mindre i årene fremover, kan disse kostnadene også falle.
2. *Løpende kostnader ved indekstilpasning.* Sammensetningen av referanseporteføljen endres kontinuerlig av de markedsaktørene som eier markedsindeksene, i tråd med fastsatte regler. For et passivt forvaltet fond vil det typisk skje en mekanisk tilpasning til indeksendringer, som innebærer en kostnad for fondet. Denne kostnaden har Norges Bank tidligere anslått til 4 basispunkter årlig. Anslaget påvirkes av fondets investeringsunivers og markedsforhold. For eksempel vil faktorer som inkludering av fremvoksende markeder og sviaktende likviditet i rentemarkedene bidra til å øke denne kostnaden.
3. *Forvaltningskostnader.* Uavhengig av strategi vil det påløpe forvaltningskostnader. De vil være høyere for aktiv enn passiv forvaltning.

Fondet har så langt i gjennomsnitt hatt forvaltningskostnader på 10 basispunkter årlig, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Høyst anslagsvis kan rundt halvparten av disse kostnadene knyttes til aktiv forvaltning. I de senere årene har eksterne forvaltning i all hovedsak vært aktive mandater.

Et passivt indeksfond vil også kunne ha noen inntekter, sammenlignet med den teoretiske indeksen. Den viktigste inntektskomponenten vil være:

4. *Inntekter fra utlån av verdipapirer.* Slike inntekter er inkludert i den brutto meravkastning som fondet oppnår i sin aktive forvaltning i dag. Som årlig gjennomsnitt siden 1998 har fondet hatt inntekter tilsvarende 5 basispunkter fra utlånsvirksomheten. En kan sette spørsmålsteget ved hvor store utlånsinntekter som er forenlige med et passivt investeringsmandat, men de vil være mindre enn ved aktiv forvaltning. Disse inntektene er ikke risikofrie. På samme måte som øvrige strategier som tar sikte på å skape verdier for fondet, baserer også denne aktiviteten seg på kompetanse og systemer hos forvalteren. Utlånsaktiviteten krever gode kunnskaper om motparter og markedet, gode teknologiske løsninger og et solid juridisk rammeverk.

Skulle en svært skjønnsmessig anslå kostnadene ved en passiv indeksforvaltning må en legge sammen kostnadselementene i punkt 1-3 og trekke fra inntektskomponenten i punkt 4. En passivt forvaltet indeksportefølje vil da typisk oppnå en netto mindreaktning, som på usikkert grunnlag kan anslås til 10-15 basispunkter, avhengig av hva en regner med av inntekter på utlånsvirksomheten og hvor store transaksjonskostnadene vil være fremover.

Netto verdiskaping er som nevnt over, definert som forskjellen mellom fondets faktiske resultater i den aktive forvaltningen minus resultater som kunne ha vært realisert med en passiv indeksforvaltning.

Brutto meravkastning har siden oppstart vært 25 basispunkter i årlig gjennomsnitt. Med forvaltningskostnader på 10 basispunkter per år, vil meravkastning etter samtlige kostnader bli 15 basispunkter. Denne meravkastningen ved aktiv forvaltning kan imidlertid ikke sammenlignes med en teoretisk referanseindeks, men med en praktisk gjennomførbart, passiv indeksforvaltning. En slik passiv forvaltning vil typisk kunne ha en mindreaktning på minst 10 basispunkter. Netto verdiskaping ved den aktive forvaltningen sammenlignet med et slikt alternativ, vil dermed være i området 25 basispunkter.

Den oppnådde brutto meravkastningen på 25 basispunkter årlig er ved en slik sammenligning i samme størrelsesorden som den skjønnsmessige anslåtte netto verdiskapingen ved den aktive forvaltningen. Selv om disse størrelsene kan avvike over tid, har også tidligere beregninger Norges Bank har gjort, vist at det historisk har vært liten forskjell mellom disse størrelsene.

# Regnskapsrapportering

Norges Banks årsregnskap, som omfatter Statens pensjonsfond utland, ble fastsatt av representantskapet 4. mars 2010. Som en del av dette årsregnskapet inngår spesifisert regnskapsoppstilling med tilleggsmasjon for Statens pensjonsfond utland, presentert i en egen note. Denne, og utdrag av regnskapsprinsippene til Norges Bank, er gjengitt under.

## Resultatregnskap

Tall i millioner kroner	Note	2009	2008
<b>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</b>			
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker		462	494
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler		696	14 189
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:			
- Aksjer og andeler	3	488 082	-595 304
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	3	118 971	-686
- Finansielle derivater		7 398	-31 210
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		-2 571	-20 124
Andre rentekostnader		-60	-613
Andre kostnader		-193	45
<b>Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer</b>	1	<b>612 785</b>	<b>-633 209</b>
Valutakursreguleringer		-417 607	506 163
<b>Sum resultat</b>		<b>195 178</b>	<b>-127 046</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	2	-3 228	-2 165
<b>Årsresultat</b>		<b>191 950</b>	<b>-129 211</b>

## Balanse

<i>Tall i millioner kroner</i>	Note	2009	2008
<b>EIENDELER</b>			
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>			
Innskudd i utenlandske banker		4 644	18 111
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	3	191 473	274 132
Avgitt kontantsikkerhet	3	140	114
Aksjer og andeler	4	1 496 759	943 337
Utlånte aksjer	3,4	150 847	182 612
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	4	908 222	1 421 565
Utlånte obligasjoner	3,4	161 990	191 482
Finansielle derivater	5	2 263	39 579
Uoppgjorte handler		17 572	102 574
Andre fordringer	6	251	17 164
<b>SUM FINANSIELLE EIENDELER</b>	8,9	<b>2 934 161</b>	<b>3 190 670</b>
<b>GJELD OG EIERS KAPITAL</b>			
<b>FINANSIELL GJELD</b>			
Kortsiktig innlån	3	6 238	133
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	3	109 536	514 395
Mottatt kontantsikkerhet	3	154 676	188 608
Finansielle derivater	5	8 118	75 899
Uoppgjorte handler		11 925	132 718
Annen gjeld	6	3 625	3 463
Skyldig forvaltningsgodtgjøring		3 228	2 165
<b>SUM FINANSIELL GJELD</b>	8,9	<b>297 346</b>	<b>917 381</b>
Eiers kapital	7	2 636 815	2 273 289
<b>SUM GJELD OG EIERS KAPITAL</b>		<b>2 934 161</b>	<b>3 190 670</b>

Statens pensjonsfond utland blir presentert på følgende måte i Norges Banks balanse:

<i>Tall i millioner kroner</i>	2009	2008
<b>EIENDELER</b>		
Plasseringer for Statens pensjonsfond utland	2 636 815	2 273 289
<b>GJELD</b>		
Innskudd kronekonto Statens pensjonsfond utland	2 636 815	2 273 289

# Noter til regnskapsrapportering

## Note 0 Regnskapsprinsipper

Regnskapsprinsippene for Norges Bank er vedtatt av representantskapet. Regnskapsprinsippene for Norges Bank er etter avtale med Finansdepartementet også fulgt for Statens pensjonsfond utland. Et utdrag av disse regnskapsprinsippene er gjengitt under.

### 1 Generelt

#### Grunnlag for utarbeidelse av årsregnskapet

Norges Bank er underlagt lov om Norges Bank og pengevesenet, og er ikke pålagt å følge norsk regnskapslovgivning. Regnskapet er likevel, med enkelte unntak, utarbeidet i samsvar med regnskapsloven 1998 og god regnskapsskikk i Norge. Avvikene er i all hovedsak begrunnet ut fra sentralbankspesifikke forhold.

Regnskapsloven fravikes hovedsakelig på følgende områder:

- Oppstillingsplan for resultat og balanse er tilpasset bankens virksomhet.
- Kontantstrømsanalyse er ikke utarbeidet.
- Valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte verdiendringer på finansielle instrumenter er skilt ut og presentert på egen linje.
- Noteopplysningene er tilpasset Norges Banks virksomhet.
- Alle aksjer, obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer samt finansielle derivater vurderes til virkelig verdi.

#### Endring av klassifikasjon og presentasjon i 2009

Fra og med årsregnskapet for 2009 er det gjort følgende endring i klassifikasjon og presentasjon:

- Finansielle derivater og uoppgjorte handler motregnes ikke i balansen.
- Utlånte verdipapirer er presentert på egne linjer i balansen

Sammenligningstall for 2008 er omarbeidet.

#### Presentasjon av Statens pensjonsfond utland

Finansdepartementet har et kroneinnskudd i Norges Bank vedrørende Statens pensjonsfond utland. Motverdien av kroneinnskuddet blir forvaltet av Norges Bank og investert i utenlandsk valuta i en egen øremerket portefølje. Forvaltningen utføres i samsvar med retningslinjer gitt for forvaltningen. Den oppnådde avkastningen ved forvaltningen henføres i sin helhet til kronekontoen. Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i fondet. Oppnådd resultat for Statens pensjonsfond utland påvirker derfor ikke Norges Banks resultat eller Norges Banks egenkapital. Plasseringer for Statens pensjonsfond utland presenteres netto på egen linje som en eiendel. Kronekontoen presenteres som tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet. Det utarbeides en separat regnskapsoppstilling for Statens pensjonsfond utland som inngår som egen note i Norges Banks årsregnskap.

### 2 Bruk av estimater ved utarbeidelsen av årsregnskapet

Utarbeidelse av Norges Banks regnskap innebærer bruk av estimater og vurderinger som kan påvirke eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og skjønnsmessige vurderinger vurderes løpende og er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet. Estimatenes er basert på beste skjønn, men faktisk resultat kan avvike fra estimatene. I de tilfellene hvor det foreligger estimater, er dette spesielt omtalt i de respektive noter.

### 3 Valuta

Norges Banks funksjonelle valuta er norske kroner. Transaksjoner i utenlandsk valuta regnskapsføres til valutakursen på transaksjonstidspunktet. 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 finansielle instrumenter skilt ut og presentert på egen linje. Periodens valutakursregulering estimeres basert på opprinnelig kostpris i valuta og endring i valutakurser mellom kjøpstidspunktet, eller forrige balansedag for finansielle instrumenter kjøpt i tidligere perioder, og balansedagen. Ved realisasjon legges valutakursen på transaksjonstidspunktet til grunn.

### 4 Finansielle instrumenter

#### 4.1 Innregning og fraregning

Finansielle eiendeler eller forpliktelser innregnes i balansen når Norges Bank blir part i instrumentets kontraktsmessige bestemmelser. Transaksjoner blir innregnet på handelsdato.

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktsmessige rettene til kontantstrømmene utløper, eller når den finansielle eiendelen og det vesentligste av risiko og avkastning knyttet til eierskap av eiendelen overføres. Ved fraregning tilordnes gjennomsnittlig anskaffelseskost.

Finansielle forpliktelser blir fraregnet når forpliktelsen har opphørt.

## 4.2 Verdivurdering

### *Første gangs regnskapsføring*

En finansiell eiendel eller forpliktelse innregnes til anskaffelseskost inklusive direkte transaksjonskostnader. Direkte transaksjonskostnader omfatter kurtasje, stempelavgift og kommisjon betalt under kommisjonsdelingsavtaler (CSA).

### *Etterfølgende verdimåling*

Finansielle eiendeler og forpliktelser regnskapsføres til virkelig verdi på balansedagen. Virkelig verdi er det estimert beløp en eiendel kan omsettes for eller en forpliktelse gjøres opp med i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter.

For verdipapirer som omsettes i et aktivt marked, settes virkelig verdi til notert kurs fra børs, prisleverandør eller megler.

For verdipapirer som ikke omsettes i et aktivt marked, benyttes verdsettingsmetoder for å estimere virkelig verdi. Verdsettingsmetoder omfatter bruk av nylig foretatte markedstransaksjoner på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter, dersom slike er tilgjengelige, henvisning til løpende virkelig verdi av et annet instrument som er praktisk talt det samme, diskontert kontantstrømsberegning og opsjonsprisinde-modeller. Dersom det er en verdsettingsmetode som er i vanlig bruk av deltakerne i markedet for å prissette instrumentet, og denne teknikken har vist seg å gi pålitelige estimater av priser oppnådd i faktiske markedstransaksjoner, benyttes denne teknikken. Det benyttes markedsinformasjon i verdsettingsmetodene så langt som mulig.

Endringer i virkelig verdi resultatføres. Direkte transaksjonskostnader knyttet til finansielle instrumenter som måles til virkelig verdi, presenteres da i resultatregnskapet på samme linje som det instrumentet de respektive transaksjonskostnadene tilhører.

Fordringer og kortsiktige gjeldsposter som ikke er derivater, måles til amortisert kost, og den effektive renten resultatføres.

## 4.3 Utlån av verdipapirer

Utlån av finansielle instrumenter skjer ved at verdipapirer overføres fra Norges Bank til en innlåner mot at innlåner stiller sikkerhet i form av kontanter eller andre verdipapirer. Ved opphør av lånet skal identiske verdipapirer leveres tilbake. Innlåner forplikter seg til å kompensere utlåner for ulike hendelser tilknyttet verdipapirene, som tegningsrettigheter, utbytte med mer. I tillegg betaler innlåner gebyr. Innlåner har stemmerett på verdipapirer i låneperioden.

Utlånte verdipapirer fraregnes ikke fra Norges Banks balanse. I avtaleperioden regnskapsføres det etter de ordinære regnskapsregler for verdipapirer. Utlånsgebyr inntektsføres løpende.

Mottatt sikkerhetsstillelse i form av kontanter innregnes i balansen med en tilhørende forpliktelse som måles til amortisert kost. Sikkerhet i form av verdipapirer innregnes dersom de er reinvestert. Urealisert og realisert gevinst og tap på reinvesteringene målt til virkelig verdi er ført i resultatregnskapet.

## 4.4 Gjenkjøps-/gjensalgavtaler

Ved gjenkjøpsavtaler fraregnes ikke verdipapiret ved inngåelse av gjenkjøpsavtalen. I avtaleperioden regnskapsføres det etter de ordinære regnskapsregler for verdipapirer. Mottatt kontantbeløp innregnes som en finansiell eiendel og med en tilsvarende kortsiktig finansiell forpliktelse til amortisert kostpris.

Ved gjensalgavtaler vil ikke det underliggende verdipapir bli innregnet i balansen. Det avgitte kontantbeløpet fraregnes fra balansen, og en tilsvarende fordring på å få tilbake kontantbeløpet innregnes i balansen.

## 4.5 Opptjente og påløpte renter

Opptjente og påløpte renter presenteres i balansen på samme linje som den tilhørende finansielle eiendelen eller forpliktelsen.

## 5 Skatt

Norges Bank er ikke skattepliktig for sin virksomhet i Norge.

Trukket kildeskatt på utbetalt dividende og kupongrente i utenlandske markeder presenteres som reduksjon i aktuell inntekt. Dersom kildeskatten kan kreves tilbakebetalt, vises dette som en fordring.

## 6 Forvaltningsgodtgjøring

Norges Banks kostnader knyttet til forvaltning av Statens pensjonsfond utland dekkes av Finansdepartementet innenfor en øvre grense. Forvaltningsgodtgjøring er tatt hensyn til ved avslutningen av regnskapet, men blir først gjort opp i påfølgende år.

## Note 1 Resultat fra forvaltning før valutakursfordeling

Tall i millioner kroner, 31. desember 2009	Renter	Utbytte	Inntekt/ kostnad	Realiserte gevinst/tap	Urealiserte gevinst/tap	Sum
Renteinntekter på innskudd i utenlandske banker	462	.	.	.	.	462
Renteinntekter på utlån knyttet til gjensalgsvtaler	696	.	.	.	.	696
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:						
- Aksjer og andeler	.	38 632	1 707	-69 134	516 877	488 082
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	56 800	.	457	1 081	60 633	118 971
- Finansielle derivater	-6 195	.	.	-15 483	29 076	7 398
Rentekostnad innlån	-2 571	.	.	.	.	-2 571
Andre rentekostnader	-60	.	.	.	.	-60
Andre kostnader	.	.	-193	.	.	-193
<b>Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer</b>	<b>49 132</b>	<b>38 632</b>	<b>1 971</b>	<b>-83 536</b>	<b>606 586</b>	<b>612 785</b>

## Note 2 Forvaltningskostnader

	2009		2008	
	Tall i tusen kroner	Prosent	Tall i tusen kroner	Prosent
Interne kostnader	779 520	.	658 423	.
Kostnader til depot og oppgjør	289 279	.	341 135	.
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	431 931	.	420 376	.
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	1 401 762	.	486 859	.
Øvrige kostnader	325 488	.	258 430	.
<b>Sum alle forvaltningskostnader</b>	<b>3 227 979</b>	<b>0,14</b>	<b>2 165 223</b>	<b>0,11</b>
<b>Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>1 826 217</b>	<b>0,08</b>	<b>1 678 364</b>	<b>0,08</b>

## Note 3 Gjengkjøps- og gjensalgsvtaler, utlån verdipapirer og avgitt/mottatt kontantsikkerhet

### 3.1 Gjengkjøps- og gjensalgsvtaler

Norges Bank gjør handler i gjengkjøps- og gjensalgsvtaler for å finansiere posisjoner til lavest mulig pris, og for å skape merinntekter for fondet. Følgende tabeller viser posisjoner i gjengkjøps- og gjensalgsvtaler som er balanseført per 31.12.2009:

#### Utlån knyttet til gjensalgsvtaler

Tall i millioner kroner	31.12.2009	31.12.2008
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler, finansiering	65 824	160 009
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler, reinvesteringer av kontantsikkerhet knyttet til utlån av verdipapirer	125 649	114 123
<b>Utlån knyttet til gjensalgsvtaler</b>	<b>191 473</b>	<b>274 132</b>

#### Kortsiktig innlån

Kortsiktig innlån består av innlån som benyttes i likviditetsstyringen av porteføljen, og som har en løpetid fra 1 til 10 dager. Dette utgjør 6 238 millioner kroner per 31.12.2009.

#### Innlån knyttet til gjengkjøpsvtaler

Tall i millioner kroner	31.12.2009	31.12.2008
<b>Innlån knyttet til gjengkjøpsvtaler</b>	<b>109 536</b>	<b>514 395</b>



### 3.2 Kontantsikkerhet

Fondet avgir og mottar kontantsikkerhet i flere forskjellige sammenhenger. Dette gjelder i forbindelse med overvåking av posisjoner i ikke børsnoterte finansielle derivater, ved utlån av verdipapirer og i forbindelse med marginering av posisjoner i gjenkjøps- og gjensalgsvtaler. Denne kontantsikkerheten er balanseført fordi Norges Bank har tilgang til beholdningen på bankkonto. Følgende tabeller viser beløpene som er balanseført per 31.12.2009:

#### Avgitt kontantsikkerhet

Tall i millioner kroner	31.12.2009	31.12.2008
Kontantsikkerhet avgitt knyttet til ikke børsnoterte finansielle derivater	-	114
<b>Kontantsikkerhet avgitt knyttet til marginering av gjenkjøps-/gjensalgsvtaler</b>	<b>140</b>	<b>-</b>
<b>Avgitt kontantsikkerhet</b>	<b>140</b>	<b>114</b>

#### Mottatt kontantsikkerhet

Tall i millioner kroner	31.12.2009	31.12.2008
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til utlån av verdipapirer	154 676	185 606
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke børsnoterte finansielle derivater	-	2 883
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til marginering av gjenkjøps-/gjensalgsvtaler	-	119
<b>Mottatt kontantsikkerhet</b>	<b>154 676</b>	<b>188 608</b>

### 3.3 Utlån av verdipapirer

#### Utlånte verdipapirer

Tabellen nedenfor viser verdipapirer som var lånt ut gjennom utlånsprogrammer ved årsskiftet. Disse eiendelene er balanseført under "Utlånte aksjer" og "Utlånte obligasjoner".

Tall i millioner kroner	31.12.2009	31.12.2008
Utlånte aksjer	150 847	182 612
Utlånte obligasjoner	161 990	191 482
<b>Sum sikrede utlån av verdipapirer</b>	<b>312 837</b>	<b>374 094</b>

Norges Bank har inngått utlånsavtaler med eksterne utlånsagenter. Disse avtalene har bestemmelser som sikrer Norges Banks interesser dersom låntageren av verdipapirene ikke kan levere dem tilbake, og dersom den sikkerheten som er stilt for utlånet, ikke er tilstrekkelig til å dekke tapene.

#### Sikkerheter mottatt i forbindelse med utlån av verdipapirer

Tall i millioner kroner	31.12.2009		31.12.2008	
	Balanseført	Virkelig verdi	Balanseført	Virkelig verdi
<b>Mottatte sikkerheter</b>				
Kontantsikkerhet	154 676	154 676	185 606	185 606
Sikkerhetsstillelse i form av aksjer	-	92 191	-	137 628
Sikkerhetsstillelse i form av obligasjoner	-	79 896	-	66 721
<b>Sum sikkerhetsstillelser</b>	<b>154 676</b>	<b>326 763</b>	<b>185 606</b>	<b>389 955</b>

#### Reinvesteringer av kontantsikkerhet

Sikkerhet i form av kontanter reinvesteres i gjensalgsvtaler eller obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer med høyeste kredittkarakter (Aaa fra Moody's). Nedenstående tabell viser reinvesteringene ved årsskiftet, slik de fremkommer i balansen (til virkelig verdi):

Tall i millioner kroner	31.12.2009	31.12.2008
<b>Reinvesteringer knyttet til utlån av verdipapirer</b>		
<b>Utlån knyttet til gjensalgsvtaler</b>	<b>125 649</b>	<b>114 124</b>
Asset-backed securities	21 338	39 150
Structured investment vehicles	692	2 461
Andre rentebærende verdipapirer	4 600	21 564
<b>Sum reinvesteringer i form av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>26 630</b>	<b>63 175</b>
<b>Sum reinvesteringer</b>	<b>152 279</b>	<b>177 299</b>

Reinvesteringene er balanseført under "Utlån knyttet til gjensalgsvtaler" og "Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer".

Netto inntekter fra utlånte aksjer er resultatført med 1 707 millioner kroner på resultatlinjen Netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra aksjer og andeler. Dette består både av inntekter og kostnader knyttet til utlånsaktiviteten. Netto inntekter fra utlånte obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer er resultatført med 457 millioner kroner på resultatlinjen Netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer. Som følge av en positiv markedsutvikling i 2009 og realiseringer ble tidligere urealisert tap på 6 377 millioner kroner knyttet til investeringer i obligasjoner tilbakeført i 2009, på linjen Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer. Deler av dette er knyttet til beholdninger som er solgt i løpet av året, og vil motsvares av en realisert gevinst eller tap som inngår i netto inntekter for utlånte verdipapirer. Endring i urealisert tap gjennom året for obligasjoner som fremdeles var i beholdningen ved utgangen av 2009 var inntektsført med 2 922 millioner kroner. Tilsvarende ble et urealisert tap på 5 640 millioner kroner resultatført for disse reinvesteringene i 2008.

#### Note 4 Aksjer og andeler/obligasjoner og andre rentebærende papirer

Tall i millioner kroner, 31.12.2009	Anskaffelses-kost	Virkelig verdi	Opptjente renter/utbytte	Sum virkelig verdi
<i>Aksjer og andeler:</i>				
Børsnoterte aksjer og andeler	1 637 821	1 645 746	1 860	1 647 606
<b>Sum aksjer og andeler</b>	<b>1 637 821</b>	<b>1 645 746</b>	<b>1 860</b>	<b>1 647 606</b>
Herav utlånte aksjer				150 847
<i>Stats- og statsrelaterte obligasjoner:</i>				
Statsobligasjoner	329 580	320 011	4 541	324 552
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	30 739	31 213	682	31 895
Obligasjoner utstedt av overnasjonale enheter	25 105	25 733	418	26 151
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	85 057	82 552	1 343	83 895
<b>Sum stats- og statsrelaterte obligasjoner</b>	<b>470 481</b>	<b>459 509</b>	<b>6 984</b>	<b>466 493</b>
<i>Realrenteobligasjoner:</i>				
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	81 879	87 646	455	88 101
Realrente obligasjoner utstedt av selskaper	586	511	1	512
<b>Sum realrente obligasjoner</b>	<b>82 465</b>	<b>88 157</b>	<b>456</b>	<b>88 613</b>
<i>Selskapsobligasjoner:</i>				
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	22 458	21 610	399	22 009
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	144 379	125 119	2 427	127 546
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	79 360	76 616	1 496	78 112
<b>Sum selskapsobligasjoner</b>	<b>246 197</b>	<b>223 345</b>	<b>4 322</b>	<b>227 667</b>
<i>Verdipapiriserte obligasjoner:</i>				
Obligasjoner med fortrinnsrett	200 692	205 907	4 444	210 351
Mortgage Backed Securities	62 503	50 888	259	51 147
Asset-backed Securities	20 623	14 621	71	14 692
Commercial Mortgage Backed Securities	12 449	10 453	67	10 520
<b>Sum verdipapiriserte obligasjoner</b>	<b>296 267</b>	<b>281 869</b>	<b>4 841</b>	<b>286 710</b>
<b>Andeler i verdipapirfond</b>	<b>644</b>	<b>729</b>	<b>-</b>	<b>729</b>
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>1 096 054</b>	<b>1 053 609</b>	<b>16 603</b>	<b>1 070 212</b>
Herav utlånte obligasjoner				161 990

## Note 5 Finansielle derivater

Tabellen nedenfor viser de finansielle derivatenes nominelle verdier for kjøpte (lange) og solgte (korte) posisjoner, som eksponering. Nominelle verdier er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinster og tap for kontraktene. I tillegg er eiendel (positive) og gjeld (negative) til markedsverdi vist.

Tall i millioner kroner	Eksponering				Virkelig verdi		
	31.12.2009		Gjennomsnitt 2009		31.12.2009		
	Kjøp	Salg	Kjøp	Salg	Eiendel	Gjeld	Netto
<b>Valutahandler</b>	<b>16 233</b>	<b>0</b>	<b>10 662</b>	<b>0</b>	<b>178</b>	<b>30</b>	<b>148</b>
<b>Børsnoterte futureskontrakter</b>	<b>20 185</b>	<b>11 037</b>	<b>23 890</b>	<b>22 655</b>	<b>105</b>	<b>393</b>	<b>288</b>
Rentebytteavtaler	826	64 571	62 351	109 385	120	5 419	-5 299
Kredittbytteavtaler	24 254	2 953	32 193	19 299	144	1 166	-1 022
Aksjebytteavtaler	2 453	28	1 747	83	183	11	172
<b>Sum bytteavtaler</b>	<b>27 533</b>	<b>67 552</b>	<b>96 291</b>	<b>128 767</b>	<b>447</b>	<b>6 596</b>	<b>-6 149</b>
<b>Opsjoner</b>	<b>34 764</b>	<b>19 149</b>	<b>33 859</b>	<b>20 986</b>	<b>1 533</b>	<b>1 099</b>	<b>434</b>
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>98 715</b>	<b>97 738</b>	<b>164 702</b>	<b>172 408</b>	<b>2 263</b>	<b>8 118</b>	<b>-5 855</b>

### Valutahandler

Dette omfatter valutahandler (terminkontrakter) med vanlig oppgjør og med fremtidig levering. Eksponering er sum nominell verdi av inngåtte kontrakter.

### Børsnoterte futures-kontrakter

Eksponering er nominell verdi av kontraktene.

### Ikke børsnoterte finansielle derivater (OTC)

#### Rentebytteavtaler

Inkludert i denne posten er rentebytteavtaler og rente- og valutabytteavtaler.

Eksponering er nominell verdi og uttrykker hvorvidt Norges Bank mottar (har kjøpt) eller betaler (har solgt) fast rente.

#### Kredittbytteavtaler

Ved en kredittbytteavtale mottar selger av beskyttelse en periodisk premie eller et engangsbeløp fra kjøper av beskyttelse som en kompensasjon for å overta kredittrisikoen. Kjøper av beskyttelse mottar betaling fra selger kun hvis kredittbeskyttelsen av underliggende kreditt utløses (utløsende hendelse). En utløsende hendelse kan for eksempel være et mislighold av underliggende kreditt/obligasjonslån. Beskyttelsen opphører normalt etter første utløsende hendelse.

Underliggende kreditt for kredittbytteavtalene er selskapsobligasjoner, verdipapirer utstedt av nasjonalstater, indeks bestående av selskapsobligasjoner, ABS-indekser (Asset-Backed Securities) og CMBS-indekser (Commercial Mortgage Backed Securities).

Eksponering uttrykker hvorvidt Norges Bank har kjøpt eller solgt beskyttelse mot hele eller deler av kredittrisikoen knyttet til de ulike typer av underliggende.

#### Aksjebytteavtaler

Aksjebytteavtaler er avtaler mellom to motparter om å bytte betalingsstrømmer basert på endringer i underliggende verdipapir, som kan være en aksje, gruppe av aksjer eller en indeks. I tillegg til den periodiske kontantstrømmen mottar man innbetalinger i forbindelse med dividende og selskaphendelser.

Eksponering tilsvarer nominell verdi av kontraktene.

#### Opsjoner

Eksponering uttrykker nominell verdi av kontraktene. Opsjonskontrakter som fondet har skrevet, er plassert under solgte kontrakter. Opsjoner hvor Norges Bank betaler en premie, ligger under kjøpte kontrakter.

## Note 6 Andre fordringer / Annen gjeld

Tall i millioner kroner	31.12.2009	31.12.2008
Kildeskatt	176	663
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning	0	16 259
Opptjente renter utlån verdipapir	75	242
<b>Sum andre fordringer</b>	<b>251</b>	<b>17 164</b>

Tall i millioner kroner	31.12.2009	31.12.2008
Skyldig skatt på gevinst aksjer i utlandet	256	87
Annen gjeld i utlandet	176	3 376
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning	3 193	0
<b>Sum annen gjeld</b>	<b>3 625</b>	<b>3 463</b>

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

## Note 7 Eiers kapital

Tall i millioner kroner	2009	2008
Innskudd kronekonto per 01.01	2 273 289	2 016 955
Tilførsel i løpet av året	171 577	385 545
Forvaltningsgodtgjørelse til Norges Bank	-3 228	-2 165
Resultat tilført/fratrukket kronekonto	195 177	-127 046
<b>Eiers kapital – innskudd kronekonto pr. 31.12</b>	<b>2 636 815</b>	<b>2 273 289</b>

## Note 8 Valutafordeling

Tall i millioner kroner	31.12.2009						
	USD	CAD	EUR	GBP	JPY	Andre	Sum
Innskudd i utenlandske banker	1 806	27	432	66	151	2 161	4 644
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	76 516	-	89 846	18 437	534	6 139	191 474
Avgitt kontantsikkerhet	140	-	-	-	-	-	140
Aksjer og andeler (inkl utlånte)	515 140	46 119	424 693	240 512	89 018	332 124	1 647 606
Obligasjoner og andre rentebærende papirer (inkl utlånte)	352 835	22 133	503 028	121 222	45 310	25 684	1 070 212
Finansielle derivater	3 344	682	-6 149	91	-3	4 298	2 263
Uoppgjorte handler	15 358	62	599	246	159	1 150	17 572
Andre fordringer	64	1	116	9	-	62	251
<b>SUM FINANSIELLE EIENDELER</b>	<b>965 203</b>	<b>69 023</b>	<b>1 012 565</b>	<b>380 583</b>	<b>135 170</b>	<b>371 618</b>	<b>2 934 161</b>
Kortsiktige innlån	2 071	-141	-18	3 245	793	289	6 238
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	41 163	1 081	20 589	40 357	1 433	4 914	109 536
Mottatt kontantsikkerhet	52 399	-	101 357	920	-	-	154 676
Finansielle derivater	5 985	306	4 316	2 974	78	-5 541	8 118
Uoppgjorte handler	7 747	151	584	141	191	3 111	11 925
Annen gjeld	2 209	66	1 101	131	-140	257	3 625
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	.	.	.	.	.	3 228	3 228
<b>SUM FINANSIELL GJELD</b>	<b>111 574</b>	<b>1 463</b>	<b>127 929</b>	<b>47 768</b>	<b>2 355</b>	<b>6 258</b>	<b>297 346</b>

## Note 9 Risiko og verdsettelse

Risikostyring er en viktig aktivitet for Norges Bank. Prosesser er etablert for å identifisere, måle og overvåke alle de viktigste risikoer som Norges Bank og Statens pensjonsfond utlands eiere er eksponert mot gjennom den virksomhet som bedrives. De fire viktigste områdene er markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko og operasjonell risiko. Kravene til styring og måling av disse risikokategoriene er nedfelt i retningslinjer fra Hovedstyret med basis i Finansdepartementets utvidede retningslinjer.

I løpet av 2009 stabiliserte finansmarkedene seg. Økt risikoappetitt, noe bedre forventninger til veksten i verdensøkonomien og bedret likviditet i obligasjonsmarkedene medførte stigende priser på aksjer, obligasjoner og råvarer fra mars 2009 og frem til årsskiftet. Selv om prisusikkerheten på deler av porteføljen fortsatt oppleves som stor, er denne totalt sett en helt annen enn den var ved årsslutt 2008 og er nå ansett å ha kommet tilbake til et nivå som gir god trygghet rundt verdifastsettelsen.

### Markedsrisiko

Markedsrisiko er risiko knyttet til endring av fondets verdi grunnet endringer i renter, aksjepriser og/eller valutakurser. Norges Bank måler både absolutt og relativ markedsrisiko i fondet.

Forventet absolutt risiko kan estimeres med basis i den faktiske porteføljen til enhver tid. Standardavviket er et statistisk begrep, som sier noe om hvor store variasjoner man kan vente i fondets avkastning. Tabellen under illustrerer markedsrisikoen, uttrykt ved forventet årlig standardavvik, i Pensjonsfondets faktiske portefølje på overordnet nivå og for de to aktivklassene aksjer og renter.

	Risikomål	31.12.09	Min. 2009	Maks 2009	Gj. snitt 2009	31.12.08
Total risiko, portefølje	St. avvik	7,2 %	7,2 %	21,7 %	13,7 %	22,2 %
Aksjeportefølje	St. avvik	10,0 %	10,0 %	35,8 %	20,6 %	36,7 %
Renteporfølje	St. avvik	10,0 %	10,0 %	22,6 %	15,6 %	21,5 %

Risikotallet ved utgangen av 2009 betyr at man i 2 av 3 år forventer at fondets verdi svinger innenfor +/-7,2 prosent av total markedsverdi (ett standardavvik) basert på den faktiske porteføljen på dette tidspunkt. Markedsrisikoen målt på denne måten er redusert vesentlig i løpet av 2009. Det er særlig i første halvår at reduksjonen i forventet svingningsrisiko har funnet sted. Markedsrisikoen kan også uttrykkes med basis i de faktiske porteføljesvingningene gjennom året. Ved bruk av faktiske porteføljesvingninger er risikomålet i 2009 gjennomsnittlig 13,4% og 7,0% per års slutt.

Reduksjonen i risikonivået skyldes reduksjon i volatiliteten og at markedsituasjonen i stor grad er normalisert i løpet 2009. I løpet av 2009 er det ikke foretatt endringer i fondets referanseportefølje på annen måte enn at innfasingen av den økte aksjeandelen fra 40 til 60% ble fullført i løpet av 2. kvartal 2009.

### Risikomodellen

Modellen som benyttes, beregner forventet standardavvik for fondets verdi basert på porteføljesammensetningen og forutsetninger om dens følsomhet for svingninger i relevante markedsfaktorer og samvariasjonen mellom disse. I Norges Bank foretas risikoberegninger på regelmessig basis. Det benyttes både parametrisk beregningsmetode og beregning basert på Monte Carlo simulering. Parametrisk metode innebærer risikomodelering ved å forutsette at endringer i markedspriser er normalfordelte, mens Monte Carlo simulering innebærer å generere et stort antall simulerte avkastningsresultater og en tilhørende distribusjon. Ut fra distribusjonen kan man i begge tilfeller lese av forventet risiko i form av et standardavvik, dvs et mål på fondets forventede verdissinging. Parametrisk metode er benyttet ved beregning av tallene i ovenstående tabell. Volatiliteter og korrelasjoner estimeres basert på daglige historiske data hvor nyere markedsdata tillegges mer vekt enn gamle data. Denne risikomodellen reagerer således svært raskt på endringer i markedene.

### Risikomodeller, styrker og svakheter

Beregnet volatilitet er et statistisk risikomål som fanger opp og måler samvariasjonen i porteføljens eksponeringer på tvers av aktivklasser, markeder, instrumenter og valutaer.

En risikomodel som er i stand til å fange opp disse sammenhengene og gi et samlet risikoestimat er viktig ettersom fondet er bredt diversifisert. Siden dette er et modellbasert overslag, vil treffsikkerheten på estimatet være helt avhengig av forutsetningene bak modellen. Ved bruk av modellen er det viktig å ha kjennskap til de viktigste svakheterne:

- Beregnet volatilitet estimerer risiko over en gitt tidsperiode og forutsetter at eksponeringene er likvide og kan lukkes i angitt tidsperiode
- Beregnet volatilitet sier noe om risiko under normale markedsforhold og vil underestimere risiko i stressede markeder
- Beregnet volatilitet gir et punktestimat på risiko, men sier lite ingenting om den samlede risikoprofilen (eller halerisikoen)
- Annualisering av daglige risikotal inneberer at det antas at volatiliteten og porteføljesammensetningen er konstant over tid. Videre ligger det en antagelse om at forventet avkastning i suksessive perioder er null (random walk)

### Likviditetsrisiko

Norges Bank definerer likviditetsrisiko sett i forhold til forvaltning av Statens pensjonsfond utland som evnen til å gjennomføre endringer i sammensetningen av investeringsporteføljen på grunn av eksogene eller endogene forhold, uten å påføre fondet unormalt høye transaksjonskostnader. Styring av likviditetsrisiko er nedfelt i kontrollstrukturen.

For fondets posisjoner i aksjemarkedet er målingen av disse styringsvariablene ikke forbundet med store utfordringer siden vi stort sett eier aksjer som er notert på regulerte børser. Det eksisterer noen unntak fra dette, ved at enkelte lokale børser er lite velfungerende. For renteinstrumenter er målingen i utgangspunktet vanskeligere på grunn av at andelen ikke-børsnoterte instrumenter er betydelig. Utvikling i markedene siden sommeren 2007 har også medført ytterligere problemstillinger knyttet til kvantitative mål av likviditet i rentebaserte instrumenter.

Sammenlignet med 2008 har likviditetsrisikoen falt betydelig gjennom 2009. For store deler av rentemarkedet som praktisk talt stoppet opp etter Lehman Brothers' konkursen, har likviditeten gradvis kommet tilbake. Vår evne til å endre sammensetningen av renteporteføljen er derfor klart større nå sammenlignet med 2008. Likviditeten i rentemarkedet er likevel fortsatt markert lavere enn hva den var før uroen startet.

### Kredittrisiko

Kredittrisiko er risiko for tap som skyldes at utstedere av rentebærende instrumenter ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser overfor fondet. En annen form for kredittrisiko er motpartsrisiko som oppstår gjennom derivater, valutakontrakter og gjenkjøps-/salgsavtaler. Oppgjørsrisiko, som oppstår i forbindelse med kjøp og salg av verdipapirer som et resultat av at ikke alle transaksjoner skjer i realtid, medfører også motpartsrisiko.

I fondet oppstår kredittrisiko dels i renteporteføljen som følge av Finansdepartementets valg av investeringsstrategi og dels gjennom Norges Banks aktive forvaltning. Alle rentebærende verdipapirer som inngår i fondets referanseindeks, har en karakter fra ett av de tre store kredittvurderingsbyråene Standard & Poor's, Moody's eller Fitch. Alle tre byråer klassifiserer utstedere av rentebærende papirer etter deres kredittverdighet. For langsiktige obligasjonslån brukes en karakterskala fra AAA til D. Høyeste karakter fra S&P og Fitch er AAA og fra Moody's Aaa. Lavest karakter innenfor det som kalles "investment grade", er BBB fra S&P og Fitch og Baa fra Moody's. Lavere karakter enn det kalles "non-investment grade". Referanseindeksen for fondet inneholder bare obligasjoner med karakteren "investment grade". Tabellen nedenfor viser renteporteføljen fordelt etter kredittkarakter fra minst ett av kredittvurderingsbyråene ved årsskiftet.

Renteporteføljen fordelt etter kredittkarakter<sup>1)</sup>

Tall i millioner kroner	Aaa\AAA	Aa\AA	A	Baa\BBB	Ba\BB	Lavere	Ingen	Totalt
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	356 777	73 915	25 210	9 784	-	142	666	466 494
Realrenteobligasjoner	45 671	40 449	1 231	-	-	-	1 262	88 613
Selskapsobligasjoner	46 301	42 339	99 149	71 337	6 666	2 310	1 235	227 667
Pantesikrede obligasjoner	221 246	42 243	3 016	3 792	2 474	13 309	629	286 709
Andeler i verdipapirfond	-	-	-	-	-	-	729	729
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>628 325</b>	<b>198 946</b>	<b>128 606</b>	<b>84 913</b>	<b>9 140</b>	<b>15 761</b>	<b>4 521</b>	<b>1 070 212</b>

1) Basert på kredittvurdering fra minst ett av kredittvurderingsbyråene Moody's, Standard and Poor's or Fitch. Kategorien "ingen vurdering" inkluderer verdipapirer som ikke er vurdert av disse tre byråene. Disse verdipapirene kan være vurdert av andre, lokale byråer.

Følgende tabell viser eksponering mot kredittderivater:

Tall i millioner kroner	Nominelt beløp	Virkelig verdi
Kredittbysteavtaler, kjøpt beskyttelse	24 254	-938
Kredittbysteavtaler, solgt beskyttelse	2 953	-84

Kjøpt beskyttelse innebærer at fondets kredittrisiko er redusert, mens solgt beskyttelse innebærer at kredittrisiko er økt. Kreditteksponeringen er totalt sett noe redusert gjennom kredittbysteavtaler. Avtalene knytter seg i hovedsak til kredittrisiko innen kategoriene Baa, Ba og lavere.

Norges Bank har i løpet av 2009 innført nye kredittrisikomodeller for deler av renteporteføljen (selskapsobligasjoner), som gir bedre grunnlag for statistisk baserte beregninger av misligholdssannsynlighet og av forventede tap på lengre sikt.

### Motpartsrisiko

Norges Bank har en risiko overfor motparter i gjennomføring av transaksjoner, risiko overfor de institusjonene der verdipapirene deponeres, og risiko overfor internasjonale oppgjørs- og depotsystemer (motpartsrisiko). Aksje- og renteporteføljen inneholder plasseringer i usikrede bankinnskudd og ikke børsnoterte derivater og valutakontrakter. Derivater benyttes for både handels- og sikringsformål i fondet. Gjenkjøps-/gjensalgsavtaler gir også motpartsrisiko.

Norges Bank styrer motpartsrisiko bl.a. gjennom krav til høy kredittvurdering av motpartene ved utvelgelse og løpende. Kravene er satt høyere for usikret kreditteksponering enn for kreditteksponering som er sikret med ulike former for pant. Hovedstyret har bestemt at ingen motparter i usikrede handler kan ha lavere kredittvurdering enn A-/A3/A- fra Fitch, Moody's eller S&P. 76 % av Norges Banks godkjente motparter har rating AAA-A. Andre motparter enn disse gjør banken kun transaksjoner med hvor oppgjør er i formen "Delivery versus payment", dvs at eierskapet til en eiendel og betaling skjer simultant. Endringer av motpartens kredittkvalitet blir fulgt opp kontinuerlig, også gjennom oppfølging av alternative kredittindikatorer som egenkapitalvolatilitet og pris på konkursforsikring. Motpartsrisiko blir kontrollert mot fastsatte kredittrisikorammer satt for hver motpart gjennom måling av forventet fremtidig eksponering.

Tabellen nedenfor viser vår motpartsrisiko knyttet til posisjoner i finansielle derivater, valutakontrakter og gjenkjøps-/gjensalgsvtaler (kontrakter med positiv markedsverdi) ved årets utgang, samt innestående på bankkonti og fordringer knyttet til uoppgjorte handler. Både balanseverdier og forventet fremtidig eksponering (motpartsrisiko) er vist. Metoden som er benyttet for å beregne motpartseksponering er i henhold til Financial Services Authority (FSA) sin metode, beskrevet i FSA sin håndbok. Metoden kalles markedsverdimetoden og motpartseksponeringen beregnes basert på markedsverdi pluss et påslag for å hensynte graden av volatilitet. For beregning av gjenkjøps/gjensalgsvtaler er det også justert for faktisk sikkerhetsstillelse.

Tall i millioner kroner	31.12.2009		31.12.2008
	Motpartsrisiko	Balanseført verdi	Balanseført verdi
Valutaavtaler	320	178	423
Kredittbytteavtaler	726	144	6 288
Rentebytteavtaler	195	120	26 280
Totalavkastningsbytteavtaler	-	-	41
Aksjebytteavtaler	483	183	820
Opsjoner	1 639	1 533	4 037
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>3 363</b>	<b>2 158</b>	<b>37 889</b>
<b>Bankinnskudd</b>	<b>4 644</b>	<b>4 644</b>	<b>18 111</b>
<b>Gjenkjøps-/salgsavtaler</b>	<b>44 492</b>	<b>81 938</b>	-
<b>Uoppgjorte handler – fordringer</b>	<b>17 572</b>	<b>17 572</b>	<b>102 574</b>
<b>Sum</b>	<b>70 071</b>	<b>106 312</b>	<b>158 574</b>

Posisjonene er vist før motregning, og sikkerhetsstillelse er ikke hensyntatt. For å redusere risikoen er det inngått bilaterale motregningsavtaler med motpartene ved ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter. Norges Bank stiller strenge krav til sikkerhetsstillelse ved slik usikret eksponering. Norges Bank hadde ikke mottatt kontantsikkerhet knyttet til finansielle derivater ved årsskiftet, mens mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke børsnoterte finansielle derivater utgjorde 2 882 millioner kroner ved utgangen av 2008, se note 3. Terskelverdiene for innhenting av sikkerheter er satt til mellom 0 og 50 millioner euro eller dollar, målt som netto positiv markedsverdi per motpart.

### Måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter

#### Kontrollmiljø

Det er etablert effektive prosesser for daglig verdsettelse av posisjonene i fondet med innhenting og kontroll av priser hos eksterne regnskapsleverandører samt i Norges Banks driftsenheter. Ved månedsslutt er verdsettelsen underlagt en rekke ytterligere kontrollrutiner i Norges Bank som har til formål å kvalitetssikre at prisene som blir brukt i verdifastsettelsen er i henhold til de etablerte verddivurderingsrutinene og i tråd med virkelig verdi prinsippet. Ved hver kvartalslutt utarbeides det et verdsettelsesnotat og rapport som beskriver resultatet av de utførte kontrollene og status for verddivurderingen. Disse gjennomgås i en verdsettelseskomité som er et forum for eskalering av større prisingssspørsmål og som formelt godkjenner verdifastsettelsen. Komiteen møtes minst hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapet.

#### Fastsettelse av virkelig verdi

Det benyttes hierarkier for uavhengige priskilder fastsatt av Norges Bank. Beholdninger som finnes i referanseindeksene prises normalt i henhold til indekssleverandørenes prifastsettelse mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner prises nesten utelukkende av anerkjente eksterne uavhengige prisleverandører. Det utføres prisverifiseringsanalyser som sammenligner prisene i henhold til de etablerte hierarkiene med alternative tilgjengelige priskilder. Der alternative priskilder anses å være mer representative for virkelig verdi gjøres prisendringer for å bringe verdsettelsen nærmere forventet virkelig verdi.

Alle aksjer og obligasjonsbeholdninger i fondet har blitt inndelt i kategorier for vurdert prisusikkerhet. Kategori 1 består av investeringer som er verdsatt basert på observerbare markedspriser i aktive markeder og anses å ha svært begrenset verdsettelsesrisiko. Investeringer inndelt i kategori 2 har en prifastsettelse som er basert på modeller med observerbare datapunkter. Disse beholdningene innehar noe prisusikkerhet i forhold til etableringen av virkelig verdi, men totalt sett er denne verdsettelsesrisikoen ansett å være begrenset. Beholdninger allokert til kategori 3 er modellpriset med en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi. Det er likevel verdt å merke seg at storparten av disse investeringene er priset av eksterne profesjonelle prisingsleverandører som er ansett for å fastsette beste tilgjengelige anslag på virkelig verdi og hvor den totale verddivurderingen fra ulike prisleverandører avviker forholdsvis lite.

Tabellen nedenfor inndeler investeringene i kategorier for vurdert prisusikkerhet pr. 31. desember 2009:

Tall i millioner kroner

Kategorisering av investeringer mht. prisusikkerhet	Observerbare markedspriser i aktive markeder		Modellprising med observerbare datapunkter		Modellprising med større usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi		Totalt	
	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2008
Aksjer og andeler	<b>1 646 147</b>	1 124 096	<b>1 453</b>	1 641	<b>5</b>	212	<b>1 647 606</b>	1 125 949
Obligasjoner	<b>514 290</b>	712 224	<b>522 404</b>	826 800	<b>33 518</b>	74 023	<b>1 070 212</b>	1 613 047
<b>Totalt</b>	<b>2 160 437</b>	1 836 320	<b>523 857</b>	828 441	<b>33 523</b>	74 235	<b>2 717 818</b>	2 738 996

Nesten alle aksjeholdningene i fondet er klassifisert som kategori 1 posisjoner med begrenset verdsettelsesrisiko da det foreligger offisielle sluttkurs fra børs basert på et aktivt transaksjonsmarked. Aksjeholdninger klassifisert som kategori 2 består hovedsakelig av forholdsvis illikvide aksjeposter hvor prisfastsettelsen er modellert fra liknende mer likvide aksjeposter utstedt av samme selskap. Verdsettelsesrisikoen er generelt forholdsvis begrenset også her da modelleringen er enkel og datapunktene som inngår i modellen er observerbare. Aksjer klassifisert i kategori 3 består av et fåtall aksjer hvor prisfastsettelsen er spesielt usikker grunnet suspensjon av omsetning på grunn av spesielle situasjoner som konkurs, nasjonalisering, likvidering o.l.

Når det gjelder obligasjonsinvesteringene er prisusikkerhetsbildet nyansert. Norges Bank gjør analyser for å avdekke i hvilken grad det har vært faktiske transaksjoner og pristransparens med tilhørende likviditet i markedet for forskjellige typer obligasjoner og for en rekke enkeltpapirer på rapporteringstidspunktene. Prisfastsettelsen for de fleste statsobligasjoner er basert på observerbare markedspriser i et aktivt marked for kursstillelse og med hyppige transaksjoner. Statsrelaterte og realrenteobligasjoner er fordelt på kategori 1 og 2 basert på bankens analyser av likviditet og grad av handel og pristransparens i markedene. Analysen viser en relativt høy grad av observert likviditet for disse obligasjonene. De fleste selskapsobligasjoner er vurdert priset av modeller med observerbare datapunkter, mens enkelte spesielt illikvide selskapsobligasjoner tilhører kategori 3. Verdipapiriserte obligasjoner er fordelt på alle tre kategorier basert på kompleksitet knyttet til modelldatapunkter og grad av likviditet, faktiske transaksjoner og pristransparens i markedene. Obligasjoner med fortrinnsrett er kategorisert i de observerbare kategoriene 1 og 2 basert på forholdsvis høy grad av likviditet og pristransparens i markedene. Enkelte svært likvide garanterte boliglånsobligasjoner tilhører kategori 1 med observerbare markedspriser i aktive markeder. Andre garanterte boliglånsobligasjoner som ikke er transjet er klassifisert som priset med modeller med observerbare datapunkter. Verdipapiriserte obligasjoner som er vurdert transjet slik at de har spesiell høy eksponering mot modelldatapunkter som ikke er observerbare tilhører kategori 3. Andre verdipapiriserte obligasjoner er fordelt på modellpriskategoriene 2 og 3 basert på lavere observert grad av likviditet og pristransparens i markedene.

Samlet eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til korrekt prisfastsettelse var 33,5 milliarder ved årsslutt 2009. Dette bestod hovedsakelig av amerikanske verdipapiriserte obligasjoner som ikke er garantert av en føderal kredittinstitusjon (21,6 milliarder) hvor sammenligninger mellom tilgjengelige priskilder antyder høy grad av prisusikkerhet. I tillegg ble enkelte typer amerikanske verdipapiriserte obligasjoner som er garantert av føderale institusjoner omklassifisert fra kategori 2 til kategori 3 grunnet stor usikkerhet knyttet til en av inputparametrene i modellene, først og fremst risiko for tidlig tilbakebetaling av hovedstol (4,8 milliarder). Den resterende eksponeringen bestod av diverse andre typer investeringer hvor prisfastsettelsen var vurdert spesielt usikker grunnet begrenset pristilgjengelighet fra eksterne prisleverandører eller store observerte prisforskjeller mellom ulike prisleverandører.

Størrelsen på prisusikkerheten rundt kategori 3 posisjonene er vanskelig å beregne eksakt. Mens den gjennomsnittlige prisusikkerheten på enkeltpapirer i denne kategorien er forventet å være rundt +/- 10%, er gruppen som helhet forventet å inneha noe lavere prisusikkerhet grunnet diversifiseringseffekter. Estimert usikkerhet rundt verdifastsettelsen er derfor beregnet til +/- to til tre milliarder kroner innenfor denne kategorien.

Det var totalt en nedgang i eksponering mot investeringer klassifisert som spesielt usikre rundt fastsettelsen av virkelig verdi på 40,7 milliarder siden årsslutt 2008 da eksponeringen var 74,2 milliarder. Mye av nedgangen kan tilskrives omklassifisering av en del verdipapiriserte obligasjoner fra kategori 3 til kategori 2 grunnet forbedret likviditet og pristransparens (25,3 milliarder). Den resterende reduksjonen i eksponering var hovedsakelig som følge av forfall og nedbetaling av hovedstol, samt noe nedsalg av verdipapiriserte obligasjoner.

Prisusikkerhetsevalueringen av de mest illikvide investeringene ble videreutviklet i løpet av 2009. Hovedformålet med evalueringen er å identifisere om det er behov for ytterligere verdjusteringer i fastsettelsen av virkelig verdi. Selv om usikkerheten rundt prisfastsettelsen til virkelig verdi på segmenter av porteføljen fortsatt er betydelig, oppleves resultatet av verdifastsettelsen basert på de ordinære priskilder i henhold til det etablerte prisingsleverandørhierarki pr. 31. desember 2009 å gi et riktig bilde av markedsverdier i henhold til virkelig verdi prinsippet uten behov for regnskapsmessige prisusikkerhetsavsetninger. Norges Banks analyser viser at priskildene i hovedsak har priset inn den gjenværende illikviditeten som eksisterte i markedet ved utgangen av 2009.

Verdsettelsessammenligninger av de spesielt usikre posisjonene mellom ulike eksterne prisleverandører som ble gjort ved utgangen av 2009 bekreftet verdifastsettelsen som følge av det etablerte prisingshierarki med totale verddivurderingsdifferanser som er vurdert akseptable. Totalt sett viste verdsettelsen av disse prisusikre posisjonene utført av alternative priskilder seg å være marginalt høyere enn verddivurderingen som ligger til grunn. Det regnskapsmessige verdjusteringsfradraget, som utgjorde 3 424 millioner kroner ved utgangen av 2008, ble derfor fullt tilbakeført i løpet av 2009.

Årsrapport 2009 er avgitt av Norges Banks hovedstyre 24. februar 2010.



Sentralbankrevisjonen og Deloitte AS har avgitt følgende felles revisjonsuttalelse til representantskapet til regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland, slik denne fremkommer i note til Norges Banks årsregnskap 2009

## Revisjonsuttalelse

Til Norges Banks representantskap

### UTTALELSE TIL REGNSKAPSRAPPORTERING FOR STATENS PENSJONSFOND UTLAND FOR 2009

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland for 2009 som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Regnskapsrapporteringen, som viser et positivt årsresultat på 191 950 millioner kroner, består av resultatregnskap, balanse og noter. Regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland er avlagt i henhold til regnskapslovens bestemmelser og god regnskapsskikk i Norge med de justeringer som fremgår av note om regnskapsprinsipper. Regnskapsrapporteringen er avgitt av Norges Banks hovedstyre som en del av Norges Banks årsregnskap. Vår oppgave er å uttale oss om regnskapsrapporteringen.

Vi har utført revisjonen i samsvar med lov om revisjon og revisorer og god revisjonsskikk i Norge, herunder revisjonsstandarder vedtatt av Den norske Revisorforening, og avgir vår uttalelse i samsvar med RS 800 "Revisors uttalelser ved revisjonsoppdrag med spesielle formål". Revisjonsstandardene krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at regnskapsrapporteringen ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i regnskapsrapporteringen, vurdering av de benyttede regnskapsprinsipper og vesentlige regnskapsestimater, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av regnskapsrapporteringen. I den grad det følger av god revisjonsskikk, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av Norges Banks formuesforvaltning og regnskaps- og intern kontrollsystemer av betydning for Statens pensjonsfond utland. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- regnskapsrapporteringen gir et rettviseende bilde av Statens pensjonsfond utlands økonomiske stilling 31. desember 2009 og av resultatet i regnskapsåret i samsvar med regnskapslovens bestemmelser og god regnskapsskikk i Norge med de justeringer som fremgår av note om regnskapsprinsipper
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger

Oslo, 24. februar 2010

**Sentralbankrevisor**

**Deloitte AS**

Svenn Erik Forsstrøm (sign.)  
Statsautorisert revisor

Aase Aa. Lundgaard (sign.)  
Statsautorisert revisor

ISSN 1891-1331

**Design:** Burson-Marsteller v/ Erik Sand

**Foto side** 44-45, 50, 54-55, 56: NBIM. Side 8-9: Erik Sand. Øvrige foto: iStockphoto.

Illustrasjoner: Erik Sand

**Papir:** Galerie Art Matt 250/150

**Produksjon:** 07 Gruppen AS



Norges Bank Investment Management (NBIM)

Bankplassen 2

Postboks 1179 Sentrum

N-0107 Oslo

Tel.: +47 24 07 30 00

[www.nbim.no](http://www.nbim.no)