

# Statens pensjonsfond utland Årsrapport 2022



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



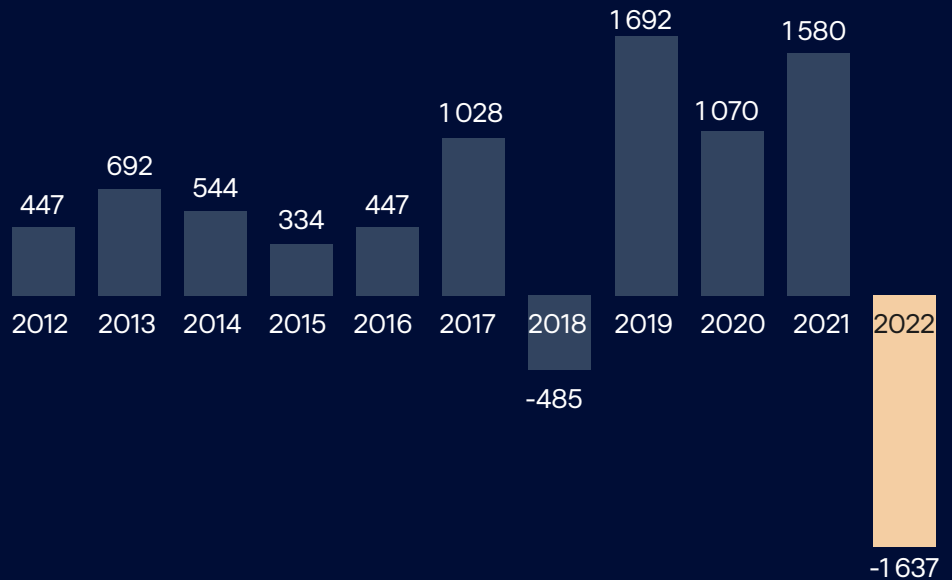
# Avkastning

**-14,1 %**

avkastning

**0,87**

prosentpoeng høyere avkastning  
enn referanseindeksen



Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på -14,1 prosent, eller -1 637 milliarder kroner i 2022. Dette var 0,87 prosentpoeng eller 117 milliarder kroner bedre enn referanseindeksen til fondet.

Aksjer

**-15,4 %**

avkastning



Rentepapirer

**-12,1 %**

avkastning



Unotert  
eiendom

**0,1 %**

avkastning



Unotert infrastruktur  
for fornybar energi

**5,1 %**

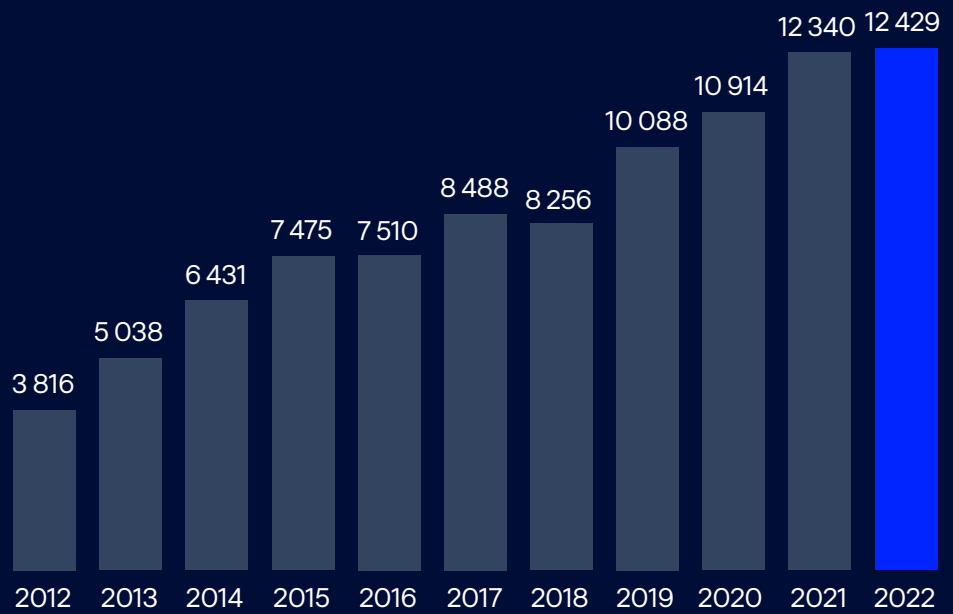
avkastning



# Markedsverdi

**12 429**  
milliarder kroner

Markedsverdien av fondet var 12 429 milliarder kroner ved utgangen av 2022, opp fra 12 340 milliarder kroner året før.



Aksjer

**8 672**  
milliarder kroner

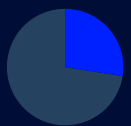
**69,8 %**  
av fondet



Rentepapirer

**3 412**  
milliarder kroner

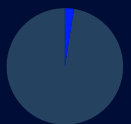
**27,5 %**  
av fondet



Unotert eiendom

**330**  
milliarder kroner

**2,7 %**  
av fondet



Unotert infrastruktur for fornybar energi

**15**  
milliarder kroner

**0,1 %**  
av fondet



# Innhold

<b>6</b>	<b>1. Resultatene</b>
7	Hovedstyrets vurdering
12	Leder
14	Hovedtall
<b>20</b>	<b>2. Investeringene</b>
21	Aksjer
25	Rentepapirer
29	Eiendom
34	Infrastruktur for fornybar energi
36	Investeringsrisiko
38	Investeringsstrategiene
<b>50</b>	<b>3. Organiseringen</b>
51	Forvaltningsorganisasjonen
52	Forvaltningens gjennomføring
61	Kostnader
<b>67</b>	<b>4. Regnskapet</b>
69	Regnskaprapportering
73	Noter til regnskapet
124	Uavhengig revisors beretning





# 1. Resultatene

7	Hovedstyrets vurdering
12	Leder
14	Hovedtall





Fra venstre bak: Mona Helen Sørensen, Egil Herman Sjursen, Kjersti-Gro Lindquist, Pål Longva, Hans Aasnæs, Arne Hyttnes, Øystein Børsum, Nina Udnes Tronstad, Kristine Ryssdal, Ida Wolden Bache, Karen Helene Ulltveit-Moe

# Hovedstyrets vurdering av resultatene

2022 var preget av store bevegelser i de globale finansmarkedene. Russlands invasjon av Ukraina bidro blant annet til sterk vekst i prisene på energi i Europa. Sammen med høy etterspørsel og begrensninger på tilbudssiden i økonomien ga det en markert oppgang i inflasjonen internasjonalt. Rentenivåene steg, og både aksje- og obligasjonsmarkedet ga negativ avkastning i årets tre første kvartaler. I årets fjerde kvartal hentet markedene seg litt inn igjen.

Avkastningen i Statens pensjonsfond utland følger utviklingen i det globale aksje- og obligasjonsmarkedet tett. Den svake utviklingen gjennom året gjorde at investeringene i Statens pensjonsfond utland hadde en samlet avkastning på -14,1 prosent for fondet som helhet.

# -14,1 %

## Samlet avkastning for fondet som helhet.

Avkastningen var 0,87 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen som forvaltningen måles mot. Hovedstyret er tilfreds med at avkastningen var høyere enn i referanseindeksen i et år med negativ avkastning.

Ved utgangen av 2022 var markedsverdien til Statens pensjonsfond utland 12 429 milliarder kroner. Investeringene var fordelt med 69,8 prosent i aksjer, 27,5 prosent i rentepapirer, 2,7 prosent i unotert eiendom og 0,1 prosent i unotert infrastruktur for fornybar energi.

Fondets avkastning før forvaltningskostnader var -14,1 prosent målt i fondets valutakurv. Aksjeavkastningen var -15,4 prosent og obligasjonsavkastningen -12,1 prosent. Avkastningen på investeringer i unotert eiendom var 0,1 prosent, og i unotert infrastruktur for fornybar energi var avkastningen 5,1 prosent. Forvaltningskostnadene utgjorde til sammen 0,04 prosent av forvaltet kapital.

Selv om avkastningen var negativ målt i fondets valutakurv, steg fondets verdi målt i norske kroner i løpet av året. Det skyldes at verdien av den norske kronen svekket seg mot de valutaene fondet er investert i, og at fondet ble tilført ny kapital. Høye priser på salg av olje og gass ga en samlet tilførsel av ny kapital fra den norske staten på netto 1 085 milliarder kroner etter utbetalt forvaltningsgodtgjøring. Det er den største årlige tilførselen av ny kapital siden fondet ble opprettet. De tilførte midlene ble faset inn i fondet på en effektiv måte.

Norges Bank forvalter fondet med sikte på høyest mulig avkastning over tid, innenfor de rammene som mandatet fra Finansdepartementet setter. Banken forvalter fondet tett opp mot referanseindeksen, men alle investeringsprosessene har aktive elementer. Det gjør Norges Bank bedre i stand til å oppnå høyest mulig avkastning og å være en ansvarlig investor.

Norges Bank anvender ulike investeringsstrategier i forvaltningen. Strategiene er gruppert i hovedstrategiene markedseksposering, verdipapirseleksjon og allokering. Norges Bank har rapportert bidragene til meravkastning fra de samme tre strategiene i hele perioden 2013–2022. Innretningen innenfor hver strategi har imidlertid vært gjenstand for endringer over tid.



# 5,7 %

## i årlig avkastning i perioden 1998–2022.

Den største delen av fondet forvaltes gjennom strategien for markedseksposering. Hovedmålet med denne strategien er å oppnå eksponeringen som følger av referanseindeksen så kostnadseffektivt som mulig. Transaksjonskostnadene søkes redusert ved å unngå å mekanisk gjennomføre indeksendringer. I tillegg skapes det meravkastning ved å følge ulike indekseringsstrategier.

Verdipapirseleksjon er basert på fundamental analyse, og banken benytter både interne og eksterne mandater. Spesialistkompetanse og delegerede mandater legger til rette for å ta investeringsbeslutninger uavhengig av konsensus i markedet.

Allokering var den strategien som ga det største positive bidraget til meravkastning i 2022. Allokeringsstrategien bygger på at lang investeringshorisont og begrenset behov for likviditet gjør det mulig å tåle store svingninger i fondets verdi, og å investere selv om det kan ta lang tid å realisere underliggende verdier. Investeringene i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi er en del av allokeringsstrategien. Norges Bank kan også opptre annerledes enn andre fond i krevende markedssituasjoner. Ved inngangen til året hadde porteføljen en noe lavere aksjeandel og en kortere løpetid på investeringer i obligasjoner enn referanseindeksen. Det bidro til at fondets avkastning var høyere enn i referanseindeksen i 2022.

Norges Bank benytter de ulike strategiene på tvers av fondets aktivaklasser. De relative resultatbidragene fordelt på forvaltningen av aksjer, renter og realaktiva, viser at obligasjonsforvaltningen ga det største bidraget til samlet meravkastning.

Norges Bank oppnådde i 2022 en samlet avkastning før forvaltningskostnader som var 0,87 prosentpoeng høyere enn avkastningen på fondets referanseindeks. Hovedstyret har merket seg at alle de tre hovedstrategiene bidro til denne meravkastningen.

Hovedstyret legger vekt på at resultatene må vurderes over tid, og er tilfreds med at avkastningen både i 2022 og over tid har vært høyere enn avkastningen på referanseindeksen som forvaltningen måles mot.



Målet om høyest mulig avkastning skal nås innenfor en akseptabel risiko.

I perioden 1998–2022 har den årlige avkastningen for fondet vært 5,7 prosent. Årlig netto realavkastning, etter fradrag for inflasjon og forvaltningskostnader, har vært 3,5 prosent i denne perioden.

Over hele perioden 1998–2022 har den årlige avkastningen før fradrag for forvaltningskostnader vært 0,30 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen fra Finansdepartementet. I perioden siden 2013, som er den perioden strategiene har vært delt inn i markedseksposering, verdipapirseleksjon og allokering, har årlig meravkastning før forvaltningskostnader vært på 0,33 prosentpoeng. Bidragene fra de tre hovedstrategiene viser at allokering har gitt et lite, negativt bidrag til relativ avkastning. Bidragene fra både markedseksposering og verdipapirseleksjon har vært positive.

Målet om høyest mulig avkastning skal nås innenfor en akseptabel risiko. Risikoen måles, analyseres og følges opp ved bruk av et bredt sett av måltall og ulike typer analyser. Det følger av mandatet at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av 2022 var forventet relativ volatilitet 0,39 prosentpoeng, mot 0,50 prosentpoeng ved forrige årsskifte.

Målt over hele perioden 1998–2022 har den realisererte relative volatiliteten vært 0,65 prosentpoeng.

Forvaltningen av Statens pensjonsfond utland skal være kostnadseffektiv. En kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen bidrar til målet om høyest mulig avkastning etter kostnader. I perioden 2013–2022 har de årlige forvaltningskostnadene vært 0,05 prosent av forvaltet kapital. I 2022 var samlede forvaltningskostnader 5,2 milliarder kroner, tilsvarende 0,04 prosent av forvaltet kapital. Hovedstyret er tilfreds med at forvaltningskostnadene er lave sammenlignet med andre forvaltere.

Norges Banks hovedstyre fastsatte en ny strategisk plan for bankens forvaltning i slutten av 2022. Planen bygger på tidligere vedtatte strategiplaner og legger opp til mindre justeringer av innretningen innenfor dagens tre hovedstrategier. Strategiene utfyller hverandre og søker å utnytte fondets størrelse og lange investeringshorisont.

Det følger av mandatet fra Finansdepartementet at ansvarlig forvaltning skal være en integrert del av forvaltningen av fondet. God avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand. Håndteringen av klimarisiko er et prioritert område innenfor ansvarlig forvaltning. Finansdepartementet tok inn en egen målformulering om dette i mandatet til Norges Bank i 2022, og innførte nye krav om måling, styring og rapportering av klimarisiko. Hovedstyret er fornøyd med at Norges Bank har publisert en tydelig klimahandlingsplan for perioden 2022–2025.

## Norges Banks hovedstyre

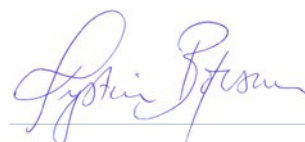
Oslo, 8. februar 2023



**Ida Wolden Bache**  
leder for hovedstyret



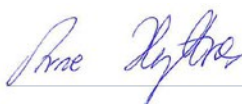
**Pål Longva**  
første nestleder for hovedstyret



**Øystein Børsum**  
andre nestleder for hovedstyret



**Kristine Ryssdal**  
styremedlem



**Arne Hyttnes**  
styremedlem



**Karen Helene Ulltveit-Moe**  
styremedlem



**Hans Aasnæs**  
styremedlem



**Nina Udnes Tronstad**  
styremedlem



**Egil Herman Sjørus**  
styremedlem



Fra venstre: Mie Caroline Holstad, direktør for eiendom- og infrastrukturinvesteringer - Nicolai Tangen, leder for fondet - Dag Huse, risikodirektør - Carine Smith Ihenacho, direktør for eierskap og etterlevelse - Daniel Balthasar, direktør for aksjeinvesteringer - Birgitte Bryne, direktør for teknologi og drift - Trond Grande, nestleder og stabsdirektør - Geir Øivind Nygård, direktør for markedsstrategier - Pedro Furtado Reis, direktør for aksjeinvesteringer.

# Et urolig år

2022 var et år med mer geopolitisk uro i verden og mer ustabilitet i internasjonale markeder enn vi har sett på svært, svært lenge. Dette førte til nedgang for både aksje- og obligasjonsinvesteringene.



Hadde det ikke vært for de vurderingene og valgene våre folk tar, så ville fondets tap vært enda større.

Da jeg begynte som leder for Norges Bank Investment Management i 2020, var det allerede tegn som tydet på at det i årene som kom kunne bli uro i de internasjonale markedene. Jeg må innrømme at jeg tenkte tanken – fondet kan falle rekordmye på min vakt.

I fjor hadde aksjemarkedene sitt dårligste år siden Finanskrisen i 2008. Samtidig førte stigende renter til negativ avkastning også for obligasjonsinvesteringene. Det totale tapet i internasjonale aksje- og obligasjonsmarkeder i 2022 var på smått svimlende 30 trillioner amerikanske dollar. Det er rundt 25 oljefond.

For en investor som er investert i nær sagt hele verden er det ingen steder å gjemme seg i slik uro. Når regnskapet gjøres opp for 2022 viser det en nedgang for fondet på 1 637 milliarder kroner. Det er om lag et norsk statsbudsjett.

Likevel var verdien på fondet høyere i det nyttårsrakettene gikk til værs den siste dagen i 2022, enn det var året før. For på tross av at vi har tapt mye penger på investeringene våre, har fondet vokst i størrelse. Dette skyldes høy tilførsel av penger til fondet på bakgrunn av høye olje- og gasspriser og at norske kroner svekket seg mot valutaene fondet er investert i.

I et år med stor uro i markedene vil jeg benytte muligheten til å skryte av innsatsen mine kolleger legger ned hver eneste dag. Hadde det ikke vært for vurderingene og valgene våre folk tar, ville fondets tap vært enda større. Det vi kaller meravkastning, altså at vi gjør det bedre enn den indeksen vi måles mot, kom i 2022 på 117 milliarder kroner. Det er rundt regnet halvannet forsvarsbudsjett.

Fondet er som en stor maskin med en rekke ulike deler som må virke sammen. Vi skal ha kontroll på lover og regler i 70 land, millioner av automatiserte transaksjoner, forsvare oss mot cyberangrep, hele tiden vurdere nye og gode investeringsmuligheter, og unngå de dårlige. Det er mine 572 kolleger som får alle disse delene til å virke sammen.

Det er de som er Oljefondet.

Oslo, 7. mars 2023

**Nicolai Tangen**

leder for Norges Bank  
Investment Management



# Negativ avkastning på fondets investeringer

Statens pensjonsfond utlands markedsverdi økte med 90 milliarder kroner i 2022.

Fondet hadde i 2022 en avkastning på -14,1 prosent eller -1 637 milliarder kroner. Nedgangen kom i et år preget av stigende renter, høy inflasjon og krig i Europa.

Fondets investeringer kunne knyttes til 70 land, og fondet var investert i 44 valutaer ved utgangen av 2022. Fondet er investert i internasjonale verdipapirer og unotert eiendom og infrastruktur i utenlandsk valuta. Vi måler avkastningen i en kurv av internasjonal valuta. Valutakurven er definert i mandatet for forvaltningen som en vektet sammensetning av alle valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner. Ved utgangen av 2022 besto denne av 35 valutaer. Om ikke annet er oppgitt, er resultatene i denne rapporten angitt i fondets valutakurv.

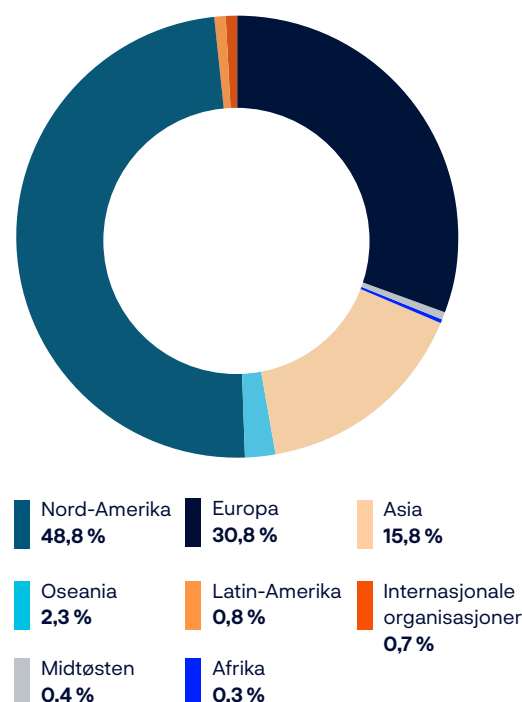
**TABELL 1** Fondets ti største beholdninger i prosent per 31. desember 2022, fordelt på land.

Land	Totalt	Aksjer	Rentepapirer	Unotert eiendom	Unotert infrastruktur
USA	43,1	29,7	12,1	1,3	
Japan	9,1	4,9	4,1	0,1	
Storbritannia	6,7	4,8	1,5	0,4	
Tyskland	5,2	2,6	2,5	0,1	
Frankrike	4,9	3,3	1,2	0,4	
Sveits	3,5	3,0	0,4	0,1	
Canada	3,0	1,4	1,6		
Kina	2,6	2,6	0,0		
Australia	2,2	1,6	0,6		
Nederland	2,1	1,5	0,5	0,0	0,1

**TABELL 2** Avkastningstall i prosent.

	2022	2021 <sup>1</sup>	2020	2019	2018
<b>Avkastning målt i fondets valutakurv</b>					
Aksjeinvesteringer	-15,36	20,76	12,14	26,02	-9,49
Renteinvesteringer	-12,11	-1,93	7,46	7,56	0,56
Unoterte eiendomsinvesteringer	0,07	13,64	-0,08	6,84	7,53
Unoterte infrastrukturinvesteringer	5,12	4,15			
Fondets avkastning	-14,11	14,51	10,86	19,95	-6,12
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	0,87	0,75	0,27	0,23	-0,30
Forvaltningskostnader	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	-14,15	14,47	10,81	19,90	-6,17
<b>Avkastning målt i norske kroner</b>					
Aksjeinvesteringer	-9,27	20,67	12,70	28,20	-6,56
Renteinvesteringer	-5,78	-2,01	8,00	9,41	3,82
Unoterte eiendomsinvesteringer	7,27	13,55	0,42	8,68	11,02
Unoterte infrastrukturinvesteringer	12,69	7,24			
Fondets avkastning	-7,93	14,42	11,41	22,01	-3,07

<sup>1</sup> Fondets relative avkastning, renteinvesteringenes avkastning og fondets avkastning etter forvaltningskostnader for 2021 har blitt korrigert med 0,01 prosentpoeng grunnet en oppdatering av avkastningen til referanseindeksen.

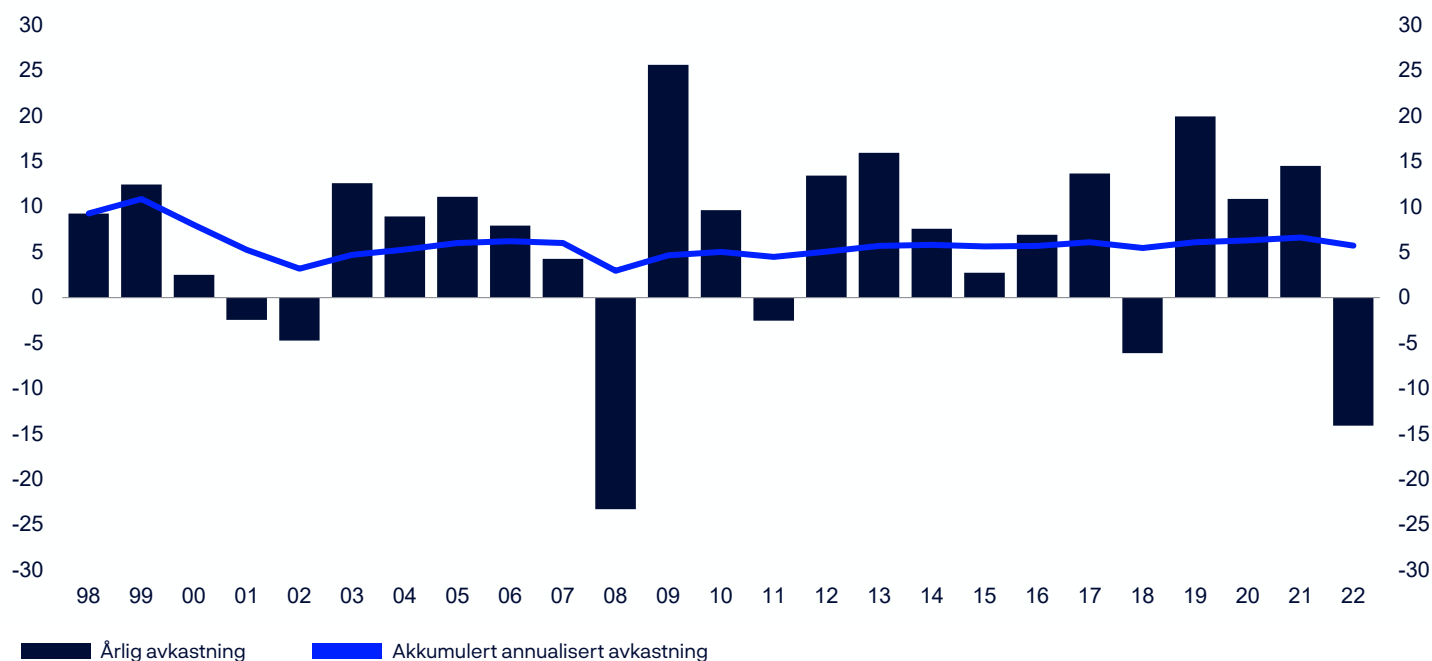
**FIGUR 1** Fondets investeringer i prosent per 31. desember 2022. Aksjer, unotert eiendom og infrastruktur fordelt etter land og obligasjoner fordelt etter valuta.

**TABELL 3** Historiske nøkkeltall per 31. desember 2022. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv.

	Siden 01.01.1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
<b>Fondets avkastning (prosent)</b>	<b>5,70</b>	<b>5,50</b>	<b>6,70</b>	<b>4,19</b>	<b>-14,11</b>
Årlig prisvekst (prosent)	2,06	2,17	2,26	3,22	6,83
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,07	0,05	0,05	0,04
Fondets netto realavkastning (prosent)	3,50	3,19	4,29	0,89	-19,65
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	8,36	9,96	9,25	11,70	14,16
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) <sup>1</sup>	0,30	0,22	0,33	0,37	0,87
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) <sup>1</sup>	0,65	0,76	0,41	0,44	0,73
Fondets informasjonsrate (IR) <sup>1,2</sup>	0,47	0,32	0,77	0,80	1,28

<sup>1</sup> Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.

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

**FIGUR 2** Årlig avkastning og akkumulert annualisert avkastning på fondet i prosent.



**TABELL 4** Avkastning i prosent per 31. desember 2022, målt i ulike valutaer.

	Siden 01.01.1998. Annualiserte tall	2022	2021	2020	2019	2018
Amerikanske dollar	5,73	-17,58	11,09	14,35	20,24	-8,44
Euro <sup>1</sup>	5,85	-12,18	19,53	4,90	22,45	-3,83
Britiske pund	7,09	-7,19	12,12	10,82	15,59	-2,75
Norske kroner	6,99	-7,93	14,42	11,41	22,01	-3,07
Valutakurven	5,70	-14,11	14,51	10,86	19,95	-6,12

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

**TABELL 5** Nøkkeltall i milliarder kroner.

	2022	2021	2020	2019	2018
<b>Markedsverdi</b>					
Aksjeinvesteringer	8 672	8 878	7 945	7 145	5 477
Renteinvesteringer	3 412	3 135	2 695	2 670	2 533
Unoterte eiendomsinvesteringer	330	312	273	273	246
Unoterte infrastrukturinvesteringer <sup>1</sup>	15	14			
<b>Fondets markedsverdi<sup>2</sup></b>	<b>12 429</b>	<b>12 340</b>	<b>10 914</b>	<b>10 088</b>	<b>8 256</b>
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring <sup>3</sup>	0	1	-5	-4	-5
<b>Eiers kapital<sup>2</sup></b>	<b>12 429</b>	<b>12 340</b>	<b>10 908</b>	<b>10 084</b>	<b>8 251</b>
Tilførsel av kapital	1 090	80	4	32	43
Uttak av kapital	0	-199	-302	-14	-9
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring <sup>4</sup>	-5	-10	-4	-5	-5
Fondets avkastning	-1 637	1 580	1 070	1 692	-485
Endring som følge av svingninger i kronekursen	642	-25	58	127	224
<b>Endring i markedsverdien</b>	<b>90</b>	<b>1 426</b>	<b>826</b>	<b>1 832</b>	<b>-233</b>
<b>Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996</b>					
Samlet tilførsel av kapital	4 744	3 654	3 574	3 570	3 538
Samlet uttak av kapital <sup>3</sup>	-687	-687	-482	-182	-167
Avkastning av aksjeinvesteringer	5 280	6 485	4 897	4 023	2 545
Avkastning av renteinvesteringer	970	1 401	1 446	1 249	1 052
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer	119	120	84	85	69
Avkastning av unoterte infrastrukturinvesteringer <sup>1</sup>	2	1			
Samlet forvaltningsgodtgjøring <sup>4</sup>	-63	-58	-53	-48	-44
Endring som følge av svingninger i kronekursen	2 065	1 423	1 448	1 390	1 263
<b>Fondets markedsverdi</b>	<b>12 429</b>	<b>12 340</b>	<b>10 914</b>	<b>10 088</b>	<b>8 256</b>
<b>Samlet avkastning</b>	<b>6 370</b>	<b>8 007</b>	<b>6 427</b>	<b>5 358</b>	<b>3 666</b>
<b>Samlet avkastning etter forvaltningskostnader</b>	<b>6 307</b>	<b>7 949</b>	<b>6 374</b>	<b>5 309</b>	<b>3 622</b>

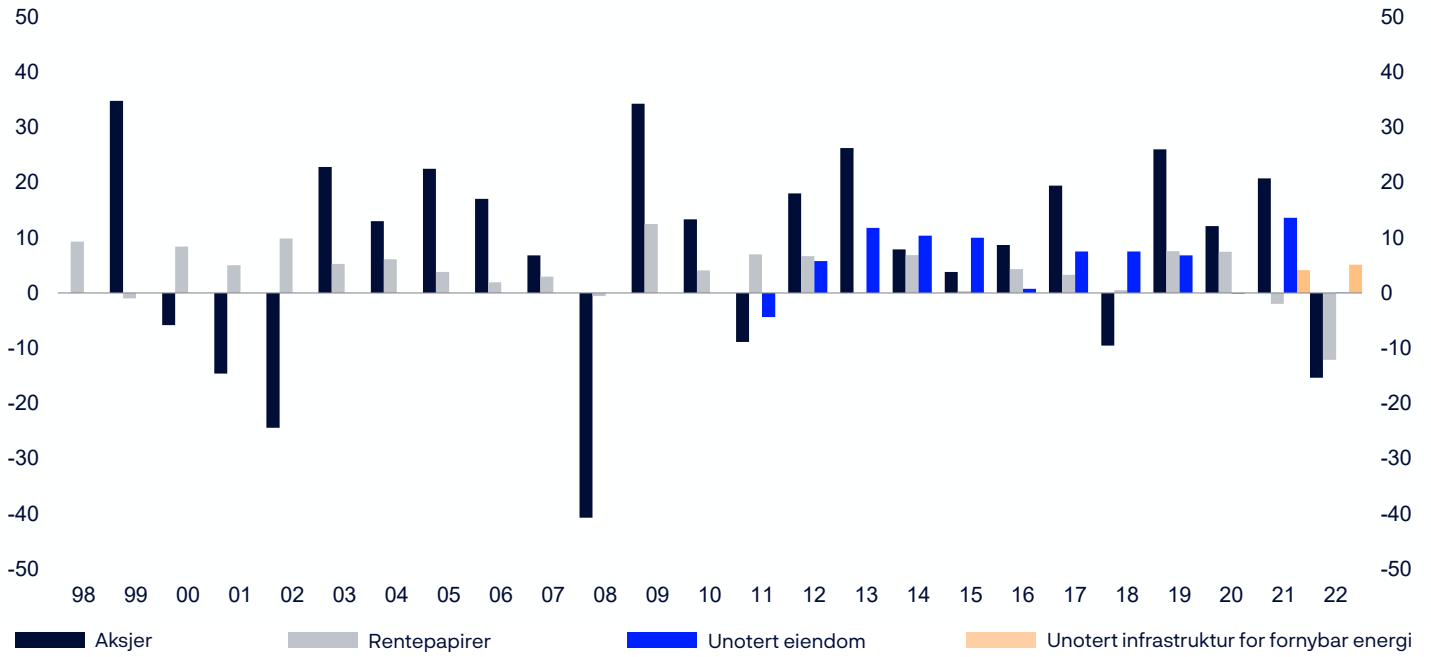
<sup>1</sup> Første infrastrukturinvestering ble gjort i andre kvartal 2021.

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

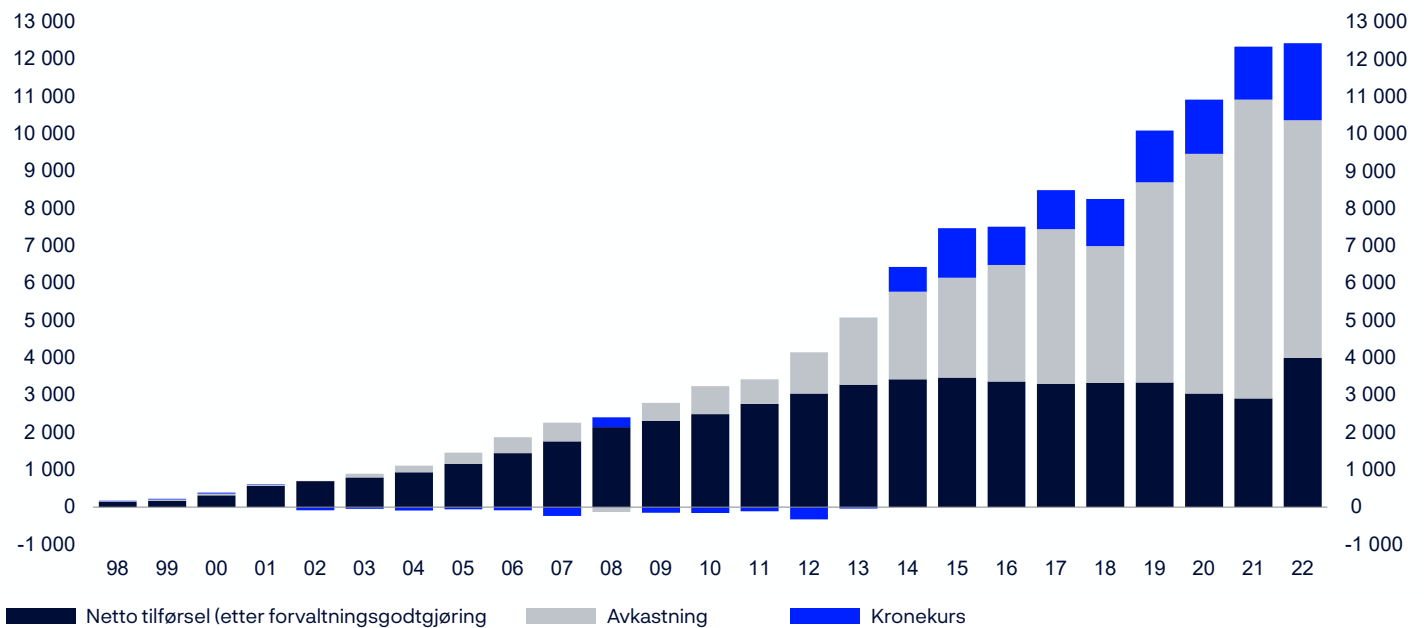
<sup>3</sup> Samlet tilførsel og uttak av kapital presenteres i tabellen justert for påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

<sup>4</sup> Forvaltningskostnader er beskrevet i regnskapets [note 12](#).

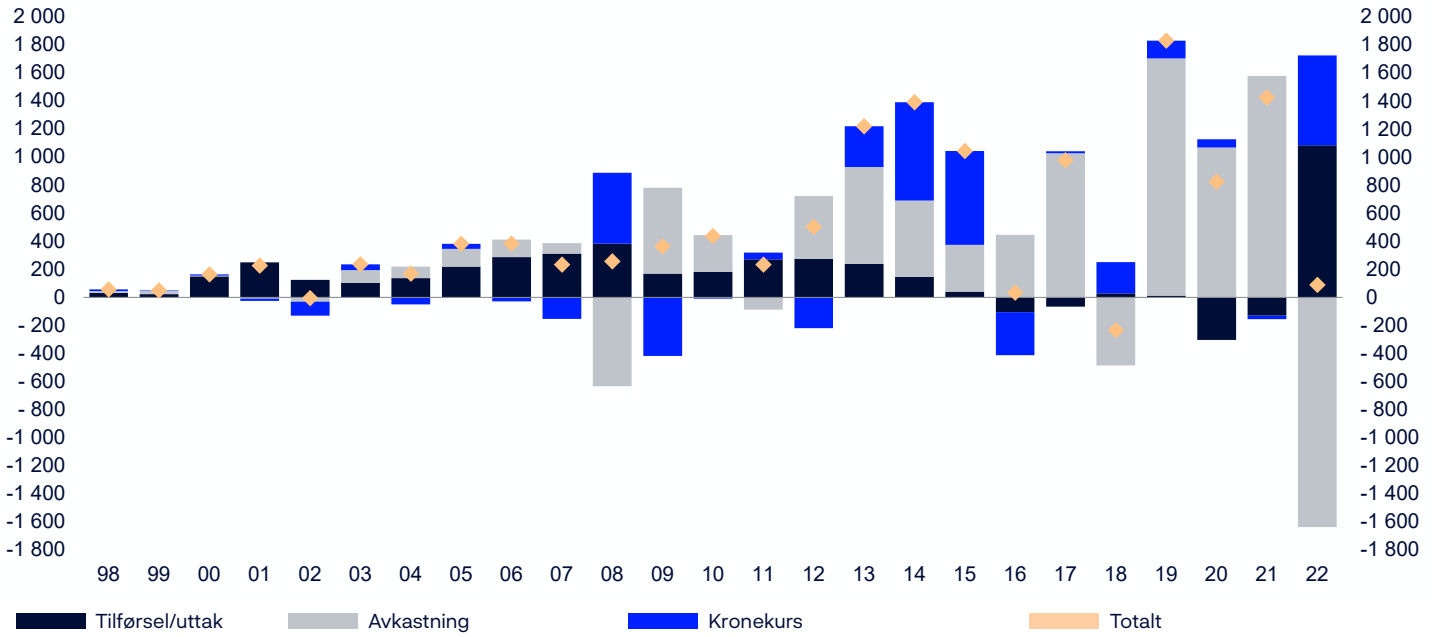
**FIGUR 3** Historisk avkastning i prosent, fordelt på aktivklassene.



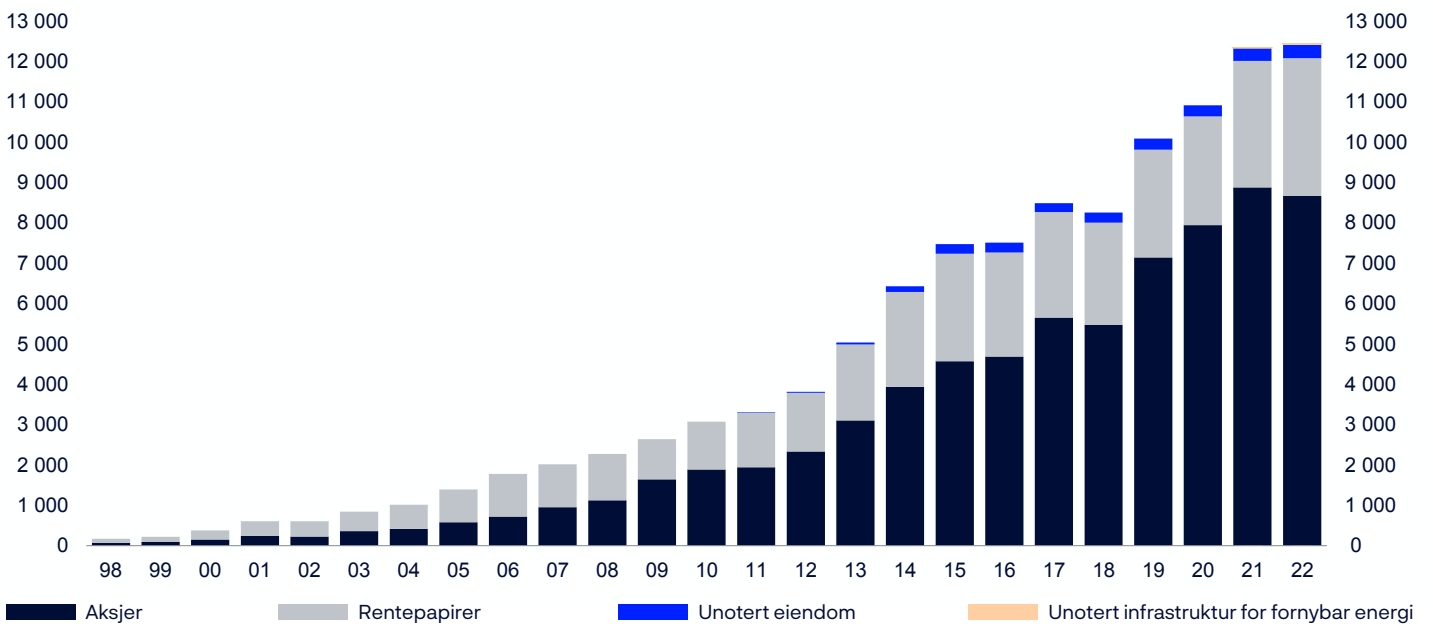
**FIGUR 4** Fondets markedsverdi i milliarder kroner.



**FIGUR 5** Endringer i markedsverdien i milliarder kroner.



**FIGUR 6** Fondets markedsverdi i milliarder kroner, fordelt på aktivaklassene.





## 2. Investeringene

21	Aksjer
25	Rentepapirer
29	Eiendom
34	Infrastruktur for fornybar energi
36	Investeringsrisiko
38	Investeringsstrategiene





# Svakt år for aksjeinvesteringene

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på -15,4 prosent i 2022. Året har vært preget av stigende renter, høy inflasjon og krig i Europa, noe som også har påvirket markedene.

Fondets aksjeinvesteringer opplevde et svakt år med mye globale uroligheter. Dette kom etter flere år med positiv avkastning. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 26,0 prosent i 2019, etterfulgt av 12,1 prosent i 2020 og 20,8 prosent i 2021. Amerikanske teknologiaksjer bidro særlig til den negative avkastningen i 2022.



Markedene forventer fortsatt en ytterligere svekkelse i husholdningenes etterspørsel etter varige konsumvarer som svar på den kraftige økningen i prisene på nødvendigheter som energi, bolig og mat.

## Sterkest avkastning for energiselskaper

Energiselskaper hadde den høyeste avkastningen i 2022, med en avkastning på 30,8 prosent. Redusert tilbud og fortsatt høy etterspørsel etter olje, gass og raffinerte produkter – delvis på grunn av Russlands invasjon av Ukraina – ga energiselskapene økte inntekter.

Teknologiselskaper hadde svakest avkastning i året på -31,4 prosent. Nedgangen kom etter en sterk oppgang i 2021. Den økte etterspørselen etter digital reklame, e-handel og halvledere under pandemien har normalisert seg. Senere på året har økt frykt for resesjon begynt å påvirke etterspørselen etter programvare.

Eiendomsselskaper hadde nest svakest avkastning på -26,3 prosent. Dette kan delvis forklares med sektorens følsomhet for stigende renter og høyere rentekostnader grunnet høy gjeldsgrad og lavere eiendomsverdier som følge av høyere diskonteringsrenter. Svakere fremtidsutsikter for vekst bidro også negativt.

Varige konsumvareselskaper hadde tredje svakest avkastning på -25,2 prosent. Markedene forventer fortsatt en ytterligere svekkelse i husholdningenes etterspørsel etter varige konsumvarer som svar på den kraftige økningen i prisene på nødvendigheter som energi, bolig og mat.

## Enkeltinvesteringer

Ved utgangen av 2022 var fondet investert i 9 228 selskaper mot 9 338 selskaper i 2021. Investeringene i energiselskapene Exxon Mobil Corp, Shell PLC og Chevron Corp bidro mest til fondets avkastning i 2022. Fondets største verdifall i et enkelt-selskap var i teknologiselskapene Amazon.com Inc, Apple Inc og Meta Platforms Inc. Alle disse selskapene er hjemmehørende i USA.

Fondet deltok totalt i 32 børsnoteringer. De største børsnoteringene som fondet kjøpte aksjer i, var batteriprodusenten LG Energy Solution Ltd., forsikrings-selskapet Life Insurance Corporation of India og bilselskapet Porsche AG. Fondets største deltakelser i børsnoteringer var i Porsche AG, i Mobileye Global Inc. som utvikler autonom kjøreteknologi og i Corebridge Financial Inc., som tilbyr finanstjenester.

# 1,5 %

gjennomsnittlig eierandel i verdens børsnoterte selskaper.

Eierandelen var større enn 2 prosent i 1119 selskaper og over 5 prosent i 50 selskaper. Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper var på 1,5 prosent.

Fondets største prosentvise eierandel i et enkeltstående selskap i aksjeporteføljen, utenom investeringer i børsnoterte eiendomsselskaper, var i teknologiselskapet Rogers Corp. Eierandelen på 8,8 prosent hadde en verdi på 1,9 milliarder kroner. Fondet kan ikke eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkeltstående selskap, med unntak av i børsnoterte eiendomsselskaper.

**TABELL 6** Avkastning i prosent på fondets største aksjeinvesteringer i 2022. Fordelt etter land.

Land	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av aksjeinvesteringene <sup>1</sup>
USA	-17,4	-20,7	43,7
Japan	-12,3	-3,6	7,3
Storbritannia	-8,3	-1,0	7,0
Frankrike	-9,4	-7,4	4,8
Sveits	-14,1	-16,3	4,5
Kina	-20,0	-16,3	3,8
Tyskland	-25,1	-23,4	3,8
Australia	-6,6	-3,9	2,3
Nederland	-23,2	-21,4	2,2
Canada	-12,4	-9,8	2,1

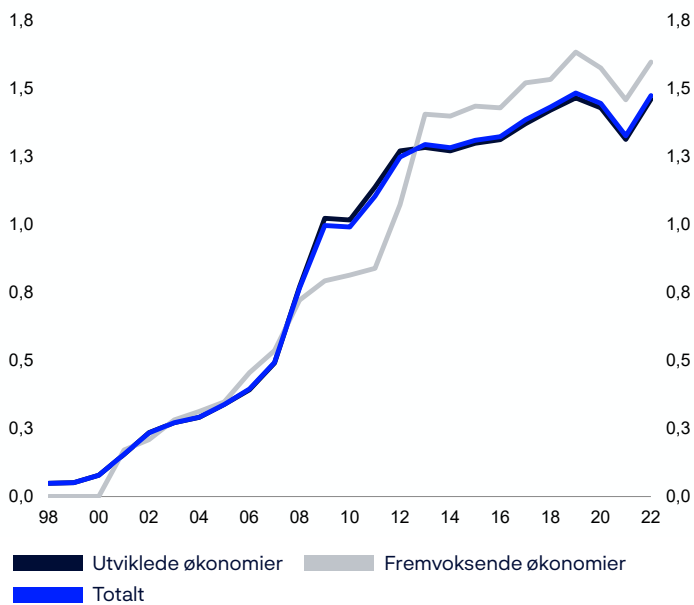
<sup>1</sup> Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

**TABELL 7** Avkastning i prosent på fondets aksjeinvesteringer i 2022. Målt i internasjonal valuta og fordelt på sektor.

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen <sup>1</sup>
Teknologi	-31,4	17,5
Finans	-3,2	15,8
Varige konsumvarer	-25,2	13,3
Industri	-15,7	13,1
Helse	-6,2	12,7
Konsumvarer	-6,5	6,6
Eiendom	-26,3	5,5
Materialer	-7,6	4,4
Energi	30,8	4,4
Telekommunikasjon	-12,0	3,1
Kraft- og vannforsyning	-3,8	2,7

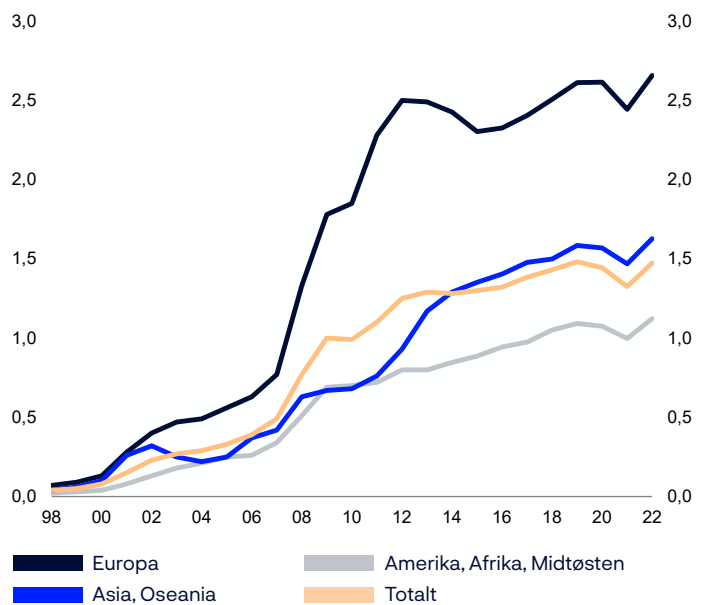
<sup>1</sup> Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

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



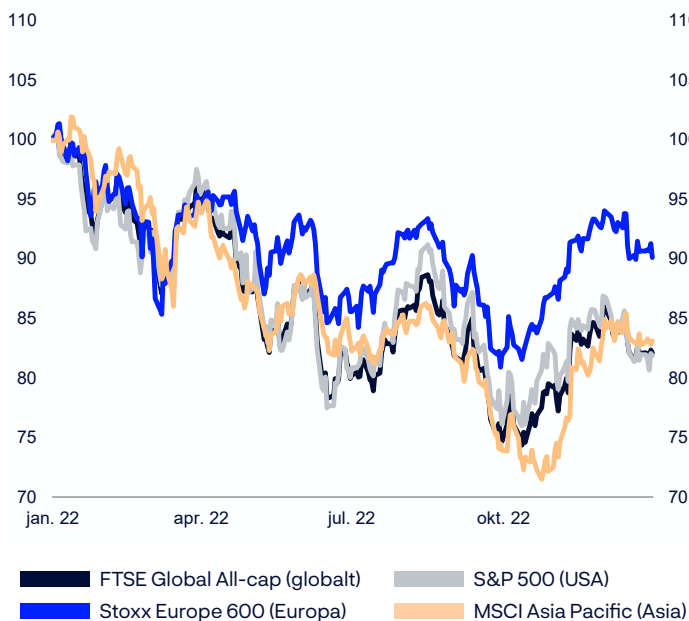
KILDE: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

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



KILDE: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

**FIGUR 9** Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2021 = 100.



KILDE: Bloomberg

**FIGUR 10** Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2021 = 100.



KILDE: FTSE Russell





# Negativ avkastning på renteinvesteringene

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på -12,1 prosent i 2022. Når rentene stiger, faller obligasjonskursene. Styringsrenten i USA ble hevet fra 0 til 4,25 prosent i løpet av året, og den amerikanske tiårsrenten steg med omtrent 2 prosentpoeng til 3,5 prosent. Historisk er dette ett av de svakeste årene for globale rentemarkeder noensinne.

**-11,6 %**  
avkastning på  
statsobligasjoner.

Bakgrunnen for den store renteøkningen var det vedvarende inflasjonspresset i verdensøkonomien. Dette kommer etter fallende renter globalt i om lag 40 år. Oppdemmet forbrukerretterspørsmål etter pandemien samt den russiske invasjonen av Ukraina var kanskje de to viktigste grunnene til at spesielt energi- og matvarepriser steg voldsomt. Økte renter bidrar til å dempe forbruksveksten og bringe inflasjonen ned.

## Fall i verdien på obligasjonsporteføljen

Statsobligasjoner fikk en avkastning på -11,6 prosent i 2022 og utgjorde 63,5 prosent av renteinvesteringene. Statsobligasjoner i utviklede markeder, som utgjorde 61,0 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på -12,0 prosent.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på -9,2 prosent og utgjorde 26,8 prosent av renteinvesteringene. Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 13,6 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på -12,7 prosent. Eurodenominerte statsobligasjoner fikk en avkastning på -19,8 prosent og utgjorde 10,9 prosent av renteinvesteringene.

**TABELL 8** Avkastning i prosent på fondets største obligasjonsbeholdninger i 2022. Fordelt etter valuta.

Valuta	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av renteinvesteringene
Amerikanske dollar	-9,3	-13,0	49,7
Euro	-17,3	-15,4	27,5
Japanske yen	-12,3	-3,6	14,5
Kanadiske dollar	-12,8	-10,2	4,6
Singaporske dollar	5,5	0,7	4,6
Britiske pund	-29,9	-24,3	4,5
Australske dollar	-12,8	-10,2	2,4
Svenske kroner	-15,4	-6,6	0,8
Sveitsiske franc	-9,5	-11,8	0,7
Sørkoreanske won	-5,2	-3,2	0,6



I eurosonen har både høyere rentenivå og en svak euro ført til kraftig negativ avkastning.

Det globale inflasjonspresset virket i mindre grad på den japanske økonomien, og sentralbanken videreførte sin politikk med negative styringsrenter og kontroll av rentekurven, med en forsiktig justering av sistnevnte i desember. Verdinedgangen i Japan skyldes i hovedsak at den japanske valutaen svekket seg markant i løpet av året. I eurosonen har både høyere rentenivå og en svak euro ført til kraftig negativ avkastning.

Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på -12,4 prosent og utgjorde 24,3 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året. En høyere andel av disse er i amerikanske dollar sammenlignet med resten av obligasjonsporteføljen, og dette bidro positivt. På den annen side ble avkastningen negativt påvirket av en økning i kredittpremien, kompensasjonen investorer krever for å holde denne type obligasjoner sammenlignet med mindre risikable statsobligasjoner.

**TABELL 9** Avkastning i prosent på fondets renteinvesteringer i 2022. Målt i internasjonal valuta og fordelt på sektor.

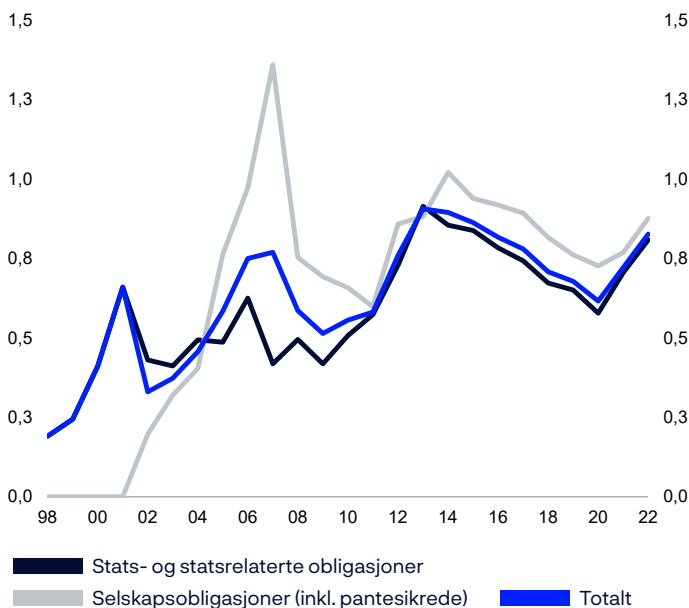
Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene <sup>1</sup>
Statsobligasjoner <sup>2</sup>	-11,6	63,5
Statsrelaterte obligasjoner <sup>2</sup>	-14,3	11,2
Realrenteobligasjoner <sup>2</sup>	-13,3	7,1
Selskapsobligasjoner	-12,4	24,3
Pantesikrede obligasjoner	-11,4	6,9

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

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

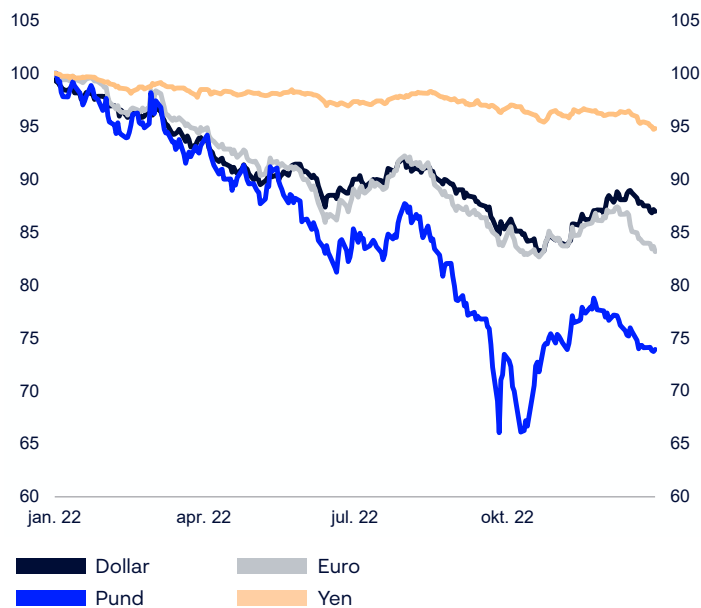


**FIGUR 11** Fondets eierandeler i obligasjonsmarkedene. Prosent av markedsværdien til obligasjoner i referanseindeksen.



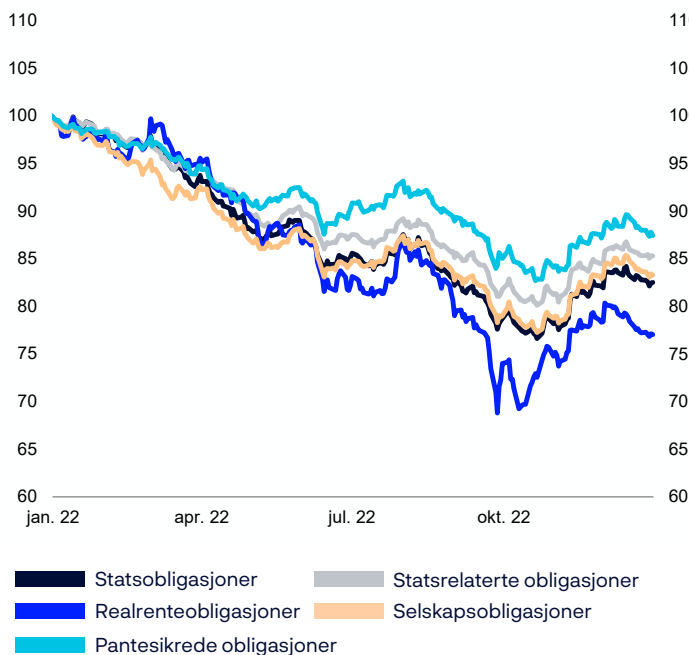
KILDE: Bloomberg Barclays Indices, Norges Bank Investment Management

**FIGUR 12** Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2021 = 100.



KILDE: Bloomberg Barclays Indices

**FIGUR 13** Kursutviklingen for ulike typer obligasjoner. Målt i dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2021 = 100.



KILDE: Bloomberg Barclays Indices

**FIGUR 14** Utviklingen i prosent for rentene på tiårige statsobligasjoner.



KILDE: Bloomberg



Fondet kjøpte i 2022 en andel på 50 prosent i Sony Center på Potsdamer Straße 4 i Berlin.

# Svak avkastning for eiendomsinvesteringene

Fondets investeringer i eiendom ga en samlet avkastning på -14,1 prosent i 2022 og utgjorde 4,4 prosent av fondet ved utgangen av året. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på 0,1 prosent, mens de børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på -30,8 prosent.

Fondets strategi for eiendom omfatter både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Til sammen utgjorde disse investeringene 547 milliarder kroner ved utgangen av 2022.

**TABELL 10** Verdien på eiendomsinvesteringene i millioner kroner per 31. desember 2022.

	Verdi <sup>1</sup>
Unoterte eiendomsinvesteringer	330 300
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	216 977
<b>Aggregerte eiendomsinvesteringer</b>	<b>547 277</b>

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



2022 har vært et turbulent år for eiendom, som har blitt påvirket både direkte og indirekte av makroøkonomiske og geopolitiske forhold.



I 2022 kjøpte fondet en andel på 65 prosent i kontoreiendommen 86 boulevard Haussmann i Paris.

## Unotert eiendom

Vi investerer i eiendom gjennom datterselskaper for å sikre god risikostyring og beskytte fondets verdier. Investeringene hadde en markedsverdi på 330 milliarder kroner, som tilsvarte 2,7 prosent av fondet ved utgangen av 2022. Som andel av eiendomsforvaltningen utgjorde unoterte eiendomsinvesteringer 60,4 prosent, mens resten var i form av børsnoterte eiendomsselskaper.

2022 var et turbulent år for eiendom, som ble påvirket både direkte og indirekte av makroøkonomiske og geopolitiske forhold. Eiendom kan verdsettes som en strøm av fremtidige leieinntekter. Når styringsrenten øker, synker verdien av den fremtidige kontantstrømmen og dermed eiendommene. Videre har økte styringsrenter også ført til høyere lånekostnader for eiendomsinvestorer, og dermed senket etterspørselen etter eiendom. Høy inflasjon har påvirket våre leietageres betalingsevne, og usikkerheten knyttet til fornyelser av leiekontrakter har økt, noe som har senket eiendomsverdiene ytterligere.

På tross av verdifallet sørget leieinntektene for en solid kontantstrøm til fondet. Løpende leieinntekter bidro 3,1 prosent til avkastningen i 2022. Leietageres konkurranse om de mest attraktive beliggenhetene og beste lokalene har påvirket kontorsektoren positivt. Handelsinvesteringene våre er sentrert rundt de mest populære handelsgatene, som fortsetter å være attraktive for leietagere. Logistikkinvesteringene er strategisk lokalisert for å dra videre nytte av økningen i e-handel som vedvarte, også i 2022.

**TABELL 11** Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer i prosentpoeng.

	Siden 01.04.2011	2022	2021	2020	2019	2018
Leieinntekter	3,7	3,1	3,4	3,4	3,6	3,6
Verdiendringer	2,9	-3,0	9,8	-3,5	3,1	4,1
Transaksjonskostnader	-0,9	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2
Resultat av valutajusteringer	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-0,1
<b>Totalt (prosent)</b>	<b>5,9</b>	<b>0,1</b>	<b>13,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,5</b>

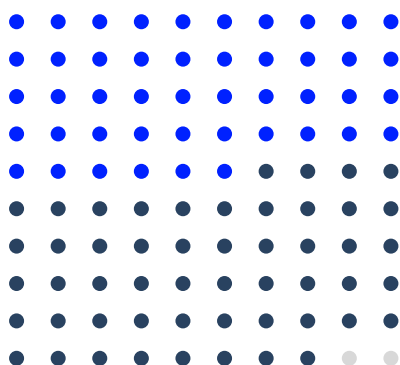
# 22,9 %

av eiendoms-  
investeringene er  
i Paris.

# 4,2 %

avkastning i Japan.

## Andel av porteføljen



● Europa ● USA ● Japan

**TABELL 12** Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer per 31. desember 2022.

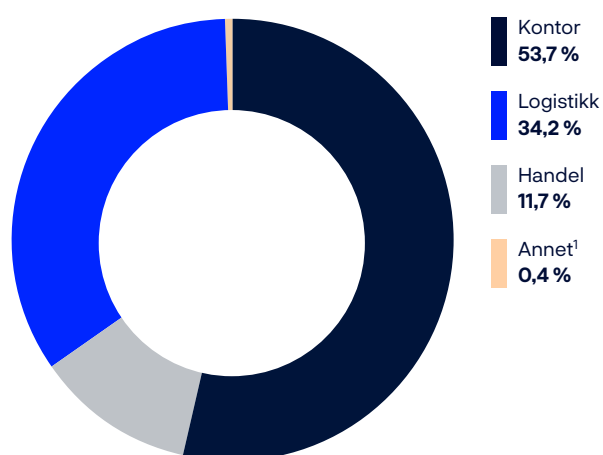
Handel, kontor og annet per by <sup>1</sup>	Prosent
Paris	22,9
London	18,1
New York	17,1
Boston	13,8
Berlin	6,5
San Francisco	5,8
Washington, D.C.	5,5
Zürich	5,2
Tokyo	3,7
Sheffield	0,7
Cambridge	0,5
Logistikk per land	Prosent
USA	70,0
Storbritannia	10,7
Frankrike	4,1
Nederland	2,8
Spania	2,7
Italia	2,3
Tsjekkia	2,1
Tyskland	2,1
Andre land	3,4

<sup>1</sup> Ekskludert investeringer i logistikk.

**TABELL 13** Avkastning i prosent på fondets unoterte eiendomsinvesteringer per 31. desember 2022, sortert på marked.

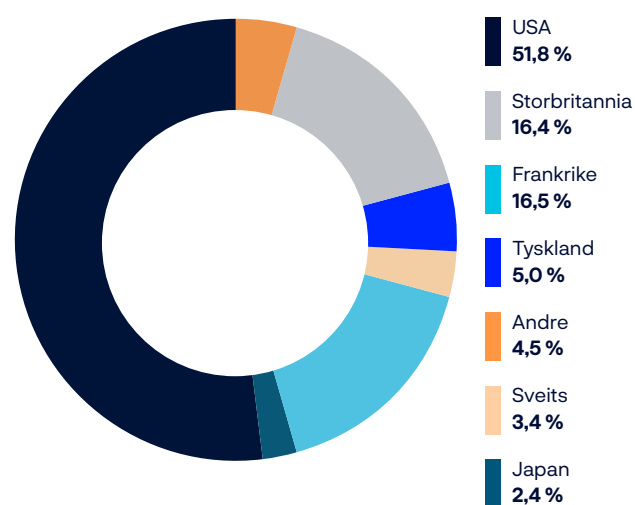
Marked	Avkastning	Andel av porteføljen
Europa	-2,5	45,7
USA	1,6	51,8
Japan	4,2	2,4

**FIGUR 15** Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter sektor per 31. desember 2022.

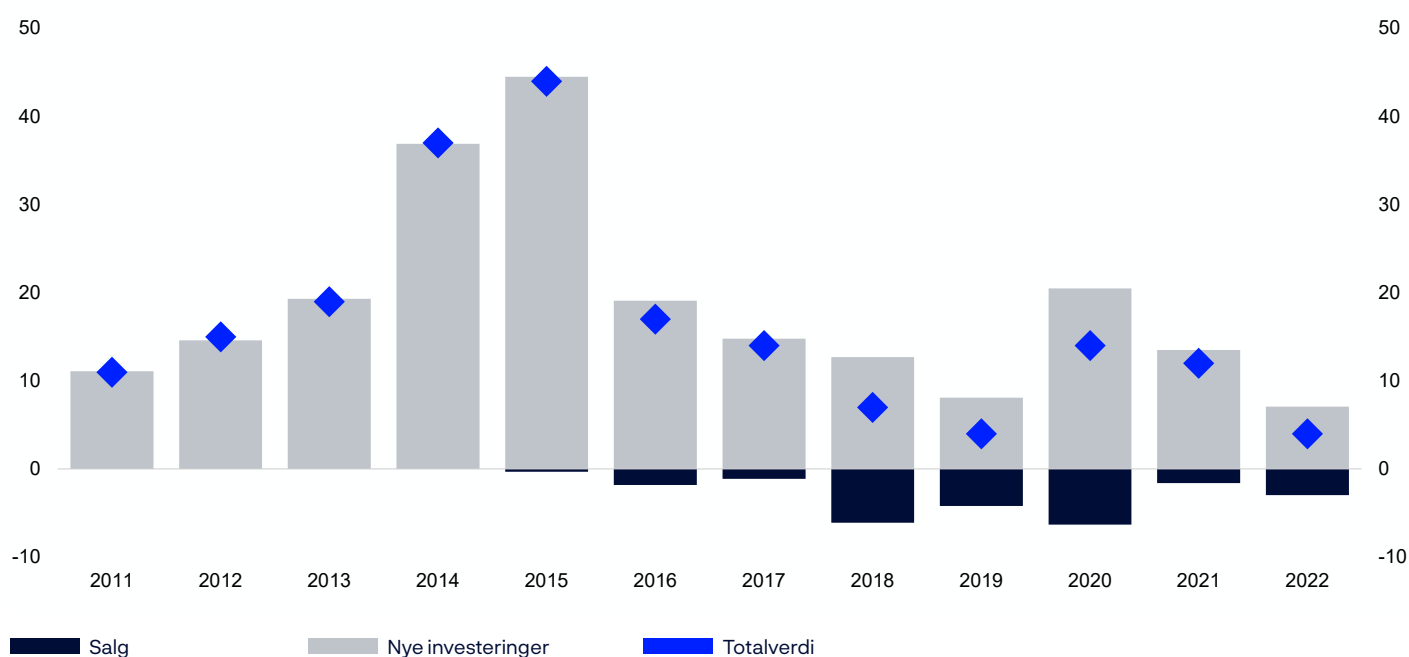


<sup>1</sup>Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer

**FIGUR 16** Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter land per 31. desember 2022.



**FIGUR 17** Årlige investeringer i unotert eiendom. Gjennomførte transaksjoner i milliarder kroner.





# -30,8 %

avkastning på de børsnoterte eiendomsinvesteringene.

## Børsnotert eiendom

Eiendomsforvaltningens børsnoterte investeringer hadde en avkastning på -30,8 prosent i 2022. Investeringene utgjorde 1,7 prosent av fondet. Børsnoterte eiendomsselskaper utgjorde en andel på 39,6 prosent av eiendomsforvaltningen og besto av 57 børsnoterte selskaper.

Fondets høyeste eierandel var på 25,7 prosent i det børsnoterte eiendomsselskapet Shaftesbury PLC ved utgangen av 2022. Fondet eide også mer enn 10 prosent i de tre børsnoterte selskapene Great Portland Estates PLC, Capital & Counties Properties PLC og Vonovia SE. I verdi var investeringen i Vonovia SE den største enkeltinvesteringen med 26 908 millioner kroner.

**TABELL 14** Fondets eierandeler for de børsnoterte eiendomsinvesteringene per 31. desember 2022<sup>1</sup>, sortert etter størrelse på beholdning.

Selskap	Land	Eierandel i prosent	Beholdning i millioner kroner
Vonovia SE	Tyskland	14,6	26 908
Alexandria Real Estate Equities Inc	USA	9,5	22 376
Equity Residential	USA	8,1	17 901
Invitation Homes Inc	USA	6,2	11 061
Welltower Inc	USA	3,5	10 810
Regency Centers Corp	USA	9,4	9 936
AvalonBay Communities Inc	USA	4,4	9 813
American Tower Corp	USA	1,0	9 705
Prologis Inc	USA	0,9	9 418
UDR Inc	USA	7,2	8 971
Boston Properties Inc	USA	8,1	8 427
Simon Property Group Inc	USA	2,1	7 869
Federal Realty Investment Trust	USA	8,9	7 160
Gecina SA	Frankrike	9,3	7 159
Equinix Inc	USA	1,2	7 008
Public Storage	USA	1,3	6 504
Crown Castle Inc	USA	1,1	6 212
American Homes 4 Rent	USA	5,8	6 100
Segro PLC	Storbritannia	5,5	6 032
Mid-America Apartment Communities Inc	USA	3,0	5 307

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



# Unotert infrastruktur for fornybar energi

Investeringen i unotert infrastruktur for fornybar energi ga en avkastning på 5,1 prosent og utgjorde 0,1 prosent av fondet ved utgangen av året.

Fondet eier 50 prosent av havvindparken Borssele 1 & 2 i Nederland. Ved utgangen av året var dette fondets eneste investering i unotert infrastruktur for fornybar energi, med en markedsverdi på 15 milliarder kroner.

Avkastningen for 2022 var på 5,1 prosent. Avkastningen kommer hovedsakelig av verdiendring og kontantstrøm fra kraftproduksjon gjennom året. Både verdi og kontantstrøm påvirkes positivt av de høye strømprisene i markedet. Verdien av vindparken skrives ned til null i løpet av prosjektets levetid.

Finansdepartementet har i mandatet fastsatt en øvre ramme for investeringene i unotert infrastruktur for fornybar energi på 2 prosent av fondets verdi.

**TABELL 15** Verdien av unoterte infrastrukturinvesteringer for fornybar energi i milliarder kroner per 31. desember 2022.

	Verdi <sup>1</sup>
<b>Unoterte infrastrukturinvesteringer</b>	<b>15</b>

**Tabell 16** Avkastning på unoterte infrastrukturinvesteringer for fornybar energi i prosent per 31. desember 2022.

	Avkastning
<b>Unoterte infrastrukturinvesteringer</b>	<b>5,12</b>

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

# Globale investeringer

## Antall investeringer per aktivaklasse





# Investeringsrisiko

Sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer, kredittrisiko påslag samt svingninger i verdien av eiendom og infrastruktur for fornybar energi bestemmer fondets markedsrisiko.

Det finnes ingen enkeltmål eller analyse som fullt ut kan beskrive fondets markedsrisiko. Derfor bruker vi ulike måltall og risikoanalyser som forventet volatilitet, faktoreksponering, konsentrasjonsanalyse, likviditetsrisiko og stresstesting. Slik får vi et bredest mulig bilde av fondets markedsrisiko. Enkelte investeringsstrategier utsetter fondet for økt halerisiko, og denne type risiko følger vi nøye med på.

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av 2022 var fondets forventede absolutte volatilitet på 10,1 prosent, eller om lag 1 250 milliarder kroner, mot 10,3 prosent ved utgangen av 2021.

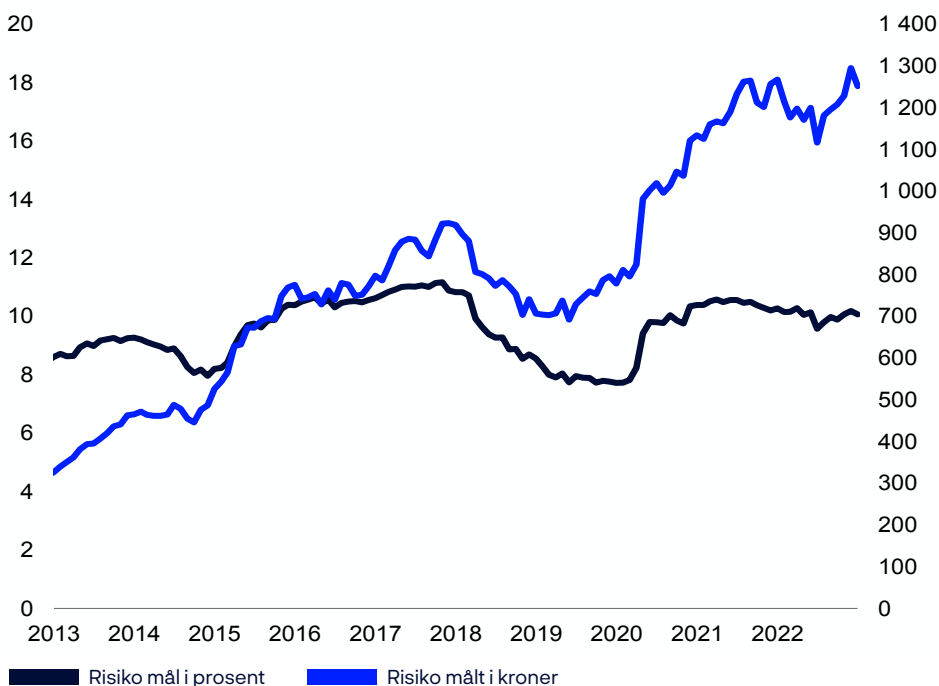


Som et stort fond, med en aksjeandel på om lag 70 prosent, må vi være forberedt på store svingninger i fondets avkastning og markedsverdi.

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

I løpet av det siste året har vi sett en kraftig økning i inflasjon etterfulgt av innstrammende pengepolitikk fra sentralbankene. Dette har skjedd mot et bakteppe av høy statsgjeld. En utvidet rapport om stresstesting basert på dagens usikre makroøkonomiske utsikter og økte geopolitiske spenninger er tilgjengelig på fondets nettside [www.nbim.no](http://www.nbim.no). Rapporten inneholder et scenario med hard landing forårsaket av kraftige realrenteøkninger, et scenario med stigning i langsiktige inflasjonsforventninger og et scenario med en stor geopolitisk konflikt som skader handels- og finansforbindelser. Skalert til fondets størrelse ved utgangen av 2022, vil scenariet med geopolitisk konflikt kunne føre til et tap på rundt 5 000 milliarder kroner. Et slikt tap tilsvarer 40 prosent av fondets verdi.

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



# Høyere avkastning enn referanseindeksen

Resultatene ●

Investeringene ●

Organiseringen ●

Regnskapet ●

Vi søker å utnytte fondets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse for å skape høy avkastning med akseptabel risiko. I 2022 var fondets samlede avkastning 0,87 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen.

Avkastningen på fondets investeringer sammenlignes med avkastningen på fondets referanseindeks, som er fastsatt av Finansdepartementet og sammensatt av globale indekser for aksjer og obligasjoner. Aksjedelen av indeksen, som tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen, besto av 9 037 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2022. Obligasjonsdelen av indeksen tar utgangspunkt i indekser fra Bloomberg Indices og besto av 16 773 obligasjoner fra 1 721 utstedere.



# 9 228

aksjeselskaper der  
fondet er investert  
ved utgangen av 2022.

Ved utgangen av 2022 var fondet investert i 9 228 børsnoterte aksjeselskaper, inkludert børsnoterte eiendomsselskaper og 6 154 obligasjoner fra 1 430 utstedere. I tillegg var fondet investert i 890 unoterte eiendommer og én havvindpark. For å kunne gjøre alle disse investeringene på en måte som bidrar til målet om høyest mulig avkastning etter kostnader, delegerer vi ansvaret for enkeltinvesteringer til våre porteføljeforvaltere gjennom individuelle investeringsmandater. Disse mandatene er etablert innenfor fondets tre hovedstrategier, markedseksposering, verdipapirseleksjon og allokering. Dette gjør at vi opparbeider oss inngående kunnskap om utvalgte markedssegmenter og selskaper. Denne kompetansen setter oss i stand til å være en bedre ansvarlig investor. Vi hadde ved utgangen av 2022 262 individuelle aksje- og obligasjonsmandater, hvor 107 er knyttet til eksterne aksjeforvaltere. Denne tilnærmingen muliggjør presis styring og kontroll med risiko, avkastningsmåling, kostnader og insentiver for hvert enkelt investeringsmandat.

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

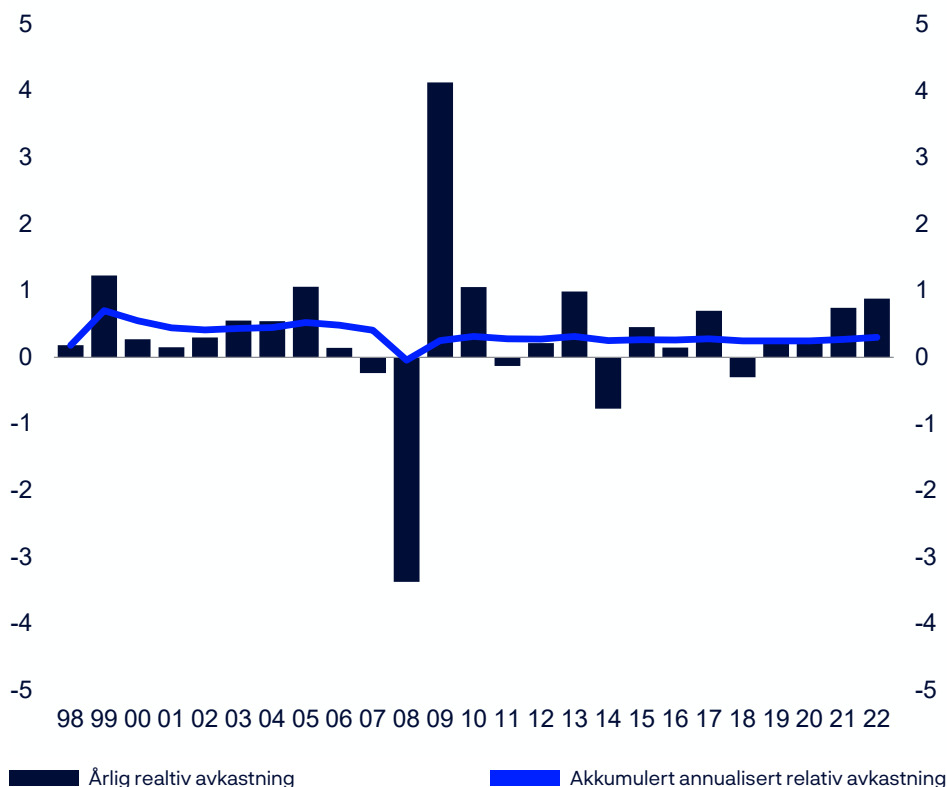
# 0,87

prosentpoeng  
høyere avkastning  
enn fondets  
referanseindeks.

## Fondets relative avkastning

I 2022 var fondets samlede avkastning 0,87 prosentpoeng høyere enn avkastningen på fondets referanseindeks. Fondets årlige relative avkastning har siden 1998 vært 0,30 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen – for de siste ti årene 0,33 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,37 prosentpoeng høyere.

**FIGUR 19** Årlig relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning på fondet i prosentpoeng. Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.



**TABELL 17** Relativ avkastning i 2022.

	Prosentpoeng
Fondet	0,87
Aksjeinvesteringene	-0,04
Renteinvesteringene	1,85





Investeringer i sektorene energi, finans og telekommunikasjon bidro mest til den relative avkastningen.

## Aksjeforvaltningen

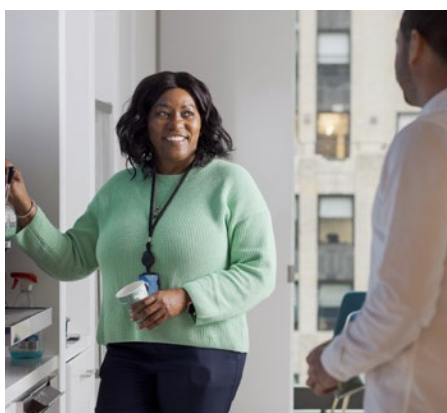
Aksjeforvaltningen måles mot aksjedelen i referanseindeksen, der det er tatt hensyn til salg av aksjer som finansiering av eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Aksjeforvaltningens avkastning var 0,52 prosentpoeng høyere enn den justerte referanseindeksen for aksjer i 2022 og bidro med 0,36 prosentpoeng til fondets samlede relative avkastning. Investeringer i sektorene energi, finans og telekommunikasjon bidro mest til den relative avkastningen. Investeringene i teknologi og dagligvare hadde et negativt bidrag. Blant de ulike landene som fondet var investert i, bidro aksjer i USA, Storbritannia og Frankrike mest positivt til den relative avkastningen. Aksjer i Singapore og Tyskland bidro negativt.

Aksjeforvaltningens årlige relative avkastning har siden 1999 vært 0,48 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen – for de siste ti årene 0,40 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,38 prosentpoeng høyere.

## Renteforvaltningen

Renteforvaltningen blir sammenlignet med obligasjonsdelen av referanseindeksen, der det er tatt hensyn til salg av obligasjoner for finansiering av eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Renteforvaltningens avkastning var 1,68 prosentpoeng høyere enn den justerte referanseindeksen i 2022. Bidraget til fondets relative avkastning var 0,44 prosentpoeng, med positive bidrag fra obligasjoner utstedt av myndigheter i framvoksende land og selskapsobligasjoner. Renteforvaltningen har i tillegg gjennom året hatt en lavere durasjon enn referanseindeksen. Rentene steg betydelige gjennom året, noe som resulterte i et betydelig positivt bidrag til meravkastningen.

Renteforvaltningens årlige relative avkastning har siden 1998 vært 0,23 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen – for de siste ti årene 0,26 prosentpoeng høyere og for de siste fem årene 0,54 prosentpoeng høyere.





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

## Eiendom

Vi investerer i eiendom for å forbedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Fondets samlede strategi for eiendom består av både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Den relative avkastningen for eiendomsforvaltningen er forskjellen mellom avkastningen på fondets samlede eiendomsinvesteringer og avkastningen på de obligasjonene og aksjene vi har solgt for å finansiere disse. Eiendomsforvaltningen bidro med 0,02 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2022. De unoterte eiendomsinvesteringene ga et positivt bidrag på 0,37 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Fondets eiendommer innenfor logistikk sto for det største bidraget. De børsnoterte eiendomsinvesteringene hadde et negativt bidrag på -0,35 prosentpoeng. Blant de ulike landene den børsnoterte eiendomsporteføljen var investert i, bidro investeringer i USA og Tyskland mest negativt.

Vi rapporterer avkastning for unotert eiendom hvert kvartal og hvert år, men lengre tidsintervaller gir et bedre bilde av eiendommenes utvikling. Fra fondets første unoterte eiendomsinvestering og frem til utgangen av 2016 var den årlige avkastningen på de unoterte eiendomsinvesteringene 5,98 prosent. I denne perioden ble eiendomsinvesteringene finansiert ved salg av obligasjoner. Den årlige avkastning på obligasjonsinvesteringene var 4,37 prosent i tilsvarende periode. Fra 2017 ble unotert eiendom finansiert med salg av aksjer og obligasjoner. I perioden 2017 til 2022 har denne sammensetningen gitt en årlig avkastning på 2,8 prosent, sammenlignet med avkastningen for de unoterte eiendomsinvesteringene på 5,8 prosent.

## Unotert infrastruktur for fornybar energi

Vi investerer i unotert infrastruktur for fornybar energi for å forbedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Fondets strategi er å bygge opp en portefølje av vind- og solkraftanlegg av høy kvalitet. Den relative avkastningen for fornybar energi er forskjellen mellom avkastningen på fondets samlede investeringer i infrastruktur for fornybar energi og avkastningen på de obligasjonene og aksjene vi har solgt for å finansiere disse. Fondets første og eneste investering i infrastruktur for fornybar energi ved utgangen av 2022, hadde en avkastning på 7,48 prosent målt i euro.

**TABELL 18** Relativ avkastning for fondets forvaltning i prosentpoeng.

År	Fondet <sup>1</sup>	Aksjeforvaltningen <sup>2</sup>	Renteforvaltningen <sup>2</sup>	Eiendomsforvaltningen <sup>2</sup>	Infrastrukturforvaltningen
2022	0,87	0,52	1,68	0,22	25,09
2021 <sup>3</sup>	0,75	0,78	-0,04	7,36	8,04
2020	0,27	0,98	0,76	-13,81	-
2019	0,23	0,51	0,11	-3,89	-
2018	-0,30	-0,69	-0,01	5,49	
2017	0,70	0,79	0,39	0,70	
2016	0,15	0,15	0,16		
2015	0,45	0,83	-0,24		
2014	-0,77	-0,82	-0,70		
2013	0,99	1,28	0,25		
2012	0,21	0,52	-0,29		
2011	-0,13	-0,48	0,52		
2010	1,06	0,73	1,53		
2009	4,13	1,86	7,36		
2008	-3,37	-1,15	-6,60		
2007	-0,24	1,15	-1,29		
2006	0,14	-0,09	0,25		
2005	1,06	2,16	0,36		
2004	0,54	0,79	0,37		
2003	0,55	0,51	0,48		
2002	0,30	0,07	0,49		
2001	0,15	0,06	0,08		
2000	0,27	0,49	0,07		
1999	1,23	3,49	0,01		
1998	0,18		0,21		

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

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

<sup>3</sup> Fondets og renteforvaltningens relative avkastning for 2021 har blitt korrigeret med 0.01 prosentpoeng grunnet en oppdatering av avkastningen til referanseindeksen.

## Investeringsstrategier

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

Markedeksponeringsstrategien består av posisjonering og utlån av verdipapirer. Samlet bidro disse strategiene 0,16 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Strategien posisjonering implementerer markedeksponeringer med sikte på å øke avkastningen og redusere



Investeringsstrategiene er gruppert i hovedstrategiene markeds-eksponering, verdipapirseleksjon og allokering.

transaksjonskostnadene for fondet. Strategien søker å dra nytte av den relative verdsettelsen på tvers av instrumenter og utstedere, prisingseffektene av selskaps- og markedshendelser samt posisjonering knyttet til utvikling innenfor rentemarkedene, deriblant rentenivå, inflasjon, valuta og renteforskjeller mellom land. På aksjesiden bidro strategien posisjonering med 0,08 prosentpoeng der kinesiske og europeiske aksjer var hovedbidragsyttere. På obligasjonssiden bidro strategien posisjonering 0,04 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Utlån av verdipapirer bidro med 0,03 prosentpoeng til fondets relative avkastning, hovedsakelig gjennom utlån av aksjer.

Strategien verdipapirseleksjon er basert på selskapsanalyser med mål om å gi dyp innsikt i fondets største investeringer for å forbedre avkastningen og bidra til arbeidet vårt som en ansvarlig og aktiv eier. Posisjoner fra denne strategien bidro med 0,09 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2022. Intern aksjeseleksjon bidro med 0,03 prosentpoeng i 2022. Investeringer innenfor finansselskaper og telekommunikasjon bidro særlig positivt. Investeringer i teknologiselskaper bidro negativt. Ekstern aksjeseleksjon bidro med 0,01 prosentpoeng i 2022, med positive bidrag fra framvoksende markeder og negative bidrag fra utviklede markeder.

Innenfor renteforvaltningen fokuserer strategien seleksjon på kredittobligasjoner. Denne delstrategien bidro med 0,04 prosentpoeng til fondets relative avkastning der både kredittposisjonering og valg av utstedere bidro positivt.

Strategien allokering omfatter ulike delstrategier som søker å forbedre fondets markeds- og risikoeksponering på sikt. Denne strategien bidro med 0,64 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2022.

Eiendom rapporteres i strategirapporteringen under realaktivaforvaltningen og bidro med 0,02 prosentpoeng.

Fondet hadde gjennom 2022 en undervekt av aksjer mot en overvekt av obligasjoner samt en overvekt av obligasjoner knyttet til fremvoksende økonomier. Obligasjonsporteføljen hadde også lavere durasjon enn referanseindeksen gjennom hele 2022. I starten av året hadde også fondet en overvekt i energiaksjer. Samlet bidro slike allokeringsbeslutninger med et positivt bidrag på 0,53 prosentpoeng i 2022.



Fondet hadde i første halvår en spesifikk allokering med en egen delstrategi til systematiske risikofaktorer som har blitt avviklet. Den hadde en bidrag 0,08 prosentpoeng der allokering til verdiselskaper har bidratt positivt.

Allokering til miljørelaterte investeringer fikk et marginalt bidrag på 0,01 prosentpoeng der både investeringer i aksjer og fornybar infrastruktur inngår.

**TABELL 19** Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning i 2022 i prosentpoeng.

	Aksjeforvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
<b>Markedseksposering</b>	0,11	0,05		0,01	0,16
Posisjonering	0,08	0,04		0,01	0,13
Utlån av verdipapirer	0,03	0,00			0,03
<b>Verdipapirseleksjon</b>	0,05	0,04			0,09
Intern verdipapirseleksjon	0,03	0,04			0,07
Ekstern verdipapirseleksjon	0,01				0,01
<b>Allokering</b>	0,20	0,36	0,04	0,03	0,64
Systematiske risikofaktorer	0,08				0,08
Eiendom			0,02		0,02
Unotert eiendom			0,37		0,37
Notert eiendom			-0,35		-0,35
Miljørelaterte mandater <sup>1,2</sup>	-0,02		0,02		0,01
Allokeringsbeslutninger	0,14	0,36		0,03	0,53
<b>Totalt<sup>3</sup></b>	<b>0,36</b>	<b>0,44</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,87</b>

<sup>1</sup> Regelverket for miljørelaterte mandater for aksjer og renter ble endret av Finansdepartementet i løpet av året. Rapporteringen av disse investeringene gjenspeiler det nye mandatet.

<sup>2</sup> Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi rapporteres under Realaktivaforvaltningen.

<sup>3</sup> Total inkluderer elementer som ikke er allokert til noen investeringsstrategi. Bidrag fra slike elementer var 0,3 basispunkter og -0,8 basispunkter i henholdsvis 2021 og 2022.

**Tabell 20** Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning annualisert fra 2013–2022 i prosentpoeng.

	Aksjeforvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
<b>Markedseksposering<sup>1</sup></b>	0,11	0,07		0,00	0,18
Posisjonering	0,07	0,06		0,00	0,14
Utlån av verdipapirer	0,04	0,01			0,05
<b>Verdipapirseleksjon</b>	0,16	0,02			0,17
Intern verdipapirseleksjon	0,06	0,02			0,08
Ekstern verdipapirseleksjon	0,09				0,09
<b>Allokering</b>	0,00	-0,02	-0,02	0,01	-0,02
Systematiske risikofaktorer	-0,01				-0,01
Eiendom			-0,02		-0,02
Unotert eiendom			0,05		0,05
Notert eiendom			-0,07		-0,07
Miljørelaterte mandater <sup>2,3</sup>	0,03	0,00	0,00		0,03
Allokeringsbeslutninger	-0,01	-0,02	0,00	0,01	-0,02
<b>Totalt</b>	<b>0,26</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,33</b>

<sup>1</sup> Markedseksposering inkluderer -0,01 prosentpoeng fra strategien knyttet til systematiske risikofaktorer som ble avsluttet i andre kvartal av 2020.

<sup>2</sup> Regelverket for miljørelaterte mandater for aksjer og renter ble endret av Finansdepartementet i løpet av året. Rapporteringen av disse investeringene gjenspeiler det nye mandatet.

<sup>3</sup> Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi rapporteres under Realaktivaforvaltningen.

## Risiko i forhold til referanseindeksen

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

Ved utgangen av 2022 hadde aksjeporteføljen en overvekt av volatile selskaper og en overvekt av enkelte segmenter karakterisert med høy vekst, for eksempel investeringer med lav utbytteavkastning. Renteporteføljen hadde en lavere durasjon og mindre eksponering mot selskapsobligasjoner enn referanseindeksen, men større eksponering mot obligasjoner i fremvoksende markeder og statsrelaterte obligasjoner. Videre hadde fondet 330 milliarder kroner i unoterte eiendomsinvesteringer samt en allokering til børsnoterte eiendomsinvesteringer på 217 milliarder kroner ved utgangen av 2022. Eiendomsinvesteringene utgjorde en av fondets største relative eksponeringer ved utgangen av 2022.

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





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

Én av grensene er for forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindeks. I henhold til mandatet er alle fondets investeringer inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet og blir målt mot referanseindeksen for fondet, som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Forvaltningen av fondet skal legges opp med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den forventede relative volatiliteten for fondet 0,39 prosentpoeng, ned fra 0,50 prosentpoeng ved utgangen av 2021. Reduksjonen i forventet relativ volatilitet skyldes hovedsakelig redusert aktiv eksponering.

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

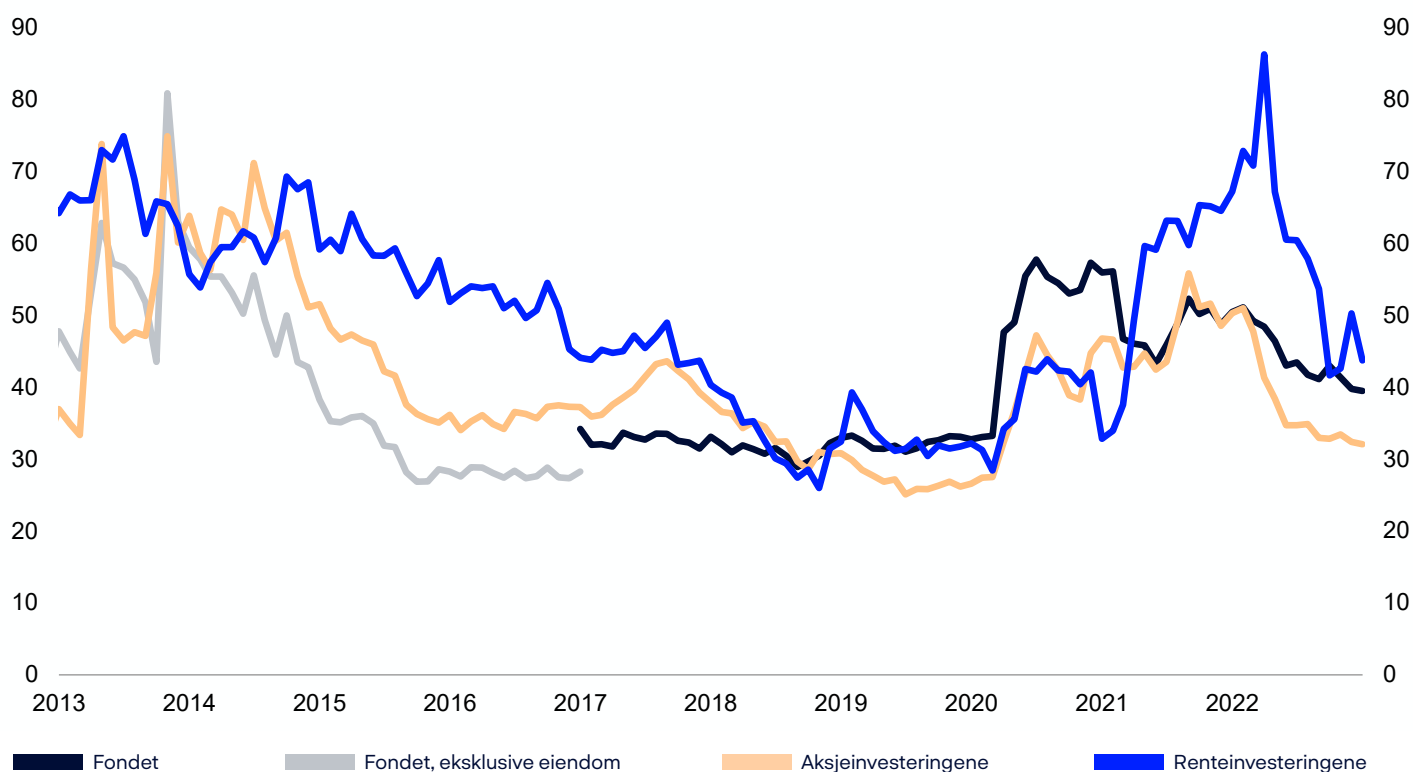
Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen på fondet og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den på 1,22 prosentpoeng, ned fra 1,52 prosentpoeng ved utgangen av 2021.

**TABELL 21** Risiko og eksponering for fondet.

	Grenser fastsatt av Finansdepartementet	31.12.2022
Allokering	Aksjeporteføljen 60–80 prosent av fondet <sup>1</sup>	69,6
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,7
	Obligasjonsporteføljen 20–40 prosent av fondet <sup>1</sup>	30,3
	Unotert infrastruktur for fornybar energi inntil 2 prosent av fondet	0,1
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,4
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	1,0
Fremvoksende markeder	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan være investert i fremvoksende markeder	3,2
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen <sup>2</sup>	9,6

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

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

**FIGUR 20** Forventet relativ volatilitet for fondet i basispunkter.

**TABELL 22** Forventet relativ volatilitet for investeringsstrategiene per 31. desember 2022. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Alle tall er på fondsnivå oppgitt i basispunkter.

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
<b>Markedseksposering</b>	4	3		1	4
Posisjonering	4	3		1	4
<b>Verdipapirseleksjon</b>	15	5			15
Intern verdipapirseleksjon	11	5			12
Ekstern verdipapirseleksjon	8				8
<b>Allokering</b>	4	8	43	8	41
Eiendom			43		43
Unotert eiendom			26		26
Notert eiendom			24		24
Miljørelaterte mandater <sup>1,2</sup>			2		2
Allokeringsbeslutninger	4	8		8	12
<b>Totalt</b>	<b>17</b>	<b>10</b>	<b>43</b>	<b>9</b>	<b>39</b>

<sup>1</sup> Regelverket for miljørelaterte mandater for aksjer og renter ble endret av Finansdepartementet i løpet av året. Rapporteringen av disse investeringene gjenspeiler det nye mandatet.

<sup>2</sup> Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi rapporteres under Realaktivaforvaltningen.



## Rapport om ansvarlig forvaltning

Ansvarlig forvaltning av Statens pensjonsfond utland rapporteres i en egen rapport som er tilgjengelig på fondets nettside [www.nbim.no](http://www.nbim.no).





# 3. Organiseringen

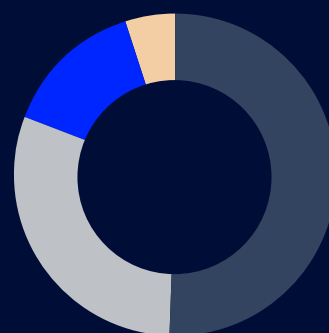
- 51 Forvaltningsorganisasjonen
- 52 Forvaltningens gjennomføring
- 61 Kostnader



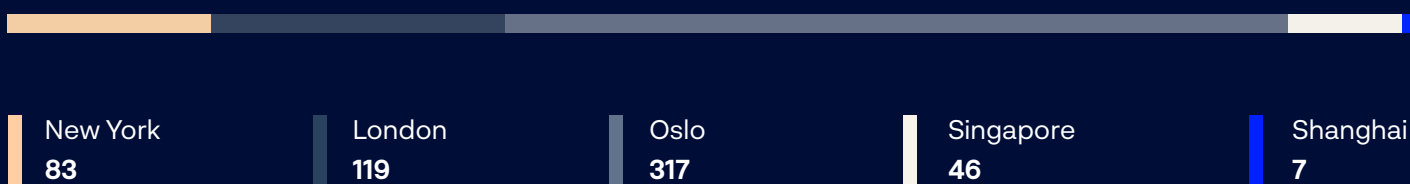
# Forvaltnings- organisasjonen

## Antall ansatte og kontorer

FIGUR 21 Antall ansatte fordelt etter område, inkludert datterselskaper.



Investeringer	301	IT og drift	180
Risikostyring og kontroll	85	Administrasjon	29



**5**  
kontorer

**572**  
ansatte totalt

**35**  
nasjonaliteter

● Vi har også eiendomskontorer i Paris, Tokyo og Luxembourg.



# Medarbeiderne våre er hjertet i organisasjonen

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

Vi er en global organisasjon. Gjennom kunnskapsutveksling, samhandling og et bredt samarbeid på tvers av kontorene våre oppnår vi fondets mål om høyest mulig avkastning. I 2022 har vi besluttet å videreføre ordningen med å jobbe fra hjemmekontoret inntil to dager i uken etter avtale med leder. Videre har vi også økt muligheten for mobilitet mellom kontorer og fagområder.



Det å satse på våre egne ansatte står helt sentralt.



Det å satse på våre egne ansatte står helt sentralt. Vi arbeider systematisk med livslang læring og gir våre ansatte mulighet til å bygge opp relevante ferdigheter gjennom hele karrieren. I 2022 styrket vi satsningen på opplæring og utvikling av ledere og ansatte og introduserte læringsplattformen Coursera, med over 7 000 kurs tilgjengelig for alle ansatte. Vi har hatt særlig fokus på kjernekompetansene teknologi, dataanalyse og å gi og motta tilbakemelding. I 2022 ble det holdt 89 kurs med totalt 495 deltakere innenfor våre kritiske kompetanseområder. I 2022 ble vårt eget Investment Academy lansert, med oppstart for det første kullet i første kvartal 2023. Formålet med akademiet er å styrke investeringskompetansen, verdikjedeforståelse og samhandlingen på tvers av organisasjonen gjennom bruk av våre egne verdensledende porteføljeforvaltere og prestasjonscoacher.

Vi har stort fokus på god ledelse og lanserte i 2022 nye lederprinsipper som legger fundamentet for mange av lederaktivitetene våre. Vi har årlige ledersamlinger og møtepunkter, og høsten 2022 lanserte vi også vår lederportal.

Norges Bank jobber systematisk med mangfold, likestilling og inkludering ved blant annet å øke kvinneandelen. Norges Bank signerte Kvinner i Finans Charter i 2021, og i 2022 var vi vertskap for charterets første statusrapport. Våre forpliktelser som følge av charterets fire prinsipper er publisert på nettsiden vår [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

Ved utgangen av 2022 jobbet 572 ansatte i Norges Bank Investment Management. 29 prosent var kvinner, sammenlignet med 27 prosent i 2021. I ledende stillinger var andelen 23 prosent, likt som i 2021. Vårt mål er å øke kvinneandelen både totalt i organisasjonen og på ledernivå. 35 prosent av alle nyrekrutteringer i 2022 var kvinner, sammenlignet med 42 prosent året før.

**TABELL 23** Andel kvinner og menn per stillingsgruppe fordelt på våre kontorer.

Stillingsgruppe	Oslo		London		New York		Singapore		Shanghai	
	Andel ansatte		Andel ansatte		Andel ansatte		Andel ansatte		Andel ansatte	
	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner
Enhetsdirektør	84 %	16 %	75 %	25 %	100 %	0 %				
Seksjonsleder	68 %	32 %	81 %	19 %	91 %	9 %	100 %	0 %	0 %	100 %
Analysedirektør	100 %	0 %	100 %	0 %	50 %	50 %				
Spesialrådgiver	80 %	20 %	73 %	27 %	86 %	14 %	60 %	40 %	100 %	0 %
Seniorrådgiver	69 %	31 %	56 %	44 %	74 %	26 %	80 %	20 %	100 %	0 %
Rådgiver	69 %	31 %	46 %	54 %	67 %	33 %	67 %	33 %		
Analytiker	65 %	35 %	0 %	100 %	100 %	0 %	100 %	0 %		



Vi legger vekt på å utvikle en mangfoldig og inkluderende organisasjon.

Nedgangen har en sammenheng med at en større andel av rekrutteringen i 2022 var innenfor teknologiområdet.

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

For å nå målet om økt mangfold legger vi vekt på omdømmearbeid, rekruttering, kompetanse- og karriereutvikling, fleksibilitet og et inspirerende og trygt arbeidsmiljø. I 2022 har vi blant annet økt synligheten blant studenter på undervisnings- og læresteder ved å holde flere foredrag og bedriftspresentasjoner. I tillegg tilbyr vi gjesteforelesninger fra fagpersoner i fondet gjennom et initiativ kalt NBIM Teach. Hensikten er å gi studentene innsikt i praktisk fondsforvaltning, øke kompetansen om fondet og dele kunnskapen vår med en yngre målgruppe for å få flere til å søke på våre ledige stillinger.

Vi opererer i globale investeringsmarkeder. Nærhet til markedene er viktig for å sikre fondets langsiktige avkastning. Ved utgangen av 2022 jobbet 45 prosent ved kontorene våre i London, New York, Singapore og Shanghai, sammenlignet med 44 prosent i 2021. I tillegg jobbet 23 ansatte i datterselskapene tilknyttet forvaltningen av eiendomsporteføljen.

## Lønnssystemet

Norges Banks hovedstyre setter rammene for Norges Bank Investment Managements lønns- og kompensasjonsordninger og følger opp praktiseringen av ordningene. Lønnsnivået skal være konkurransedyktig, men ikke markedsledende.

Lønnsfastsettelsen er individuell og reflekterer stillingens ansvarsområder og den ansattes kompetanse, erfaring og prestasjoner. Utbetalt godtgjørelse inkluderer fastlønn, prestasjonsbasert lønn og utbetalt overtid.

Lønnsforskjeller mellom kvinner og menn skyldes en overvekt av menn i stillinger som arbeider med investeringsbeslutninger. Stillinger med investeringsansvar er generelt høyere lønnet i markedet sammenlignet med stillinger på samme nivå innenfor andre områder. Utbetalt overtid har også en effekt på tallene for utbetalt godtgjørelse. Vi ser generelt at menn har jobbet relativt mer overtid enn kvinner i 2022.

Av personvern hensyn må minst fem av hvert kjønn per stillingsgruppe være representert for å kunne publisere lønnsdata. Det gjør at vi ikke kan publisere resultatene av kartleggingen blant ansatte på våre internasjonale kontorer.

Ledergruppen mottar kun fastlønn. Norges Banks hovedstyre fastsetter lønn til leder av Norges Bank Investment Management og lønnsintervaller for ledergruppen.

**TABELL 24** Lønnskartlegging per stillingsgruppe for fastlønn på Oslokontoret per 31. desember 2022.

Stilingsgruppe	Median fastlønn		Lønnsforskjeller - kvinnens andel av menns lønn i %	Gjennomsnitt fastlønn		Lønnsforskjeller - kvinnens andel av menns lønn i %
	Menn	Kvinner		Menn	Kvinner	
Seksjonsleder	1 580 000	1 450 000	92 %	1 593 000	1 422 000	89 %
Spesialrådgiver	1 300 000	1 295 000	100 %	1 374 000	1 294 000	94 %
Seniorrådgiver	980 000	1 003 000	102 %	1 014 000	1 041 000	103 %
Rådgiver	770 000	763 000	99 %	807 000	790 000	98 %
Analytiker	550 000	550 000	100 %	565 000	557 000	99 %

**TABELL 25** Lønnskartlegging per stillingsgruppe for utbetalt godtgjørelse på Oslokontoret per 31. desember 2022.

Stilingsgruppe	Median utbetalt godtgjørelse		Lønnsforskjeller - kvinnens andel av menns lønn i %	Gjennomsnitt utbetalt godtgjørelse		Lønnsforskjeller - kvinnens andel av menns lønn i %
	Menn	Kvinner		Menn	Kvinner	
Seksjonsleder	1 670 000	1 537 000	92 %	1 885 000	1 579 000	84 %
Spesialrådgiver	1 674 000	1 350 000	81 %	1 782 000	1 394 000	78 %
Seniorrådgiver	1 007 000	1 034 000	103 %	1 144 000	1 119 000	98 %
Rådgiver	800 000	763 000	95 %	841 000	802 000	95 %
Analytiker	550 000	550 000	100 %	564 000	580 000	103 %

**Tabell 26** Ytelser i kroner til ledende ansatte i 2022.

Stilling	Navn	Brutto fastlønn	Brutto Prestasjonslønn	Verdi av andre fordeler <sup>7</sup>	Pensjonsopptjening	Personallån
Leder	Nicolai Tangen	6 872 066		11 012	411 431	
Stabsdirektør/nestleder	Trond Grande	4 930 080		9 610	447 975	
Direktør for teknologi og drift	Birgitte Bryne <sup>1</sup>	3 700 102		11 451	481 639	
Direktør for eiendom- og infrastrukturinvesteringer	Mie Caroline Holstad <sup>1</sup>	3 204 829		13 720	375 668	
Risikodirektør	Dag Huse	4 650 270		8 520	733 944	
Direktør for eierskap og etterlevelse	Carine Smith Ihenacho <sup>2</sup>	4 863 553		107 774	486 355	
Direktør for aksjeinvesteringer	Pedro Furtado Reis <sup>2,3,4</sup>	5 224 435		74 777	522 444	
Direktør for aksjeinvesteringer	Daniel Balthasar <sup>2,3,4</sup>	5 224 435		76 181	522 444	
Direktør for markedsstrategier	Geir Øivind Nygård	4 545 620		11 527	348 028	

**Ledere som fratradte sin stilling i 2022**

Teknologidirektør	Age Bakker <sup>5</sup>	937 500		2 594	125 429	
Direktør for aksjeinvesteringer	Petter Johnsen <sup>2,6</sup>	4 871 388		112 708	487 139	

<sup>1</sup> Brutto fastlønn inkluderer utbetalte feriepenger. Deler av feriepengene ble opptjent i annen stilling i Norges Bank Investment Management.

<sup>2</sup> Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner. Pensjonsopptjening tilsvare årrets innbetaling til innskuddsordningen.

<sup>3</sup> Medlemmer av ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Enkelte medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Beløpene oppgitt i tabellen er prestasjonslønn som er utbetalt i regnskapsåret, men opptjent og resultatført i tidligere perioder.

<sup>4</sup> Tiltrådte sin stilling 01.07.2022. Godtgjørelse vises fra tilstedelsestidspunktet.

<sup>5</sup> Fratradte sin stilling 31.03.2022. Godtgjørelse vises frem til fratredelsestidspunktet.

<sup>6</sup> Fratradte sin stilling 30.06.2022. Godtgjørelse vises frem til fratredelsestidspunktet.

<sup>7</sup> Består hovedsakelig av dekning av elektronisk kommunikasjon, personalforsikringer og enkelte reisekostnader.

**TABELL 27** Godtgjørelse til ledende ansatte, ansatte med prestasjonslønn og øvrige ansatte utbetalt i 2022, i millioner kroner<sup>1</sup>.

	Antall ansatte	Fast godtgjørelse	Variabel godtgjørelse	Sum godtgjørelse
Ledende ansatte <sup>2</sup>	11	49,0		49,0
Ansatte med prestasjonslønn <sup>3</sup>	237	470,2	283,5	753,7
Øvrige ansatte <sup>4</sup>	444	419,1		419,1

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

<sup>2</sup> Medlemmer av ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Enkelte medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen.

Beløpene oppgitt i tabellen er prestasjonslønn som er utbetalt i regnskapsåret, men opptjent og resultatført i tidligere perioder.

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

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



# 226

ansatte hadde prestasjonsbasert lønn ved utgangen av 2022.

## Prestasjonsbasert lønn

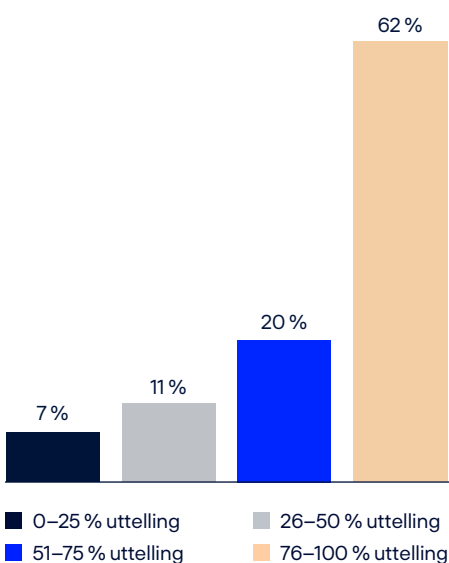
Ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, kan ha prestasjonsbasert lønn i tillegg til fastlønn. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte kvalitative og kvantitative mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle resultatet. Med resultat menes i denne sammenheng avkastning i forhold til referanseindeks. Utviklingen i referanseindeksen påvirker således ikke opptjening av prestasjonslønn. Kvalitative mål kan inneholde elementer knyttet til miljø, sosiale forhold og selskapsstyring (ESG). Resultatene måles over minimum 2 år opp til 3 og 4 år.

Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. 50 prosent utbetales året etter at prestasjonslønnen er opptjent, mens de resterende 50 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake, justeres for fondets avkastning.

For ansatte som opptjener over 100 prosent av fastlønnen, blir 40 prosent utbetalt året etter at prestasjonslønnen er opptjent. De resterende 60 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene.



**Figur 22** Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2022. Prosent av ansatte med prestasjonsbasert lønn.



Rammen for prestasjonsbasert lønn kan som hovedregel maksimalt være 100 prosent av fastlønn for ansatte i Norge. For et begrenset antall ansatte ved de internasjonale kontorene kan rammen maksimalt være 200 prosent av fastlønn. Ansatte med prestasjonsbasert lønn tjente i gjennomsnitt 73 prosent av totalrammen for 2022, basert på resultater over flere år.

Organisasjonen hadde 226 ansatte med prestasjonsbasert lønn ved utgangen av 2022, hvorav 13 var ansatt i datterselskaper. Deres samlede øvre ramme for prestasjonsbasert lønn var 502 millioner kroner.

Godtgjøringsordningen for ansatte i Norges Bank Investment Management følger kravene i forskrift til verdipapirfondloven med nødvendige tilpasninger, i tråd med Finansdepartementets mandat. Ordningen gjennomgås årlig. I tillegg avgir internrevisjonen i Norges Bank en uavhengig uttalelse om etterlevelse av regler og retningslinjer for godtgjøring. Gjennomgangen i 2022 bekreftet at godtgjøringsordningen for 2021 var praktisert i tråd med regelverket. Det har ikke vært vesentlige endringer i godtgjøringsordningen i 2022.



Nyansatte i Norges Bank Investment Management i august 2022.



# Rammer for operasjonell risiko

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

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

Den beregnede operasjonelle risikoeksponeringen holdt seg innenfor denne rammen i hele 2022. Vi arbeider systematisk med å identifisere operasjonell risiko og å forbedre prosessene våre for å hindre at uønskede hendelser skal inntreffe. Rapportering og oppfølging av uønskede hendelser utgjør en viktig del av tiltakene våre for å forbedre driften og internkontrollen.

# 270

registrerte uønskede hendelser.

## Uønskede hendelser i 2022

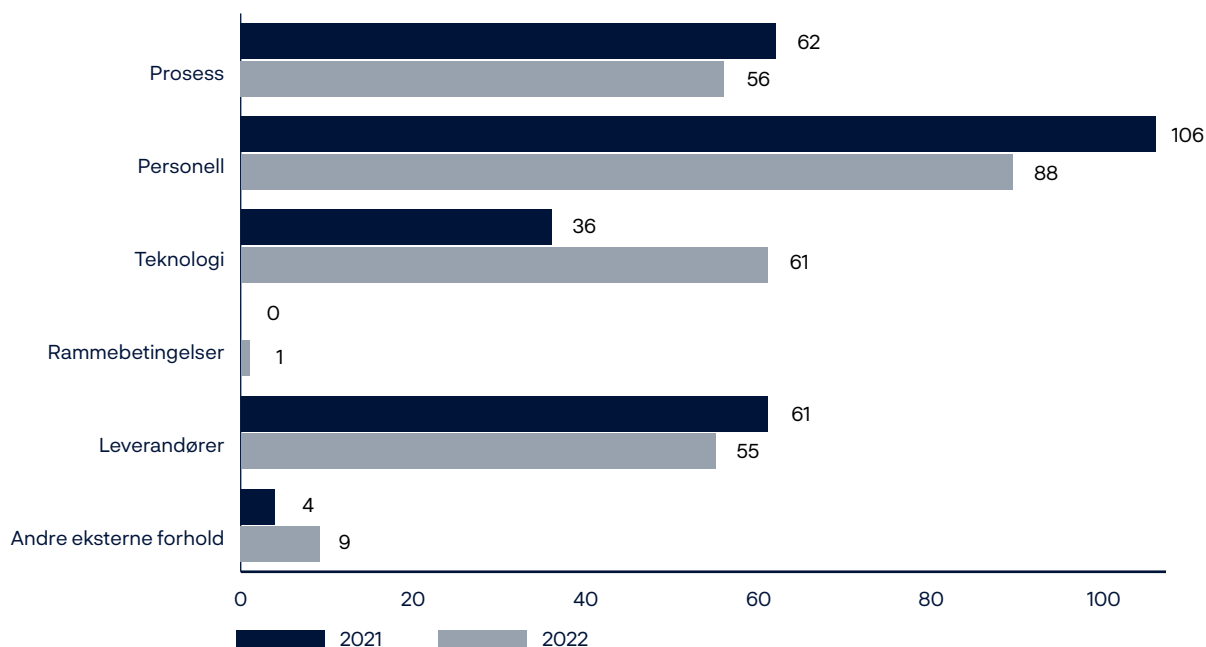
Det ble registrert 270 uønskede hendelser i 2022, opp fra 269 i 2021. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser. Samlet ga de uønskede hendelsene en estimert finansiell effekt på 126,5 millioner kroner. Av hendelsene ble åtte vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad.

Fem av de åtte vesentlige hendelsene hadde en direkte finansiell konsekvens og utgjorde omtrent 95 millioner kroner av den samlede finansielle effekten. Hendelsene var relatert til intern porteføljeforvaltning, samt ordre og handler av verdipapirer og valuta. De tre resterende vesentlige hendelsene var relatert til tilgangsstyring og tilgjengelighet av systemer for håndtering av ordre og handler av verdipapirer. Hendelsene hadde ingen direkte finansiell konsekvens.

## Etterlevelse av retningslinjer

Finansdepartementet har fastsatt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2022. Vi mottok i samme periode ingen varsler om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

**FIGUR 23** Antall uønskede hendelser i 2022, fordelt på årsakskategorier.





# Lave kostnader

Vi har en høy kostnadsbevissthet i forvaltningen og arbeider løpende med å automatisere prosesser og effektivisere driften for å realisere stordriftsfordeler.

Vi vektlegger høyest mulig avkastning, ansvarlig forvaltning og åpenhet som viktige prioriteringer for fondet. Vi fortsetter å utnytte fondets særtrekk som en stor og langsiktig investor, for å oppnå høyest mulig avkastning på en ansvarlig måte. Samtidig vil vi sikre kostnadseffektivitet uten at det skal gå utover betryggende kontroll, god risikostyring og muligheten til å skape merverdier i forvaltningen. Interne forvaltningskostnader som andel av forvaltet kapital har vært fallende de senere år. Vi arbeider kontinuerlig for å effektivisere driften og realisere stordriftsfordeler og flere store initiativer har vært gjennomført i Norges Bank Investment Management for å bidra til dette. Forvaltningen skal være kostnadseffektiv, men lave kostnader er ikke et mål i seg selv. Fondets målsetting i mandatet fra Finansdepartementet er å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i investeringsporteføljens valutakurv, innenfor rammene som gjelder for forvaltningen.



Fondet har over flere år har hatt lavest kostnader av fondene i sammenligningsgruppen, målt som andel av forvaltet kapital.

Forvaltningskostnadene i fondet er lave sammenlignet med andre fond, målt som andel av forvaltet kapital. For 2022 utgjorde forvaltningskostnadene i Norges Bank 0,044 prosent av fondsverdien. Årlige analyser gjennomført for Finansdepartementet av CEM Benchmarking Inc., som sammenligner årlige forvaltningskostnader i fondet med andre store fond, viser at fondet over flere år har hatt lavest kostnader av fondene i sammenligningsgruppen, målt som andel av forvaltet kapital. Kostnadsnivået i forvaltningen siden 2012 har vært mellom 11 og 18 basispunkter lavere enn sammenligningsgruppen. I denne sammenligningen er det tatt hensyn til forskjeller i størrelse og aktivasammensetning. CEM-rapporten anses som den beste kilden til informasjon om kostnadsnivået til sammenlignbare fond innen kapitalforvaltning.

## Forvaltningskostnader

Forvaltningskostnader omfatter alle kostnader ved forvaltning av investeringsporteføljen. Disse påløper i hovedsak i Norges Bank, men det påløper også forvaltningskostnader i datterselskaper av Norges Bank som utelukkende er etablert som en del av forvaltningen av fondets investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Se [note 12](#), samt tabell 6.4 og tabell 7.4 i regnskapet for ytterligere informasjon knyttet til kostnader i Norges Bank og datterselskaper.

De totale forvaltningskostnadene i Norges Bank var 5,2 milliarder kroner i 2022, en økning fra 4,6 milliarder kroner i 2021. Økningen skyldes i all hovedsak valutaeffekter, høyere personalkostnader som følge av styrking av organisasjonen, motvirket av noe lavere honorarer til eksterne forvaltere. Videre var personalkostnader for 2021 redusert med 265 millioner kroner som følge av en regnskapsmessig engangsjustering etter endring av metode for periodisering av prestasjonsbasert lønn. Avkastningsavhengige honorar til eksterne forvaltere er redusert i forhold til 2021 som følge av lavere meravkastning fra den eksterne forvaltningen. Faste honorarer til eksterne forvaltere har økt i forhold til 2021, som følge av at en noe større andel av fondet ble forvaltet eksternt i 2022.

# 5,2 mrd.

kroner i totale  
forvaltningskostnader.

Finansdepartementet fastsetter hvert år en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor denne rammen. Forvaltningskostnader i datterselskaper måles mot den øvre rammen, men er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen fordi de blir belastet porteføljeresultatet direkte. Norges Bank godtgjøres i tillegg for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, som er holdt utenfor den øvre rammen. Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, var for 2022 begrenset til 5,6 milliarder kroner. Samlede forvaltningskostnader i 2022 som måles mot den øvre kostnadsrammen, utgjorde 4,6 milliarder kroner. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 4,5 milliarder kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 0,1 milliarder kroner. Dette tilsvarer 0,039 prosent av forvaltet kapital, en økning fra 0,034 prosent i 2021.



Faste og variable kostnader til eksterne forvaltere utgjorde 32 prosent av driftskostnadene i 2022. Eksterne forvaltere benyttes innenfor aksjeinvesteringer i segmenter og markeder der vi mener det vil gi økt avkastning. Vår strategi er i første rekke å benytte eksterne forvaltere til aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder og små og mellomstore selskaper. Bruk av eksterne forvaltere har spilt en viktig rolle for å nå fondets mål om høyest mulig avkastning etter kostnader med moderat risiko. Frem til og med 2022 var den akkumulerte meravkastningen etter kostnader for de eksterne aksjemandatene 75 milliarder kroner.

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

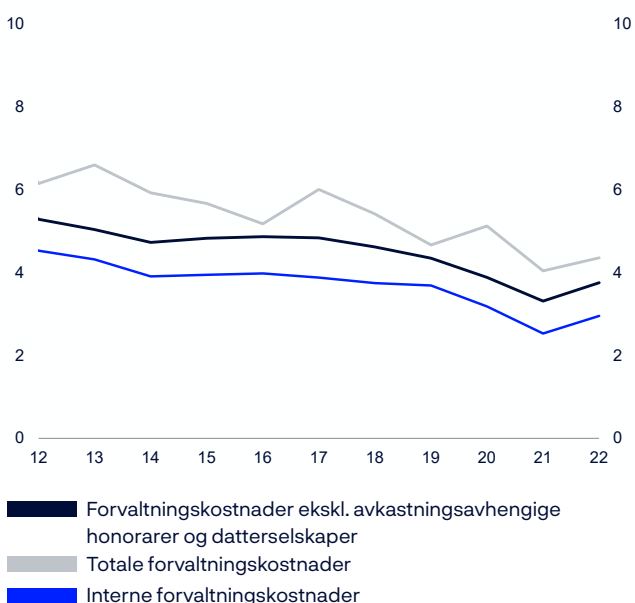
# Over 70 %

av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta.

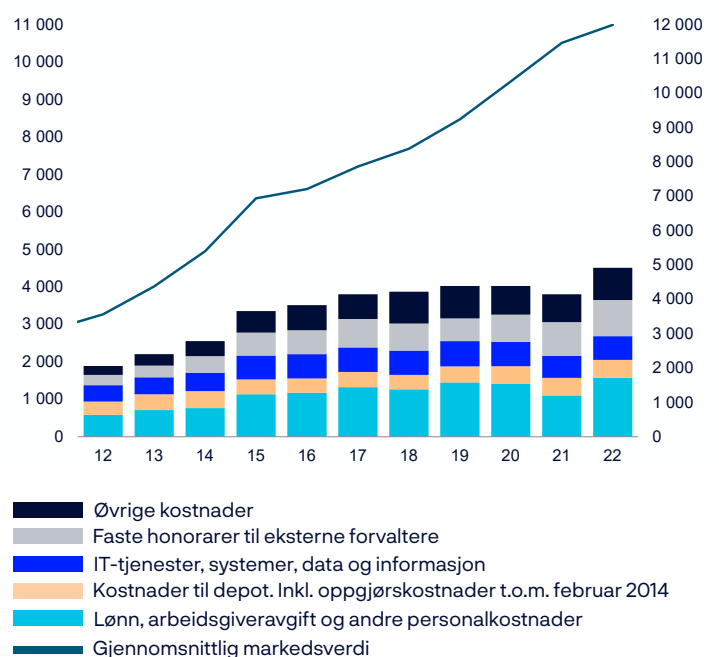
Fondets investeringer i aksjer og obligasjoner må oppføres i lokale verdipapirregistre over hele verden. Vi bruker en global depotinstitusjon til å bistå oss i dette arbeidet. Kostnader til depot som andel av forvaltningskapitalen har vært fallende de siste årene og utgjorde 9 prosent av forvaltningskostnadene i 2022.

Fondets regnskap føres i norske kroner. Svingninger i valutakurser kan gi betydelige regnskapsmessige utslag selv om den faktiske kostnaden i utenlandsk valuta er uendret. Over 70 prosent av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta. Eksempelvis vil en endring på 25 prosent i valutakursen for norske kroner mot alle andre valutaer endre driftskostnadene med om lag 1 300 millioner kroner. Svekkelsen av norske kroner mot andre valutaer de siste årene har medført en betydelig økning i kostnader målt i norske kroner.

**FIGUR 24** Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning i basispunkter.



**FIGUR 25** Utviklingen i de enkelte kostnadsbestanddelene. Kostnader<sup>1</sup> (millioner kroner, venstre akse) og fondets gjennomsnittlige markedsverdi (milliarder kroner, høyre akse).



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





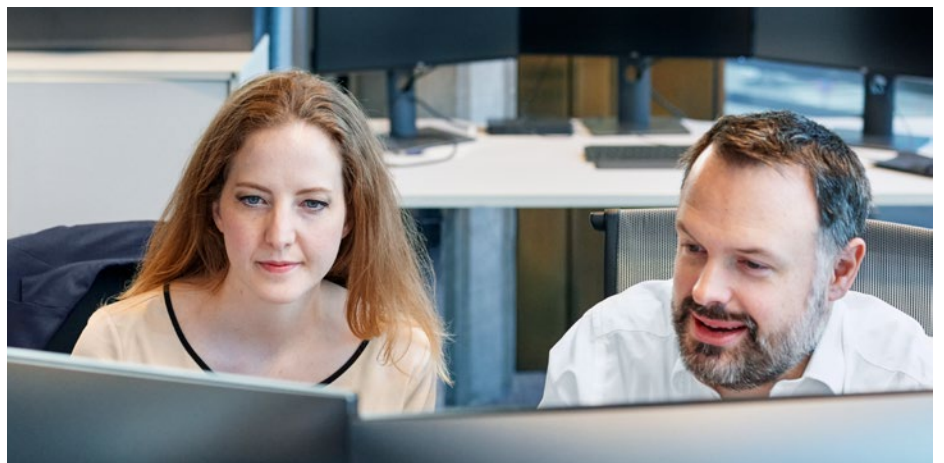
Vi jobber kontinuerlig med å holde transaksjonskostnadene lave.

## Transaksjonskostnader

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

Vi jobber kontinuerlig med å holde transaksjonskostnadene lave. Det gjør vi ved å ta hensyn til transaksjonskostnadene i investeringsstrategiene og derigjennom redusere antall transaksjoner. Markeder med høy kurtasje eller skatter kan derfor ha mindre aktivitet enn markeder med lavere faste transaksjonskostnader. I tillegg velger vi motparter som mest kostnadseffektivt kan gjennomføre våre investeringsbeslutninger. Transaksjonskostnader blir belastet porteføljerisikore direkte og er ikke en del av forvaltningskostnadene. Transaksjonskostnader for 2022 utgjorde 4,0 milliarder kroner, sammenlignet med 3,5 milliarder kroner for 2021. Dette inkluderer 3,6 milliarder kroner relatert til aksjeinvesteringer og 0,3 milliarder kroner relatert til investeringer i unotert eiendom.

I tillegg til de direkte kostnadene som beskrevet over har vi indirekte kostnader ved at prisene forandrer seg fra investeringsbeslutningene er tatt til de er implementert i markedet eller at prisene reflekterer likviditeten motparten bidrar med. Indirekte kostnader er inkludert i porteføljerisikoret, og utgjorde 13,5 milliarder kroner for interne aksjeinvestering i 2022. Tilsvarende tall for 2021 var 8,8 milliarder kroner.



## Forvaltningskostnader fordelt på investeringsstrategier

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

Forvaltningskostnader for unotert eiendom for 2022 tilsvarer 0,08 prosent av forvaltet kapital. Forvaltningskostnader for samme periode for ekstern forvaltningen tilsvarer 0,33 prosent av forvaltet kapital, mot 0,05 prosent for intern verdipapirseleksjon. Forvaltningskostnader for markedseksposering utgjorde 0,02 prosent av forvaltet kapital i denne perioden.

**Tabell 28** Forvaltningskostnader i basispunkter per investeringsstrategi i 2022. Kostnader refundert av Finansdepartementet.

2022	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Markedseksposering	1,8	2,4
Verdipapirseleksjon	2,2	11,1
Intern verdipapirseleksjon	0,7	4,6
Ekstern verdipapirseleksjon <sup>1</sup>	1,5	33,0
Allokering	0,4	
hvorav unotert eiendom	0,2	7,9
<b>Totalt</b>	<b>4,4</b>	

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

**Tabell 29** Forvaltningskostnader i basispunkter per investeringsstrategi 2013–2022. Kostnader refundert av Finansdepartementet.

2013–2022	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Markedseksposering	2,1	2,7
Verdipapirseleksjon	2,5	14,6
Intern verdipapirseleksjon	0,7	5,3
Ekstern verdipapirseleksjon <sup>1</sup>	1,8	42,8
Allokering	0,3	
Unotert eiendom <sup>2</sup>	0,4	18,8
<b>Totalt</b>	<b>5,3</b>	

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

<sup>2</sup> Fra 2017 er unotert eiendom en del av allokeringsstrategien, men presentert på egen linje for 2013–2022.



# 4. Regnskapet

69	Regnskaprapportering
73	Noter til regnskapet
124	Uafhængig revisors beretning



# Innhold

## Regnskapsrapportering

<b>69</b>	<b>Regnskap</b>
69	Resultatregnskap
70	Balanse
71	Kontantstrømoppstilling
72	Oppstilling av endringer i eiers kapital
<b>73</b>	<b>Noter til regnskapsrapportering</b>
73	Note 1 Generell informasjon
74	Note 2 Regnskapsprinsipper
76	Note 3 Avkastning
77	Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater
78	Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater
81	Note 6 Unotert eiendom
85	Note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi
88	Note 8 Måling til virkelig verdi
96	Note 9 Investeringsrisiko
109	Note 10 Skatt
111	Note 11 Gevinst/tap valuta
113	Note 12 Forvaltningskostnader
115	Note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse
117	Note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning
119	Note 15 Nærstående parter
120	Note 16 Interesser i andre foretak
123	Note 17 Andre eiendeler og annen gjeld
<b>124</b>	<b>Revisor</b>
124	Uavhengig revisors beretning



# Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2022	2021
<b>Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta</b>			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer	4	-1 201 835	1 593 618
- Obligasjoner	4	-453 128	-40 905
- Unotert eiendom	6	-2 213	35 811
- Unotert infrastruktur	7	897	1 198
- Finansielle derivater	4	23 926	-4 839
- Utlån med sikkerhetsstillelse	13	4 845	3 842
- Innlån med sikkerhetsstillelse	13	-4 792	21
Skattekostnad	10	-4 850	-8 887
Renteinntekt/kostnad		-22	-13
Annen inntekt/kostnad		-4	11
<b>Porteføljerultat før gevinst/tap valuta</b>		<b>-1 637 176</b>	<b>1 579 857</b>
Gevinst/tap valuta	11	641 850	-24 589
<b>Porteføljerultat</b>		<b>-995 326</b>	<b>1 555 269</b>
Forvaltningsgodtgjøring	12	-5 226	-4 640
<b>Resultat og totalresultat</b>		<b>-1 000 551</b>	<b>1 550 628</b>

# Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2022	31.12.2021
<b>Eiendeler</b>			
Innskudd i banker		12 061	18 450
Utlån med sikkerhetsstillelse	13,14	462 982	297 405
Avgitt kontantsikkerhet	14	21 601	3 725
Uoppgjorte handler		11 428	15 767
Aksjer	5	8 138 602	8 383 302
Utlånte aksjer	5,13	451 799	505 117
Obligasjoner	5	2 968 272	2 795 536
Utlånte obligasjoner	5,13	886 555	623 367
Finansielle derivater	5,14	20 498	7 879
Unotert eiendom	6	329 732	310 134
Unotert infrastruktur	7	14 489	14 287
Fordring kildeskatt	10	8 937	3 427
Andre eiendeler	17	2 017	1 860
Fordring forvaltningsgodtgjøring		274	536
<b>Sum eiendeler</b>		<b>13 329 248</b>	<b>12 980 791</b>
<b>Gjeld og eiers kapital</b>			
Innlån med sikkerhetsstillelse	13,14	796 082	591 960
Mottatt kontantsikkerhet	14	14 801	11 848
Uoppgjorte handler		44 329	22 607
Finansielle derivater	5,14	40 159	9 055
Utsatt skatt	10	4 488	5 180
Annen gjeld	17	56	56
<b>Sum gjeld</b>		<b>899 915</b>	<b>640 706</b>
Eiers kapital		12 429 334	12 340 085
<b>Sum gjeld og eiers kapital</b>		<b>13 329 248</b>	<b>12 980 791</b>

# Kontantstrømoppstilling

## Regnskapsprinsipp

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet etter den direkte metoden. Vesentlige klasser av brutto inn- og utbetalinger er presentert separat, med unntak for spesifikke transaksjoner, i hovedsak kjøp og salg av finansielle instrumenter, som er presentert netto. Kontantstrømmer knyttet til fondets investeringsvirksomhet er presentert som operasjonelle aktiviteter siden de representerer den inntektsskapende virksomheten til fondet. Tilførsler og uttak mellom SPU og den norske stat er finansieringsaktiviteter. Disse overføringene er gjort opp i perioden. I Oppstilling av endringer i eiers kapital presenteres påløpt tilførsel/uttak.

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	2022	2021
<b>Operasjonelle aktiviteter</b>			
Innbetaling av utbytte fra aksjer		190 235	166 040
Innbetaling av renter fra obligasjoner		55 724	46 449
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	6	6 156	6 088
Innbetaling av renter fra unotert infrastruktur	7	162	80
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		1 521	3 883
Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner, unotert eiendom og unotert infrastruktur		253 797	222 540
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		-719 766	495 674
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner		-702 877	-646 867
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	6	-3 930	-7 056
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur	7	1 143	-13 375
Netto kontantstrøm finansielle derivater		52 485	-542
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		-16 013	8 502
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		52 860	74 976
Netto utbetaling av skatt	10	-11 058	-7 202
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		30	-42
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		478	878
Oppgjør av forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank <sup>1</sup>		-4 964	-10 481
<b>Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter</b>		<b>-1 097 816</b>	<b>117 005</b>
<b>Finansieringsaktiviteter</b>			
Tilførsel fra den norske stat		1 089 712	78 846
Uttak fra den norske stat		-	-199 000
<b>Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter</b>		<b>1 089 712</b>	<b>-120 154</b>
<b>Netto endring innskudd i banker</b>			
Innskudd i banker per 1. januar		18 450	18 258
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden		-8 104	-3 149
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		1 715	3 341
<b>Innskudd i banker per periodens slutt</b>		<b>12 061</b>	<b>18 450</b>

<sup>1</sup> Forvaltningsgodtgjøringen som fremkommer i Kontantstrømoppstillingen består av beløp som er tilført eller trukket fra kronekontoen i forbindelse med oppgjør av forvaltningskostnader i Norges Bank.

# Oppstilling av endringer i eiers kapital

## Regnskapsprinsipp

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

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital
1. januar 2021	3 086 570	7 821 887	10 908 457
Resultat og totalresultat	-	1 550 628	1 550 628
Tilførsel i perioden	80 000	-	80 000
Uttak i perioden	-199 000	-	-199 000
<b>31. desember 2021</b>	<b>2 967 570</b>	<b>9 372 515</b>	<b>12 340 085</b>
1. januar 2022	2 967 570	9 372 515	12 340 085
Resultat og totalresultat	-	-1 000 551	-1 000 551
Tilførsel i perioden	1 089 800	-	1 089 800
Uttak i perioden	-	-	-
<b>31. desember 2022</b>	<b>4 057 370</b>	<b>8 371 964</b>	<b>12 429 334</b>



# Note 1 Generell informasjon

## 1. Innledning

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

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

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

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

For utfyllende informasjon om forvaltningsmandatet for SPU, Norges Banks styringsstruktur og risikostyring, se [note 9 Investeringsrisiko](#).

## 2. Godkjenning av årsregnskapet

Den årlige regnskapsrapporteringen for SPU er et utdrag av Norges Banks regnskapsrapportering, og inngår i Norges Banks årsregnskap som note 20. Årsregnskapet til Norges Bank for 2022 ble godkjent av hovedstyret 8. februar 2023 og godkjent av representantskapet 23. februar 2023.

# Note 2 Regnskapsprinsipper

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

## Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger

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

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

### 1. Grunnlag for utarbeidelse

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

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

De anvendte regnskapsprinsippene er konsistente med prinsippene i forrige regnskapsår. Det er ingen nye eller endrede IFRS-standarder og fortolkninger som har trådt i kraft for regnskapsåret som startet 1. januar 2022 som har hatt vesentlig påvirkning på regnskapet.

### 3. Nye og endrede standarder og fortolkninger med virkning fra 2023 eller senere

Vedtatte IFRS-standarder, endringer i eksisterende standarder og fortolkninger som er utgitt med ikrafttredelsesdato fra 2023 eller senere forventes å være uvesentlige eller ikke relevante for regnskapsrapporteringen for SPU på implementeringstidspunktet.

### 4. Regnskapsprinsipper som gjelder hele regnskapet

#### 4.1 Finansielle eiendeler og forpliktelser

##### Innregning og fraregning

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

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktsmessige rettighetene til kontantstrømmene utløper, eller når de finansielle eiendelene og det vesentligste av risiko og fordeler ved eierskap til eiendelene, er overført. Se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for spesifisering av overførte eiendeler som ikke er fraregnet.

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

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

##### Klassifisering og måling

Finansielle eiendeler klassifiseres basert på forretningsmodellen som ligger til grunn for forvaltningen av eiendelene, samt egenskapene ved de kontraktsfestede kontantstrømmene. Investeringsporteføljen til SPU forvaltes i samsvar med forvaltningsmandatet fastsatt av Finansdepartementet, investeringsmandatet fastsatt av hovedstyret i Norges Bank og investeringsstrategier fastsatt av ledelsen i Norges Bank Investment Management. Disse mandatene og strategiene,

inkludert risikostyringsstrategiene, innebærer at alle finansielle eiendeler styres og følges opp på grunnlag av virkelig verdi. SPU's finansielle eiendeler er derfor målt til virkelig verdi over resultatet med unntak for Fordring forvaltningsgodtgjøring som ikke inngår i investeringsporteføljen. Fordring forvaltningsgodtgjøring er målt til amortisert kost.

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

Finansielle derivater er målt til virkelig verdi over resultatet.

#### 4.2 Datterselskaper

Investeringer i fast eiendom og infrastruktur for fornybar energi utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskapene er kontrollert av SPU og innregnes i regnskapsrapporteringen for SPU i tråd med § 3-4 i bestemmelsene. Kontroll over et selskap foreligger når SPU er eksponert for eller har rettigheter til variabel avkastning fra sitt engasjement i vedkommende selskap, og har mulighet til å påvirke denne avkastningen gjennom sin makt over selskapet. For ytterligere informasjon, se [note 16 Interesser i andre foretak](#).

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

#### Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet

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

#### Konsoliderte datterselskaper

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

#### Skjønnsmessig vurdering

SPU er et investeringsforetak basert på følgende:

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

SPU har ikke en eksplisitt strategi som angir et spesifisert tidspunkt for realisering av hver enkelt investering, men investeringene vurderes fortløpende og det foretas kjøps- og salgsvurderinger. Etter en samlet vurdering er det konkludert med at SPU oppfyller kriteriene i definisjonen av et investeringsforetak.

# Note 3 Avkastning

Tabell 3.1 viser avkastningen for fondet og for hver aktivaklasse.

**Tabell 3.1** Avkastning

	2022	2021
<b>Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)</b>		
Aksjeinvesteringenes avkastning	-15,36	20,76
Renteinvesteringenes avkastning <sup>1</sup>	-12,11	-1,93
Unotert eiendomsavkastning	0,07	13,64
Unotert infrastruktursavkastning <sup>2</sup>	5,12	4,15
Fondets avkastning	-14,11	14,51
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) <sup>1</sup>	0,87	0,75
<b>Avkastning målt i norske kroner (prosent)</b>		
Aksjeinvesteringenes avkastning	-9,27	20,67
Renteinvesteringenes avkastning	-5,78	-2,01
Unotert eiendomsavkastning	7,27	13,55
Unotert infrastruktursavkastning <sup>2</sup>	12,69	7,24
Fondets avkastning	-7,93	14,42

<sup>1</sup> Fondets relative avkastning og renteinvesteringenes avkastning for 2021 har blitt korrigert opp med 0,01 prosent grunnet en oppdatering av avkastningen til referanseindeksen.

<sup>2</sup> Den første investeringen i unotert infrastruktur for fornybar energi ble gjennomført 31. mai 2021. Avkastningstall for aktivaklassen gjelder derfor fra juni 2021.

Det benyttes tidsvektet avkastningsmetode. Beholdningenes virkelige verdi fastsettes på tidspunkter for kontantstrømmer inn i og ut av aktivaklassene og fondet som helhet. Det benyttes geometrisk kobling av delperioders avkastning ved beregning av lengre avkastningsperioder.

Avkastningen beregnes etter fradrag for transaksjonskostnader, ikke-refunderbar kildeskatt på utbytte og renter, samt skatt på gevinster.

Avkastningen måles både i norske kroner og fondets valutakurv. Valutakurven er vektet etter sammensetningen av valutaene i referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Avkastningen målt i fondets valutakurv beregnes som den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvets avkastning.

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

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

## Regnskapsprinsipp

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

Renteinntekter og -kostnader innregnes i henhold til effektiv rente-metoden.

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

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

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

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

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Utbytte	197 631	170 556
Realisert gevinst/tap	191 774	652 455
Urealisert gevinst/tap	-1 591 241	770 608
<b>Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta</b>	<b>-1 201 835</b>	<b>1 593 618</b>

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

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Renter	66 093	47 885
Realisert gevinst/tap	-130 749	6
Urealisert gevinst/tap	-388 472	-88 796
<b>Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta</b>	<b>-453 128</b>	<b>-40 905</b>

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

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Renter	7 449	-877
Realisert gevinst/tap	12 616	-2 223
Urealisert gevinst/tap	3 862	-1 738
<b>Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta</b>	<b>23 926</b>	<b>-4 839</b>

# Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

## Regnskapsprinsipp

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

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

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

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	31.12.2022		31.12.2021	
	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	8 590 402	10 306	8 888 419	7 353
<b>Sum aksjer</b>	<b>8 590 402</b>	<b>10 306</b>	<b>8 888 419</b>	<b>7 353</b>
Herav utlånte aksjer	451 799		505 117	

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

**Tabell 5.2** Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2022			31.12.2021		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter
<b>Statsobligasjoner</b>						
Statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta	2 366 163	2 165 605	10 509	1 855 432	1 914 848	5 585
<b>Sum statsobligasjoner</b>	<b>2 366 163</b>	<b>2 165 605</b>	<b>10 509</b>	<b>1 855 432</b>	<b>1 914 848</b>	<b>5 585</b>
<b>Statsrelaterte obligasjoner</b>						
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	11 053	9 460	63	10 034	10 016	42
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	149 232	132 412	784	125 037	131 218	600
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	104 967	90 526	436	69 365	70 640	167
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	162 295	149 450	750	154 055	155 965	394
<b>Sum statsrelaterte obligasjoner</b>	<b>427 547</b>	<b>381 848</b>	<b>2 034</b>	<b>358 941</b>	<b>367 840</b>	<b>1 204</b>
<b>Realrente obligasjoner</b>						
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	250 560	243 441	485	160 158	195 879	371
<b>Sum realrente obligasjoner</b>	<b>250 560</b>	<b>243 441</b>	<b>485</b>	<b>160 158</b>	<b>195 879</b>	<b>371</b>
<b>Selskapsobligasjoner</b>						
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	83 977	74 812	898	61 423	66 264	622
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	427 297	382 224	3 506	321 224	327 240	2 149
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	419 297	372 278	3 740	331 394	354 885	2 771
<b>Sum selskapsobligasjoner</b>	<b>930 570</b>	<b>829 314</b>	<b>8 145</b>	<b>714 041</b>	<b>748 389</b>	<b>5 542</b>
<b>Pantesikrede obligasjoner</b>						
Obligasjoner med fortrinnsrett	269 778	234 618	1 045	200 604	191 948	544
<b>Sum pantesikrede obligasjoner</b>	<b>269 778</b>	<b>234 618</b>	<b>1 045</b>	<b>200 604</b>	<b>191 948</b>	<b>544</b>
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>4 244 619</b>	<b>3 854 827</b>	<b>22 218</b>	<b>3 288 727</b>	<b>3 418 903</b>	<b>13 246</b>
Herav utlånte obligasjoner		886 555			623 367	

### Finansielle derivater

Finansielle derivater, som valutaderivater, rentederivater, kredittderivater og futures, benyttes i forvaltningen for å justere eksponeringen innenfor forskjellige porteføljer, som et kostnadseffektivt alternativ til handel i de underliggende verdipapirene. Videre benyttes valutaderivater i forbindelse med likviditetsstyring. Aksjederivater med et opsjonselement er ofte et resultat av selskapshendelser og disse kan konverteres til aksjer eller bli solgt. I tillegg benytter SPU aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

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

**Tabell 5.3** Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2022			31.12.2021		
	Nominell verdi	Virkelig verdi		Nominell verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	1 028 213	6 955	28 135	791 724	5 920	5 278
Rentederivater	390 528	13 049	11 615	199 485	1 330	2 870
Kredittderivater	53 290	-	375	29 563	164	902
Aksjederivater <sup>1</sup>	-	274	-	-	349	-
Børsnoterte futureskontrakter <sup>2</sup>	91 638	221	34	57 062	116	5
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>1 563 669</b>	<b>20 498</b>	<b>40 159</b>	<b>1 077 834</b>	<b>7 879</b>	<b>9 055</b>

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

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

### Valutaderivater

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

### Rentederivater

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

### Kredittderivater

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

### Aksjederivater

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

### Futureskontrakter

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

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

Aksjebytteavtalene innregnes ikke i balansen, se regnskapsprinsipp i [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for ytterligere informasjon. Ved utgangen av 2022 var beløp for kjøp av aksjer utført i kombinasjon av motregnede aksjebytteavtaler 104 milliarder kroner (80 milliarder kroner ved utgangen av 2021). Beløp for salg av aksjer i kombinasjon med motregnede aksjebytteavtaler var 105 milliarder kroner (64 milliarder kroner ved utgangen av 2021). Se også tabell 14.1 i [note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning](#). SPU har tilnærmet ingen netto eksponering fra aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.



# Note 6 Unotert eiendom

## Regnskapsprinsipp

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

Virkelig verdi av unotert eiendom tilsvarer summen av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende eiendomsselskapene, målt til virkelig verdi. For ytterligere informasjon, se [note 8 Måling til virkelig verdi](#).

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

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

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

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

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

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Innbetaling av renter og utbytte	6 156	6 088
Urealisert gevinst/tap <sup>1</sup>	-8 369	29 723
<b>Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta</b>	<b>-2 213</b>	<b>35 811</b>

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

**Tabell 6.2** Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2022	31.12.2021
<b>Unotert eiendom per 1. januar</b>	<b>310 134</b>	<b>272 507</b>
Netto kontantstrøm til/fra investeringer	3 930	7 056
Urealisert gevinst/tap	-8 369	29 723
Gevinst/tap valuta	24 036	849
<b>Unotert eiendom, utgående balanse for perioden</b>	<b>329 732</b>	<b>310 134</b>

## Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert eiendom

SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i fast eiendom, primært bygninger. Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene kan bli distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte, samt tilbakebetaling av egenkapital og lånefinansieringen. Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene som ikke blir distribuert tilbake til SPU reinvesteres i de underliggende enhetene, for å finansiere for eksempel utvikling av bygninger eller nedbetaling av ekstern gjeld. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av renter og utbytte fra datterselskaper til SPU.

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

**Tabell 6.3** Kontantstrøm unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Innbetaling av renter fra løpende drift	1568	1599
Innbetaling av utbytte fra løpende drift	4200	4438
Innbetaling av interne lån og innskutt kapital fra løpende drift	1694	1692
<b>Kontantstrøm fra løpende drift unotert eiendom</b>	<b>7463</b>	<b>7729</b>
Utbetaling til nye investeringer	-7074	-13486
Utbetaling til utvikling av bygninger	-1186	-866
Netto inn-/utbetaling ekstern gjeld	72	4039
Innbetaling av interne lån fra salg	2564	1565
Innbetaling av renter fra salg	219	51
Innbetaling av utbytte fra salg	168	-
<b>Kontantstrøm til/fra andre aktiviteter unotert eiendom</b>	<b>-5237</b>	<b>-8697</b>
<b>Netto kontantstrøm unotert eiendom<sup>1</sup></b>	<b>2225</b>	<b>-968</b>

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

Netto inntekt i de underliggende eiendomsselskapene som er distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte er presentert i kontantstrømoppstillingen som Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom. I 2022 utgjorde dette 6 156 millioner kroner (6 088 millioner kroner i 2021).

Kontantoverføringer mellom SPU og datterselskapene knyttet til eiendom i form av egenkapital og lånefinansiering, samt tilbakebetaling av disse, er presentert i kontantstrømoppstillingen som Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom. I 2022 utgjorde dette -3 930 millioner kroner (-7 056 millioner kroner i 2021).

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

### Underliggende eiendomsselskaper

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

## Prinsipper for måling og presentasjon

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

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

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

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

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

**Tabell 6.4** Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Netto leieinntekter	12 807	11 173
Ekstern eiendomsforvaltning - faste honorarer	-1 071	-819
Ekstern eiendomsforvaltning - variable honorarer	-33	-30
Intern eiendomsforvaltning - faste honorarer <sup>1</sup>	-99	-84
Driftskostnader i heleide datterselskaper <sup>2</sup>	-65	-63
Driftskostnader i felleskontrollert virksomhet	-166	-109
Rentekostnader ekstern gjeld	-644	-673
Betalbar skatt	-303	-253
<b>Netto inntekt fra løpende drift</b>	<b>10 427</b>	<b>9 141</b>
Realisert gevinst/tap	769	424
Urealisert gevinst/tap <sup>3</sup>	-13 085	26 387
<b>Realisert og urealisert gevinst/tap</b>	<b>-12 316</b>	<b>26 811</b>
<b>Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg</b>	<b>-324</b>	<b>-141</b>
<b>Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper</b>	<b>-2 213</b>	<b>35 811</b>

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

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

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

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

**Tabell 6.5** Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2022	31.12.2021
Bygninger	356 518	336 332
Ekstern gjeld	-24 751	-22 780
Netto andre eiendeler og forpliktelser <sup>1</sup>	-2 036	-3 417
<b>Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper</b>	<b>329 732</b>	<b>310 134</b>

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

### Avtaler om kjøp og salg av eiendom

Ved kjøp og salg av eiendom vil det normalt være en tidsperiode mellom avtaleinngåelse og gjennomføring av transaksjonen. I de underliggende eiendomsselskapene innregnes eller fraregnes eiendommer den datoen kontroll over eiendommen overdras. Dette vil normalt være tidspunktet vederlaget overføres og transaksjonen gjennomføres. Transaksjoner blir normalt annonsert ved avtaleinngåelsen. Tidligere annonserte avtaler om kjøp og salg av bygninger, som ikke er gjennomført ved utgangen av 2022, beskrives under.

**Tabell 6.6** Annonserte avtaler om kjøp og salg av bygninger<sup>1</sup>

Type	Eiendomsadresse	By	Eierandel i prosent	Valuta	Pris millioner i angitt valuta <sup>2</sup>	Annonsert kvartal	Forventet gjennomføring
Kjøp	Voltairestrasse 8–10	Berlin	65,0	EUR	297	3. kv. 2022	1. kv. 2023

<sup>1</sup> Kjøp og salg over 100 millioner amerikanske dollar blir annonsert.

<sup>2</sup> Angitt pris er for SPUs eierandel.

Norges Bank inngikk også avtaler i 2019 om å kjøpe en eierandel på 48 prosent i to nye eiendommer som skal oppføres i New York på 555 Greenwich Street og 92 Avenue of the Americas. Eiendommene vil bli kjøpt etter at oppføringen av eiendommene er ferdig gjennomført. Forventet ferdigstillelse for 555 Greenwich Street er tidlig 2023. Oppføringen av 92 Avenue of the Americas er ennå ikke påbegynt.

# Note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi

## Regnskapsprinsipp

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

Virkelig verdi av unotert infrastruktur tilsvarer summen av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende infrastrukturselskapene, målt til virkelig verdi. For ytterligere informasjon, se [note 8 Måling til virkelig verdi](#).

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

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

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

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

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

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Innbetaling av renter	162	80
Urealisert gevinst/tap <sup>1</sup>	735	1118
<b>Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur før gevinst/tap valuta</b>	<b>897</b>	<b>1198</b>

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

**Tabell 7.2** Balanseendringer unotert infrastruktur

Beløp i millioner kroner	31.12.2022	31.12.2021
<b>Unotert infrastruktur per 1. januar</b>	<b>14 287</b>	<b>-</b>
Netto kontantstrøm til/fra investeringer	-1143	13 375
Urealisert gevinst/tap	735	1118
Gevinst/tap valuta	609	-207
<b>Unotert infrastruktur, utgående balanse for perioden</b>	<b>14 489</b>	<b>14 287</b>

## Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert infrastruktur

SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i infrastruktur for fornybar energi. Netto inntekt i de underliggende infrastrukturselskapene kan bli distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte, samt tilbakebetaling av egenkapital og lånefinansieringen. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av renter og utbytte fra datterselskaper til SPU.

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

**Tabell 7.3** Kontantstrøm unotert infrastruktur

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Innbetaling av renter fra løpende drift	162	80
Innbetaling av interne lån og innskutt kapital fra løpende drift	1143	648
<b>Kontantstrøm fra løpende drift unotert infrastruktur</b>	<b>1305</b>	<b>728</b>
Utbetaling til nye investeringer	-	-14 023
<b>Kontantstrøm til/fra andre aktiviteter unotert infrastruktur</b>	<b>-</b>	<b>-14 023</b>
<b>Netto kontantstrøm unotert infrastruktur<sup>1</sup></b>	<b>1305</b>	<b>-13 295</b>

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

Netto inntekt i de underliggende infrastrukturselskapene som er distribuert tilbake til SPU i form av renter er presentert i kontantstrømoppstillingen som Innbetaling av renter fra unotert infrastruktur. I 2022 utgjorde dette 162 millioner kroner (80 millioner kroner i 2021).

Kontantoverføringer mellom SPU og datterselskapene knyttet til infrastruktur i form av egenkapital og lånefinansiering, samt tilbakebetaling av disse, er presentert i kontantstrømoppstillingen som Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur. I 2022 utgjorde dette 1 143 millioner kroner (-13 375 millioner kroner i 2021).

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

#### **Underliggende infrastrukturselskaper**

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

## Prinsipper for måling og presentasjon

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

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

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

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

**Tabell 7.4** Inntekt fra underliggende infrastruktureiendelene

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Netto inntekter fra salg av fornybar energi	2 175	747
Driftskostnader i heleide datterselskaper <sup>1</sup>	-6	-7
Driftskostnader i felleskontrollert virksomhet	-16	9
Betalbar skatt	-353	-160
<b>Netto inntekt fra løpende drift</b>	<b>1 799</b>	<b>589</b>
<b>Urealisert gevinst/tap<sup>2</sup></b>	<b>-898</b>	<b>639</b>
<b>Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg</b>	<b>-4</b>	<b>-31</b>
<b>Netto inntekt underliggende infrastruktureiendelene</b>	<b>897</b>	<b>1 198</b>

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

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

Tabell 7.5 spesifiserer SPU's andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende infrastruktureiendelene som inngår i utgående balanse for Unotert infrastruktur som presentert i tabell 7.2.

**Tabell 7.5** Eiendeler og forpliktelser underliggende infrastruktureiendelene

Beløp i millioner kroner	31.12.2022	31.12.2021
Vindpark	13 983	14 290
Netto andre eiendeler og forpliktelser <sup>1</sup>	506	-3
<b>Sum eiendeler og forpliktelser underliggende infrastruktureiendelene</b>	<b>14 489</b>	<b>14 287</b>

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

# Note 8 Måling til virkelig verdi

## Regnskapsprinsipp

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

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

## 1. Innledning

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

## 2. Hierarkiet for virkelig verdi

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

- Nivå 1 består av eiendeler som er verdsatt basert på noterte, ikke-justerte priser i aktive markeder. Et aktivt marked er definert som et marked der transaksjoner finner sted med tilstrekkelig hyppighet og volum til å gi løpende prisinformasjon.
- Eiendeler og gjeldsposter klassifisert som nivå 2 verdsettes ved bruk av modeller som benytter direkte eller indirekte observerbare markeddata. Inndata anses som observerbare dersom de er basert på offentlig tilgjengelig markeddata om faktiske hendelser eller transaksjoner.
- Eiendeler klassifisert som nivå 3 verdsettes ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata. Inndata anses som ikke-observerbar når det ikke foreligger tilgjengelig markeddata og når inndataen blir utviklet ved hjelp av beste tilgjengelig informasjon om de forutsetningene som markedsdeltakere vil kunne benytte ved prising av eiendelen.

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

## Vesentlige estimater

Klassifisering i hierarkiet for virkelig verdi er basert på faste kriterier, hvorav fastsettelse av noen av kriteriene kan kreve bruk av skjønn.

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



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

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021
<b>Aksjer</b>	<b>8 556 594</b>	<b>8 849 354</b>	<b>30 602</b>	<b>37 716</b>	<b>3 206</b>	<b>1 349</b>	<b>8 590 402</b>	<b>8 888 419</b>
Statsobligasjoner	1 929 618	1 494 936	235 987	419 912	-	-	2 165 605	1 914 848
Statsrelaterte obligasjoner	303 108	278 345	78 406	89 495	334	-	381 848	367 840
Realrenteobligasjoner	204 037	177 457	39 404	18 422	-	-	243 441	195 879
Selskapsobligasjoner	740 645	674 632	88 663	73 750	6	7	829 314	748 389
Pantesikrede obligasjoner	202 781	162 737	31 837	29 211	-	-	234 618	191 948
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>3 380 189</b>	<b>2 788 107</b>	<b>474 297</b>	<b>630 790</b>	<b>340</b>	<b>7</b>	<b>3 854 827</b>	<b>3 418 903</b>
Finansielle derivater (eiendeler)	429	246	20 024	7 633	45	-	20 498	7 879
Finansielle derivater (gjeld)	-409	-	-39 750	-9 055	-	-	-40 159	-9 055
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>20</b>	<b>246</b>	<b>-19 726</b>	<b>-1 422</b>	<b>45</b>	<b>-</b>	<b>-19 661</b>	<b>-1 176</b>
<b>Unotert eiendom</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>329 732</b>	<b>310 134</b>	<b>329 732</b>	<b>310 134</b>
<b>Unotert infrastruktur</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>14 489</b>	<b>14 287</b>	<b>14 489</b>	<b>14 287</b>
Annet (eiendeler) <sup>1</sup>	-	-	519 026	340 634	-	-	519 026	340 634
Annet (gjeld) <sup>2</sup>	-	-	-859 756	-631 651	-	-	-859 756	-631 651
<b>Totalt</b>	<b>11 936 803</b>	<b>11 637 707</b>	<b>144 443</b>	<b>376 067</b>	<b>347 812</b>	<b>325 777</b>	<b>12 429 059</b>	<b>12 339 549</b>
<b>Totalt (prosent)</b>	<b>96,0</b>	<b>94,3</b>	<b>1,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

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

Majoriteten av den totale porteføljen er priset basert på observerbare markedspriser. Ved utgangen av 2022 var 97,2 prosent av porteføljen klassifisert som nivå 1 eller 2, som er en marginal reduksjon sammenlignet med årsslutt 2021. Bevegelser mellom nivåene i hierarkiet for virkelig verdi er beskrevet i punkt 3 i denne noten.

### Aksjer

Målt som en andel av total verdi var tilnærmet alle aksjer (99,61 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurs fra børs og klassifisert som nivå 1 ved utgangen av 2022. En mindre andel aksjer (0,36 prosent) var klassifisert som nivå 2 ved årsslutt. Dette er hovedsakelig aksjer hvor handel nylig er suspendert, eller illikvide beholdninger som ikke handles daglig. Andelen av aksjeholdninger som ble verdsatt med betydelig bruk av ikke-observerbare inndata og klassifisert som nivå 3 ved årsslutt var 0,04 prosent. Dette er aksjer som ikke er notert, eller hvor børshandel er suspendert og verdien er justert ned i forhold til siste sluttkurs, basert på selskaps- eller landspesifikke forhold.

### Obligasjoner

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene har observerbare, bindende markedspriser i aktive markeder og 87,69 prosent av beholdningene var klassifisert som nivå 1 ved utgangen av 2022. Obligasjonsbeholdninger som ikke har et tilstrekkelig antall observerbare markedspriser eller som er priset basert på sammenlignbare likvide obligasjoner er klassifisert som nivå 2. Disse utgjorde 12,30 prosent av obligasjonsbeholdningene ved årsslutt. En ubetydelig andel av beholdningene (0,01 prosent) som ikke hadde observerbare priser var klassifisert som nivå 3 ved årsslutt, da verdsettelsen var basert på betydelig bruk av ikke-observerbare inndata.

### Unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi

Alle investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Eiendommer og investeringer i unotert infrastruktur er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsettere. Unntaket er nylige investeringer der kostpris eksklusive transaksjonskostnader normalt er vurdert som det beste anslaget på virkelig verdi,

eller tilfeller hvor det finnes indikasjoner på at verdien fastsatt av eksterne verdsetterer ikke gjenspeiler virkelig verdi, slik at justering av verdsettelse er berettiget.

#### Finansielle derivater

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

Andre eiendeler og forpliktelser som inngår i investeringsporteføljen er klassifisert som nivå 2.

### 3. Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet

#### Regnskapsprinsipp

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

#### Reklassifiseringer mellom nivå 1 og nivå 2

Andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 var tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2021. Det var ingen vesentlige reklassifiseringer av aksjer mellom nivå 1 og nivå 2.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 økte med 6,1 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2021, og det var en tilsvarende nedgang i andelen klassifisert som nivå 2. De primære driverne for denne endringen var kjøp av statsobligasjoner klassifisert som nivå 1 i løpet av året, samt forfall på flere obligasjoner som var klassifisert som nivå 2 ved utgangen av 2021. Det var en netto reklassifisering i løpet av året fra nivå 1 til nivå 2 på 29 milliarder kroner, hovedsakelig knyttet til selskapsobligasjoner og statsobligasjoner.

#### Reklassifiseringer mellom nivå 1 og nivå 3

Omfattende sanksjoner ble introdusert på handel i russiske verdipapirer i 2022. Som følge av dette var det begrenset tilgang på observerbare priser, da aksjeholdningene enten var suspendert fra handel eller ble handlet med restriksjoner. For å estimere den prisen som ville blitt oppnådd for salg av aksjene under gjeldende markedsforhold, ble det foretatt en nedjustering i forhold til siste sluttkurs for disse aksjeholdningene ved årsslutt. Nedjusteringen reflekterer den estimerte rabatten markedsdeltakere ville kreve for å gjenspeile risikoen knyttet til den iboende usikkerheten i kontantstrømmene til aksjeholdningene, samt manglende tilgang til å handle aksjene i markedet. Justeringen i forhold til siste sluttkurs benytter ikke-observerbar inndata og anses som betydelig for virkelig verdi målingen. Alle aksjeholdninger hvor verdien er justert ned i forhold til siste sluttkurs var derfor reklassifisert til nivå 3. Ved årsslutt 2022 hadde disse aksjeholdningene en verdi på 3 milliarder kroner, sammenlignet med 28 milliarder kroner ved årsslutt 2021.

**Tabell 8.2** Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2022	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/ tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/ tap valuta	31.12.2022
Aksjer	1 349	83	-1 014	310	-28 634	27 678	-152	3 585	3 206
Obligasjoner	7	237	-	-	-20	103	-	13	340
Finansielle derivater (eiendeler)	-	-	-	-	-20	60	-	5	45
Unotert eiendom <sup>1</sup>	310 134	3 930	-	-	-8 369	-	-	24 036	329 732
Unotert infrastruktur <sup>1</sup>	14 287	-1 143	-	-	735	-	-	609	14 489
<b>Totalt</b>	<b>325 777</b>	<b>3 108</b>	<b>-1 014</b>	<b>310</b>	<b>-36 308</b>	<b>27 841</b>	<b>-152</b>	<b>28 248</b>	<b>347 812</b>

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

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

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 var 2,8 prosent ved utgangen av 2022, en økning fra 2,6 prosent ved årsslutt 2021. SPU-s samlede beholdninger i nivå 3 utgjorde 347 812 millioner kroner ved årsslutt 2022, en økning på 22 035 millioner kroner sammenlignet med årsslutt 2021. Økningen skyldes i hovedsak investeringer i unotert eiendom, som i sin helhet er klassifisert som nivå 3.

Investeringer i unotert eiendom utgjorde 329 732 millioner kroner ved årsslutt, en økning på 19 598 millioner kroner fra årsslutt 2021. Økningen skyldes i hovedsak valutagevinster og nye investeringer, delvis motvirket av urealisert tap.

Den relative andelen av både aksjer og obligasjoner klassifisert som nivå 3 økte noe sammenlignet med årsslutt 2021. For aksjer skyldtes økningen i absolutt verdi av nivå 3 beholdninger hovedsakelig reklassifiseringen av russiske aksjer fra nivå 1. Absolutt verdi av obligasjoner klassifisert som nivå 3 økte på grunn av kjøp av to beholdninger klassifisert som nivå 3, samt reklassifikasjon av tre beholdninger fra nivå 2 i løpet av året.

#### 4. Verdsettelsesmetoder

Norges Bank Investment Management har definert hierarkier for hvilke priskilder som skal brukes i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene verdsettes normalt i henhold til indeksleverandørenes priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av priser fra andre eksterne leverandører. For aksjer og derivater som handles i aktive markeder (nivå 1) blir sluttkurs benyttet. For obligasjoner som handles i aktive markeder blir hovedsakelig kjøpskurs benyttet. Markedsaktivitet og volum overvåkes ved bruk av flere priskilder som gir tilgang til markedspriser, noterte priser og transaksjoner på måletidspunktet.

I de følgende avsnittene presenteres verdsettelsesteknikkene som blir brukt for instrumenter klassifisert som nivå 2 eller 3 i verdsetteshierarkiet. Videre beskrives de vesentligste observerbare og ikke-observerbare inndata som blir brukt i verdsettelsesmodellene.

### Unotert eiendom (nivå 3)

Investeringer i unotert eiendom utgjør det aller vesentligste av beholdninger klassifisert som nivå 3. Virkelig verdi av unotert eiendom er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i [note 6 Unotert eiendom](#). Eiendeler og forpliktelser består i det vesentligste av bygninger og ekstern gjeld. Bygninger verdsettes hver rapporteringsdato av eksterne, sertifiserte og uavhengige verdsettelsesspesialister ved bruk av verdsettelsesmodeller. Verdsettelse av eiendomsinvesteringer er av natur avhengig av fremtidsrettede skjønnsmessige vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuell eiendomstype, beliggenhet, fremtidige estimerte netto kontantstrømmer og relevante avkastningskrav. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbar inndata og Unotert eiendom er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelseshierarkiet. Estimater som er brukt reflekterer nylig gjennomførte sammenlignbare transaksjoner med tilsvarende beliggenhet, tilstand og kvalitet.

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

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

- Estimert markedsleie og vekst i markedsleie
- Endringer i leieforhold
- Inflasjonsforventning (markeds, konsumprisindeks, kostnader osv.)
- Sannsynlighet for reforhandling og mislighold leietakere, ledighetsperiode, samt drifts- og kapitalkostnader

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

Tabell 8.3 gir informasjon om de betydelige ikke-observerbare inndataene benyttet ved målingen av virkelig verdi for investeringer i unotert eiendom.

**Tabell 8.3** Ikke-observerbare inndata – Unotert eiendom

Eiendomstype	Virkelig verdi i millioner kroner		Verdsettelsesmetode	Gjennomsnittlig kapitaliseringsrente/ diskonteringsrente i prosent		Gjennomsnittlig årlig markedsleie per kvadratmeter (i kroner)	
	31.12.2022	31.12.2021		31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021
<b>Kontor</b>							
Europa	81 048	76 135	Inntektskapitalisering	3,6	3,4	7 183	6 793
USA	89 789	87 507	Diskontert kontantstrøm	6,3	5,9	8 018	7 185
<b>Handel</b>							
Europa	35 104	35 011	Inntektskapitalisering	3,8	3,6	16 791	15 111
<b>Logistikk</b>							
USA	79 108	66 143	Diskontert kontantstrøm	6,4	5,4	1 651	1 119
Europa	33 963	34 783	Inntektskapitalisering	5,0	4,1	902	782
<b>Tokyo</b>							
Kontor/Handel	8 016	8 043	Diskontert kontantstrøm	2,4	2,4	17 134	16 816
<b>Annet</b>	2 703	2 514					
<b>Totalt</b>	<b>329 732</b>	<b>310 134</b>					

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

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

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

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

### Aksjer (nivå 2 og nivå 3)

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

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

### Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

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

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

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

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

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

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

## 5. Sensitivitetsanalyse for nivå 3 beholdninger

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

**Tabell 8.4** Ytterligere spesifikasjon nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Nøkkel forutsetninger	Endring nøkkel-forutsetninger	Spesifikasjon nivå 3 per 31.12.2022	Sensitiviteter 31.12.2022		Spesifikasjon nivå 3 per 31.12.2021	Sensitiviteter 31.12.2021	
				Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
	Justering for landspesifikke forhold Russland		2 997	-2 997	-	-	-	-
	Justering ved suspensjon fra handel	20,0 prosent	209	-42	42	1 349	-270	270
<b>Aksjer</b>			<b>3 206</b>	<b>-3 039</b>	<b>42</b>	<b>1 349</b>	<b>-270</b>	<b>270</b>
<b>Obligasjoner</b>	Sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer	10,0 prosent	<b>340</b>	<b>-34</b>	<b>34</b>	<b>7</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>
<b>Finansielle derivater</b>	Annet		<b>45</b>	<b>-9</b>	<b>9</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
	Avkastningskrav	0,2 prosentpoeng		-15 944	17 896		-15 219	17 050
	Markedsleie	2,0 prosent		-5 362	5 370		-5 253	5 253
<b>Unotert eiendom</b>			<b>329 732</b>	<b>-21 306</b>	<b>23 266</b>	<b>310 134</b>	<b>-20 472</b>	<b>22 302</b>
	Diskonteringsrente	0,25 prosentpoeng		-312	287		-385	404
	Strømprisprognose	5,0 prosent		-804	780		-435	438
<b>Unotert infrastruktur</b>			<b>14 489</b>	<b>-1 116</b>	<b>1 066</b>	<b>14 287</b>	<b>-820</b>	<b>843</b>
<b>Totalt</b>			<b>347 812</b>	<b>-25 504</b>	<b>24 417</b>	<b>325 777</b>	<b>-21 563</b>	<b>23 416</b>

### Unotert eiendom

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

Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en reduksjon i markedsleie på 2 prosent vil redusere den unoterte eiendomsporteføljes verdi med om lag 21 306 millioner kroner eller 6,5 prosent (6,6 prosent ved årsslutt 2021). Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i markedsleie på 2 prosent øke den unoterte eiendomsporteføljes verdi med om lag 23 266 millioner kroner eller 7,1 prosent (7,2 prosent ved årsslutt 2021). Den isolerte effekten av endringer i avkastningskrav og fremtidig markedsleie er presentert i tabell 8.4. Endringer utenfor intervallene spesifisert ovenfor anses å være mindre rimelige alternative forutsetninger, men hvis utvalget av alternative forutsetninger skulle utvides, vil verdiendringene være lineære.

### Unotert infrastruktur for fornybar energi

Sensitivitetsanalysen for unotert infrastruktur er tilpasset hver enkelt investering. En rekke nøkkelforutsetninger benyttes, hvor diskonteringsrente og fremtidige strømpriser er de forutsetningene som gir størst utslag i estimat for verdi på

investeringen. I sensitivitetsanalysen illustreres dette ved å benytte andre rimelige alternative forutsetninger for diskonteringsrente og fremtidige strømpriser.

Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i diskonteringsrente på 0,25 prosentpoeng og en reduksjon i strømpriser på 5 prosent vil redusere verdien av unotert infrastruktur med om lag 1 116 millioner kroner eller 7,7 prosent (5,7 prosent ved årsslutt 2021). Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i diskonteringsrente på 0,25 prosentpoeng og en økning i strømpriser på 5 prosent øke verdien av unotert infrastruktur med om lag 1 066 millioner kroner eller 7,4 prosent (5,9 prosent ved årsslutt 2021). Den isolerte effekten av endringer i diskonteringsrente og fremtidige strømpriser er presentert i tabell 8.4.

### Aksjer

Virkelig verdi av aksjer klassifisert som nivå 3 er sensitiv for om handel gjenopptas og hvordan markedene har beveget seg fra tidspunktet handelen ble stanset, samt spesifikke faktorer knyttet til landet og det enkelte selskap som handelsrestriksjoner og selskapets økonomiske situasjon. Sensitiviteten i absolutte verdier har økt betydelig for aksjeporteføljen, og er nesten utelukkende drevet av russiske beholdninger, hvor det under en ufordelaktig endring er forutsatt at russiske aksjeholdninger var verdiløse ved årsslutt.

## 6. Kontrollmiljø

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

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

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

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

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

Det utarbeides verdsettelsesnotater og rapporter ved hver kvartalsslutt som dokumenterer de utførte kontrollene og som beskriver de største kildene til usikkerhet i verdsettelsene. I forkant av fremleggelse av regnskapsrapporteringen blir dokumentasjonen gjennomgått, større prisings spørsmål behandlet og verdifastsettelsen av porteføljen godkjent i NBIM Ledergruppe Investeringsmøte.

# Note 9 Investeringsrisiko

## Forvaltningsmandat for SPU

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

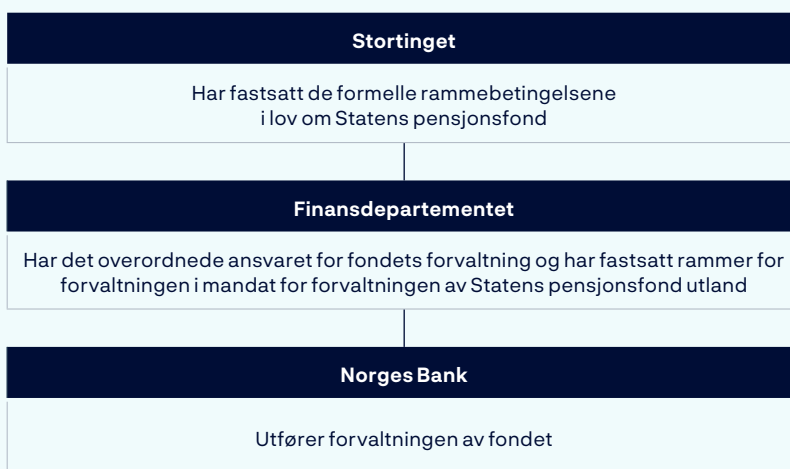
SPU skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i investeringsporteføljens valutakurv, innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen. Finansdepartementets strategiske referanseindeks er fordelt på to aktivaklasser, aksjer og obligasjoner, med en allokering på 70 prosent til aksjer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

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

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

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

**Figur 9.1** Forvaltningsmandat for SPU



## Norges Banks styringsstruktur

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

Leder i Norges Bank Investment Management er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse og et investeringsmandat. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for blant annet risikostyring, ansvarlige investeringer og godtgjøring til ansatte i Norges Bank Investment Management. Internasjonalt anerkjente standarder legges til grunn innen verddivurdering og avkastningsmåling, samt styring, måling og kontroll av risiko. Rapportering til hovedstyret gjøres månedlig og mer utfyllende kvartalsvis. Sentralbanksjefen og hovedstyret gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller vesentlige forhold uten opphold.



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

**Figur 9.2** Norges Banks styringsstruktur



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

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

### Rammeverk for investeringsrisiko

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

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

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

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

**Tabell 9.1** Investeringsrisiko

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

### Investeringsrisiko – markedsrisiko

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

### Investeringsrisiko – kredittrisiko

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

### Investeringsrisiko – motpartsrisiko

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

### Risikostyringsprosessen

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

### Markedsrisiko

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

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

## Konsentrasjonsrisiko

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

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

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

Aktivaklasse	Markedsverdi i prosent per land og valuta <sup>1</sup>				Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring	
	Marked	31.12.2022	Marked	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021
Aksjer	<b>Utviklet</b>	<b>89,1</b>	<b>Utviklet</b>	<b>89,5</b>				
	USA	44,7	USA	44,9				
	Japan	7,3	Japan	7,0				
	Storbritannia	7,0	Storbritannia	7,0				
	Frankrike	4,8	Frankrike	4,9				
	Sveits	4,5	Sveits	4,7				
	Sum andre	20,8	Sum andre	20,9				
	<b>Fremvoksende</b>	<b>10,9</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>10,5</b>				
	Kina	3,8	Kina	3,8				
	India	2,0	Taiwan	2,3				
	Taiwan	2,0	India	1,6				
	Brasil	0,5	Brasil	0,5				
	Sør-Afrika	0,4	Sør-Afrika	0,4				
	Sum andre	2,2	Sum andre	2,0				
<b>Sum aksjer</b>					<b>69,77</b>	<b>71,95</b>	<b>8 672 186</b>	<b>8 878 464</b>
Obligasjoner	<b>Utviklet</b>	<b>99,7</b>	<b>Utviklet</b>	<b>99,6</b>				
	Amerikanske dollar	50,2	Amerikanske dollar	50,3				
	Euro	28,1	Euro	27,6				
	Japanske yen	8,0	Japanske yen	7,9				
	Britiske pund	4,5	Britiske pund	4,9				
	Kanadiske dollar	3,8	Kanadiske dollar	3,8				
	Sum andre	5,1	Sum andre	5,0				
	<b>Fremvoksende<sup>2</sup></b>	<b>0,3</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>0,4</b>				
<b>Sum obligasjoner</b>					<b>27,45</b>	<b>25,41</b>	<b>3 412 044</b>	<b>3 135 259</b>
Unotert eiendom	USA	51,8	USA	50,1				
	Frankrike	16,5	Storbritannia	17,8				
	Storbritannia	16,4	Frankrike	17,1				
	Tyskland	5,0	Tyskland	3,9				
	Sveits	3,4	Sveits	3,6				
	Sum andre	7,0	Sum andre	7,4				
<b>Sum unotert eiendom</b>					<b>2,66</b>	<b>2,52</b>	<b>330 300</b>	<b>311 538</b>
<b>Sum unotert infrastruktur</b>					<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>14 530</b>	<b>14 288</b>

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

<sup>2</sup> Andelen av obligasjonsporteføljen i individuelle fremvoksende markeders valuta er uvesentlig.

Ved utgangen av 2022 var aksjeandelen i fondet 69,8 prosent, ned fra 72,0 prosent ved årsslutt 2021. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 27,5 prosent, opp fra 25,4 prosent ved årsslutt 2021. Unotert eiendom utgjorde 2,7 prosent av fondet ved årsslutt, mot 2,5 prosent ved årsslutt 2021. Unotert infrastruktur utgjorde 0,1 prosent av fondet ved årsslutt, som var på samme nivå som ved årsslutt 2021.

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

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

Sektor	31.12.2022	31.12.2021
Teknologi	17,5	20,5
Finans	15,8	14,4
Varige konsumvarer	13,3	14,6
Industri	13,1	13,4
Helse	12,7	11,4
Konsumvarer	6,6	6,0
Eiendom	5,5	6,3
Materialer	4,4	4,4
Energi	4,4	3,7
Telekommunikasjon	3,1	3,2
Kraft- og vannforsyning	2,7	2,4

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

SPU har betydelige investeringer i obligasjoner utstedt av stater. Tabell 9.4 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer statsobligasjoner utstedt i egen valuta og fremmed valuta, samt realrenteobligasjoner i egen valuta.

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

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2022	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2021
USA	1 022 086	USA	877 936
Japan	475 342	Japan	370 519
Tyskland	171 336	Singapore	145 217
Singapore	155 332	Tyskland	121 399
Storbritannia	106 701	Storbritannia	93 596
Frankrike	73 898	Frankrike	74 825
Canada	64 837	Italia	63 741
Italia	63 415	Canada	55 754
Australia	44 187	Australia	45 988
Spania	31 959	Spania	45 547

Porteføljen er også investert i selskaper som utsteder både aksjer og obligasjoner. Tabell 9.5 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger. Obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner samt gjeld utstedt av andre underliggende selskaper er inkludert i obligasjonskolonnen.

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2022	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Apple Inc	Teknologi	209 674	9 662	219 336
Microsoft Corp	Teknologi	199 878	1 581	201 459
Alphabet Inc	Teknologi	110 219	1 717	111 936
Nestlé SA	Konsumvarer	88 149	1 994	90 143
Amazon.com Inc	Varige konsumvarer	80 207	9 260	89 466
Roche Holding AG	Helse	62 055	1 498	63 554
Shell PLC	Energi	60 710	272	60 982
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Teknologi	60 040	-	60 040
Bank of America Corp	Finans	33 303	25 468	58 771
Berkshire Hathaway Inc	Finans	51 834	6 169	58 003

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

Tabell 9.6 viser sektorfordelingen for aktivaklassen notert eiendom.

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

Sektor	31.12.2022	31.12.2021
Kontor	53,7	54,6
Handel	11,7	12,3
Logistikk	34,2	32,4
Annet	0,4	0,7
<b>Totalt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Volatilitet og samvariasjonsrisiko

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

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

Modellering av unoterte investeringer er utfordrende på grunn av få eller ingen historiske priser. For investeringer i unotert eiendom kartlegges eksponeringen til en gruppe relevante risikofaktorer i modellrammeverket til MSCI sin Barra Private Real Estate 2 (PRE2) modell. Disse bestemmes av nøkkelattributter som beliggenhet og eiendomstype. Modellen bruker tidsserier for verditakster og faktiske transaksjoner som utgangspunkt, men inkluderer også noterte eiendomsaksjer for å etablere representative tidsserier med daglig frekvens. For investeringer i unotert infrastruktur tas det utgangspunkt i en kombinasjon av tidsserier tilgjengelige i eksisterende rammeverk for børsnoterte markeder. Eksponeringer mot generiske noterte risikofaktorer kartlegges for hvert prosjekt basert på attributter som andel av kontraktspriser, prosjektlevetid, fase av prosjektet, sektor, land og kvaliteten på motparter.

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

### Beregning av forventet volatilitet

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

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

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

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2022	Min 2022	Maks 2022	Snitt 2022	31.12.2021	Min 2021	Maks 2021	Snitt 2021
Porteføljen	10,1	9,6	10,4	10,1	10,3	10,1	10,7	10,5
Aksjer	14,2	13,8	14,4	14,2	14,1	14,0	14,7	14,4
Obligasjoner	11,1	10,0	11,1	10,7	10,1	9,7	10,1	9,8
Unotert eiendom	12,1	11,7	12,4	12,0	11,7	10,5	11,7	10,8
Unotert infrastruktur	14,9	8,9	14,9	11,7	13,1	9,7	13,1	11,2

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

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2022	Min 2022	Maks 2022	Snitt 2022	31.12.2021	Min 2021	Maks 2021	Snitt 2021
Porteføljen	39	39	53	45	50	42	56	47

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 10,1 prosent, eller om lag 1 250 milliarder kroner, ved utgangen av 2022, mot 10,3 prosent ved årsslutt 2021. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 14,2 prosent ved årsslutt, opp fra 14,1 prosent ved utgangen av 2021, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 11,1 prosent, opp fra 10,1 prosent ved årsslutt 2021.

Forvaltningsmandatet angir at forventet relativ volatilitet for fondet ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Fondets forventede relative volatilitet var 39 basispunkter ved utgangen av året, ned fra 50 basispunkter ved årsslutt 2021. Nedgangen i fondets forventede relative volatilitet i 2022 skyldes hovedsakelig redusert aktiv eksponering.

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

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

Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen målt mot referanseindeksen ikke overstiger 3,75 prosentpoeng. Ekstremavviksrisikoen blir målt og fulgt opp basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Ved utgangen av året var ekstremavviksrisikoen 1,22 prosentpoeng, sammenlignet med 1,52 prosentpoeng ved årsslutt 2021.

### Beregning av forventet ekstremavviksrisiko

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

### Styrker og svakheter

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

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

### Etterprøving av modeller

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

## Kredittrisiko

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

**Tabell 9.9** Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.12.2022	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	1 365 320	192 142	509 240	75 988	22 914	2 165 605
Statsrelaterte obligasjoner	173 893	136 251	51 670	18 168	1 867	381 848
Realrenteobligasjoner	154 708	58 278	14 368	16 087	-	243 441
Selskapsobligasjoner	7 761	61 407	366 585	383 325	10 236	829 314
Pantesikrede obligasjoner	198 124	34 817	1 677	-	-	234 618
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>1 899 805</b>	<b>482 896</b>	<b>943 540</b>	<b>493 569</b>	<b>35 018</b>	<b>3 854 827</b>

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

Markedsverdien av obligasjonsporteføljen økte til totalt 3 855 milliarder kroner ved årsslutt 2022, fra 3 419 milliarder kroner ved utgangen av 2021. Andelen av investeringer i selskapsobligasjoner ble redusert med 0,4 prosentpoeng i løpet av året, til 21,5 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2022. Statsobligasjoner, inkludert realrenteobligasjoner, utgjorde 62,5 prosent av obligasjonsporteføljen ved årsslutt, en økning på 0,8 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2021.

Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering AAA økte med 1 prosentpoeng i løpet av året til 49,3 prosent ved årsslutt 2022. Økningen skyldes hovedsakelig en økning i beholdningen av pantelikrede obligasjoner i AAA-kategorien. Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering BBB ble redusert med 1,1 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2021, til 12,8 prosent ved årsslutt 2022. Dette skyldes hovedsakelig en økning i verdien på den totale obligasjonsporteføljen da verdien av obligasjoner med kredittvurdering BBB også økte gjennom året.

Andelen av obligasjonsporteføljen i kategorien Lavere vurdering ble redusert til 0,9 prosent ved utgangen av 2022, fra 1,1 prosent ved årsslutt 2021. Dette skyldes i hovedsak en kombinasjon av høyere markedsverdi av obligasjonsporteføljen, samtidig som beholdningen av statsobligasjoner i kategorien Lavere vurdering økte. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 27 millioner kroner ved årsslutt 2022, sammenlignet med 38 millioner kroner ved årsslutt 2021. Misligholdte obligasjoner er gruppert under Lavere vurdering.



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

31.12.2022	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	27,5	2,1	7,1	7,1	0,2	44,0
Euro	10,9	5,6	3,5	4,2	0,1	24,4
Japanske yen	-	-	12,8	-	-	12,8
Kanadiske dollar	2,9	0,7	0,3	0,2	-	4,1
Singapore dollar	4,0	-	-	-	-	4,0
Andre valutaer	3,9	4,0	0,7	1,4	0,6	10,7
<b>Totalt</b>	<b>49,3</b>	<b>12,5</b>	<b>24,5</b>	<b>12,8</b>	<b>0,9</b>	<b>100,0</b>

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

Ved årsslutt 2022 var det investert i kjøpt kredittbytteavtaler med nominell verdi 53,3 milliarder kroner, en økning fra 29,1 milliarder kroner ved årsslutt 2021. I all hovedsak var disse gjort i kategorien hvor underliggende utstedere har en høy kredittvurdering. Det var ikke solgt kredittbytteavtaler ved årsslutt 2022, mens det var investert i solgt kredittbytteavtaler med nominell verdi 0,4 milliarder kroner ved årsslutt 2021. Se tabell 5.3 i [note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater](#) for ytterligere informasjon. Ved investering i kjøpt kredittbytteavtaler reduseres kredittrisikoen i obligasjonsporteføljen når det er investert i de samme underliggende obligasjonene i porteføljen som i kredittbytteavtalene. Ved årsslutt 2022 ble kredittrisikoesponeringen redusert med 28,5 milliarder kroner som følge av kjøpt kredittbytteavtaler, sammenlignet med en reduksjon på 15,7 milliarder kroner ved årsslutt 2021.

I tillegg til kredittvurderinger fra kredittvurderingsbyråer, komplementeres måling av kredittrisiko med to kredittrisiko-modeller, hvorav den ene er basert på kredittvurderinger og den andre er basert på observerbare kredittpåslag. Begge disse metodene tar også hensyn til samvariasjon og forventet verdi av obligasjonene i en konkurssituasjon. Modellene hensyntar også kredittbytteavtaler og disse reduserer eller øker kredittrisikoen basert på om det er kjøpt eller solgt kredittrisiko. Modellene benyttes til risikomåling og overvåkning av kredittrisiko i renteporteføljen. Obligasjonsporteføljens kredittkvalitet ble totalt sett noe forbedret i løpet av året.

### Motpartsrisiko

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

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

For å redusere motpartsrisiko benyttes motregningsavtaler for handler i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter samt gjenkjøps- og gjensalgavtaler. Mange derivater er i tillegg avregnet, slik at motpartsrisikoen hovedsakelig er mot sentral motpart i stedet for mot banker. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv markedsverdi av nettoposisjonen mot motparten. For instrumenter hvor det stilles sikkerhet er det satt minimumskrav, blant annet til sikkerhetens kredittkvalitet, løpetid og konsentrasjon. Avtaler om motregning og sikkerhetsstillelse er inngått for samtlige motparter godkjent for denne type handler.

Det blir også stilt krav til hvordan eiendoms- og infrastrukturtransaksjoner skal gjennomføres slik at motpartsrisikoen er akseptabel. Motpartsrisikoen som oppstår i kjøpsprosessen, blir analysert i forkant av at transaksjonen gjennomføres og krever godkjennelse av CRO. For 2022 ble 13 eiendomstransaksjoner analysert og godkjent av CRO gjennom denne prosessen sammenlignet med 22 transaksjoner i 2021. I 2022 ble det ikke gjennomført investeringer i unotert infrastruktur mens i 2021 ble én investering analysert og godkjent gjennom denne prosessen.

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

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

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

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

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

Total motpartsrisikoeksponering økte til 172,0 milliarder kroner ved utgangen av 2022, fra 155,3 milliarder kroner ved utgangen av 2021, en økning på 10,8 prosent. Den største økningen i motpartsrisikoeksponering kom fra derivater inklusive valutakontrakter, som følge av økt aktivitet i disse instrumentene. Denne økningen utgjorde 11,2 milliarder kroner i 2022, og var størst for futureskontrakter og valutakontrakter. Det var også økt risikoeksponering fra gjenkjøps- og gjensalgavtaler ved utgangen av 2022 sammenlignet med årsslutt 2021. Økningen skyldes i hovedsak økt utlånsaktivitet ved årsslutt 2022.

Det var en nedgang i motpartsrisikoeksponeringen fra verdipapirutlånsprogrammet til 62,3 milliarder kroner ved årsslutt 2022, fra 68,5 milliarder kroner ved årsslutt 2021. Nedgangen skyldes i hovedsak reduserte aksjeutlån i programmet. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner. Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 36 prosent av den totale motpartsrisikoeksponeringen til fondet ved utgangen av 2022, sammenlignet med 44 prosent ved utgangen av 2021.

**Tabell 9.11** Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	31.12.2022	31.12.2021
Derivater inklusive valutakontrakter	72 319	61 144
Verdipapirlån	62 291	68 494
Usikrede bankinnskudd <sup>1</sup> og verdipapirer	21 662	18 072
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	13 986	7 459
Oppgjørssisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	1 699	93
<b>Totalt</b>	<b>171 956</b>	<b>155 262</b>

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

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer eller en dokumentert intern kredittvurdering. Kredittvurderingen for motparter overvåkes og komplementeres av alternative kreditttrisikoinndikatorer.

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

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

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021
AAA	3	3	1	1
AA	38	33	34	33
A	62	61	87	86
BBB	11	9	31	33
BB	2	2	22	21
B	0	0	4	4
<b>Totalt</b>	<b>116</b>	<b>108</b>	<b>179</b>	<b>178</b>

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

Antall motparter og meglerhus økte noe gjennom året. Det var 116 motparter ved årsslutt 2022 mot 108 ved årsslutt 2021. Antall meglerhus økte til 179 ved årsslutt 2022 fra 178 ved årsslutt 2021. Kredittkvaliteten på motparter og meglerhus ved utgangen av 2022 er totalt sett uendret i forhold til årsslutt 2021.

### Belåning

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

SPUs belåning var 2.8 prosent for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2022, sammenlignet med 1,6 prosent ved utgangen av 2021. For investeringer i notert eiendom er det satt begrensning i investeringsmandatet om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 35 prosent. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde ved utgangen av

2022 en gjeldsgrad på 7,6 prosent, sammenlignet med 6,6 prosent ved utgangen av 2021. Den unoterte infrastrukturinvesteringen var ved utgangen av 2022 ikke belånt.

**Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier**

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i liten grad og ved utgangen av 2022 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.

# Note 10 Skatt

## Regnskapsprinsipp

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

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

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

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

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

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

**Tabell 10.1** Spesifikasjon skattekostnad

Beløp i millioner kroner, 2022	Brutto inntekt før skatt	Inntektsskatt på utbytte, renter og honorar	Gevinstbeskatning	Annet	Skattekostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	-1 201 835	-4 347	-266	-	-4 613	-1 206 448
Obligasjoner	-453 128	-25	-	-	-25	-453 153
Utlån med sikkerhetsstillelse	4 845	-202	-	-	-202	4 643
Annet	-	-	-	-9	-9	-
<b>Skattekostnad</b>		<b>-4 574</b>	<b>-266</b>	<b>-9</b>	<b>-4 850</b>	

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

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

**Tabell 10.2** Spesifikasjon balanseposter knyttet til skatt

Beløp i millioner kroner	31.12.2022	31.12.2021
Fordring kildeskatt	8 937	3 427
Betalbar skatt <sup>1</sup>	12	18
Utsatt skatt	4 488	5 180

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

Tabell 10.3 spesifiserer linjen Netto utbetaling av skatt i kontantstrømoppstillingen.

**Tabell 10.3** Spesifikasjon netto utbetaling av skatt

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Innbetaling av refundert kildeskatt	6 617	8 252
Utbetaling av skatt	-17 676	-15 453
<b>Netto utbetaling av skatt</b>	<b>-11 058</b>	<b>-7 202</b>

# Note 11 Gevinst/tap valuta

I tråd med forvaltningsmandatet er fondet ikke investert i verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner eller fast eiendom eller infrastruktur lokalisert i Norge. Fondets avkastning måles primært i fondets valutakurv som er en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner. Fondets markedsverdi i norske kroner påvirkes av endringer i valutakurser, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

## Skjønnsmessig vurdering

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

## Regnskapsprinsipp

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

## Regnskapsprinsipp

Gevinst og tap på finansielle instrumenter skyldes endringer i instrumentets kurs (verdipapirelement) og endringer i valutakurser (valutaelement). Disse presenteres separat i resultatregnskapet. Metoden for å fordele total gevinst/tap i norske kroner til et verdipapirelement og et valutaelement, er beskrevet nedenfor.

### Valutaelement

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

### Verdipapirelement

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

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

**Tabell 11.1** Spesifikasjon gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	445 752	104 202
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	100 638	-77 636
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	-6 685	13 272
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	-11 871	-55 115
Gevinst/tap valuta - CHF/NOK	28 912	-643
Gevinst/tap valuta - andre	85 104	-8 668
<b>Gevinst/tap valuta</b>	<b>641 850</b>	<b>-24 589</b>

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

**Tabell 11.2** Spesifikasjon av investeringsporteføljen per valuta

Beløp i millioner kroner	31.12.2022	31.12.2021
Amerikanske dollar	5 706 838	5 506 906
Euro	2 301 709	2 225 143
Britiske pund	936 868	925 209
Japanske yen	804 707	855 724
Sveitsiske franc	502 895	532 796
Andre valutaer	2 176 043	2 293 771
<b>Markedsverdi investeringsporteføljen</b>	<b>12 429 059</b>	<b>12 339 549</b>

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

**Tabell 11.3** Valutakurser

	31.12.2022	31.12.2021	Prosent endring
Amerikanske dollar	9,85	8,82	11,7
Euro	10,51	10,03	4,8
Britiske pund	11,85	11,94	-0,8
Japanske yen	0,07	0,08	-2,5
Sveitsiske franc	10,65	9,68	10,0



# Note 12 Forvaltningskostnader

## Regnskapsprinsipp

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

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

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

## Forvaltningskostnader i Norges Bank

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

Tabell 12.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2022		2021	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader <sup>1</sup>	1 579		1 102	
Kostnader til depot	473		468	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	632		591	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	247		210	
Øvrige kostnader	274		232	
Fordelte kostnader Norges Bank	339		301	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	963		896	
<b>Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>4 508</b>	<b>3,8</b>	<b>3 801</b>	<b>3,3</b>
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	718		840	
<b>Forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>5 226</b>	<b>4,4</b>	<b>4 640</b>	<b>4,0</b>

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

## Forvaltningskostnader i datterselskaper

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

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

**Tabell 12.2** Forvaltningskostnader datterselskaper

Beløp i millioner kroner	2022		2021	
		Basis- punkter		Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	30		29	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	4		5	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	38		38	
Øvrige kostnader	42		41	
<b>Sum forvaltningskostnader datterselskaper<sup>1</sup></b>	<b>114</b>	<b>0,1</b>	<b>113</b>	<b>0,1</b>
Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper	71		69	
Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper	43		43	

<sup>1</sup> Beløpet for 2022 består av 108 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert eiendom og 6 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. I 2021 var 106 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert eiendom og 7 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi.

### Øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader

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

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, var for 2022 begrenset til 5 600 millioner kroner. For 2021 var rammen 5 400 millioner kroner.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjorde 4 622 millioner kroner i 2022. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 4 508 millioner kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 114 millioner kroner. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde 5 340 millioner kroner i 2022.

### Kostnader målt som andel av forvaltet kapital

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

I 2022 tilsvarte summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 3,9 basispunkter av forvaltet kapital. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, tilsvarte 4,5 basispunkter av forvaltet kapital.

### Andre driftskostnader i datterselskaper

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

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

# Note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

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

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

## Regnskapsprinsipp

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

Inntekter og kostnader består hovedsakelig av renter og netto honorar. Renteinntekter og -kostnader innregnes i henhold til effektiv rente-metoden, mens netto honorar innregnes lineært over avtaleperioden. Dette presenteres i resultatregnskapet som Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse og Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse.

Tabell 13.1 Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	2022	2021
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	4 845	3 842
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	-4 792	21
<b>Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>53</b>	<b>3 863</b>

## Regnskapsprinsipp

### Overførte finansielle eiendeler

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

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

### Utlån med sikkerhetsstillelse

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

### Innlån med sikkerhetsstillelse

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

### Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer

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

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

**Tabell 13.2** Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2022	31.12.2021
Utlån med sikkerhetsstillelse	462 982	297 405
<b>Sum utlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>462 982</b>	<b>297 405</b>
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balansført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	169 631	118 669
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	303 525	185 951
<b>Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån</b>	<b>473 157</b>	<b>304 620</b>

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

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

Beløp i millioner kroner	31.12.2022	31.12.2021
<b>Overførte finansielle eiendeler</b>		
Utlånte aksjer	451 799	505 117
Utlånte obligasjoner	886 555	623 367
<b>Sum overførte finansielle eiendeler</b>	<b>1 338 354</b>	<b>1 128 484</b>
<b>Tilhørende kontantsikkerhet, innregnet som forpliktelse</b>		
Innlån med sikkerhetsstillelse	796 082	591 960
<b>Sum innlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>796 082</b>	<b>591 960</b>
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer eller garantier (ikke-balansført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	226 054	267 575
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	342 978	304 538
Garantier	19 953	12 519
<b>Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier knyttet til overførte finansielle eiendeler</b>	<b>588 985</b>	<b>584 632</b>

# Note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning

## Regnskapsprinsipp

### Kontantsikkerhet derivattransaksjoner

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

### Motregning

Finansielle eiendeler og forpliktelser blir ikke motregnet og presentert netto i balansen, da kriteriene i IAS 32 Finansielle instrumenter: Presentasjon ikke er oppfylt. Tabell 14.1 inneholder derfor ikke en kolonne for beløp motregnet/nettoført i balansen.

## Sikkerhetsstillelse

For flere motparter og transaksjonstyper vil det både avgis og mottas kontantsikkerhet til og fra samme motpart. Derfor vil mottatt kontantsikkerhet kunne nettes mot avgitt kontantsikkerhet, og omvendt, som vist i tabell 14.1. Balanselinjene Avgitt kontantsikkerhet og Mottatt kontantsikkerhet er utelukkende knyttet til derivattransaksjoner. I forbindelse med utlån og innlån med sikkerhetsstillelse vil det avgis og mottas sikkerhet i form av verdipapirer eller kontanter, se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for mer informasjon.

## Motregning

Tabell 14.1 viser en oversikt over finansielle eiendeler og forpliktelser, effekten av juridisk bindende nettingavtaler og relaterte sikkerheter for å redusere motpartsrisiko. Kolonnen Eiendeler/Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting viser balanseført beløp for finansielle eiendeler og forpliktelser som er underlagt juridisk bindende nettingavtaler. Disse beløpene er justert for effekten av potensiell netting av balanseførte finansielle eiendeler og gjeld, samt avgitte eller mottatte sikkerheter, mot samme motpart. Den resulterende nettoeksponeringen er presentert i kolonnen Eiendeler/forpliktelser etter netting og sikkerheter.

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

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

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2022			Beløp som er underlagt bindende nettingavtale				
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle eiendeler	Eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale <sup>1</sup>	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontantsikkerhet (innregnet som forpliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter
<b>Eiendeler</b>							
Utlån med sikkerhetsstillelse	462 982	137 371	325 611	-	151 451	174 150	10
Avgitt kontantsikkerhet	21 601	-	21 601	18 699	-	-	2 901
Finansielle derivater	20 498	495	20 004	19 619	386	-	-
<b>Totalt</b>	<b>505 081</b>	<b>137 866</b>	<b>367 215</b>	<b>38 318</b>	<b>151 837</b>	<b>174 150</b>	<b>2 912</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2022			Beløp som er underlagt bindende nettingavtale				
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle forpliktelse	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale <sup>2</sup>	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontantsikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter
<b>Gjeld</b>							
Innlån med sikkerhetsstillelse	796 082	210 665	585 417	-	151 451	431 960	2 006
Mottatt kontantsikkerhet	14 801	-	14 801	11 211	-	-	3 590
Finansielle derivater	40 159	34	40 124	19 619	15 170	-	5 335
<b>Totalt</b>	<b>851 041</b>	<b>210 699</b>	<b>640 342</b>	<b>30 830</b>	<b>166 621</b>	<b>431 960</b>	<b>10 931</b>

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

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

<sup>1</sup> Under Utlån med sikkerhetsstillelse inngår beløp for kjøp av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2022 var dette 104 milliarder kroner (80 milliarder kroner i 2021). Se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for ytterligere informasjon.

<sup>2</sup> Under Innlån med sikkerhetsstillelse inngår beløp for salg av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2022 var dette 105 milliarder kroner (64 milliarder kroner i 2021). Se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for ytterligere informasjon.

# Note 15 Nærstående parter

## Regnskapsprinsipp

Norges Bank er eid av den norske stat og er i tråd med IAS 24 Opplysninger om nærstående parter unntatt opplysningskrav vedrørende transaksjoner og mellomværende, inkludert forpliktelser, med staten som nærstående part. Dette inkluderer transaksjoner med andre enheter som er nærstående parter, fordi den norske stat har kontroll over, felles kontroll over, eller betydelig innflytelse over både Norges Bank og de andre enhetene.

Norges Bank, inkludert SPU, er et eget rettssubjekt som er heleid av staten ved Finansdepartementet. Se [note 1 Generell informasjon](#) for informasjon om forholdet mellom Finansdepartementet, Norges Bank og SPU. Alle transaksjoner gjennomføres til markedsvilkår.

### Transaksjoner med staten

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

### Transaksjoner med Norges Bank

Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til forvaltningen av SPU. Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Se [note 12 Forvaltningskostnader](#) for ytterligere informasjon. Forvaltningsgodtgjøringen trekkes fra kronekontoen gjennom året basert på prognoser. Differansen mellom totalbeløpet som er trukket og endelig forvaltningsgodtgjøring for året, presenteres i balansen som Fordring forvaltningsgodtgjøring eller Skyldig forvaltningsgodtgjøring, og gjøres opp i påfølgende år. I 2022 ble 5,0 milliarder kroner trukket fra kronekontoen for å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring, mens 10,5 milliarder kroner ble trukket i 2021. Beløpet som ble trukket i 2021 inkluderte forvaltningsgodtgjøringen for 2020 og 2021, da tidspunktet for trekk av forvaltningsgodtgjøring ble endret i 2021 til før årsslutt. Fordring forvaltningsgodtgjøring ved utgangen av 2022 utgjorde 274 millioner kroner, sammenlignet med en fordring på 536 millioner kroner ved utgangen av 2021.

Tilførsel eller trekk på kronekontoen gjennomføres ved månedlige overføringer mellom SPU og Norges Bank. Fem prosent av overført beløp holdes tilbake til påfølgende måned, for å tilpasse overført valutabeløp til Finansdepartementets instruerte beløp oppgitt i norske kroner. Uoppgjort overføring utgjør en mellomværende mellom SPU og Norges Bank og presenteres i balanselinjen Andre eiendeler eller Annen gjeld. Uoppgjort tilførsel ved utgangen av 2022 presentert i balanselinjen Andre eiendeler utgjorde 1 468 millioner kroner. Ved utgangen av 2021 var 1 381 millioner kroner presentert i Andre eiendeler knyttet til uoppgjort tilførsel.

Interne handler i form av pengemarkedsutlån eller -innlån mellom SPU og valutareservene i Norges Bank presenteres som et netto mellomværende mellom porteføljene på balanselinjene Andre eiendeler eller Annen gjeld. Ved utgangen av 2022 utgjorde netto mellomværende mellom porteføljene en fordring på 302 millioner kroner for SPU, sammenlignet med en fordring på 130 millioner kroner ved utgangen av 2021. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet som Renteinntekt/kostnad.

### Transaksjoner med datterselskaper

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

# Note 16 Interesser i andre foretak

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

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

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

**Tabell 16.1** Eiendoms- og infrastruktureiselskaper

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse <sup>1</sup>	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
<b>Ikke-konsoliderte selskaper</b>					
<b>Storbritannia</b>					
NBIM George Partners LP <sup>2</sup>	London	London	100,00	25,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited	London	Sheffield	50,00	50,00	2012
NBIM Charlotte Partners LP	London	London	100,00	57,75	2014
NBIM Edward Partners LP	London	London	100,00	100,00	2014
NBIM Caroline Partners LP	London	London	100,00	100,00	2015
NBIM Henry Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Elizabeth Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Eleanor Partners LP	London	London	100,00	100,00	2018
WOSC Partners LP	London	London	75,00	75,00	2019
PELP UK Limited	Solihull	Flere britiske byer	50,00	50,00	2022
Longfellow Strategic Value UK I LP	Bristol	Cambridge	48,75	48,75	2022
<b>Luxembourg</b>					
NBIM S.à.r.l.	Luxembourg	I/A	100,00	I/A	2011
<b>Frankrike</b>					
NBIM Louis SAS	Paris	Paris	100,00	50,00	2011
SCI 16 Matignon	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
Champs Elysées Rond-Point SCI	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI PB 12	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI Malesherbes	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 15 Scribe	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SAS 100 CE	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Daumesnil	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 9 Messine	Paris	Paris	50,00	50,00	2012



Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse <sup>1</sup>	Eierandel og stemmeandel i prosent	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent	Innregnet fra
SCI Pasquier	Paris	Paris	50,00	50,00	2013
NBIM Marcel SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2014
NBIM Victor SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2016
NBIM Eugene SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2017
NBIM Beatrice SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2018
NBIM Jeanne SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2019
Rodolphe Paris 1 SCI	Paris	Paris	65,00	65,00	2022
<b>Tyskland</b>					
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Frankfurt	Berlin	50,00	50,00	2012
NBIM Helmut 2 GmbH & Co KG	Berlin	Berlin	100,00	100,00	2020
Sochribel GmbH	Berlin	Berlin	50,00	50,00	2022
<b>Sveits</b>					
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Luxembourg	Zürich	100,00	100,00	2012
<b>Europa</b>					
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Luxembourg	Flere europeiske byer	50,00	50,00	2013
<b>USA</b>					
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	49,90	2013
No. 1 Times Square Development LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2013
OFC Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2013
425 MKT LLC	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	47,50	2013
555 12th LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	44,96	2014
OBS Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
BP/CGCenter MM LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
SJP TS JV LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2015
T-C 888 Brannan Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2015

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

<sup>1</sup> For investeringer i unotert eiendom vises eiendomsadresse, for investeringer i unotert infrastruktur vises prosjektnavn.

<sup>2</sup> En eiendom i dette selskapet, 20 Air Street, har fra 1. september 2017 en eierandel på 50 prosent.

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

I tillegg til selskapene vist i tabell 16.1 har Norges Bank heleide holdingselskaper etablert som en del av investeringene i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Disse holdingselskapene har ingen drift og eier ingen eiendommer eller infrastruktureiendeler direkte. Holdingselskapene har forretningsadresse enten i samme land som investeringene, i tilknytning til NBIM S.à r.l. i Luxembourg, eller i Norge for holdingselskapene etablert for investeringer i Japan, Frankrike, Tyskland og Nederland.

# Note 17 Andre eiendeler og annen gjeld

**Tabell 17.1** Andre eiendeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2022	31.12.2021
Mellomværende valutareservene Norges Bank <sup>1</sup>	302	130
Uoppgjort tilførsel kronekonto <sup>1</sup>	1468	1381
Opptjent inntekt fra utlån med sikkerhetsstillelse	227	311
Annet	20	38
<b>Andre eiendeler</b>	<b>2017</b>	<b>1860</b>

<sup>1</sup> Se [note 15 Nærstående parter](#) for mer informasjon.

**Tabell 17.2** Annen gjeld

Beløp i millioner kroner	31.12.2022	31.12.2021
Betalbar skatt	12	18
Annet	44	38
<b>Annen gjeld</b>	<b>56</b>	<b>56</b>

# Uavhengig revisors beretning

Til Norges Banks representantskap

## Konklusjon

Vi har revidert regnskapsrapporteringen til investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2022, resultatregnskap, oppstilling over endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og noter til regnskapsrapporteringen, herunder et sammendrag av viktige regnskapsprinsipper.

Etter vår mening oppfyller regnskapsrapporteringen gjeldende lovkrav og gir et rettviseende bilde av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utlands finansielle stilling per 31. desember 2022, og av dets resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret avsluttet per denne datoen i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU.

## Grunnlag for konklusjon

Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med International Standards on Auditing (ISA-ene). Våre oppgaver og plikter i henhold til disse standardene er beskrevet nedenfor under *Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen*. Vi er uavhengige av Norges Bank i samsvar med kravene i relevante lover og forskrifter i Norge og *International Code of Ethics for Professional Accountants* (inkludert internasjonale uavhengighetsstandarder) utstedt av International Ethics Standards Board for Accountants (IESBA-reglene), og vi har overholdt våre øvrige etiske forpliktelser i samsvar med disse kravene. Innhentet revisjonsbevis er etter vår vurdering tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

## Sentrale forhold ved revisjonen

Sentrale forhold ved revisjonen er de forhold vi mener var av størst betydning ved revisjonen av regnskapsrapporteringen for 2022. Disse forholdene ble håndtert ved revisjonens utførelse og da vi dannet oss vår mening om regnskapsrapporteringen som helhet, og vi konkluderer ikke særskilt på disse forholdene. Vår beskrivelse av hvordan vi revisjonsmessig håndterte hvert forhold omtalt nedenfor, er gitt på den bakgrunnen.

Vi har også oppfylt våre forpliktelser beskrevet i avsnittet *Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen* når det gjelder disse forholdene. Vår revisjon omfattet følgelig handlinger utformet for å håndtere vår vurdering av risiko for vesentlige feil i regnskapsrapporteringen. Resultatet av våre revisjonshandlinger, inkludert handlingene rettet mot forholdene omtalt nedenfor, utgjør grunnlaget for vår konklusjon på revisjonen av regnskapsrapporteringen.

## Verdsettelse av investeringer

### Grunnlag for det sentrale forholdet

Noterte investeringer målt til virkelig verdi verdsettes til markedspris dersom investeringen omsettes i det som vurderes å være et aktivt marked. Disse investeringene klassifiseres som nivå 1-eiendeler i verdsettelseshierarkiet. Noterte investeringer verdsatt ved bruk av modeller som benytter direkte eller indirekte observerbare markedsdata, klassifiseres som nivå 2-eiendeler. Investeringer klassifisert i nivå 1 og 2 i verdsettelseshierarkiet utgjør per 31.12 NOK 12 081 246 millioner.

Investeringer hvor det i vesentlig grad brukes ikke-observerbare inndata i verddivurderingene er klassifisert som nivå-3 eiendeler i verdsettelseshierarkiet. Disse verdifastsettelsene påvirkes i større grad av skjønnsmessige vurderinger og har derfor høyere iboende risiko for feil. Disse eiendelene utgjør per 31.12 NOK 347 812 millioner.

Investeringer målt til virkelig verdi utgjør det klart vesentligste av eiendeler per 31.12. Det vesentlige beløpet, målingen til virkelig verdi med tidvis bruk av skjønn og klassifiseringen til henholdsvis nivå 1, 2 eller 3 i verdsettelseshierarkiet, samt at avkastningsmåling følger fra verddivurderingen av investeringene, gjør at vi har ansett disse investeringene å være et sentralt forhold ved revisjonen.

Investeringene målt til virkelig verdi omtales i note 8 og 3.

### Våre revisjonshandlinger

For både noterte og unoterte investeringer vurderte vi utformingen og testet effektiviteten av interne kontroller over verdsettelsesprosessene, herunder kontroller over ledelsens valg og godkjenning av metodikk og forutsetninger benyttet for verdsettelse. Vi har i tillegg for noterte investeringer sammenliknet regnskapsført verdi på balansedagen mot eksternt observerbar markedspris.

Våre revisjonshandlinger for unoterte investeringer i nivå 3 omfattet også ledelsens bruk av eksterne eksperter og verdsettere, herunder deres kompetanse og objektivitet. Vi har benyttet EYs interne verdsettelsesspesialister til å gjennomgå forutsetninger og beregninger av verdsettelsesrapporter på utvalgsbasis.

Vi har videre vurdert utformingen og testet effektiviteten av interne kontroller over klassifisering i verdsettelseshierarkiet. For et utvalg investeringer har vi testet klassifisering i nivå 1, 2 og 3 i verdsettelseshierarkiet.

### IT-systemer som understøtter finansiell rapportering

#### Grunnlag for det sentrale forholdet

Norges Bank har et komplekst og automatisert IT-miljø og er avhengig av IT-prosesser for rapportering av finansiell informasjon. For å sikre fullstendig og nøyaktig behandling, og rapportering av den finansielle informasjonen er det viktig at kontroller over tilgangsstyring og systemendringer er utformet og fungerer effektivt. Sentrale IT-prosesser er også avhengig av et velfungerende kontrollmiljø hos eksterne tjenesteleverandører. IT-systemer som understøtter den finansielle rapporteringen er vurdert å være et sentralt forhold ved revisjonen fordi IT-miljøet er viktig for å sikre nøyaktighet, fullstendighet og pålitelig finansiell rapportering.

### Våre revisjonshandlinger

Vi etablerte en forståelse av Norges Banks IT-systemer, IT-miljø og kontroller av betydning for den finansielle rapporteringen. Vi testet IT-generelle kontroller over tilgangsstyring, systemendringer og IT-drift. For utvalgt system av særlig viktighet, utførte vi i tillegg tester av detaljdata på stikkprøvebasis for å direkte verifisere nøyaktighet og fullstendighet av informasjon fra IT-systemer som understøtter den finansielle rapporteringen mot eksterne data.

For aktuelle IT-systemer forvaltet av eksterne tjenesteleverandører, evaluerte vi tredjepartsbekreftelser (ISAE 3402-rapporter) over tjenesteleverandørens kontrollmiljø. Vi vurderte videre utformingen og testet effektiviteten av Norges Banks egne kontroller knyttet til utkontrakterte tjenester. Vi har benyttet egne IT-spesialister i vårt arbeid med å forstå organisasjonens IT-miljø samt i å vurdere utformingen av kontrollaktiviteter og gjennomføre testingen av effektiviteten av kontroller.

### Øvrig informasjon

Øvrig informasjon omfatter informasjon i årsrapporten bortsett fra regnskapsrapporteringen og den tilhørende revisjonsberetningen. Hovedstyret og ledelsen (ledelsen) er ansvarlig for den øvrige informasjonen. Vår konklusjon om revisjonen av regnskapsrapporteringen dekker ikke den øvrige informasjonen, og vi attesterer ikke den øvrige informasjonen.

I forbindelse med revisjonen av regnskapsrapporteringen er det vår oppgave å lese den øvrige informasjonen med det formål å vurdere hvorvidt det foreligger vesentlig inkonsistens mellom den øvrige informasjonen og regnskapsrapporteringen eller kunnskap vi har opparbeidet oss under revisjonen, eller hvorvidt den tilsynelatende inneholder vesentlig feilinformasjon. Dersom vi konkluderer med at den øvrige informasjonen inneholder vesentlig feilinformasjon, er vi pålagt å rapportere det. Vi har ingenting å rapportere i så henseende.

### Ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

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

Regnskapsrapporteringen er avlagt under forutsetningen om fortsatt drift.

### **Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen**

Vårt mål er å oppnå betryggende sikkerhet for at regnskapsrapporteringen som helhet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil, og å avgi en revisjonsberetning som inneholder vår konklusjon. Betryggende sikkerhet er en høy grad av sikkerhet, men ingen garanti for at en revisjon utført i samsvar med ISA-ene, alltid vil avdekke vesentlig feilinformasjon. Feilinformasjon kan skyldes misligheter eller feil og er å anse som vesentlig dersom den enkeltvis eller samlet med rimelighet kan forventes å påvirke de økonomiske beslutningene som brukerne foretar på grunnlag av regnskapsrapporteringen.

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

- identifiserer og vurderer vi risikoen for vesentlig feilinformasjon i regnskapsrapporteringen, enten det skyldes misligheter eller feil. Vi utformer og gjennomfører revisjonshandlinger for å håndtere slike risikoer, og innhenter revisjonsbevis som er tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon. Risikoen for at vesentlig feilinformasjon som følge av misligheter ikke blir avdekket, er høyere enn for feilinformasjon som skyldes feil, siden misligheter kan innebære samarbeid, forfalskning, bevisste utelatelser, uriktige fremstillinger eller overstyring av intern kontroll.
- opparbeider vi oss en forståelse av den interne kontrollen som er relevant for revisjonen, for å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av Norges Banks interne kontroll.
- evaluerer vi om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimatene og tilhørende noteopplysninger utarbeidet av ledelsen er rimelige.
- konkluderer vi på om bruken av fortsatt drift-forutsetningen er hensiktsmessig, og basert på innhentede revisjonsbevis, hvorvidt det foreligger vesentlig usikkerhet knyttet til hendelser eller forhold som kan skape betydelig tvil om Norges Banks evne til fortsatt drift. Dersom vi konkluderer med at det eksisterer vesentlig usikkerhet, kreves det at vi i revisjonsberetningen henleder oppmerksomheten på tilleggsopplysningene i regnskapsrapporteringen, eller, dersom slike tilleggsopplysninger ikke er tilstrekkelige, at vi modifiserer vår konklusjon om regnskapsrapporteringen og øvrig informasjon. Våre konklusjoner er basert på revisjonsbevis innhentet frem til datoen for revisjonsberetningen.
- evaluerer vi den samlede presentasjonen, strukturen og innholdet i regnskapsrapporteringen, inkludert tilleggsopplysningene, og hvorvidt regnskapsrapporteringen gir uttrykk for de underliggende transaksjonene og hendelsene på en måte som gir et rettviseende bilde.

Vi kommuniserer med hovedstyret blant annet om det planlagte omfanget av og tidspunktet for revisjonsarbeidet og eventuelle vesentlige funn i revisjonen, herunder vesentlige svakheter i den interne kontrollen som vi avdekker gjennom revisjonen.

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

Oslo, 8. februar 2023  
ERNST & YOUNG AS

*Revisjonsberetningen er signert elektronisk*

Kjetil Rimstad  
statsautorisert revisor



**Norges Bank Investment Management**  
**Statens pensjonsfond utland 2023**

Design: TRY

Produksjon: Aksell AS

Bilder: Simen Øvergaard, GettyImages, Shutterstock, Unsplash og Nils-Stian Aasheim

ISSN 2464-3122



Grønt Punkt Norge