

STATENS PENSJONSFOND – UTLAND ÅRSRAPPORT

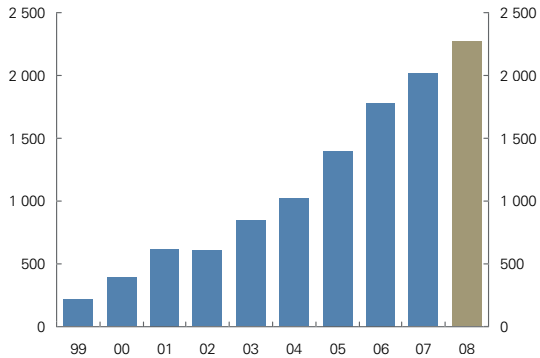


2008

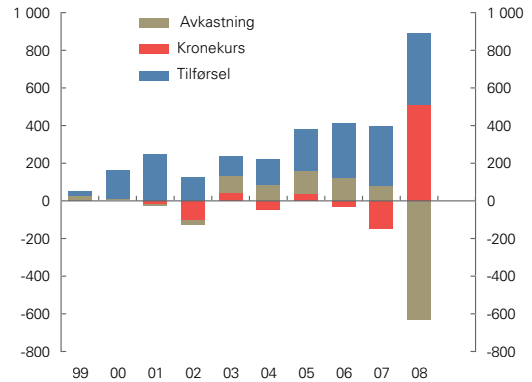
Hovedpunkter 2008

- Finanskrisen og det globale økonomiske tilbakeslaget gav store utfordringer i alle deler av forvaltningen.
- Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland var 2 275 milliarder kroner ved utgangen av 2008.
- Tilførselen til fondet var rekordhøye 384 milliarder kroner, og ble i sin helhet benyttet til store aksjekjøp i de internasjonale markedene.
- Fondets gjennomsnittlige eierandel i de internasjonale aksjemarkedene økte til 0,77 prosent. Fondets aksjeandel er 49,6 prosent.
- Avkastningen på Statens pensjonsfond – Utland var -23,3 prosent, målt i internasjonal valuta, dette er det svakeste resultatet i fondets historie.
- Det relative resultatet i den operative forvaltningen var -3,37 prosent. Dette er vesentlig svakere enn vi ville forvente gitt vår investeringsstrategi.
- Norges Bank Investment Management (NBIM) gjennomfører viktige endringer i investeringsstrategien for i større grad å utnytte fondets størrelse og langsiktige horisont.

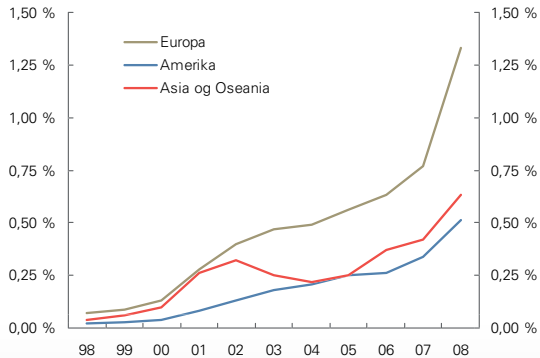
Markedsverdi av Statens pensjonsfond – Utland. Milliarder kroner



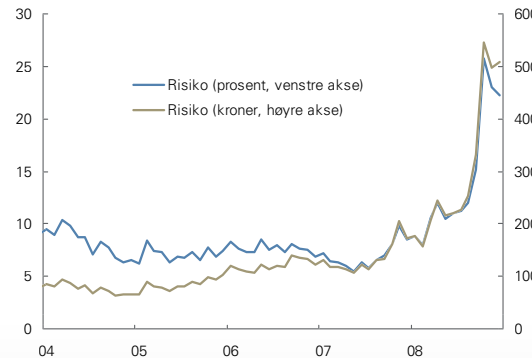
Endring i markedsverdi. Milliarder kroner



Gjennomsnittlige eierandeler i aksjemarkedene. Prosent



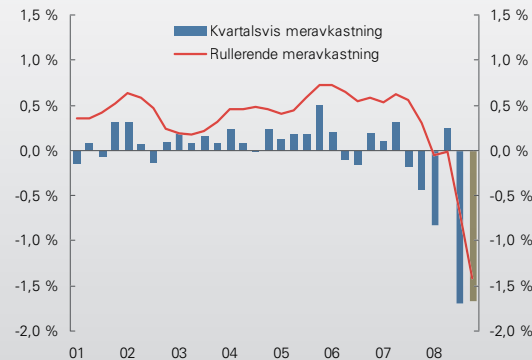
Absolutt volatilitet. Prosent og milliarder kroner



Kvartalsvis avkastning og rullerende annualisert avkastning siste tre år. Prosent



Kvartalsvis og rullerende annualisert meravkastning siste tre år. Prosentpoeng



Innhold

Ledelse	Svein Gjedrem	Langsiktighet i forvaltning og eierskapsutøvelse	2
	Yngve Slyngstad	Et uvanlig krevende år	4
Strategi	Styringsmodellen	Sikrer måloppnåelse	6
	NBIMs oppgaver	Ivareta og utvikle finansielle verdier	8
	Investeringsstrategien	Gjennomfører viktige endringer	10
Forvaltningen	Investeringene	Eier 0,77 prosent av verdens aksjer	12
	Enkeltposisjoner	Et stort fond med store enkeltinvesteringer	16
	Aksjer i det lange løp	2008 i et hundreårsperspektiv	18
	2008	Finanskrisen brer om seg	20
	Markedsverdi	Rekordstor tilførsel	22
	Fondets avkastning	Det svakeste året i fondets historie	24
	Renteforvaltningen	Store utfordringer i forvaltningen	26
	Aksjeforvaltningen	Negativt resultatbidrag – men moderate utslag	30
	Ekstern forvaltning	Benytter spesialkompetanse	34
	Amerikanske panteobligasjoner	Store tap i ekstern renteforvaltning	38
Risikostyring	Gjør endringer etter et spesielt år	40	
Eierskapsutøvelse	Aktiv eierskapsutøvelse	Bruker muligheten til å påvirke	46
	Selskapsstyring	Likebehandling og innflytelse	50
	Sosiale forhold	Fremmer barns rettigheter	52
	Miljømessige forhold	Prioriterer klimaregulering	54
Organisasjon	NBIM	En internasjonal kompetansevirksomhet	58
	NBIMs organisasjon	Konsentrasjon om kjerneoppgaver	60
Temaartikler	Systematisk risiko i aksjeporteføljen		62
	Global stemmegivning – viktig, men ofte vanskelig		66
Regnskap	Regnskapsrapportering		70
	Noter til regnskapsrapportering		72
	Revisjonsberetning		82

Publisert på www.nbim.no

Beholdningslister

Stemmelister

Sammensetningen av referanseporteføljen

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene

Uttrekk fra investeringsuniverset

Retningslinjer og forvaltningsavtale

Svein Gjedrem

– Langsiktighet i forvaltning og eierskapsutøvelse

Finanskrisen har gitt et kraftig tilbakeslag for våre investeringer i de internasjonale aksje- og rentemarkedene. Den årlige realavkastningen siden Norges Bank etablerte den operative forvaltningen av oljefondet eller Statens pensjonsfond – Utland, er nå bare 1 prosent, markert lavere enn den avkastningen på 4 prosent over tid som staten bygger på. Fondet har ikke høstet en risikopremie i aksjemarkedet slik vi hadde ventet.

I den samme perioden har nasjonen hentet ut store verdier fra utvinning av petroleumsressurser. De internasjonale kapitalmarkedene gir oss mulighet til å fordele bruken av disse inntektene mellom dagens og morgendagens generasjoner. Det er ingen alternativ plassering av denne formuen som kunne gitt vern mot det økonomiske tilbakeslaget i verden. Andre deler av statens formue, som eierandelene i næringslivet eller petroleumsressurser på sokkelen, har også falt kraftig i verdi.

Fondet er en langsiktig spareplan og kan bære store svingninger i markedene. Dette er grunnlaget for investeringsstrategien med stor andel plassert i aksjer. Evnen til å stå fast på gjennomføringen av strategien i en kritisk fase, og selv om den skulle vare en tid, er avgjørende for at fondet på sikt skal levere den avkastningen vi forventer. Vi må legge vekt på de realverdiene aksjeinvesteringene utgjør og sikre verdiene ved å spre fondets investeringer. Norges Bank støtter derfor den strategien staten har valgt for fondet.

Vårt mål for den operative forvaltningen er å ivareta eierens finansielle interesser gjennom aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse. Resultatet av den operative forvaltningen var skuffende i 2008. Vi har som mål å bidra med

¼ prosentenheter til avkastningen over tid. Etter flere gode år har resultatet i fjor satt oss tilbake til utgangspunktet.

Finanskrisen har avdekket svakheter i vår aktive forvaltning. Norges Banks hovedstyre har styrket oppfølgingen av kapitalforvaltningen og har blant annet gitt nytt investeringsmandat til lederen for NBIM. Mandatet delegerer forvaltningsmyndighet, og setter grenser for risikoprofilen for forvaltningen med bruk av flere supplerende metoder for risikostyring.

Fondet har nå store beholdninger i obligasjoner som vanskelig kan omsettes i dagens marked, og avkastningen må ses i lys av det. De realiserte tapene er små. Motstykket til store bokførte tap er at denne porteføljen har en høy løpende avkastning som ikke bare gjenspeiler at kredittrisikoen har økt, men også høy likviditetspremie og usikkerhet og frykt i markedene. Finanshistorien har flere eksempler på dype kriser. Over tid vil markedene vende tilbake til normale forhold. De faktiske verdiene i obligasjonsporteføljen vil bli realisert senest når lånene betales ned.

På samme måte som for den langsiktige investeringsstrategien for fondet må de resultater vi har i den operative forvaltningen, måles over tid. Jeg er trygg på at den virksomheten vi har bygget opp basert på fondets størrelse og langsiktighet og med spesialisert kompetanse med nærhet til markedene, vil levere gode resultater.

Oslo, 11. mars 2009



Svein Gjedrem

Sentralbanksjef og leder for hovedstyret

Evnen til å stå fast på gjennomføringen av strategien i en kritisk fase, og selv om den skulle vare en tid, er avgjørende for at fondet på sikt skal levere den avkastningen vi forventer.

Yngve Slyngstad – Et uvanlig krevende år

2008 ble preget av den globale finanskrisen. Utfordringene har vært store i forvaltningen, og avkastningen var -23,3 prosent målt i internasjonal valuta.

I løpet av 2008 så vi en bank-, kreditt- og likviditetskrise i det finansielle systemet, som etter hvert også omfattet en realøkonomisk krise. Fallet i de globale aksjemarkedene ble uvanlig stort.

Høy oljepris førte til rekordstor tilførsel med 384 milliarder kroner til fondet i 2008. Markedsverdien av fondet var 2 275 milliarder kroner ved utgangen av 2008. Finansdepartementet har besluttet å øke aksjeandelen i fondet fra 40 til 60 prosent, og i løpet av 2008 har vi gjort historisk store kjøp i aksjemarkedet. 40 prosent av aksjene fondet nå eier, ble kjøpt i løpet av året. Fondet er i dag inne i nær 7 900 selskaper, og eier om lag 0,77 prosent av de internasjonale aksjemarkedene.

Fondet har en investeringshorisont som er vesentlig lengre enn de aller fleste markedsaktører. Det viktige spørsmålet er derfor hvor gode dagens investeringer viser seg å være på lang sikt.

Vårt forvaltningsresultat var 3,4 prosent lavere enn referanseporteføljen vi måles mot. Dette er vesentlig svakere enn vi hadde forventet, gitt vår investeringsstrategi med mange små og uavhengige investeringer. Det svake resultatet skyldes i hovedsak at investeringene i renteporteføljen ikke har vært så veldiversifiserte som vi antok, og at vi i for stor grad har gjort investeringer som har eksponert oss mot økning i prisen på likviditet.

Vi tar lærdom av dette og har gjennomført endringer i investeringsstrategien. Målet er i større grad å utnytte vår størrelse og langsiktige investeringshorisont til fon-

dets fordel. I tillegg styrker vi kapasiteten ytterligere når det gjelder risikohåndtering.

Eierskapsutøvelse skal bidra til å sikre finansielle verdier for fremtidige generasjoner ved å bidra til god selskapsstyring. Vi arbeider for høye etiske og miljømessige normer i selskapene. Eierskapsutøvelsen er styrket, og vi har oppnådd resultater i arbeidet mot barnearbeid, som er et satsingsområde for oss.

Norges Bank Investment Management (NBIM) er en global kompetansevirksomhet som baserer seg på ansatte med et høyt og spesialisert kunnskapsnivå og en stor grad av innovasjonsevne. Ved utgangen av 2008 hadde NBIM 217 ansatte fordelt på kontorer i Oslo, London, Shanghai og New York.

NBIM ønsker å gi en åpen og utfyllende informasjon om hvordan forvaltningen utøves. Vi håper at denne årsrapporten kan gi leserne nyttig bakgrunn om forvaltningen.

Oslo, 11. mars 2009



Yngve Slyngstad
Direktør NBIM

Fondet har gjort rekordstore kjøp i aksjemarkedet i 2008, og er i dag eier i nær 7 900 selskaper verden over.

Styringsmodellen

Sikrer måloppnåelse

Statens pensjonsfond – Utland skal understøtte statlig sparing for finansiering av pensjonsutgifter og underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av Norges petroleumsinntekter.

Stortinget har fastsatt rammene for Statens pensjonsfond – Utland i lov om Statens pensjonsfond. Fondet forvaltes av Finansdepartementet etter lov om Statens pensjonsfond. Gjennom forskrift og utfyllende bestemmelser fastsetter Finansdepartementet de sentrale rammene for fondets plasseringer.

Finansdepartementet har også fastsatt etiske retningslinjer for fondet. Fondet er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av petroleumsformuen, og det er en etisk forpliktelse for dagens generasjon å forvalte fondet forsvarlig slik at det gir god avkastning på lang sikt.

Den operative forvaltningen utføres av Norges Bank. Det er inngått en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter.

Hovedstyret styrker oppfølgingen

Hovedstyret har det overordnede ansvaret for virksomheten i Norges Bank. Det består av syv medlemmer, oppnevnt av Kongen i statsråd. Sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen er henholdsvis leder og nestleder.

Hovedstyret har de siste årene styrket sin oppfølging av kapitalforvaltningen i Norges Bank. I 2006 ble det opprettet et rådgivende utvalg som støtte for hovedstyrets arbeid med kapitalforvaltningen.

I 2007 ble hovedstyrets revisjonskomité etablert. Hovedstyrets revisjonskomité består av tre av hovedstyrets eksterne medlemmer. Komiteen fungerer som et saksforberedende organ for hovedstyret på saksområder knyttet til styrets tilsynsfunksjoner og ansvar for risikostyring og internkontroll.

Hovedstyret fastsetter hovedrammer for virksomheten i NBIM gjennom strategiplaner. Hovedmålene er å skape merverdier ved aktiv forvaltning av statens og Norges Banks finansformue i utlandet, ivareta eiernes langsiktige

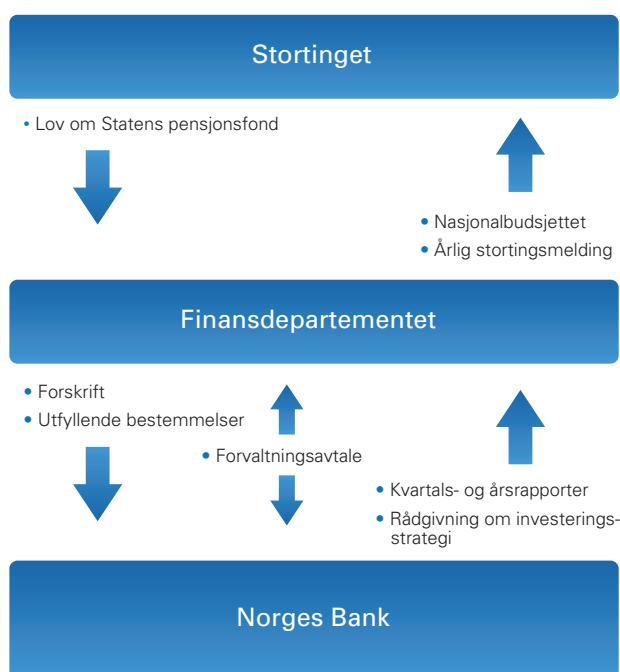
Tilsyn og revisjon

Representantskapet, som består av 15 medlemmer oppnevnt av Stortinget, fører tilsyn med bankens drift og at reglene for bankens virksomhet blir fulgt. Det organiserer bankens revisjon, fastsetter bankens årsregnskap og vedtar bankens budsjett etter forslag fra hovedstyret.

Sentralbankrevisjonen er Norges Banks lovbestemte revisjon, som utfører finansiell revisjon og tilsyn på vegne av representantskapet. Representantskapet har fra 2007 inngått en avtale med revisjonsselskapet Deloitte AS om finansiell revisjon av Statens pensjonsfond – Utland. Deloitte avgir sammen med sentralbankrevisjonen en separat revisjonsuttalelse til representantskapet vedrørende regnskapsrapportering for Statens pensjonsfond – Utland, slik denne fremgår i note til Norges Banks årsregnskap.

Riksrevisjonen utfører sin revisjon og kontroll av Statens pensjonsfond – Utland i tråd med lov og instruks om Riksrevisjonen, og bygger blant annet sitt arbeid på revisjonen som utføres av sentralbankrevisjonen og Deloitte.

Bak målene for virksomheten ligger en erkjennelse av at Norges Bank forvalter betydelige midler for det norske samfunn.



finansielle interesser ved aktiv selskapsstyring og sette ut i livet eiernes strategi for forvaltningen på en kostnads-effektiv, betryggende og tillitvekkende måte. Bak målene for virksomheten ligger en erkjennelse av at Norges Bank forvalter betydelige midler for det norske samfunn.

NBIMs leder får nye retningslinjer

I 2008 fastsatte styret en ny stillingsinstruks og et nytt investeringsmandat for leder av NBIM. Stillingsinstruksen klargjør det ansvar og de oppgaver som påhviler lederen, og fastsetter rammer for det ansvaret som lederen har i

planlegging og organisering av virksomheten, oppfølging og kontroll.

Investeringsmandatet til NBIMs leder setter, innenfor Finansdepartementets investeringsrammer, utfyllende rammer for forvaltningen. Hovedstyret delegerer forvaltningsmyndighet og fastsetter en risikoprofil basert på hovedkategoriene i risikostyringen. Disse er statistiske modeller, absolutte avvik fra referanseporteføljen, faktor-eksponeringer og likviditetseksponering. Mandatet definerer investeringsuniverset og stiller krav til rapportering.

NBIMs oppgaver

Ivareta og utvikle finansielle verdier



Norges Bank Investment Management (NBIM) utfører den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Formålet for NBIMs virksomhet er å bevare og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner.

Finansdepartementet fastsetter de sentrale bestemmelsene for fondets plasseringer, investeringsuniverset for fondet, fordeling på aktivklasser, maksimal eierandel i enkeltelskaper og ramme for aktiv forvaltning i Norges Bank. Finansdepartementet har også fastsatt etiske retningslinjer for fondets investeringer.

NBIM er et eget virksomhetsområde for kapitalforvaltning innenfor Norges Bank. Det overordnede formålet for NBIMs virksomhet er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner ved å sette eiernes strategi for forvaltningen ut i livet på en kostnadseffektiv og betryggende måte.

Vår målsetting for forvaltningen av statens finansformue i utlandet er å ivareta eiernes langsiktige finansielle interesser ved aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse.

NBIM ivaretar flere sentrale oppgaver

Vi sørger for at tilførsel av nye midler til fondet investeres i markedene med så lave kostnader som mulig, i henhold til retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet.

Når midlene er investert i kapitalmarkedene, sikrer vi en kostnadseffektiv eksponering mot referanseporteføljen som gir uttrykk for oppdragsgivers strategiske prioriteringer.

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

Vi søker å oppnå verdiskaping i forvaltningen ut over avkastningen på referanseporteføljen fastsatt av Finans-



departementet. Vår målsetting er over tid å bidra med 25 basispunkter årlig netto meravkastning.

Vi driver aktiv eierskapsutøvelse for å sikre fondets finansielle verdier gjennom å bidra til god selskapsstyring og ved å etterstrebe høye etiske, samfunnsmessige og miljømessige normer i selskapene. Eierskapsutøvelsen fremmer dette etiske grunnlaget for forvaltningen slik det kommer til uttrykk i de etiske reglene for fondet.

Norges Bank gir Finansdepartementet råd om fondets langsiktige investeringsstrategi. Siktemålet er å oppnå en høyest mulig langsiktig avkastning gitt eiernes risiko-preferanser.

Innfasingen av nye midler, iverksettelsen av oppdragsgivers investeringsstrategi og eierskapsutøvelsen er oppgaver som best gjennomføres på en helhetlig måte innenfor samme organisasjon. Den aktive forvaltningen, derimot, gjennomføres ved hjelp av et stort antall forvaltningsorganisasjoner i tillegg til den interne forvaltningen i NBIM. Finansdepartementet mottar råd om utviklingen av investeringsstrategien for fondet fra flere kilder, og gjør egne vurderinger på denne bakgrunn.

Strategisk referanseportefølje

Den strategiske referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for selskaper i 46 land og av Barclays Capital Global Aggregates renteindekser i 11 valutaer. Aksjedelen utgjør 60 prosent og renteandelen 40 prosent av referanseporteføljen. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børser i Europa 50 prosent, Amerika/Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 60 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania. Les mer om referanseporteføljen på NBIMs nettsted.

Les mer om forvaltningen

NBIMs nettsted (www.nbim.no) inneholder loven om Statens pensjonsfond, Finansdepartementets forskrift og utfyllende bestemmelser og retningslinjer departementet har gitt. Nettstedet inneholder dessuten alle rapporter som er publisert om forvaltningen av fondet, bakgrunnsstoff om fondets strategi og organiseringen av kapitalforvaltningen i Norges Bank.

Investeringsstrategien Gjennomfører viktige endringer

Hovedtrekkene i den investeringsstrategien NBIM bygger på, har ligget fast over tid, men vi har i 2008 gjennomført viktige endringer i gjennomføringen av investeringsstrategien. Målsettingen er i større grad å utnytte fondets størrelse og langsiktige investeringshorisont til fondets fordel.

Norges Bank gir Finansdepartementet råd om den strategiske innretningen av Statens pensjonsfond – Utland. Vi mener det er riktig gradvis å utvide investeringsuniverset for fondet for å sikre en mest mulig diversifisert portefølje.

I 2008 har Norges Bank gitt Finansdepartementet råd om å utvide fondets referanseportefølje til å inkludere aksjeinvesteringer i flere fremvoksende markeder, og at fondet bør kunne investeres i unoterte aksjer. Norges Bank har også vurdert hvorvidt obligasjonsmarkedene i fremvoksende markeder og selskapsobligasjoner med lav kredittkvalitet bør inkluderes i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland, men vi fant ikke grunnlag for å anbefale en slik endring nå.

Sommeren 2008 sluttet Stortinget seg til en målsetting om at inntil 5 prosent av Statens pensjonsfond – Utland skal investeres i eiendom. Vi har gjennom året bygget

opp kompetanse til å kunne begynne gjennomføringen av dette strategiske valget.

Operative mål

Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning innenfor rammen av forvaltningsmandatet. Hovedtrekkene i vår investeringsstrategi har ligget fast over tid. Vi vurderer likevel løpende sammensetningen av investeringsmandater som inngår i den samlede porteføljen. Resultatene i 2008 er svake og gir i seg selv grunnlag for en gjennomgang av strategien.

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

Hovedstyret i Norges Bank har gitt et forvaltningsmandat til lederen for NBIM. I NBIM delegeres risikorammer og investeringsbeslutninger til enkelte forvaltere. Delegering av risikomandater fører til utstrakt spesialisering innenfor hvert enkelt mandat. Markedene Statens pensjonsfond – Utland investerer i, er nær effektive. For å kunne treffe investeringsbeslutninger som skaper verdi for fondet, er det nødvendig å ha fortrinn i analysen eller bruken av spesifikk informasjon. Dette krever en høy grad av spesialisering. Spesialiseringen er nødvendig for kvalitet i enkeltbeslutninger. Investeringsbeslutninger er ikke styrt av komiteer. Risikotagningen i forvaltningen spres over et stort antall uavhengige posisjoner.

Statens pensjonsfond – Utland er stort, og fondets investeringshorisont er vesentlig lengre enn for de aller fleste investorer og institusjoner.

Vi tar sikte på å ta større og mer konsentrerte posisjoner i enkeltsekskap når vi mener dette gir et attraktivt bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko på lengre sikt. Vi vil også ta større posisjoner i spesifikke markedssegmenter i situasjoner der risikopremien knyttet til slike investeringer synes attraktiv for en langsiktig investor.

Diversifiseringen i ulike uavhengige mandater skal sikre at forvaltningen ikke er dominert av gjennomgående risikofaktorer som rammer alle deler av forvaltningen samtidig, og bidra til at risikoen i forvaltningen samlet sett er godt innenfor rammene.

Lave kostnader når vi gjennomfører den overordnede investeringsstrategien, er viktig for det langsiktige forvaltningsresultatet. Vi legger særlig vekt på effektivitet i innfasingen av nye midler og i forvaltningen av store porteføljer.

Erfaringer

I 2008 var forvaltningsresultatet svakt i absolutt og relativ forstand. De relative resultatene i 2008 er betydelig svakere enn vi kunne vente basert på den investeringsstrategien som er valgt. I forvaltningen av renteporteføljen har krisen i det finansielle systemet avdekket at risikotagningen i de ulike mandatene ikke var tilstrekkelig uavhengig. Mange av mandatene hadde en felles eksponering mot likviditetsrisiko og kredittrisiko som vi ikke observerte under normale markedsforhold.

Vi har hatt særlig dårlige resultater i porteføljen for pantsikrede obligasjoner som er blitt forvaltet av flere eksterne forvaltere. En viktig lærdom er at vi ikke vil investere i spesifikke markedssegmenter uten å etablere en tilstrekkelig intern organisasjon som raskt kan overta forvaltningen når dette er nødvendig.

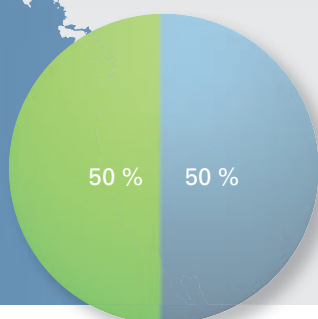
Vi har gjort viktige endringer i gjennomføringen av investeringsstrategien i 2008. Muligheten for å oppnå uavhengighet mellom ulike posisjoner i rentemarkedene er antagelig mindre enn vi tidligere har lagt til grunn. Antallet rentemandater i forvaltningen er derfor kraftig redusert.

Redusert likviditet i deler av rentemarkedet innebærer at vi ikke på kort sikt kan gjøre store tilpasninger i porteføljen. I dagens situasjon er vi derfor forberedt på å holde betydelige beholdninger i rentemarkedet til forfall.

Endringer

Statens pensjonsfond – Utland er meget stort, og fondets investeringshorisont er vesentlig lengre enn for de aller fleste investorer og institusjoner. Utviklingen av investeringsstrategiene vi benytter fremover, vil i større grad legge disse forholdene til grunn, og vi vil utnytte disse til fondets fordel ved utviklingen av nye investeringsaktiviteter.

Investeringene Eier 0,77 prosent av verdens aksjer



Amerika

Sommeren 2007 besluttet Finansdepartementet å øke den strategiske aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Utland fra 40 til 60 prosent. Aksjeandelen trappes nå opp. Ved utgangen av 2008 eide fondet 0,77 prosent av de internasjonale aksjemarkedene.

I løpet av de siste to årene har Finansdepartementet etter forutgående behandling i Stortinget vedtatt tre viktige endringer i investeringsstrategien for fondet. Sommeren 2007 ble den strategiske andelen av aksjer økt fra 40 til 60 prosent, og fondets referanseportefølje ble utvidet til å omfatte mindre, børsnoterte selskaper. Sommeren 2008 ble 19 nye fremvoksende aksjemarkeder tatt med i referanseporteføljen. Utvidelsen av referanseporteføljen har medført at den nå består av nær 7 700 selskaper, sammenlignet med under 2 500 selskaper før endringen.

Valg av aksjeandel er viktig

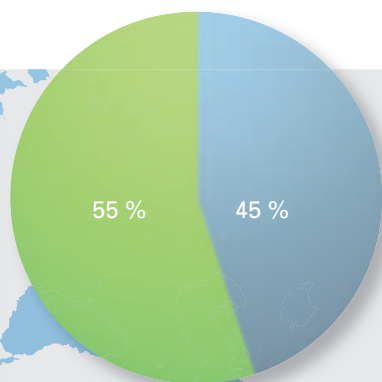
Valg av aksjeandel er en av de viktigste beslutningene som påvirker fremtidig avkastning for fondet. Den strategiske beslutningen om å øke aksjeandelen er basert på en vurdering av forventet langsiktig avkastning, sett i forhold til risiko knyttet til svingninger i markedsverdi. Basert

blant annet på råd fra Norges Bank besluttet Regjeringen i 2007 å øke aksjeandelen i fondet til 60 prosent.

Siden sommeren 2007 har derfor all ny tilførsel til fondet blitt investert i aksjemarkedene. Likevel gikk aksjeandelen i fondet noe ned mot slutten av 2008. Dette skyldtes det store fallet i aksjemarkedene i fjerde kvartal. Økningen i den strategiske aksjeandelen og tilførsel av nye midler til fondet innebærer at fondets eierandeler i de internasjonale aksjemarkedene stiger.

*Fondets eierandeler
i de internasjonale
aksjemarkeder stiger.*

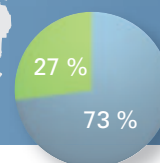
Fondets gjennomsnittlige eierandel i de internasjonale aksjemarkedene steg fra 0,49 prosent ved utgangen av 2007 til vel 0,77 prosent per 31. desember 2008. På fem år er den relative eierandelen blitt tredoblet. Eierskapet i europeiske selskaper utgjorde ved årsskiftet 1,33 prosent av den totale verdien på selskapene som er med i referanseporteføljen.



● Renter ● Aksjer

Europa

Asia og Oseania



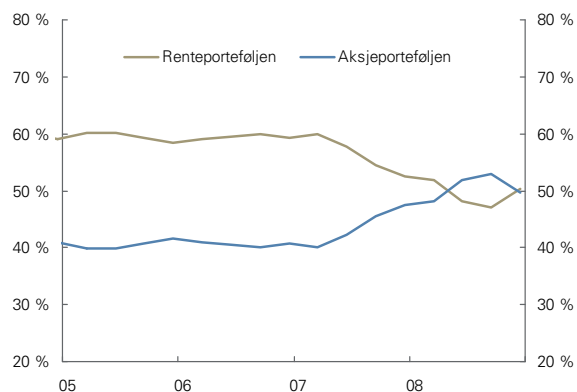
Også i resten av verden øker den gjennomsnittlige eierandelen, men nivået er noe lavere. Dette skyldtes at fondet har en annen strategisk regionfordeling enn verdensmarkedsfordelingen.

Motstykket til økt eierandel for aksjer er lavere eierandeler i rentemarkedene. I rentemarkedene var gjennomsnittlig andel av markedskapitaliseringen 0,52 prosent ved utgangen av 2008, som var den laveste eierandelen siden 2004.

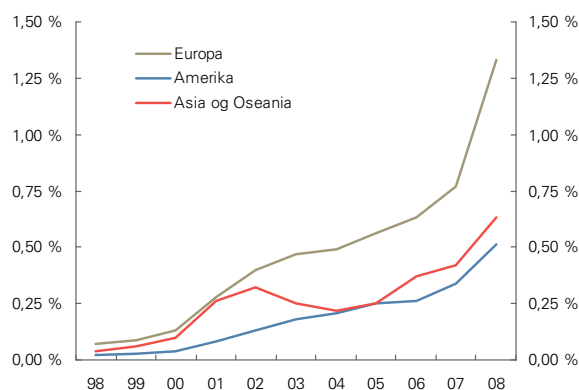
Flere selskaper i referanseporteføljen for aksjer

Aksjeporteføljen i fondet er bredt sammensatt over både regioner og land. Fra oppstarten av aksjeinvesteringer i 1998 bestod referanseindeksen for aksjer (FTSE) av de største børsnoterte selskapene, mens NBIM i tillegg også hadde anledning til å investere i mindre selskaper under forutsetning av at de var børsnoterte. Betegnelsen «mindre aksjeselskaper» henviser til selskapene med lavest markedsverdi. Den engelske betegnelsen «small cap» benyttes ofte og sammenlignes med «large cap» og «mid cap» for henholdsvis store og mellomstore aksjesel-

Figur 1-1 Fordeling på aktivklasser 2005–2008. Prosent



Figur 1-2 Eierandeler i aksjemarkedene¹⁾ 1998–2008. Prosent



¹⁾ Som prosentandel av markedskapitaliseringen til FTSE-indeksen.
Kilder: FTSE og NBIM

skaper, som tidligere utgjorde referanseporteføljen. Basert på anbefalinger fra blant andre Norges Bank besluttet Finansdepartementet i juni 2007 å utvide sammensetningen av referanseporteføljen til også å omfatte mindre børsnoterte aksjeselskaper. Utvidelsen gir en bedre diversifisering av aksjeporteføljen, en bedre representasjon av aksjemarkedet og større eksponering mot et segment av aksjemarkedet som over tid har gitt høyere avkastning enn gjennomsnittet.

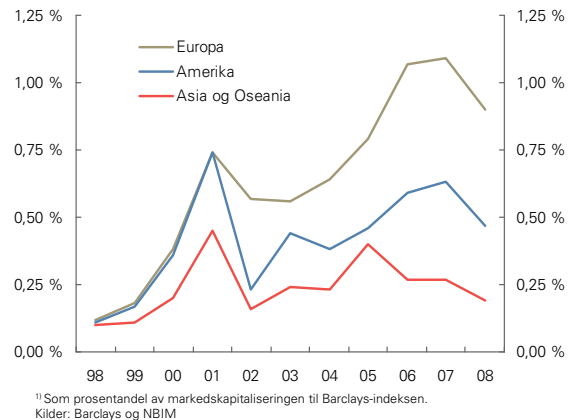
Endringen innebar en stor endring i sammensetningen av referanseindeksen. Små aksjeselskaper utgjør om lag 11 prosent av markedsverdien til referanseporteføljen. Investeringene i slike aksjeselskaper ble gjennomført over en fem måneders periode med oppstart oktober 2007 og omfattet investeringer i over 4 500 nye selskaper. Innfasingen til ny referanseportefølge ble avsluttet ved utgangen av første kvartal 2008.

Flere land i referanseporteføljen for aksjer

Finansdepartementet vedtok i 2008 at 19 såkalte «fremvoksende aksjemarkeder» skulle inngå i referanseporteføljen for aksjer. Beslutningen var forankret i Stortinget og basert blant annet på råd fra Norges Bank. Utvidelsen gir en bedre diversifisering av aksjeporteføljen, en bedre representasjon av aksjemarkedet og en større eksponering mot en voksende del av verdensøkonomien.

Betegnelsen «fremvoksende markeder» er en forholdsvis generell betegnelse på en rekke ulike land, men vanlige karakteristika er lav eller middels gjennomsnittinntekt og der flere markedsreguleringer begrenser utlendingers adgang til å investere i det lokale markedet. Russland,

Figur 1-3 Eierandeler i rentemarkedene 1998–2008. Prosent

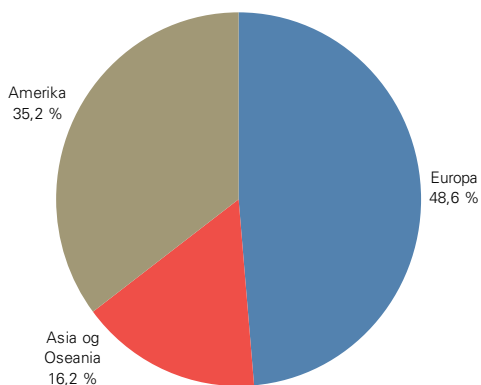


Kina og India er de tre største nye landene som er tatt med i referanseporteføljen, alle med en andel på ca. 0,8 prosent hver av aksjeporteføljen.

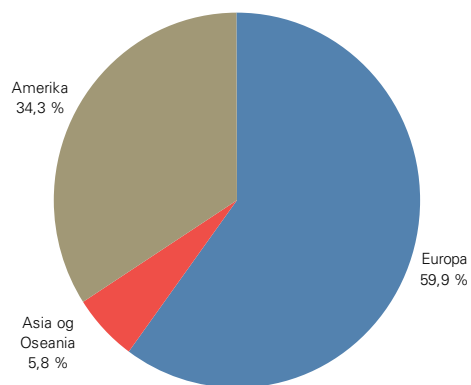
NBIM vurderer på et selvstendig grunnlag hvor godt landet er egnet for våre investeringer, med tanke på at landet må ha markeder som er åpne for utlendinger, landet må ha en lovgivning som beskytter investorenes rettigheter, og landet må tilfredsstillende visse minstekrav til oppgjørssystemer. Derfor investerer ikke NBIM i alle landene i referanseporteføljen.

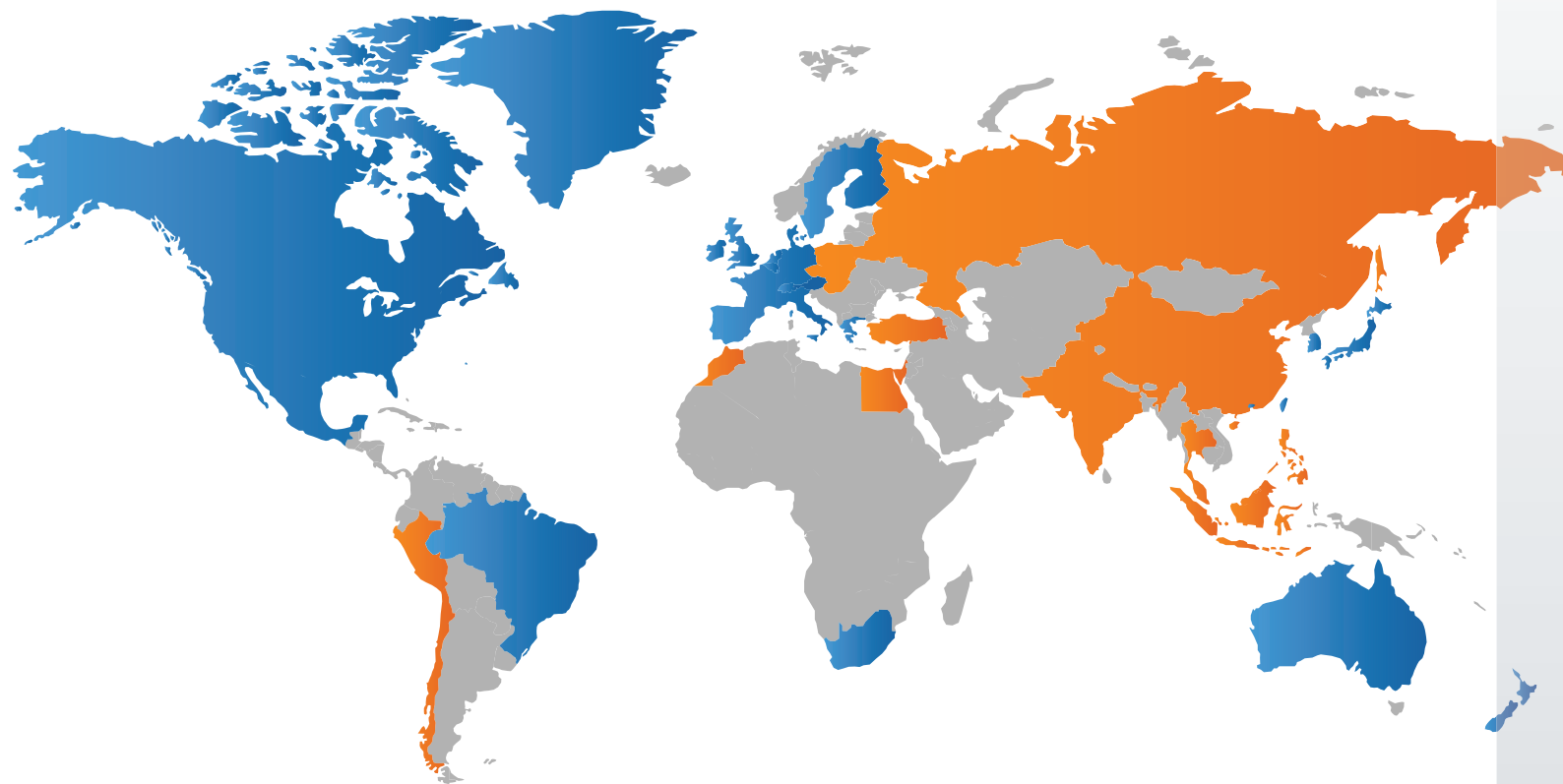
Inkludering av 19 fremvoksende aksjemarkeder medførte at referanseporteføljen for aksjer ble utvidet med i underkant av 1 000 selskaper. Utvidelsen ble gjennomført i perioden september–desember 2008.

Figur 1-4 Regionfordeling av aksjeporteføljen. 31. desember 2008. Prosent



Figur 1-5 Regionfordeling av renteporteføljen. 31. desember 2008. Prosent

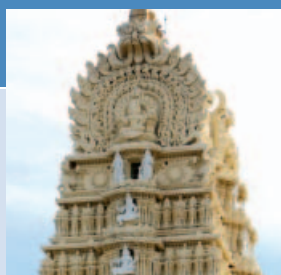




● Markeder som var en del av referanseporteføljen for aksjeinvesteringer per 31.12.2007.

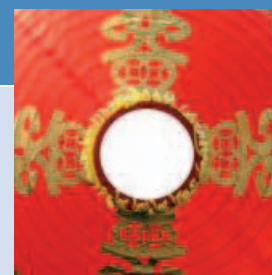
● Nye markeder i referanseporteføljen for aksjer der NBIM investerer.

India



- 0,8 prosent av referanseporteføljen
- 228 selskaper i porteføljen
- Viktige næringer: olje og gass, IT-tjenester og banker

Kina



- 0,8 prosent av referanseporteføljen
- 206 selskaper i porteføljen
- Viktige næringer: eiendom, telekommunikasjon og banker

Enkeltposisjoner

Et stort fond med store enkeltinvesteringer

Statens Pensjonsfond – Utland er investert i nær 7 900 aksjer og obligasjoner fra vel 2 200 utstedere. Selv om fondet er veldiversifisert, betyr størrelsen at fondet også vil ha store enkeltposisjoner i kapitalmarkedene. Særlig vil dette være tilfelle i obligasjonsmarkedene, som nasjonalstatene bruker til å finansiere seg.

Fondet har store posisjoner i aksje- og obligasjonsmarkedene. Det er referanseporteføljen for fondet som danner utgangspunktet for størrelsen på disse posisjonene. Fondet vil normalt sett ha store posisjoner i selskaper

med høy markedsverdi, som utgjør en stor andel av referanseporteføljen. Ettersom oljeselskapene er blant verdens største selskaper, er de også godt representert på listen over fondets største aksjebeholdninger. Av de ti største enkeltposisjonene ved utgangen av 2008 var fire oljeselskaper.

Fra sommeren 2008 har Finansdepartementet fastsatt at maksimal eierandel i et enkelt selskap kan være 10 prosent, mot tidligere 5 prosent. Ved utgangen av 2008 var den største eierandelen i et enkelt selskap 8,7 prosent. Fondet hadde høyere eierandel enn 5 prosent i fire selskaper, og i 195 selskaper var eierandelen over 2 prosent. Eierskapet i børsnoterte selskaper er som regel godt spredt. Fondets eierandel vil ofte plassere oss blant de største eierne.

Tabell 2-1 Største aksjebeholdninger per 31. desember 2008

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
Royal Dutch Shell plc	Storbritannia	15 263
Nestle SA	Sveits	14 901
BP plc	Storbritannia	13 151
Exxon Mobil Corporation	USA	12 217
Total SA	Frankrike	11 314
HSBC Holdings plc	Storbritannia	10 562
Vodafone Group plc	Storbritannia	10 354
Novartis AG	Sveits	10 350
Roche Holding AG	Sveits	9 997
E.ON AG	Tyskland	9 090

Tabell 2-2 Største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2008

Utsteder	Land	Beholdning i millioner kroner
Tyske stat	Tyskland	94 976
Britiske stat	Storbritannia	85 500
Italienske stat	Italia	81 781
Fannie Mae	USA	68 339
Amerikanske stat	USA	65 896
Japanske stat	Japan	55 721
European Investment Bank	Int. organisasjon	49 009
Franske stat	Frankrike	46 656
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	37 374
Freddie Mac	USA	32 625

Fra sommeren 2008 har fondet hatt anledning til å eie inntil 10 prosent av aksjekapitalen i et enkelt selskap.

I obligasjonsmarkedene er nasjonalstatene de største utstederne. Derfor vil fondet normalt sett ha store beholdninger av statsgjeld. Videre er det en del store statlige og halvstatlige institusjoner, i tillegg til flere internasjonale organisasjoner, som finansierer sin virksomhet ved å låne penger i de internasjonale kapitalmarkedene. Private bedrifter har stort sett mindre lån i obligasjonsmarkedet, særlig utenfor USA der bedriftene tradisjonelt har finansiert sin virksomhet gjennom banklån og utstedelse av egenkapital.

Tabell 2-3 Største eierandeler per 31. desember 2008. Prosent

Selskap	Land	Eierandel
Mondi plc	Storbritannia	8,71
Babcock & Brown Infrastructure Group	Australia	7,84
UPM-Kymmene OYJ	Finland	5,77
China Water Affairs Group Ltd	Hong Kong	5,00
Apex Silver Mines Ltd	USA	4,96
Forthnet SA	Hellas	4,92
Cogent Communications Group	USA	4,90
Smithfield Foods Inc.	USA	4,83
Franco-Nevada Corp.	Canada	4,51
Constellation Energy Group Inc.	USA	4,36

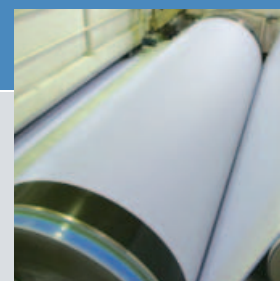
Nestlé

- Verdens største produsent av næringsmiddel og matvarer
- 500 fabrikker i over 80 land
- Selskapet har 276 000 ansatte



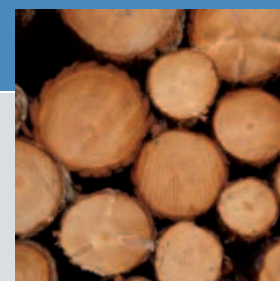
Mondi

- Papirprodusent med markedsledende posisjoner i Øst-Europa og Sør-Afrika.
- Selskapet har 35 000 ansatte fordelt over 35 ulike land



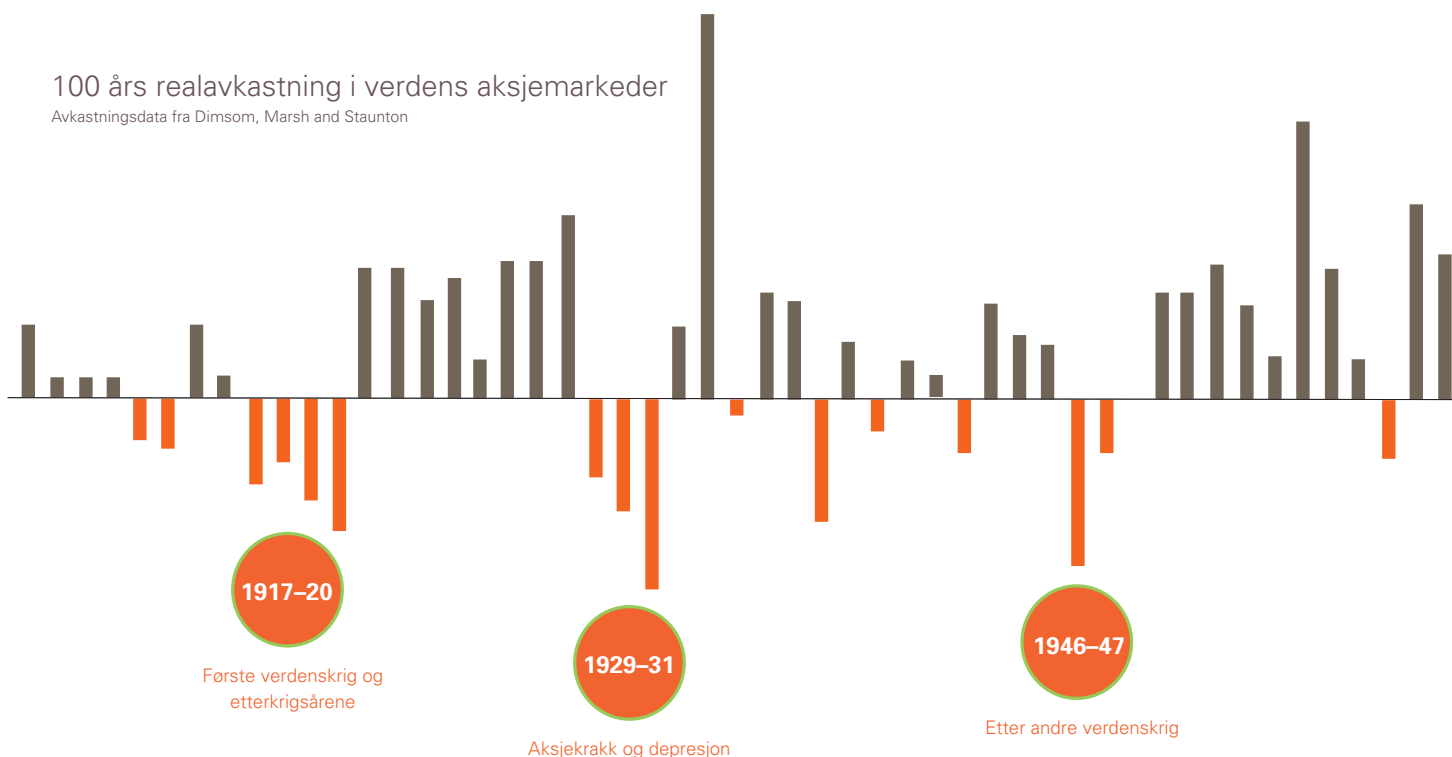
UPM

- Et av verdens ledende treforedlingselskap
- Omsetning i 2007 var på 10,0 milliarder euro
- 26 000 ansatte fordelt over 14 ulike land



100 års realavkastning i verdens aksjemarkeder

Avkastningsdata fra Dimsom, Marsh and Staunton



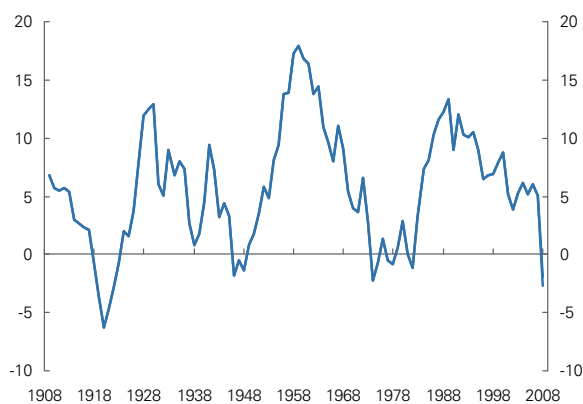
Aksjer i det lange løp 2008 i et hundreårsperspektiv

Historien har få eksempler på tiårsperioder der aksjemarkedet har gitt negativ avkastning. Disse er blitt fulgt av lengre perioder med høyere avkastning. Statens pensjonsfond – Utland følger en strategi der kjøpene av aksjer øker når markedene faller.

I 2008 har verdiene på de internasjonale børsene falt mer enn i noe annet enkelt år i nyere tid. En langsiktig investor får ekstra betalt fordi verdien av aksjer svinger mye. Mange har tapt på aksjer nå. Denne erfaringen vil bidra til at det fremover blir stilt større krav til avkastning.

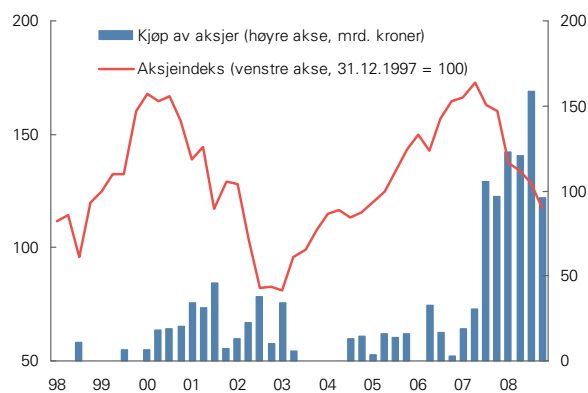
Et bredt eierskap i de internasjonale aksjemarketene kan sees som eierskap til en andel av den private produksjonskapasiteten i den globale markedsøkonomien.

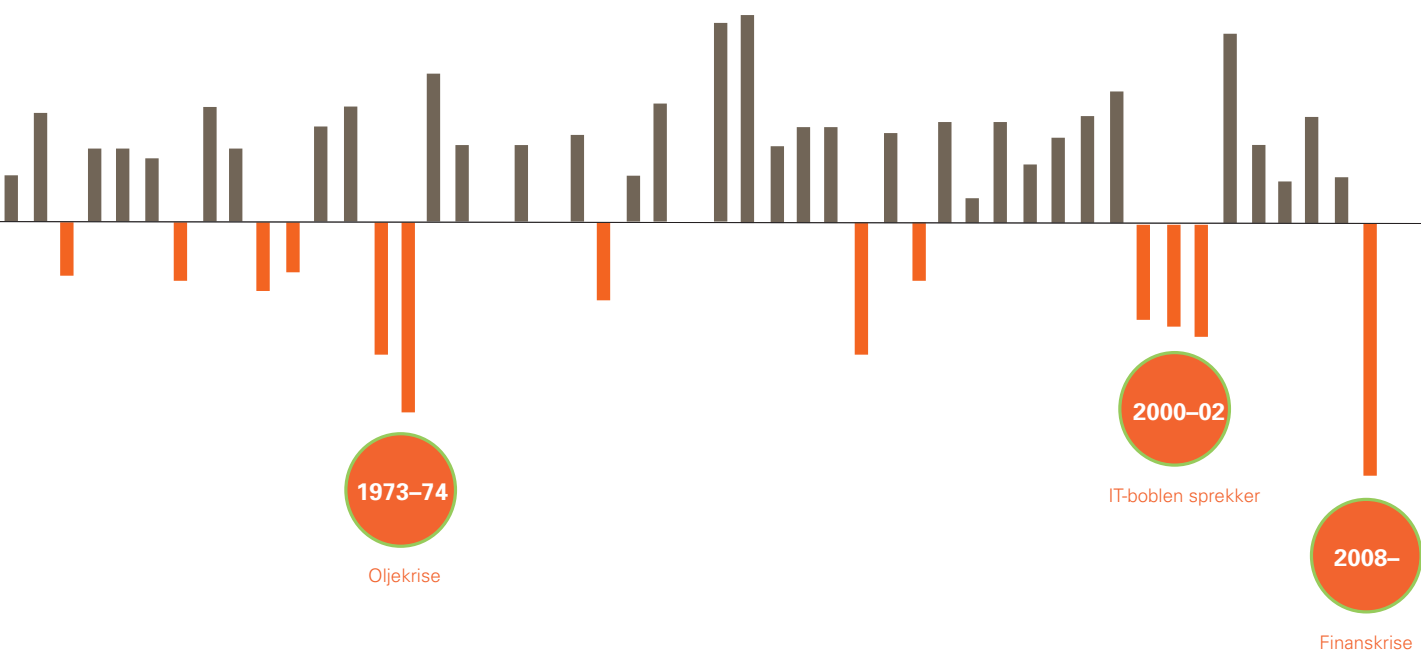
Figur 3-1 Ti års rullerende realavkastning i verdens aksjemarkeder. Prosent



¹⁾ Avkastningsdata fra Dimsom, Marsh and Staunton

Figur 3-2 Aksjekjøp og aksjeindeks 1998–2008.





Markedsverdien av denne produksjonskapasiteten er direkte knyttet til hvordan finansmarkedene verdsetter den forventede verdiskapningen i virksomhetene. Som en følge av finanskrisen og det globale økonomiske tilbakeslaget har markedets verdsetting falt raskt. Når vi er gjennom de økonomiske nedgangstidene, vil avkastningen av privat produksjonskapasitet igjen stige. For en langsiktig investor er det viktig å legge vekt på de realverdiene vi eier.

Finanskrisen har avdekket at mange institusjoner har basert gjennomføringen av langsiktige investeringer på kortsiktig finansiering. Når finansieringen faller bort, blir tidshorizonten for investeringene raskt svært kort. Eiere og investorer har dermed blitt påført store realiserte tap.

For sparingen i fondet er situasjonen en annen. Investeringene er ikke finansiert gjennom lån, og det institusjonelle rammeverket gir stor sikkerhet for langsiktigheten i vår spareplan. Økende risiko i markedene vil ikke tvinge oss til å foreta tilpasninger som påfører eier realiserte tap. Denne langsiktigheten gir grunnlag for investeringsvalg som sikrer fondets langsiktige avkastning.

Strategien for fondet fører til at det blir kjøpt mer aksjer når aksjekursene faller, og mindre når de stiger. Fondet kjøpte derfor mange aksjer i årene fra 2001 til 2003, og vi kjøpte et rekordstort beløp i fjor. Av de aksjene vi nå eier, ble 40 prosent kjøpt i 2008.

09.08.07 BNP Paribas stenger to fond på grunn av likviditetstørke i markedene for pantelikrede obligasjoner. Interbankrentene stiger kraftig. Finansuroen starter.

13.12.07 Den amerikanske sentralbanken koordinerer fem ledende sentralbanker, og de tilfører store mengder likviditet til banksektoren.

17.03.08 Investeringsbanken Bear Stearns blir kjøpt av JP Morgan i en handel støttet av den amerikanske sentralbanken.

22.05.08 Den sveitsiske storbanken UBS vil reise 15,5 milliarder dollar i ny kapital.

AUGUST 2007

OKTOBER 2007

DESEMBER 2007

FEBRUAR 2008

MARS 2008

APRIL 2008

MAI 2008

01.10.07 Den sveitsiske investeringsbanken UBS offentliggjør store tap knyttet til amerikanske subprime-lån. Ledelsen går av.

30.10.07 Merrill Lynch offentliggjør store tap knyttet til subprime-lån. Ledelsen går av.

17.02.08 Den britiske regjeringen nasjonaliserer banken Northern Rock.

22.04.08 Den britiske storbanken RBS vil reise 12 milliarder pund i ny kapital.

2008

Finanskrisen brer om seg

Den finansielle uroen begynte sommeren 2007 med fall i prisene på verdipapirer utstedt i amerikanske boliglån med lav kredittkvalitet. I løpet av 2008 utviklet uroen seg til en grunnleggende tillitskrise i det finansielle systemet og et kraftig tilbakeslag i den globale økonomien. Alle deler av NBIMs forvaltning ble påvirket av finanskrisen.

I august 2007 stengte den franske banken BNP Paribas to av sine fond for utbetalinger til investorene. Fondene investerte i pantelikrede obligasjoner, og likviditeten i disse markedene var falt bort. Bankenes egen vurdering av motpartsrisikoen i det finansielle systemet steg raskt og har vært høy siden. I dag ser vi på denne hendelsen som starten på finansuroen.

Markedene for amerikanske pantelikrede obligasjoner har gradvis svekket seg siden krisen tok til. Forvaltningen har vært direkte eksponert mot dette segmentet gjennom eksterne renteforvaltere.

Mange banker hadde etablert særskilte selskaper som eide ulike pantelikrede instrumenter, men som var kort-siktig finansiert i pengemarkedet. Da motpartsrisikoen i markedet steg, fikk disse selskapene likviditetsproblemer. Bankene måtte i stor grad ta aktiva tilbake på egen balanse. Vår forvaltning har vært direkte eksponert mot dette segmentet gjennom reinvestering av kontantsikkerhet fondet har mottatt for utlån av verdipapirer.

Mange banker måtte ta store tap knyttet til boligmarkedet i USA. Etter hvert økte andelen av misligholdte lån også i andre deler av bankenes porteføljer. Lavere verdi på bankenes investeringer og på den sikkerhetsstillelsen bankene har, førte til større usikkerhet omkring bankenes finansielle situasjon og store fall i verdiene av selskapene. Vår forvaltning har hatt betydlige investeringer i alle deler av bankenes kapitalstruktur både i egenkapital og i ulike gjeldsinstrumenter som bankene utsteder.

Bankene møtte tidlig behovet for økt kapital gjennom kapitalutvidelser i markedet. I løpet av finansuroen har ulike finansinstitusjoner hentet inn nær 1 trillion USD i ny kapital. Vår forvaltning har i en begrenset grad deltatt i bankenes kapitalutvidelser.

07.09.08 Boliglånsinstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac blir satt under offentlig administrasjon.

15.09.08 Investeringsbanken Lehman Brothers kollapse etter å ha offentliggjort store tap. Bank of America offentliggjør at den vil kjøpe Merrill Lynch. Finanskrisen utvikler seg.

16.09.08 Det største amerikanske forsikringsselskapet, AIG, får tilført store lån fra den amerikanske sentralbanken mot store eierandeler i selskapet.

21.09.08 Den amerikanske sentralbanken godkjenner søknader fra Goldman Sachs og Morgan Stanley om å bli forretningsbanker.

09.11.08 Kina offentliggjør en tiltakspakke på om lag 3 trillioner kroner for å stimulere økonomien.

JULI 2008

11.07.08 Amerikanske myndigheter stenger boliglånsbanken IndyMac.

13.07.08 Det amerikanske finansdepartementet annonserer en redningsplan for boliglånsinstitusjonene Fannie Mae og Freddie Mac.

SEPTEMBER 2008

25.09.08 Den store amerikanske banken Washington Mutual blir stengt av myndighetene, og store deler av banken blir solgt til JP Morgan.

28.09.08 Island tar kontroll over bankene Glitnir og Landsbanki.

28.09.08 Benelux-banken Fortis blir delvis nasjonalisert.

OKTOBER 2008

03.10.08 Representantenes hus vedtar en pakke, Troubled Asset Relief Program (TARP), på 700 milliarder dollar for å redde den amerikanske finanssektoren.

NOVEMBER 2008

DESEMBER 2008

19.12.08 President Bush sier amerikanske myndigheter vil benytte TARP for å støtte amerikansk bilindustri.

Mot slutten av året kom myndighetene i de store industrinasjonene med en rekke innsatspakker for å møte de svekkede forventningene til den økonomiske utviklingen.

Etter hvert som tapene i finanssektoren tiltok, ble det vanskeligere for bankene å hente inn kapital i markedet. For en rekke banker førte kombinasjonen av store tap og sviktende mulighet til å finansiere virksomheten i markedet til konkurs eller overtakelse. Etter konkursen til Lehman Brothers i september tiltok systemrisikoen i finanssektoren ytterligere. Finanskrisen slo inn over Europa med full tyngde, og myndighetene i flere land gav eksplisitte garantier for innskytternes og i noen tilfeller gjeldsinvestorenes kapital. I mange land tilførte myndighetene ny egenkapital til finanssektoren.

Finansinstitusjonenes gjeld har vokst kraftig de senere årene, og for mange aktører betyr sviktende finansiering

at størrelsen på investeringene må reduseres. Salg av eiendeler legger imidlertid økt press på prisene på slike eiendeler, og kan i seg selv bidra til å forsterke problemene. Finanskrisen utløste en rask nedbygging av risiko, som gav store svingninger. Investeringer som under normale markedsforhold har vært svært likvide, ble vanskelig å omsette. Vår forvaltning har vært eksponert mot utvidelse av likviditetspremien gjennom ulike strategier.

De realøkonomiske konsekvensene av finanskrisen ble stadig klarere, og mot slutten av 2008 kom myndighetene i de store industrinasjonene med en rekke innsatspakker for å møte forverringen av de økonomiske utsiktene.

Markedsverdi

Rekordstor tilførsel

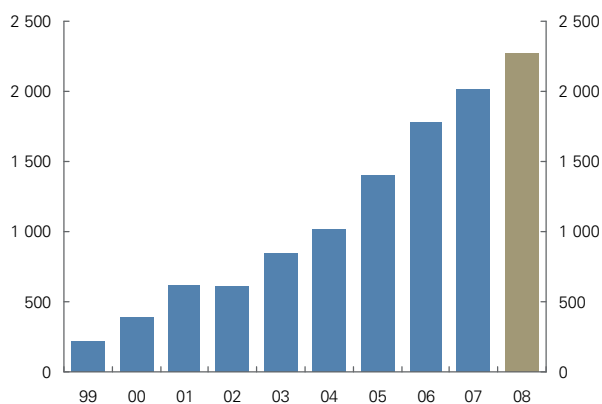
Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland var 2 275 milliarder kroner ved utgangen av 2008. Det ble tilført nye midler for 384 milliarder kroner i 2008. Dette var den største årlige tilførselen i fondets historie.

I løpet av 2008 økte fondets markedsverdi med 257 milliarder kroner. Renteporteføljen steg med 85,7 milliarder kroner og aksjeporteføljen med 171 milliarder kroner. Ved utgangen av året var aksjeandelen 49,6 prosent sammenlignet med 47,5 prosent ved utgangen av 2007.

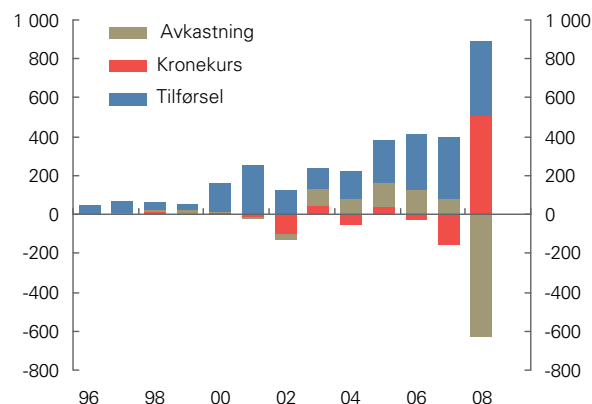
Negativ avkastning på investerte midler i 2008 reduserte verdien med 633 milliarder kroner. En svakere kronekurs i forhold til de valutaene som fondet er investert i, bidro til å øke fondets kroneverdi med 506 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Siden fondets oppstart i 1996 har samlet tilførsel til fondet vært 2 140 milliarder kroner. Den totale avkastningen målt i internasjonal valuta har vært -131 milliarder kroner, mens svakere kurs på norske kroner har økt verdien med 266 milliarder kroner.

Figur 4-1 Markedsverdi 1999–2008. Milliarder kroner



Figur 4-2 Endring i markedsverdi 1996–2008. Milliarder kroner



Tabell 4-1 Nøkkeltall per 31. desember 2008. Kvartalstall

	3. kv. 2007	4. kv. 2007	1. kv. 2008	2. kv. 2008	3. kv. 2008	4. kv. 2008
Markedsverdi (mrd. kroner)						
Markedsverdien av renteinvesteringene	1 054	1 061	1 011	961	997	1 146
Markedsverdien av aksjeinvesteringene	878	958	935	1 031	1 123	1 129
Markedsverdien av fondet	1 932	2 019	1 946	1 992	2 120	2 275
Tilførsel i kvartalet*	76	77	88	91	128	77
Avkastning i kvartalet**	21	-14	-116	-32	-186	-300
Endring som følge av svingninger i NOK-kursen**	-104	24	-45	-13	186	379
Avkastningen av fondet målt i internasjonal valuta (prosent)						
Avkastning av aksjeporteføljen	-0,30	-2,77	-12,67	-1,60	-13,12	-20,58
Avkastning av renteporteføljen	2,10	1,30	0,87	-1,72	-1,19	1,55
Avkastning av fondet	1,15	-0,64	-5,62	-1,87	-7,68	-10,30
Avkastning av referanseporteføljen	1,33	-0,20	-4,79	-2,10	-5,98	-8,62
Meravkastning	-0,18	-0,44	-0,83	0,24	-1,69	-1,67
Avkastning av fondet målt i norske kroner (prosent)						
Avkastning av aksjeporteføljen	-5,57	-1,59	-14,71	-1,90	-5,84	-8,41
Avkastning av renteporteføljen	-3,29	2,53	-1,49	-2,02	7,08	17,12
Avkastning av fondet	-4,20	0,56	-7,83	-2,17	0,06	3,45
Avkastning av referanseporteføljen	-4,03	1,01	-7,02	-2,41	1,89	5,38
Kostnader i forvaltningen (prosent)						
Beregnete innfasingskostnader	0,02	0,04	0,05	0,03	0,08	0,10
Annualiserte forvaltningskostnader	0,09	0,09	0,10	0,10	0,09	0,11
Verdiutvikling siden oppstart (mrd. kroner)						
Samlet tilførsel	1 679	1 756	1 844	1 935	2 063	2 140
Samlet avkastning	518	504	387	355	169	-131
Kronekursjustering	-265	-242	-285	-298	-112	266
Markedsverdien av fondet	1 932	2 019	1 946	1 991	2 120	2 275

* Tilførslene i denne tabellen avviker noe fra regnskapet (jf. note 7) på grunn av ulik behandling av forvaltningsgodtgjøring.

** Disse beregningene avviker fra tidligere rapporter. Vi benytter nå samme metode for beregning av avkastning og valutakurseffekt som i regnskapsrapporteringen.

Fondets avkastning

Det svakeste året i fondets historie

Fondets totale avkastning i 2008 var -23,3 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen var 3,4 prosentpoeng lavere enn referanseporteføljen. Dette er den svakeste avkastningen for et enkelt år i fondets historie.

Fondet hadde i 2008 en avkastning på -23,3 prosent målt i internasjonal valuta. Dette var den svakeste årsavkastningen i fondets historie, og hovedårsaken var negativ avkastning på aksjeplasseringene. Aksjeporteføljen hadde en avkastning på -40,7 prosent og renteporteføljen en avkastning på -0,5 prosent. Fra 1. januar 1998 har fondet

hatt en annualisert årlig brutto avkastning på 2,9 prosent. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning er årlig netto realavkastning beregnet til 1,0 prosent.

Avkastningen som Norges Bank oppnår på faktisk portefølje, blir målt i forhold til avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen mellom avkastningstallene viser resultatene av vår aktive forvaltning. I 2008 var den faktiske avkastningen 3,4 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen. Vi viser til omtale i avsnittene om aksje- og renteforvaltningen, der vi nærmere beskriver hvordan ulike deler av forvaltningen bidro til resultatet.

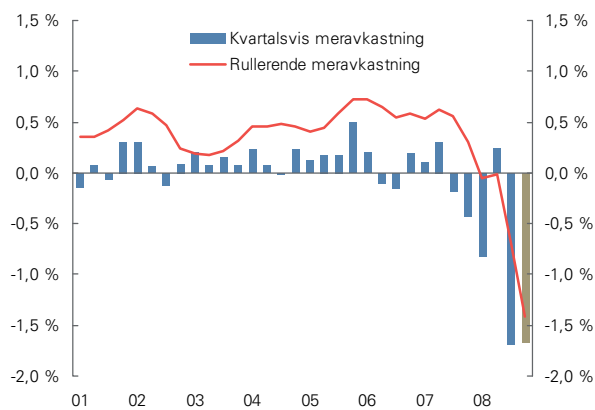
Tabell 5-1 Nøkkeltall per 31. desember 2008. Annualiserte tall

(Målt i internasjonal valutakurv)	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden 1.1.1998
Porteføljeavkastning (prosent)	-23,30	-4,79	0,87	2,33	2,94
Referanseavkastning (prosent)	-19,93	-3,39	1,47	2,39	2,98
Meravkastning (prosentpoeng)	-3,37	-1,41	-0,59	-0,06	-0,04
Standardavvik (prosent)	14,01	9,39	7,81	6,92	6,88
Faktisk relativ volatilitet (prosentpoeng)	1,84	1,25	1,03	0,79	0,76
Informasjonsrate	-1,83	-1,12	-0,58	-0,08	-0,05
Brutto årlig avkastning (prosent)	-23,30	-4,79	0,87	2,33	2,94
Årlig prisvekst (prosent)	1,3	2,0	2,2	1,9	1,8
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,11	0,10	0,10	0,09	0,09
Årlig netto realavkastning (prosent)	-24,38	-6,76	-1,37	0,34	1,00

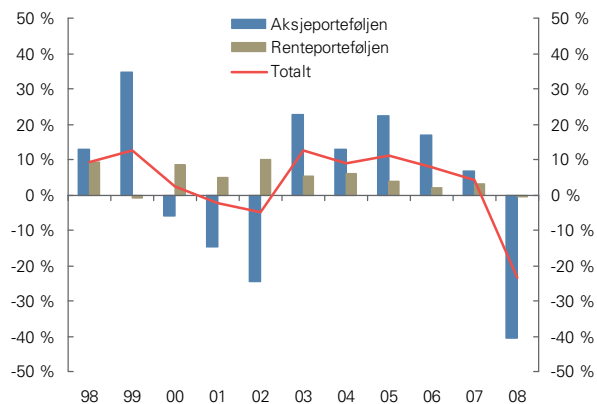
Figur 5-1 Kvartalsvis avkastning og rullerende tre års annualisert avkastning 2001–2008. Prosent



Figur 5-3 Kvartalsvis og rullerende tre års annualisert meravkastning 2001–2008. Prosentpoeng



Figur 5-2 Årlig avkastning 1998–2008. Prosent



Tabell 5-2 Dekomponering av avkastning i 2008. Bidrag fra forvaltningsområder. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt
Aksjeforvaltning	-0,10	-0,71	-0,81
Renteforvaltning	-1,14	-1,42	-2,56
Totalt	-1,24	-2,13	-3,37

Transaksjonskostnader

Det påløper transaksjonskostnader knyttet til innfasing av nye midler til Pensjonsfondet og til omveking av referanseporteføljen. Norges Bank har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene til 5,7 milliarder kroner i 2008:

- Innfasing av mindre selskaper: 0,7 milliarder kroner
- Aksjer i nye markeder: 2,7 milliarder kroner
- Innfasing av økt aksjeandel: 2,2 milliarder
- Uttrekk av selskaper: 0,1 milliarder kroner

De samlede estimerte transaksjonskostnadene utgjorde 1,4 prosent av netto tilførsel på 384 milliarder kroner og 0,29 prosent av markedsverdien til fondet. Referanseporteføljen er ikke justert for disse påførte transaksjonskostnadene. Dermed er den målte meravkastningen lavere enn den ville ha vært uten disse transaksjonskostnadene.

Renteforvaltningen

Store utfordringer i forvaltningen

I løpet av 2008 førte finanskrisen til store og uventede utslag i ulike deler av rentemarkedet. NBIMs renteforvaltning hadde store posisjoner i flere deler av rentemarkedet som ble preget av økte kredittpremier og sviktende likviditet. Vi har gjort betydelige endringer i gjennomføringen av renteforvaltningen som en følge av de svake resultatene som er oppnådd.

Tabell 6-1 Renteporteføljen. Periodeavkastning. Prosent

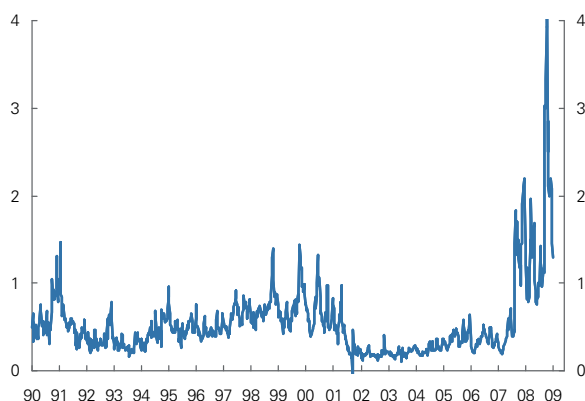
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
2007	2,96	4,26	-1,30
2008	-0,52	6,08	-6,60

Markedsverdien av fondets renteportefølje økte med 86 milliarder kroner til 1 146 milliarder i 2008. Renteporteføljen hadde en avkastning på -0,52 prosent målt i fondets valutakurv. Forvaltningen gav en mindreavkastning på 6,6 prosentpoeng målt i forhold til referanseporteføljen. Porteføljen hadde en stor undervekt i statsobligasjoner. Da finanskrisen fikk karakter av en grunnleggende tillitskrise i det finansielle systemet, var fondet ikke riktig posisjonert.

Pantesikrede obligasjoner

Finanskrisen startet med fall i prisene på verdipapirer som var utstedt med sikkerhet i amerikanske boliglån med lav kredittverdighet. Renteforvaltningen var i liten grad eksponert mot disse verdipapirene. Vi hadde imidlertid en betydelig eksponering i markedet for pantesikrede obligasjoner med høyere kredittkvalitet. Boligprisene i USA falt kraftig, og mislighold av lån tiltok gjennom 2008. Markedet for pantesikrede obligasjoner har derfor sett store fall i de underliggende verdiene. Investeringene i dette markedssegmentet bidro negativt i andre

Figur 6-1 Differansen mellom bankenes lånerente i pengemarkedet og amerikansk statsgjeld.¹⁾ Prosentpoeng



¹⁾ Tre måneders renter. Kilde: Ecowin

Figur 6-2 Differansen mellom renten på kredittobligasjoner og amerikansk statsgjeld.¹⁾ Prosentpoeng



¹⁾ 10 års renter. Kilde: Moodys Baa klassifisert langsiktig rente, Ecowin

halvår 2007 og med om lag 40 prosent av renteforvaltningens negative resultat i 2008. Se også særskilt omtale av denne forvaltningen.

Pengemarkedsplasseringer

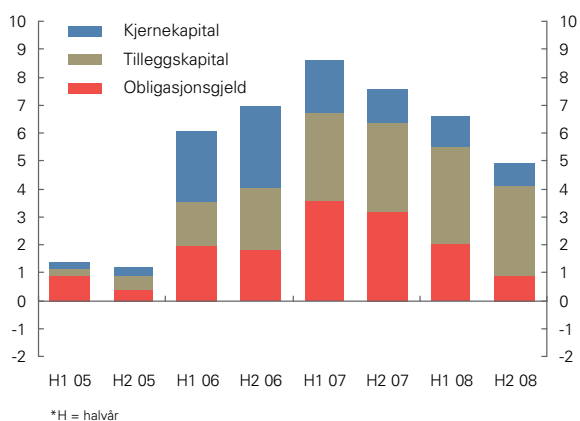
Etter hvert som usikkerheten omkring verdien på papirer utstedt i tilknytning til det amerikanske markedet for pantesikrede lån, økte, spredde krisen seg til det tilknyttede pengemarkedet. Det er et stort internasjonalt marked for utlån og innlån av verdipapirer. NBIM har lånt ut verdipapirer og reinvestert kontanter som er blitt stilt som sikkerhet ved slike utlån, til en høyere rente i ulike pengemarkedsplasseringer. En del av de plasseringene som ble gjort i 2006 og 2007, var i kortsiktige obligasjonsfond og andre selskapsstrukturer med en tilsynelatende konservativ investeringsprofil. En del av de underliggende aktiva i disse fondene var knyttet til markedssegmenter som fortsatte å falle betydelig i verdi gjennom 2008. Samlet sett utgjør tapene knyttet til disse investeringene om lag 10 prosent av renteforvaltningens negative resultat.

Bankenes finansiering

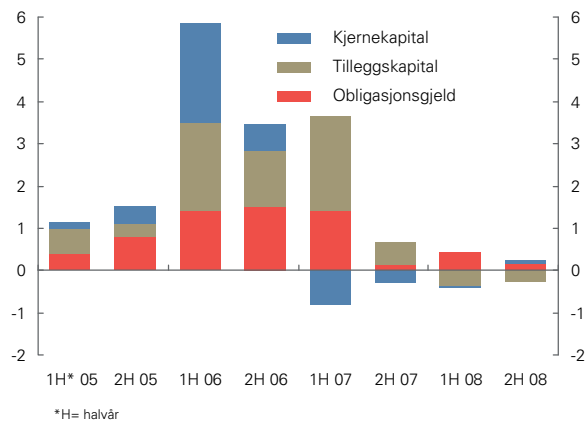
Samtidig som bankenes tap knyttet til utlån og investeringer vokste raskt, måtte bankene ta utlån, som tidligere var blitt finansiert kortsiktig i pengemarkedet, tilbake på egen balanse. Da omfanget av bankenes faktiske forpliktelser ble klart, endret markedets verdsettelse av kredittrisikoen knyttet til bankenes finansiering seg dramatisk. Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner ble vanskelig å omsette.

Ved inngangen til 2008 hadde fondets renteportefølje store posisjoner i ulike deler av bankenes kapitalstruktur. Obligasjoner med ulik funksjon i kapitalstrukturen har ulike rettigheter dersom banken går konkurs. Renteforvaltningen var særlig eksponert mot den mest risikoutsatte delen av bankenes gjeldsfinansiering. Oppbyggingen av denne porteføljen var i stor grad konsentrert i europeiske banker og skjedde i årene frem til 2007. Overvekten i finanssektoren var 60 milliarder kroner ved inngangen til 2008.

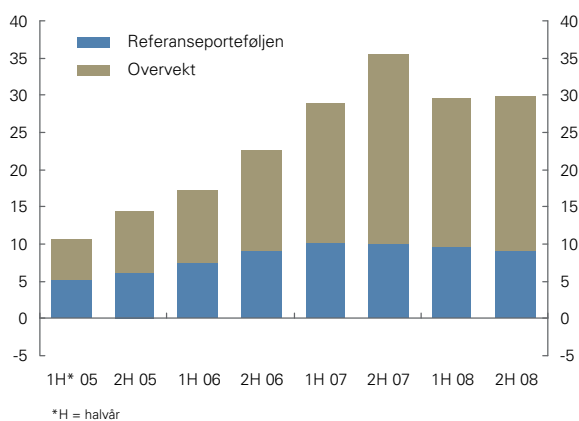
Figur 6-3 Beholdninger i bankobligasjoner relativt til referanseporteføljen (milliarder euro)



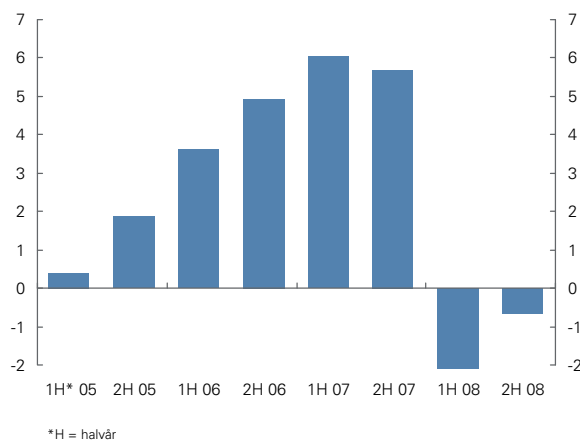
Figur 6-4 Netto kjøp av bankobligasjoner (milliarder euro)



Figur 6-5 Beholdninger i obligasjoner med fortrinnsrett (milliarder euro)



Figur 6-6 Netto kjøp av obligasjoner med fortrinnsrett (milliarder euro)



Obligasjoner med fortrinnsrett er en særskilt type gjeld utstedt av en finansinstitusjon. Det er knyttet en egen kurv med aktiva til disse obligasjonene. Dette er gjerne boliglån av høy kvalitet eller utlån til offentlig sektor. I tillegg er banken ansvarlig for gjelden gjennom sin egen kapital. Dette markedet har en lang historie i flere europeiske land, og verdsetningen av obligasjonene har lagt svært lav kreditt risiko til grunn. Det har ikke inntruffet noen situasjon der forpliktelsene i en obligasjon med fortrinnsrett ikke er blitt overholdt i noe europeisk marked.

I renteforvaltningen ble det bygget opp store posisjoner i dette segmentet frem til 2007. Investeringene var i stor grad blitt gjort som et alternativ til å eie statsobligasjoner. Den underliggende økonomiske eksponeringen er mot eiendomsmarkedene i land som Tyskland, Spania, Frankrike og Storbritannia, samt mot soliditeten i de lokale bankene. Som andre segmenter av rentemarkedet ble likviditeten, det vil si muligheten til å omsette disse verdipapirene, kraftig redusert i gjennom 2008.

Samlet sett utgjør tapene på investeringer i obligasjoner knyttet til europeiske banker nær en tredjedel av mindreavkastningen i renteforvaltningen.

Kreditt- og likviditetskrise

Finanskrisen førte raskt til en kraftig økning i prisingen av kreditt risiko. Bankenes mulighet til å yte kreditt ble redusert. Markedsaktører som investerer i kreditt risiko, reduserte sine posisjoner som følge av bortfall av finansiering og redusert risikovilje. Finanskrisen førte til en kredittkrise som i seg selv reduserte forventningene til den økonomiske veksten og grunnlaget for kredittgivingen.

Renteforvaltningen hadde ved inngangen til 2008 store posisjoner i rentebytteavtaler. Vi hadde i stor grad en struktur der vi byttet kontantstrømmer mellom statspapirer og andre obligasjoner med meget høy kredittvurdering. Slike posisjoner vil gi en løpende gevinst under normale markedsforhold. I 2008 steg kreditt- og likviditetspremiene langt mer enn hva som var priset inn i rentebytteavtalene. I denne situasjonen gav disse strategiene betydelig mindreavkastning. Samlet sett utgjorde disse strategiene om lag 10 prosent av tapene i renteforvaltningen. Denne forvaltningsstrategien ble avvirket i 2008.

Realrenteobligasjoner

I første halvdel av 2008 var inflasjonsforventningene i markedet tiltagende. Råvareprisene steg, og den obser-

Selv om porteføljen var diversifisert, avdekket finanskrisen en felles eksponering mot underliggende systematisk risiko.

verte inflasjonen økte både i de industrialiserte landene og i de fremvoksende økonomiene. Finanskrisen førte til en dramatisk endring i disse forventningene i andre halvår. Markedet begynte å prise inn et kraftig økonomisk tilbakeslag og økende sannsynlighet for deflasjon i en rekke land.

Renteforvaltningen har hatt store posisjoner i realrenteobligasjoner i en rekke markeder. Særlig har posisjonen utgjort en stor del av renteporteføljen i japanske yen. Realrenteobligasjoner faller i verdi når inflasjonsforventningene faller. Utslagene i prisingen på realrenteobligasjoner i japanske yen var betydelige i 2008. Ekstreme priser kan skyldes bortfall av likviditet i markedssegmentet. Samlet sett utgjør tapene i disse posisjonene om lag 10 prosent av resultatet i renteforvaltningen.

Oppsummering

Vår renteforvaltning var eksponert mot de samme utviklingstrekkene som har preget andre finansinstitusjoner. Selv om porteføljen var diversifisert langs ulike typer obligasjoner og regioner og de aktive strategiene var lavt korrelert i normale markeder, avdekket finanskrisen at

strategiene hadde en felles eksponering mot underliggende systematisk risiko. Store posisjoner som ble bygget opp i en situasjon der premien på likviditet og kreditt var lav, viste seg å falle samtidig i verdi når markedet ble drevet av store skift i verdsettingen av disse risikofaktorene.

Renteforvaltningen er nå organisert med tanke på å møte en periode der det fortsatt er stor usikkerhet. Vi har etablert to hovedområder: én portefølje for indeksering og rebalansering og én portefølje som inneholder de store og lite likvide posisjonene som er beskrevet. Vi er forberedt på å eie disse verdipapirene til de forfaller. Realiserte tap knyttet til disse investeringene har vært små. Indekserings- og rebalanseringsporteføljen vil ivareta renteforvaltningens ansvar for en kostnadseffektiv implementering av renteporteføljens strategiske målsetting.

Aksjeforvaltningen

Negativt resultatbidrag – men moderate utslag

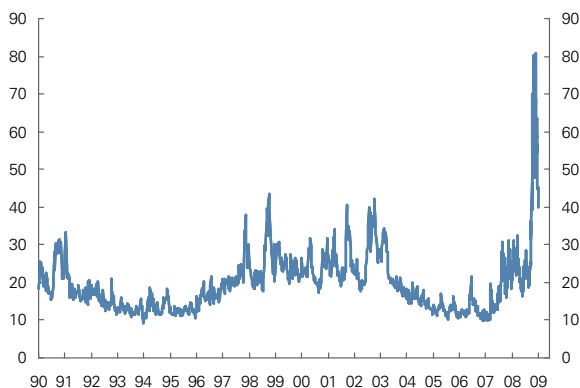
Finanskrisen førte til at det globale aksjemarkedet falt kraftig i 2008. Fondets aksjeportefølje falt 1,15 prosentpoeng mer enn referanseporteføljen, eller 0,82 prosent når vi tar hensyn til de beregnede kostnader ved strategiske endringer.

Tabell 7-1 Aksjeporteføljen. Periodeavkastning. Prosent

	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
2007	6,82	5,67	1,15
2008	-40,70	-39,56	-1,15

Markedsverdien av aksjeporteføljen økte med 171 milliarder kroner til 1 129 milliarder kroner i 2008. Aksjeporteføljen hadde en avkastning på -40,7 prosent målt i fondets valutakurv. Forvaltningen gav en mindreakstning på 1,15 prosentpoeng målt i forhold til referanseporteføljen. Forvaltningen har hatt transaksjonskostnader

Figur 7-1 Forventet volatilitet i det amerikanske aksjemarkedet (VIX-indeksen)



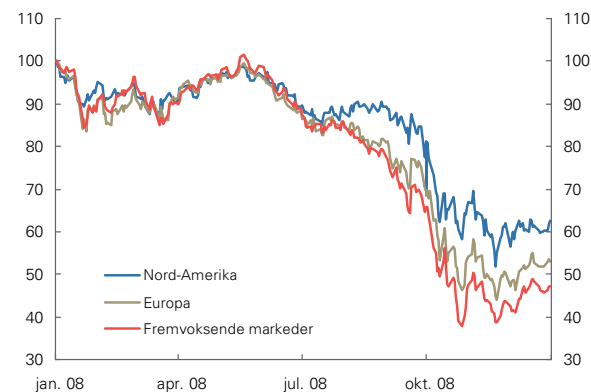
Kilde: CBOE Volatility index, Ecowin

knyttet til økning av aksjeandelen, innfasing av nye land og inkludering av mindre selskaper i referanseporteføljen. Justert for disse kostnadene gav forvaltningen en mindreakstning på 0,82 prosentpoeng. Dette er et moderat utslag i et volatilt marked og innenfor forventningen gitt risikoen i forvaltningen.

Aksjemarkedet falt betydelig i alle regioner. Trenden de senere årene med høy avkastning i sykliske sektorer, råvaresektorer og fremvoksende markeder ble reversert. Etter konkursen i Lehman Brothers steg volatiliteten i markedene til et svært høyt nivå. VIX-indeksen viser hvordan markedet priser forventninger til fremtidige svingninger i det amerikanske aksjemarkedet.

Utgangspunktet i aksjeforvaltningen er en indeksportefølje som sørger for at fondet til enhver tid har den ønskede eksponeringen mot aksjemarkedet, med lave kostnader og risiko mot referanseporteføljen. Vi benytter fire ulike typer strategier for å oppnå en meravkastning ut over referanseporteføljen. Disse er utvidet indeksering, direkte kapitaltilførsel, interne sektormandater og ekstern forvaltning.

Figur 7-2 Regional aksjemarkedsavkastning (felles valuta, indeksert). 1.1.2008 = 100



Kilde: FTSE All World

Utvidet indeksering

Strategier innen utvidet indeksering utnytter forskjeller i verdien mellom nært tilknyttede aksjer. Eksempler på slike situasjoner kan være selskap der aksjene er notert på ulike børser, eller selskap som har ulike aksjeklasser hvor rettighetene er forskjellige. Videre kan det oppstå attraktive investeringsmuligheter i forholdet mellom aksjer som er involvert i oppkjøp eller sammenslåing, og i forholdet mellom aksjer i et investeringsselskap og aksjene investeringsselskapet er investert i.

Finanskrisen førte til at risikorammene til mange investorer som tar denne typen posisjoner, raskt ble strammet inn eller trukket helt tilbake. Mange aktører ønsket å redusere sine posisjoner på samme tidspunkt. Flere av posisjonene i strategien for utvidet indeksering hadde unormalt store prisbevegelser. De store svingningene førte til at denne type investeringer hadde et negativt bidrag som utgjør om lag 35 prosent av aksjeforvaltningens mindreakkastning.

Kapitaltilførsler

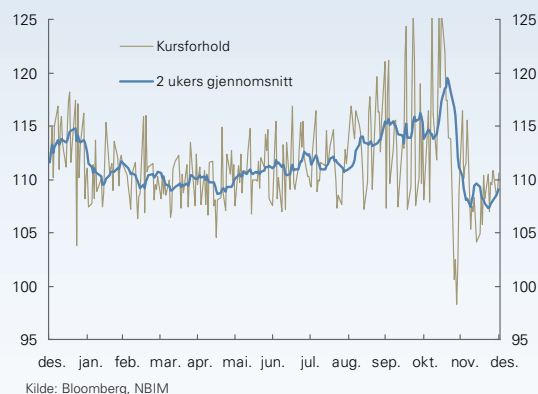
Fondets størrelse og langsiktige tidshorisont gjør det naturlig å ta del i kapitaltilførsler. Risikoen i slike posisjoner kan være betydelig på kort sikt, men vi vil ta slike posisjoner når de gir et gunstig forhold mellom forventet avkastning og risiko over tid. Det vil ofte være bedre å delta på slike kapitaltilførsler enn å vente med å kjøpe aksjene til de blir inkludert i referanseporteføljen. Slike investeringer blir finansiert ved å selge ut lignende aksjer fra porteføljen. Investeringsbeslutninger er tatt basert på tilgjengelig offentlig informasjon, finansiell analyse og møter med selskapene.

Til sammen deltok NBIM i seks kapitalutvidelser i 2008, hvorav to hadde et positivt bidrag. Til sammen hadde disse posisjonene et negativt bidrag som utgjør om lag 20 prosent av aksjeporteføljens mindreakkastning.

BHP Billiton

En av de tetteste sammenhengene i verdi på to tilknyttede aksjer finner man mellom aksjer notert på to forskjellige børser, hvor utbyttestrømmen er identisk og de to aksjene har like rettigheter, som for eksempel stemmerett. Et eksempel på en slik aksje er BHP Billiton, som er notert både i Storbritannia og i Australia. Normalt vil verdiene på de to aksjene være tilnærmet like etter som de fundamentalt sett er identiske med nøyaktig de samme økonomiske krav og rettigheter. I løpet av 2008 var forskjellen mellom disse to aksjene i en kort periode over 25 prosent. Denne utviklingen kan ikke tilskrives endringer i fundamentale forhold, men har vært drevet av investorenes reduserte risikokapasitet.

Figur 7-3 Kursforholdet mellom australsk og britisk notering av BHP Billiton (felles valuta)



Etter konkursen i Lehman Brothers i september stoppet markedet for tilførsel av kapital fra private aktører opp.

Interne sektormandater

Interne sektormandater er forvaltet av spesialister innenfor utvalgte sektorer. Grunnlaget for investeringsbeslutningene er fundamental analyse av enkeltstående sett i forhold til lignende selskaper innenfor samme næringssektor. Det var totalt 19 forskjellige mandater i 2008, og disse blir i hovedsak forvaltet av våre kontorer i London, New York og Shanghai. Av de nær 7 900 aksjene i porteføljen hadde våre forvaltere posisjoner i over 900 i løpet av året. Mye av informasjonsgrunnlaget bak disse investeringene kommer fra direkte dialog med ledelsen i selskapene. I løpet av året hadde våre forvaltere over 1 600 møter med ledere i selskaper de analyserer.

Finanskrisen førte til et skifte blant investorer fra å finne selskaper som kunne overraske positivt på inntektssiden, til å unngå selskaper som var avhengig av et velfungerende kredittmarked. Dette førte til en betydelig endring i hvilke aksjer som relativt sett gav best avkastning.

Samlet hadde de interne sektormandatene et negativt bidrag som utgjør om lag 30 prosent av aksjeporteføljens mindreaktning. Hovedvekten av dette tapet kom fra posisjoner i banksektoren og i USA. Likevel hadde nær halvparten av våre interne sektormandater et positivt bidrag i 2008.

Eksterne mandater

Alle våre eksterne mandater er forvaltet av spesialister innenfor et enkelt land, en region eller en sektor. Med nærhet til markedet baserer alle de 40 ulike organisasjonene sine beslutninger på fundamental analyse. Samlet forvaltes 19 prosent av verdien i aksjeporteføljen av eksterne forvaltere. De eksterne mandatene for aksjeporteføljen hadde et negativt bidrag som utgjør om lag 15 prosent av aksjeporteføljens mindreaktning. Se også egen omtale av den eksterne forvaltningen.

Kapitaltilførsel i finanssektoren

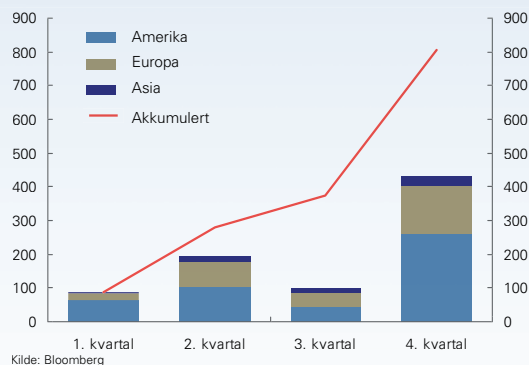
Finanskrisen førte til vesentlig svakere kapitalbase i mange finansinstitusjoner. Frem til september var det derfor mange banker som hentet inn ny kapital i markedet. Markedet var i denne perioden velfungerende, og et bredt spekter av aktører deltok i denne rekapitaliseringen. Samlet ble det tilført gjeld og egenkapital for omtrent 2 000 milliarder kroner til banker i de tre første kvartalene av 2008. Hovedvekten av dette var konsentrert i noen store amerikanske investeringsbanker og i banker med store beholdninger av amerikanske aktiva.

Det var forskjeller mellom formen for kapital som ble tilført i USA og i Europa. I USA var andelen av hybridinstrumenter og gjeld i rekapitaliseringen større enn i Europa. Likeledes var omfanget av egenkapitalutvidelse uten forkjøpsrettigheter større, og i flere tilfeller fikk en gruppe nøkkelinvestorer delta til en lavere pris enn andre investorer. I Europa ble det hentet inn mer kapital gjennom å utstede rettigheter. Dette sikrer eksisterende aksjonærer mot å bli utvannet.

I løpet av 2008 vurderte NBIM et stort antall direkte kapitaltilførsler til finansinstitusjoner. Til sammen tilførte vi kapital til seks institusjoner, hvorav to var til investeringsbanker. Totalt investert beløp for fondet var om lag 5,2 milliarder kroner. I forhold til samlet egenkapitaltilførsel til finansinstitusjonene i markedet de tre første kvartalene tilsvarer dette en andel på om lag 0,26 prosent. Forsiktighet har ført til at det er blitt investert mindre enn det fondets øvrige eierskap i aksjemarkedene skulle tilsi. Deltakelse i kapitaltilførsel i finanssektoren utgjorde mindre enn 1,5 prosent av fondets nye aksjeinvesteringer i 2008.

Etter konkursen i Lehman Brothers i september stoppet markedet for tilførsel av kapital fra private aktører opp. En grunnleggende tillitskrise førte til sterkt fallende aksjekurser i finanssektoren. Mangelen på tilgang på privat kapital førte til at myndighetene i Storbritannia og USA måtte intervensjonere. I fjerde kvartal ble det dermed i hovedsak tilført kapital via offentlige krisepakker. Samlet kapitaltilførsel til finanssektoren i fjerde kvartal var på 3 000 milliarder kroner.

Figur 7-4 Rekapitalisering av finansinstitusjoner (milliarder USD)



Ekstern forvaltning

Benytter spesialkompetanse



NBIM benytter eksterne forvaltningsorganisasjoner til å forvalte deler av aksje- og renteporteføljen. Vi gir oppdrag til forvaltere med spesialkompetanse innenfor klart definerte investeringsstrategier. Den samlede verdien av de eksternt forvaltede porteføljene er i overkant av 300 milliarder kroner.

Bruken av eksterne forvaltningsselskaper til å forvalte deler av porteføljen har utgjort en stor del av den samlede risikotagningen siden etableringen av forvaltningen. Den samlede verdien av eksternt forvaltede porteføljer var i overkant av 300 milliarder kroner, eller om lag 13 prosent av fondets midler ved utgangen av 2008. De eksterne porteføljene er forvaltet av i overkant av 40 ulike organisasjoner. De enkelte forvalterne er i de aller fleste tilfeller basert i de lokale markedene hvor midlene er investert.

De første årene var de fleste eksterne aksjemandater forvaltet som regionmandater. Vi inkluderte senere mer spesialiserte mandater innenfor avgrensede sektorer og bransjer. De siste årene har vi i økende grad benyttet oss av spesialkompetanse for landmandater. I dag er hoveddelen av midlene i spesialiserte land og sektormandater.

I løpet av 2008 ble det valgt 24 nye aksjemandater. De nye avtalene var i all hovedsak innenfor landmandater i fremvoksende markeder og mandater innenfor spesifikke bransjer. I løpet av året avsluttet Norges Bank 15 eksternt forvaltede aksjemandater.

Ved inngangen til 2008 valgte NBIM å gjøre store endringer i den eksterne renteforvaltningen. Antallet eksterne renteforvaltere er kraftig redusert fra 22 ved utgangen av 2007 til 9 ved utgangen av 2008. Se egen omtale av forvaltningen av pantsikrede obligasjoner i USA.

Den eksterne renteforvaltningen er i dag i hovedsak basert på mandater innenfor kredittobligasjoner i USA og i Europa. Denne aktiviteten er imidlertid redusert i 2008 og er i dag av relativt begrenset omfang.

Målsettingen for eksternforvaltningen er å skape en diversifisert portefølje som over tid forventes å ha en avkastning ut over avkastningen til referanseporteføljen. Dette gjøres ved å gi oppdrag til selskaper som kan utnytte spesialkompetanse på klart definerte investeringsområder. Dette kan eksempelvis være en betydelig analysekapasitet på et fåtall aksjer – enten en spesifikk bransje eller et lokalt aksjemarked. Derfor søker vi fortrinnsvis forvaltere som er lokalisert i de markedene hvor de forvalter aksjer. Våre eksterne forvaltere utgjør dermed et nettverk av lokal kompetanse spredt over hele verden.

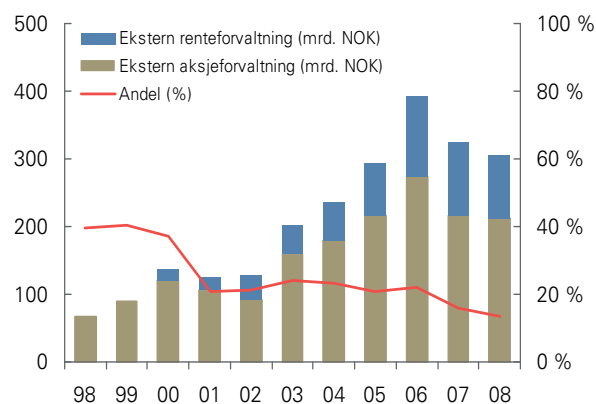


Den samlede verdien av de eksternt forvaltede porteføljene er i overkant av 300 milliarder kroner.

Vi stiller vesentlige krav til sikkerhet i forvaltningen. Risiko relatert til operasjonelle eller organisasjonsmessige forhold begrenses blant annet ved at vi legger til grunn våre standardiserte juridiske avtaler for alle forretningsforhold, og at investeringene skjer ved bruk av segregerte konti i vårt navn.

Aktiviteten til våre eksterne forvaltere vurderes fortløpende mot forventet avkastning, risiko og retningslinjer. De eksterne forvalterne måles på resultater etter at alle forvaltningskostnader er trukket fra. Forvalterne har gjennomgående avkastningsavhengige honorarstrukturer. De vil derfor kun ha vesentlige inntekter fra forvaltningen av sine mandater dersom de leverer avkastning ut over referanseporteføljene de er blitt tildelt.

Figur 8-1 Ekstern forvaltning 1998–2008. Milliarder kroner og prosentandel





- TORONTO, CANADA
- MONTREAL, CANADA
- BOSTON, MA
- SMITHFIELD, RI
- JERSEY CITY, NJ
- NEW YORK, NY
- STAMFORD, CT
- RADNOR, PA
- BALTIMORE, MD
- LOS ANGELES, CA
- BOULDER, CO
- DENVER, CO
- SAN FRANCISCO, CA
- LONDON, UK

Eksterne aksjeforvaltere per 31. desember 2008

- Aberdeen Asset Management
- Altrinsic Global Advisors
- Atlantis Fund Management
- Barclays Global Investors
- BlackRock
- Capital International
- Columbus Circle Investors
- Ecofin
- FIL Pensions Management
- Pyramis Global Advisors
- Gartmore Investment
- GLG Partners
- Janus Capital
- Keywise Capital Management
- Lazard Asset Management
- Levin Capital Strategies
- Martin Currie Investment Management
- Pheim Asset Management
- Polaris Capital
- Primecap Management
- Prosperity Capital Management
- Quantum Advisors

- Rheos Capital Works
- Scheer, Rowlett & Associates
- Schroder Investment Management
- Sectoral Asset Management
- Sparx Asset Management
- State Street Global Advisors
- T Rowe Price
- Tradewinds Global Investors
- W.H. Reaves & Co.
- Wellington Management
- J.H. Whitney Investment Management

Eksterne renteforvaltere per 31. desember 2008

- Barclays Global Investors
- BlackRock
- Diversified Credit Investments
- European Credit Management
- Insight Investment Management
- Putnam Investment
- TCW Asset Management
- Greylock Capital Management
- Smith Breeden

*I dag er hoveddelen av ekstern forvaltning
i spesialiserte land- og sektormandater.*

MOSKVA, RUSSLAND

TOKYO, JAPAN

SEOUL, SØR-KOREA

SHANGHAI, KINA

HONG KONG, KINA

MUMBAI, INDIA

KUALA LUMPUR, MALAYSIA

SINGAPORE

JAKARTA, INDONESIA

CAPE TOWN, SØR-AFRIKA

SYDNEY, AUSTRALIA

Amerikanske panteobligasjoner

Store tap i ekstern renteforvaltning

NBIM har benyttet eksterne forvaltere for å investere i amerikanske panteobligasjoner siden segmentet ble inkludert i fondets referanseportefølje i 2002. Denne forvaltningen gav store tap i 2008. En viktig lærdom vi trekker, er nødvendigheten av å ha intern kapasitet på alle felt der fondet investerer.

NBIM har benyttet eksterne renteforvaltere siden 2000. I januar 2002 utvidet Finansdepartementet fondets referanseportefølje til å inkludere amerikanske panteobligasjoner. NBIM vurderte det slik at kompetansen på denne typen forvaltning var svært spesialisert og spesifikk for det amerikanske markedet. Vi valgte derfor utelukkende å benytte ekstern ekspertise for å gjennomføre forvaltningen. Fra 2002 til 2007 økte antallet mandater som forvaltet panteobligasjoner, kraftig. Ved utgangen av 2007 hadde fondet 11 forvaltere med 23 ulike mandater.

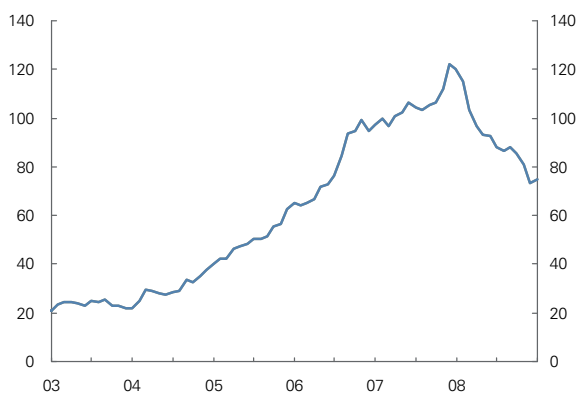
Mandatene med amerikanske panteobligasjoner hadde noen viktige fellestrekk. Flertallet av mandatene hadde belånt porteføljen, slik at total eksponering mot panteobligasjoner var langt høyere enn allokert kapital. Mandatene hadde også en betydelig eksponering mot pante-

obligasjoner under kategorien «Non-Agency MBS», obligasjoner uten garanti fra de statsstøttede enhetene for boligfinansiering. Fondets faktiske portefølje av amerikanske panteobligasjoner lå tett opp mot sammensetningen av markedet for slike obligasjoner i USA i de årene der porteføljene var bygget opp. Hovedtyngden av referanseporteføljen består av obligasjoner utstedt av Agency MBS. Avviket mellom porteføljens eksponeringer og referanseporteføljens eksponeringer var betydelig.

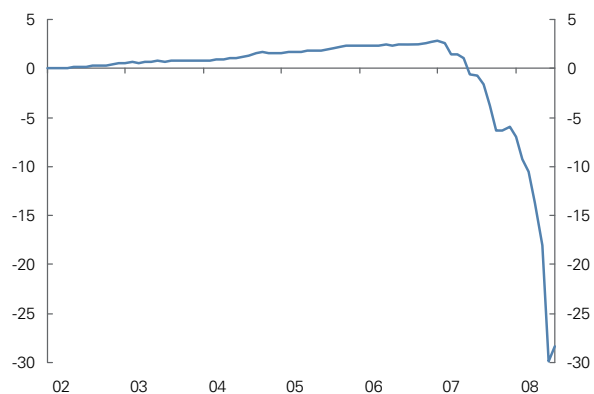
De eksterne forvalternes totale beholdning av amerikanske panteobligasjoner var ved inngangen til 2008 102 milliarder kroner, hvorav 54 milliarder kroner innen «non-Agency MBS». Beholdningen innebar en betydelig eksponering mot boligmarkedet i USA. Hovedvekten av obligasjonene var tildelt høyeste kredittvurdering.

I august 2007 begynte det amerikanske markedet for panteobligasjoner å bryte sammen. Låntagerne mistet mye av tilgangen på refinansiering av sine lån, samtidig som deres betalingsevne ble betydelig svekket. Verdien på pant ble også sterkt redusert med fallet i husprisene. Forventningene til tap i panteobligasjonenes underliggende lån har økt kraftig siden 2007, og for flere av obligasjonene prises det nå inn tap i obligasjoner opp til høyeste kredittkvalitet. Samtidig har annenhåndsmarkedet for disse obligasjonene falt bort. Fondets portefølje av

Figur 9-1 Eksterne mandater med pantesikrede obligasjoner. Milliarder kroner



Figur 9-2 Eksterne mandater med pantesikrede obligasjoner. Akkumulert relativ avkastning 2002–2008. Prosent



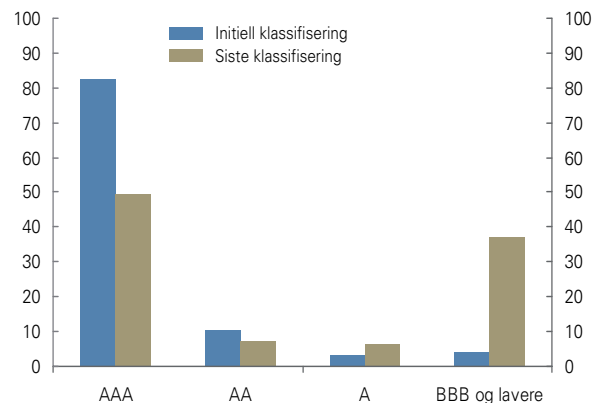
Non-Agency MBS med høyeste kredittvurdering har sett et betydelig verdifall som følge av dette.

I løpet av 2008 har vi foretatt en betydelig restrukturering av dette forvaltningssegmentet. Av de opprinnelig 23 mandatene med eksponering mot panteobligasjoner ved inngangen til året var kun syv aktive ved årsskiftet. Belåning av porteføljen er avviklet i samtlige mandater, men mangel på likviditet i markedet har begrenset muligheten til å redusere eksponeringen mot panteobligasjonene. Fondet er derfor fortsatt utsatt for svingninger i markedet for amerikanske panteobligasjoner.

I den situasjonen som oppstod i 2007 og utviklet seg i 2008, hadde vi begrensede muligheter til å gjøre tilpasninger i porteføljen, dels fordi markedet ble illikvid, og dels fordi forvaltningen av dette markedssegmentet utelukkende ble gjennomført ved bruk av eksterne forvaltere. En viktig lærdom er at vi vil etablere en tilstrekkelig intern

kompetanse og muligheten til, om nødvendig, å overta forvaltningen i alle segmenter der fondet investerer.

Figur 9-3 Pantesikrede obligasjoner i USA utstedt av private kredittinstitusjoner. Porteføljen per 31. desember 2007 fordelt etter kredittvurdering. Prosent



Markedet for amerikanske panteobligasjoner

En tredjedel av obligasjonene som er utstedt i USA, består av panteobligasjoner, Mortgage-Backed Securities (MBS). Dette er obligasjoner basert på underliggende lån med pant i fast eiendom. Det finnes i hovedsak to typer utstedte obligasjoner: Agency MBS og Non-Agency MBS.

Agency MBS

Agency MBS er obligasjoner utstedt og garantert av de statsstøttede selskapene for boligfinansiering: Fannie Mae, Freddie Mac og Ginnie Mae. Obligasjonene består av et antall underliggende boliglån, men utstedes med en forsikring mot tap ved mislighold i de underliggende lånene. Agency MBS utstedes med den høyeste kredittratingen (AAA), siden de utstedende selskapene vurderes som garantert av den amerikanske staten.

Non-Agency MBS

Non-Agency MBS er obligasjoner basert på pantelån, men utstedt av private selskap. I stedet for en forsikring har disse obligasjonene en struktur der eventuelle tap i de underliggende pantelånene dekkes av obligasjoner med lavere prioritet. Den mest sikre obligasjonen i en utstedelse har normalt høyeste kredittrating (AAA), siden forventede tap i underliggende lån er betydelig lavere enn den sikkerheten de lavere prioriterte obligasjonene gir.

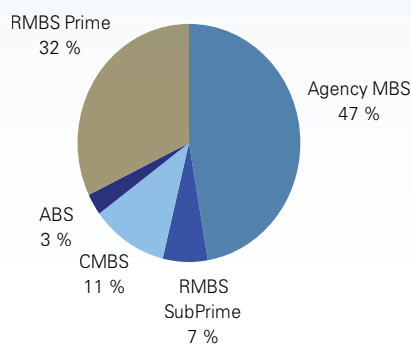
Ulike typer Non-Agency obligasjoner

RMBS er obligasjoner basert på boliglån av varierende kvalitet, der prime representerer lån av god kvalitet, og der subprime er lån hvor låntageren er vurdert til å ha høyere risiko.

CMBS er obligasjoner basert på lån til kommersielle eiendoms-selskaper.

ABS er obligasjoner basert på en rekke ulike lån med og uten pant, der studentlån, billån og kredittkort er de viktigste gruppene.

Figur 9-4 Fondets beholdning i pantesikrede obligasjoner i USA. Fordelt på sektor per 31. desember 2007. Prosent



Risikostyring

Gjør endringer etter et spesielt år

2008 var et meget spesielt år i verdens kapitalmarkeder. NBIM tar lærdom av hendelsene og styrker beredskapen ytterligere når det gjelder risikohåndtering. Særlig vektlegger vi utfyllende metoder å måle risiko på.

Finanskrisen medførte store utfordringer for NBIMs risikostyring og risikohåndtering. Historiske sammenhenger mellom ulike risikofaktorer brøt helt sammen, samtidig som likviditeten i de fleste markeder ble kraftig redusert.

De fleste modellbaserte risikosystemer baserer seg på historiske sammenhenger når de estimerer risikoen. Når disse sammenhengene endres kraftig på kort tid, vil ikke modellen være i stand til å gi treffsikre estimater på hva

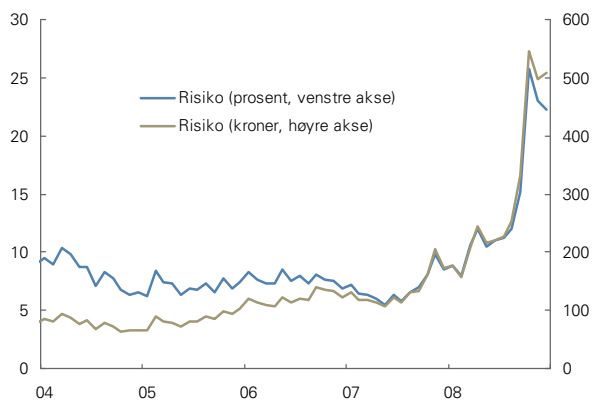
som kan forventes av risiko fremover. Den rivende utviklingen av ulike finansielle instrumenter de seneste ti årene forsterker utfordringene. Komplekse instrumenter har i stor grad vært både priset og risikomodellert ved bruk av matematiske modeller som baserer seg på de samme historiske sammenhengene. Spesielt innenfor renteforvaltning har problemene med modellbruk og bortfall av likviditet vært store.

Investeringer medfører risiko

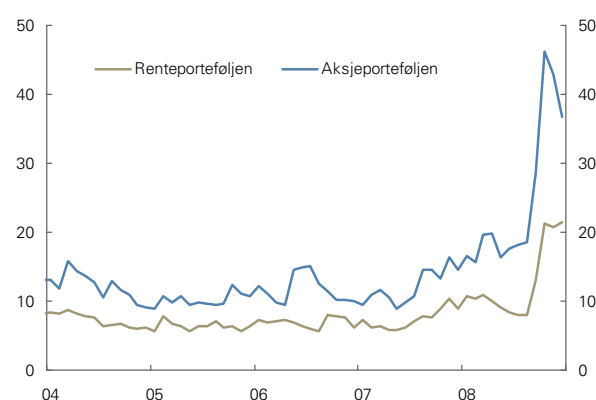
Investeringer i internasjonale verdipapirmarkeder medfører betydelig markedsrisiko og relativt høy sannsynlighet for store variasjoner i de årlige resultatene. Med all tydelighet ble dette aktualisert i løpet av 2008.

For Statens pensjonsfond – Utland er nivået på markedsrisikoen hovedsakelig bestemt av referanseporteføljens sammensetning. De viktigste elementene i markeds-

Figur 10-1 Absolutt volatilitet 2004–2008. Prosent og milliarder kroner



Figur 10-2 Absolutt volatilitet 2004–2008. Prosent



Risikomodeller, styrker og svakheter

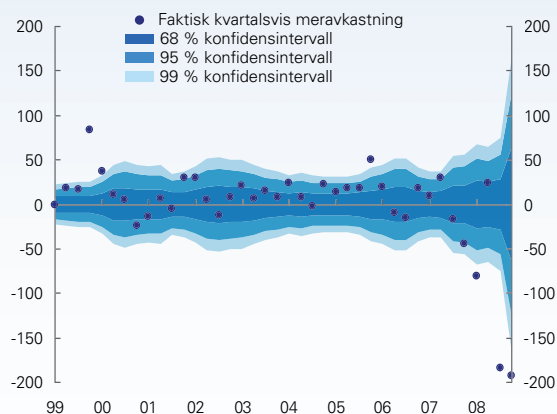
Beregnet relativ og absolutt volatilitet er statistiske risikomål som fanger opp og måler ulike samvariasjoner i porteføljens eksponeringer på tvers av aktivaklasser, markeder, instrumenter og valutaer.

En risikomodell som er i stand til å fange opp disse sammenhengene og gi et samlet risikoestimat, er viktig ettersom fondet er veldiversifisert. Denne type modeller benyttes som en viktig del av restriksjons-, kontroll-, styrings- og kommunikasjonsverktøy for risiko i og på tvers av alle porteføljer og markeder. Siden dette er modellbaserte overslag, vil treffsikkerheten på estimatet være helt avhengig av forutsetningene bak modellen. Når kapitalmarkedene endrer seg mye i løpet av kort tid, samtidig som historiske sammenhenger mellom

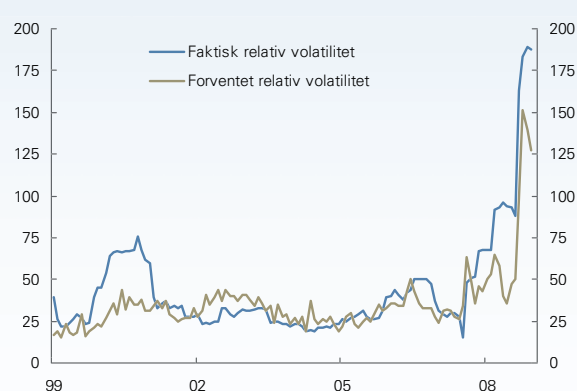
risikofaktorer bryter sammen, vil estimatet bli mindre treffsikkert.

Figurene viser sammenhengen mellom den modellbaserte, beregnede relative volatiliteten og realisert relativ volatilitet, med tilhørende konfidensintervall. Den modellbaserte forventede relative volatiliteten har i regelen ligget over den realiserte. Dette forholdet endret seg etter hvert som finanskrisen utviklet seg, og fra annet halvår 2007 har modellen beregnet en relativ volatilitet som til tider har ligget betydelig lavere enn den realiserte relative volatiliteten. Dette understreker hvor utfordrende risikomåling er med store strukturelle endringer i kapitalmarkedene.

Figur 10-3 Konfidensintervall for risiko og realisert meravkastning 1999–2008. Basispunkter



Figur 10-4 Forventet og faktisk relativ volatilitet 1999–2008. Basispunkter



Pragmatiske metoder og skjønn innenfor risikomodellering har fått ny oppmerksomhet.

risikoen er aksjeandelen i porteføljen, svingninger i aksjekurser, valutakurser og rentenivået i tillegg til endringer i renteporteføljens kredittrisiko.

Store svingninger i 2008

Standardavviket (volatilitet) er et begrep fra statistikken, som sier noe om hvor store svingninger man kan vente i avkastningen i normale perioder. Volatilitet er et vanlig mål for markedsrisiko. Volatiliteten i markedene har vært svært høy i 2008, og svingningene har vært på høyde med de mest volatile periodene de seneste hundre år.

Volatiliteten har vært høy både i aksjemarkedene og i rentemarkedene. Den høye volatiliteten i markedet er reflektert i fondets beregnede og realiserte absolutte volatilitet. Med en høyere aksjeandel og kraftig stigende volatilitet i markedene øker utfallsrommet for forvaltningen. I løpet av 2008 var det en kraftig økning i absolutt volatilitet målt i prosent og i norske kroner.

Tok grep for å redusere relative svingninger

Finansdepartementet har satt en grense for hvor stor risiko NBIM kan ta i den aktive forvaltningen av fondet. Denne grensen er definert ved et statistisk begrep – forventet relativ volatilitet – som legger en begrensning på hvor forskjellig fondet kan være fra referanseporteføljen. Den forventede relative volatiliteten skal ikke overskride 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter). Rammen innebærer en forventning om at forskjellen i avkastning på fondet og referanseporteføljen i to av tre år vil være mindre enn 1,5 prosentpoeng.

Ved inngangen til 2008 var forventet relativ volatilitet til fondet 43 basispunkter, noe høyere enn historisk gjennomsnitt for fondet. I løpet av 2008 økte forventet relativ volatilitet gradvis. Mot slutten av året lå observasjonene

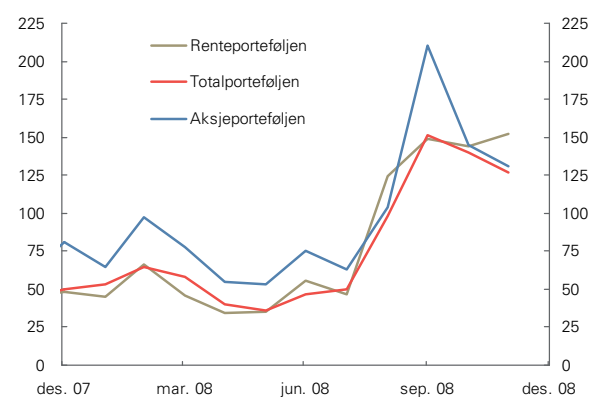
på de høyeste nivåene vi har registrert i fondets historie. Den forventede relative volatiliteten økte i større grad enn den absolutte markedsvolatiliteten, mye som følge av økt korrelasjon mellom avkastningen i de ulike investeringsstrategiene i fondet.

Ved utgangen av oktober 2008 ble det målt en forventet relativ volatilitet på fondet som oversteg den rammen som er fastsatt av Finansdepartementet. Årsaken til den kraftige økningen i relativ volatilitet var utviklingen i markedsdynamikken (volatiliteter og korrelasjoner) og ikke endringer i aktive posisjoner. I andre halvår stanset eller utsatte vi planlagte porteføljeendringer som kunne ha økt den relative volatiliteten.

Større vekt på supplerende metoder og skjønn

Risikoen i den aktive forvaltningen av renteporteføljen har vært større enn forventet i løpet av 2008. Noe av grunnen til dette er at det er lagt for stor vekt på statistiske modeller ved styring av risiko. Disse modellene har

Figur 10-5 Forventet relativ volatilitet 2008. Basispunkter



underestimert forventet relativ risiko ved å forutsette normale markeder og en rimelig gjentakelse av sammenhenger mellom risikofaktorer. En annen årsak er at samvariasjonen mellom ulike aktive posisjoner har vært undervurdert. Særlig har modellene undervurdert konsekvensene av endringer i likviditeten i posisjonene ved store endringer i markedsforholdene.

Vi har i 2008 økt kapasiteten i all form for risikohåndtering. NBIM vil fortsette å anvende modellbaserte risikosystemer. Disse systemene har sin klare funksjon så lenge vi er klar over svakhetene og supplerer med alternative metoder som utfyller risikobildet. Pragmatiske metoder og skjønn innenfor risikomodellering vil også bli viktigere.

Måler utviklingen i kredittkvalitet

I fondet oppstår kreditt risiko hovedsakelig som følge av Finansdepartementets valg av investeringsstrategi, men også gjennom aktiv forvaltning.

NBIM måler utviklingen i kredittkvalitet i renteporteføljen blant annet gjennom kredittkarakterer fra kredittvurderingsbyråene. Tabell 10-1 er en oversikt over rentebærende verdipapirer med kredittkarakter fra Moody's, Standard & Poor's (S&P) eller Fitch ved årsskiftet. Finansdepartementet krever ikke kredittvurdering fra kredittvurderingsbyråene for denne porteføljen.

Vi har som målsetting at renteporteføljen skal være av god kvalitet og samtidig være veldiversifisert uten store konsentrasjoner innenfor geografi, sektorer eller enkeltutstedere. Dette overvåkes gjennom konsentrasjonsanalyse. Kvalitet på renteporteføljen blir også overvåket gjennom utvikling på markedsindikatorer som rentedifferanser og aksjevolailitet. Gjennom vurderinger av

Supplerende metoder for risikostyring

Vi har i løpet av 2008 økt vektleggingen av supplerende metoder å måle risiko på. Disse er nå nedfelt i NBIMs kontrollstruktur. I tillegg til de statistiske modellene avledet fra prishistorikk styrer vi risikoen innenfor tre hovedområder:

Konsentrasjonsanalyse

Dette er målinger som ikke tar utgangspunkt i en kvantitativ modell, men heller baseres på brutto, nominelle størrelser. Hovedformålet er å få et bilde av risiko som er robust når det gjelder modellspesifikasjoner eller forutsetninger.

Faktoreksponering

Her måler vi porteføljens eksponering mot tradisjonelle og alternative risikofaktorer. Dette kan være faktorer som små selskaper og fremvoksende markeder. Det sentrale her er å få oversikt, både statisk og dynamisk, for å håndtere systematiske eksponeringer mot én eller flere risikofaktorer.

Likviditet

Evnen til å gjennomføre planlagte eller uventede endringer i sammensetningen av investeringsporteføljen avhenger av likviditetseksponering. Størrelsen på våre posisjoner relativt til hvor mye som totalt omsettes i markedet, beskriver hvor raskt slike endringer kan skje. For aksjeporteføljer som er notert på børs, er det relativt uproblematisk å beregne dette forholdstallet. Det er mer krevende for rentebaserte posisjoner, der mye av omsetningen skjer utenfor børs. Finanskrisen førte til at likviditeten falt bort ettersom de aktørene som tilførte likviditet, reduserte virksomheten betydelig.

ulike risikofaktorer analyseres sannsynligheten for mislighold på enkeltutstedere. De spesielle markedsforholdene i 2008 har tydeliggjort behovet for utfyllende risikomål.

Overvåker motpartsrisiko

I fondet oppstår det motpartsrisiko gjennom bruk av ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter i tillegg til usikrede bankinnskudd. Motpartsrisiko oppstår også overfor de institusjonene der verdipapirene deponeres, og overfor internasjonale oppgjørs- og depotsystemer.

NBIM overvåker motpartsrisiko blant annet gjennom krav til høy kredittvurdering av motpartene ved utvelgelse og evaluering. Kravene er satt høyere for usikret kreditteksponering enn for kreditteksponering som er sikret med ulike former for pant. Finansdepartementet har bestemt at ingen motparter i slike handler kan ha lavere kredittvurdering enn A-/A3/A- fra Fitch, Moody's eller S&P. Endringer av motpartens kredittkvalitet blir fulgt opp på kontinuerlig basis, også gjennom oppfølging av alternative kredittindikatorer som nevnt ovenfor.

Motpartsrisiko blir kontrollert mot fastsatte kredittrisikorammer gjennom måling av positive markedsverdier pluss tillegg for forventet volatilitet. For å redusere risikoen er det inngått bilaterale motregningsavtaler med motpartene ved ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter. NBIM stiller strenge krav til sikkerhetsstilling ved slike usikrede eksponeringer.

Styrker operasjonell risikostyring

NBIM definerer operasjonell risiko som risikoen for økonomisk tap eller omdømmetap for organisasjonen eller for de forvaltede fondene som er forårsaket av svakheter eller feil i interne prosesser og systemer, i tillegg til feil

som skyldes menneskelige faktorer eller eksterne hendelser.

Vi har det siste året videreutviklet rammeverket for operasjonell risikostyring. Rammeverket er basert på internasjonalt anerkjente standarder. Vi søker å benytte operasjonell risikostyring som et integrert verktøy i virksomhetsstyringen, slik at vi best mulig kan identifisere risiko og usikkerhet, fange opp operasjonelle hendelser og følge opp disse for å forbedre de interne prosessene og grensesnittene mot samarbeidspartnere og leverandører.

Identifisering, styring og kontroll av operasjonell risiko er en del av ledelsesansvaret. Ansvaret inkluderer oppfølging og rapportering for operasjonell risiko innen enhetene. Resultater, risiko og hendelser samt status på risikoreduserende kontrollaktiviteter og tiltak rapporteres og følges opp månedlig, med støtte fra vår sentrale funksjon for operasjonell risikostyring.

Vi har gjort forbedringer av beredskapsrammeverket i 2008. Vårt oppdaterte rammeverk for beredskaps- og krisehåndtering er basert på internasjonalt anerkjente standarder.

NBIM vil fortsatt styrke den sentrale funksjonen for operasjonell risikostyring. Viktige oppgaver for funksjonen er økt oppfølging av risiko, hendelser og tap og oppfølging av risikoreduserende tiltak og kontrollaktiviteter på tvers av enheter og prosesser. Hovedhensikten er i så stor grad som mulig å sikre at interne prosesser og rutiner i NBIM kontinuerlig vurderes, utfordres og forbedres. Vi mener at robuste og effektive prosesser er viktig for å redusere den totale eksponeringen for operasjonell risiko.

Tabell 10-1 Renteporteføljen fordelt etter kredittvurdering*

Prosent av renteporteføljen	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	P-1	Ingen vurdering
Stats- og statsrelaterede obligasjoner	30,7	11,3	2,3	0,4	0,1	0,0	-	0,1
Realrenteobligasjoner	4,7	3,0	0,1	-	-	-	-	-
Selskapsobligasjoner	1,2	4,2	6,9	4,9	0,4	0,2	-	0,2
Pantesikrede obligasjoner	27,4	0,9	0,6	0,1	0,1	0,3	-	(0,0)
Sertifikater	-	-	-	-	-	-	0,0	-
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	63,9	19,5	9,9	5,4	0,6	0,5	0,0	0,2

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

Tabell 10-2 Nøkkeltall for risiko og eksponering

Risiko	Grenser	Faktisk				
		31.12.2007	31.03.2008	30.6.2008	30.9.2008	31.12.2008
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet*	0,43	0,65	0,36	0,98	1,27
Aktivafordeling	Renteporteføljen 30–70 %	52,6	52,0	48,2	47,0	50,6
	Aksjeporteføljen 30–70 %	47,4	48,0	51,8	53,0	49,4
Valutafordeling renter	Europa 50–70 %	59,4	59,8	58,7	59,4	59,9
	Amerika 25–45 %	35,1	33,4	35,3	35,3	34,3
	Asia/Oseania 0–15 %	5,5	6,7	6,0	5,3	5,8
Markedsfordeling aksjer	Europa 40–60 %	48,8	50,3	50,4	48,8	48,6
	Amerika / Afrika 25–45 %	36,4	34,9	34,4	36,3	35,2
	Asia/Oseania 5–25 %	14,8	14,8	15,2	14,9	16,2
Eierandel	Største eierandel maksimalt 10 % (fra juni 2008)	4,99	4,99	4,99	5,96	8,71

* Rammen for 150 bp. relativ volatilitet ble overskredet i fjerde kvartal 2008.

Tabell 10-3 Nye markeder og finansobjekter godkjent i NBIM for investeringer 2008

Nye markeder	Bulgaria, Egypt, Marokko, Pakistan, Peru, Romania, Slovakia, Vietnam og Russland
Nye finansobjekter	Konvertible obligasjoner, konvertible preferanseaksjer

Aktiv eierskapsutøvelse

Bruker muligheten til å påvirke

NBIMs eierskapsutøvelse skal sikre finansielle verdier for fremtidige generasjoner ved å bidra til god selskapsstyring og ved å etterstrebe høye etiske og miljømessige normer i selskapene.

Som aksjonær i nær 7 900 selskaper har Norges Bank både rettigheter og forpliktelser overfor selskapene. Eierskapsutøvelse handler om hvordan vi håndhever våre aksjonærrettigheter, og hvordan vi oppfyller våre forpliktelser.

Den lange tidshorizonten er ett av de fremste kjennetegnene ved Statens pensjonsfond – Utland. Med en lang tidshorizont, kombinert med bredt plasserte investeringer i markedene, er vi som investor eksponert for utviklings- og nedgangstrekk i markedene som mer kortsiktige investorer vil være mindre opptatt av. Dette handler både om hvordan markedene fungerer, og om spørsmål av sosial og miljømessig karakter – spørsmål som er avgjørende for markedenes legitimitet.

Vi bruker vår posisjon som aksjonær til å adressere temaer som angår tradisjonelle aksjonærrettigheter, som aksjonærenes rett til likebehandling og innflytelse. Vi er også opptatt av temaer som påvirker utviklingen og rammebetingelsene for selskapenes innsatsfaktorer, når det gjelder både menneskelige ressurser som arbeidskraft og miljø og naturgitte ressurser som tilgang til rent vann og ren luft.

Norges Banks hovedstyre har fastsatt prinsipper og strategi for NBIMs eierskapsutøvelse. Åpenhet og transparens er sentrale prinsipper i forvaltningen av fondet, og vi ønsker å være så åpne som mulig rundt eierskapsutøvelsen. Den aktive eierrollen utøves på en rekke forskjellige måter: ved bruk av stemmeretten, ved engasjement med enkeltstående selskaper, ved samarbeid med andre investorer, ved innspill til regulerende myndigheter og ved forskning og offentlig kommunikasjon. Vi har som målsetting å stemme på alle generalforsamlingene i selskapene fondet har eierandeler i. I 2008 har vi stemt på 7 871 generalforsamlinger og 68 724 resolusjoner.

*I 2008 har vi stemt på
7 871
generalforsamlinger og
68 724 resolusjoner.*

Fondets gjennomsnittlige eierandel i de internasjonale aksjemarkedene er om lag 0,77 prosent. Selv med forholdsvis lave prosentmessige beholdninger i det enkelte selskap vil vi ofte være blant selskapets største aksjonærer. I tillegg har NBIM i kraft av sin forvaltningskapital muligheten til å påvirke utover sin eierposisjon i hvert enkelt selskap. Dette gjør at vi er i en posisjon hvor mulig-

Tabell 11-1 Stemmegivning

Møter/Region	Antall	2008		Antall	2007	
		Stemt	Andel		Stemt	Andel
Amerika	3 143	3 093	98,4	1 547	1 489	96,3
Europa	2 147	1 444	67,3	1 257	852	67,8
Asia/Oseania	3 510	3 334	95,0	1 927	1 861	96,6
Total	8 800	7 871	89,4	4 731	4 202	88,8

heten til å ha innflytelse på markeder og enkeltselskaper er bedre enn for mange andre investorer.

Det legges stor vekt på kontakten med enkeltselskaper i eierskapsutøvelsen. Når NBIM iverksetter et engasjement med et selskap, vil dette inkludere mer langsiktige målsettinger og ofte være en prosess som kan strekke seg over flere år. Formålet med engasjementet er å formidle våre forventninger og bistå selskapene i å evaluere og forbedre sine selskapsstyringsprosesser.

For å ivareta tilliten i kontakten med selskapene, og for å sikre gode og effektive prosesser for eierskapsutøvelsen, vil engasjementer med enkeltselskaper normalt

holdes konfidensielle. Det er viktig at vi som eier adresserer og holder styret til ansvar for de forholdene vi tar opp, og at vårt engasjement ikke anses som forsøk på å detaljstyre selskapet. Over tid, og dersom utviklingen i selskapet ikke anses som tilfredsstillende, kan det være naturlig for oss å bruke andre virkemidler for å påvirke selskapet, som for eksempel åpent å foreslå utskifting av styremedlemmer eller fremme aksjonærforslag. NBIM har i 2008 ikke fremmet noen aksjonærforslag.

NBIM offentliggjør sin stemmegivning på årlig basis. Våre stemmer og retningslinjer for stemmegivningen er publisert på www.nbim.no.

Etiske regler og eierskapsutøvelse

I 2004 fastsatte Finansdepartementet etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utlend basert på beslutning i Stortinget. De etiske retningslinjene bygger på to grunnlag:

- Fondet er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling.
- Fondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser, som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljøødeleggelser.

Det etiske grunnlaget for fondet skal fremmes gjennom følgende tre virkemidler:

- Eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper.
- Negativ filtrering fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunn-

leggende humanitære prinsipper, eller selger våpen eller militært materiell til stater nevnt i punkt 3.2 i de utfyllende retningslinjene for forvaltningen av fondet (besluttet av Finansdepartementet).

- Uttrekk av selskaper fra investeringsuniverset der det anses å være en uakseptabel risiko for å medvirke til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konflikt-situasjoner, alvorlig miljøskade, grov korrupsjon eller andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Eierskapsutøvelse er Norges Banks ansvar. Hovedstyret i Norges Bank har vedtatt prinsippene for denne eierskapsutøvelsen. Det er Finansdepartementet som beslutter negativ filtrering og uttrekk av selskaper, ikke Norges Bank. Regjeringen har oppnevnt et etikkråd som gir råd til Finansdepartementet om filtrering og uttrekk. Departementet gir instruks om uttrekk til Norges Bank.

Listen over selskaper som Finansdepartementet har trukket ut av fondets investeringsunivers, er også gjengitt på www.nbim.no.

Regjeringen påbegynte en evaluering av de etiske retningslinjene i 2008. Resultatet av evalueringen skal presenteres for Stortinget i 2009. Norges Bank har deltatt med innspill i denne prosessen.



Amerika

NBIM stemte på 3 093 møter i løpet av 2008.

Vi har lagt vekt på temaer som uavhengig styreleder, uavhengighet i styret og i viktige styrekomiteer, majoritetsvalg av styremedlemmer, aksjonærs mulighet til å stemme over avlønningsplaner og ulike former for vern mot oppkjøp.

Styrerelaterte saker utgjorde over 70 prosent av alle saker NBIM stemte på.

50 prosent av alle aksjonærforslag NBIM stemte på, forekom i USA.

Europa

NBIM stemte på 1 444 møter i løpet av 2008.

Vi har lagt vekt på problemstillinger som uavhengige styremedlemmer, uavhengige styrekomiteer, aksjeklasser med ulike stemmerettigheter, ulike former for vern mot oppkjøp og transparens.

Vi ser fortsatt store utfordringer i forbindelse med stemmegivningsprosessen for utenlandske investorer i enkelte europeiske markeder.

Asia og Oseania

NBIM stemte på 3 334 møter i løpet av 2008.

I Japan har forslag om innføring av ulike mekanismer mot oppkjøp skapt stor motstand på generalforsamlingene. Vi stemte mot ledelsens anbefaling i 98 prosent av 166 saker innenfor denne kategorien.

Styrerelaterte saker utgjorde 62 prosent av alle saker vi stemte på i Asia/Oseania. Av disse stemte vi mot ledelsens anbefaling i 10 prosent av sakene.

Aksjonærforslag har vært økende og utgjorde nær 1 prosent av saker vi stemte på i regionen.

Selskapsstyring

Likebehandling og innflytelse

Vårt arbeid med selskapsstyring tar sikte på å fremme verdiskapning og rettferdig økonomisk behandling av minoritetsaksjonærer.

Stemmegivning

Stemmegivningen er det primære virkemiddelet vi har for å utøve innflytelse over styret som er valgt til å lede selskapet på aksjonærenes vegne. I 2008 ble det stemt på 68 478 saker som faller inn under området for tradisjonell selskapsstyring. NBIM har i stor grad støttet forslagene til ledelsen. Vi stemte imot 11 prosent av forslagene fra selskapene, mens tilsvarende tall i 2007 var 10 prosent.

Vi har stemt imot kandidater til styret dersom styret som kollegium ikke lever opp til våre forventninger om tilfredsstillende uavhengighet fra selskapets ledelse eller dominerende eiere. Vi har også stemt imot lederlønnspakker hvor det ikke er fastsatt en klar sammenheng mellom prestasjon og avlønning. Vi har i tillegg stemt imot resolusjoner som gir styret for omfattende fullmakt til å hente inn ny kapital uten å fremlegge saken for aksjonærene. Slike fullmakter kan misbrukes som oppkjøpsvern ved at styret kan hindre oppkjøp ved å utstede ny kapital. Det kan også resultere i for stor utvanning av de eksisterende aksjonærenes eierposisjon. Omfanget av disse temaene varierer fra marked til marked.

Selskapsengasjement

NBIM vektlegger selskapets tillit i markedet og styrets rolle, rutiner og ansvar. Våre forventninger til selskapene er basert på internasjonale standarder, som UN Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og multinasjonale selskaper. Vi tar hensyn til utviklingstrekk i hvert marked og tar gjerne opp temaer som ikke står på agendaen for generalforsamlingen.

I 2008 har NBIM hatt 16 engasjementer om selskapsstyring og aksjonærrettigheter. Et sentralt tema vi har tatt opp med mange selskaper, er styrets uavhengighet. Dette gjelder styrelederen selv, sentrale styrekomiteer og at flertallet av det totale antallet styremedlemmer kan defineres som uavhengige fra en dominerende eier eller

selskapets daglige ledelse. I tillegg har stemmerett og transparens i selskapsinformasjon vært tema for noen av selskapene.

Samarbeid med andre investorer

NBIM samarbeider med andre investorer for å oppnå større gjennomslag. Vi er medlem av formelle nettverk av investorer og andre interessenter i kapitalmarkedene som fokuserer på standardsetting for selskapsstyring og eierskapsutøvelse.

Vi er medlem av disse nettverkene:

- «International Corporate Governance Network», «Council of Institutional Investors» og «Asian Corporate Governance Association» – utvikling av og debatt om standarder for god eierskapsstyring
- «UN Principles for Responsible Investment» – utvikling og anvendelse av prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet

Arbeid overfor standardsettere og organisasjoner

Vi henvender oss til regulerende myndigheter eller andre standardsettere for å fremme våre posisjoner i forbindelse med pågående prosesser som vil endre rammer og regelverk for kapitalmarkedene. I 2008 bidro vi sammen med andre investorer med informasjon og erfaring inn mot saksforberedelsen til en ny finansmarkedsregulering i Tyskland. Vårt formål var å unngå en uønsket innskrenkning av investorers mulighet til konstruktiv dialog seg imellom om selskaper. NBIM deltok også i en prosess for utarbeiding av nye regnskapsstandarder (International Financial Reporting Standards (IFRS)) for utvinning av naturressurser og offentliggjøring av verdistrømmer. Slike standarder vil kunne forenkle verdsetting av selskapene og motvirke korrupsjon.

Juridiske virkemidler

I desember 2008 ba NBIM om kjennelse i en lokal domstol for å få utsatt en ekstraordinær generalforsamling i amerikanske Constellation Energy Group, se faktaboks.

Stemmegivningen er det primære virkemiddelet vi har for å utøve innflytelse over styret.

Eierskapsutøvelse i oppkjøpssituasjon: Constellation Energy

I desember 2008 ba NBIM om kjennelse i en lokal domstol for å få utsatt en ekstraordinær generalforsamling i amerikanske Constellation Energy Group. Generalforsamlingen skulle ta stilling til salg av selskapet til MidAmerican for USD 26,50 per aksje, totalt USD 4,7 milliarder. NBIM mente at avtalen undervurderte Constellations virkelige verdi, og at det var diskutabelt om styret hadde handlet i aksjonærenes interesse.

Den 3. desember gjorde Electricité de France (EDF) det klart at de ønsket å kjøpe halvparten av Constellations kjernekraftvirksomhet for USD 4,5 mrd. Tiden for aksjonærmøtet den 23. desember nærmet seg, og sonderinger mot investorer og rådgivere tydet på at utfallet av møtet var usikkert. Styret ønsket ikke eierkontakt, og det fantes ingen klare indikasjoner på at de ville gå inn for å fremskaffe noen bedre løsning enn MidAmerican-avtalen.

Den 10. desember tok NBIM for første gang ut en stevning ved en amerikansk domstol med sikte på å utsette møtet for derved å gi styret nok tid til forhandlinger med EDF eller andre, og aksjonærene nok tid til å ta ny informasjon i betraktning før de skulle gi stemmeinstruks. En uke senere inngikk Constellation avtale med EDF langs de foreslåtte linjene. MidAmerican fikk ikke noe kjøp, men stod igjen med en historisk høy avbruddsbetaling.

Hendelsen illustrerer svakheter ved aksjonærenes rettigheter i USA. I dette tilfellet kunne aksjonærene tvinges til innløsning dersom kun 50 prosent av aksjonærene stemte for. Styret forpliktet selskapet, uten passende vederlag eller aksjonærgodkjenning, til å utstede aksjer til MidAmerican. Konsernsjefen var styrets leder, hvilket kan ha svekket uavhengigheten i styrets prosess. Hendelsen illustrerer også at aksjonærer kan innvirke på utfallet gjennom eierskapsutøvelse.



Sosiale forhold

Fremmer barns rettigheter

Et av de strategiske temaene NBIM har valgt, er å fremme barns rettigheter i multinasjonale selskapers virksomhet og leverandørkjede. Dette gjelder særlig tiltak for å minske forekomsten av barnearbeid og tiltak for å fremme barns rettigheter og helse.

I 2008 utarbeidet vi dokumentet *NBIM Investor Expectations on Children's Rights*. Dette dokumentet sammenfatter våre forventninger til selskapene når det gjelder barns rettigheter og barnearbeid spesielt. De er blant annet basert på FNs konvensjon om barns rettigheter og ILOs konvensjoner som omhandler barnearbeid.

Stemte for menneske- og arbeidstakerrettigheter

I 2008 stemte vi på 166 resolusjoner i 110 selskaper om sosiale forhold. Flertallet av disse sakene var krav om implementering av retningslinjer som gjelder menneske- og arbeidstakerrettigheter, og økt rapportering fra selskapet om samfunnsansvar og menneskerettigheter på de samme områdene.

Selskapsengasjement

I 2008 har NBIM jobbet målrettet for systematisk å implementere *NBIM Investor Expectations on Children's Rights*, både som analyseverktøy og i dialogen med selskapene.

Over 430 selskaper har blitt systematisk analysert opp mot kriteriene som vi har definert. Dette gjelder sektorene landbruk, produksjon av kjemikalier, gruvedrift, jern- og stålindustri og tekstilindustri.

Vi har på bakgrunn av denne analysen valgt å initiere dialog med de selskapene som ikke rapporterer eller har mangelfull rapportering om hvordan de forholder seg til internasjonale konvensjoner om menneskerettigheter, barns rettigheter og barnearbeid, og selskaper som ikke informerer om risikohåndteringen sin på disse områdene i egen virksomhet og i leverandørkjeden. Et annet delmål er i så stor grad som mulig å påvirke selskapene til økt transparens og økt bruk av indikatorer og nøkkeltall i rapporteringen.

Ved utgangen av 2008 hadde NBIM 19 selskapsengasjementer om barnearbeid, risikohåndtering i leverandørkjeden og styrekompetanse. Arbeidet har vært konsentrert rundt fire viktige geografiske områder: India, Brasil, Kina og Vest-Afrika. Dette er regioner med høy forekomst av barnearbeid.

Innen produksjon av genmanipulerte frø har NBIM initiert et samarbeid mellom flere selskaper som har som mål å utarbeide en felles standard mot barnearbeid.

Vi har innledet samarbeid med en annen stor, europeisk institusjonell investor om å arbeide mot barnearbeid i kakaoproduksjonen i Vest-Afrika.

Holder kontakt med eksterne miljøer

For å sikre kvaliteten og relevansen av det arbeidet som gjøres, har vi kontinuerlig kontakt med interesseorganisasjoner og eksperter, internasjonale organisasjoner som UNICEF, FNs Global Compact, andre FN-organer og ILO-organer.

Tabell 13-1 NBIMs engasjementer vedrørende sosiale forhold 2008

Sektor	Antall selskapsengasjementer
Kjemisk industri	3
Industrimetaller (stål) ¹⁾	5
Mat og drikkevarer	8
Elektronikk og elektrisk utstyr	1
Olje- og gassprodusenter ¹⁾	1
IT-maskinvare og IT- utstyr ¹⁾	1

¹⁾ Enkelte selskapsengasjementer er gjort i samarbeid med miljø og/eller selskapsstyring.

«NBIM Investor Expectations on Children's Rights» sammenfatter våre forventninger til selskapene når det gjelder barns rettigheter og barnearbeid spesielt.



Sør-Amerika

5,7 millioner barn i alderen 5–14 år er involvert i barnearbeid i regionen Latin-Amerika og Karibia.

I løpet av 2008 var NBIM i kontakt med 23 selskaper med virksomhet i Sør-Amerika

Selskapene vi er i kontakt med opererer innenfor sektorene stål og gruvedrift.



Vest-Afrika

49,3 millioner barn i alderen 5–14 år er involvert i barnearbeid i regionen Sub-Sahara/Afrika.

I løpet av 2008 var NBIM i kontakt med 22 selskaper med virksomhet i Afrika.

Selskapene vi er i kontakt med opererer innenfor sektorene gruvedrift og kakaoproduksjon.



Asia/Oseania

122,3 millioner barn i alderen 5–14 år er involvert i barnearbeid i regionen Asia/Oseania.

I løpet av 2008 var NBIM i kontakt med 85 selskaper med virksomhet i Asia.

Selskapene vi er i kontakt med, opererer innenfor sektorene gruvedrift, jern og stål, tekstil og landbruk.

Kilde: *The end of child labour: Within reach*, ILO 2006

Miljømessige forhold Prioriterer klimaregulering

NBIMs ambisjon er at selskapene skal drive en langsiktig holdbar håndtering av de eksterne virkningene av sin virksomhet og av de naturgitte ressursene som inngår i verdikjeden.

Stemmegivning

I 2008 ble det stemt på 80 saker om miljømessige forhold i 42 selskaper. En stor del av de miljørelaterte aksjonærforslagene dreide seg om å sette spesifikke mål for å redusere klimarelaterte gasser. NBIM mener at målsettingen rundt reduksjon av klimagasser forsterker selskapenes langsiktige arbeid med å tilpasse seg rammen av nasjonale og internasjonale reguleringer. Våre hovedkriterier for å stemme for fastsettelse av reduksjonsmål var at resolusjonen var formulert på en slik måte at selskapene selv stod fritt til å bestemme omfanget og spesifisere målsettingen, og at selskapene ikke allerede hadde rimelige målsettinger på området.

Selskapsengasjement og selskapsdialog


NBIM har i 2008 videreført de ti etablerte engasjementene med selskaper i USA. Engasjementene har omhandlet hvordan eventuelle forslag til reduksjon av klimagasser påvirker selskapenes forretnings- og inve-

steringsstrategi, og hvilke hovedspørsmål selskapene i sin tur diskuterer med lovgivere. Grunnlaget for å videreføre engasjementene har blitt styrket i forbindelse med at et lovforslag om omfattende regulering av klimagasser ble tatt opp i det amerikanske Senatet i 2008.

Vår målsetting med engasjementene har vært å kommunisere våre og andre langsiktige investorers forventninger til selskapet. Selskapene vi har snakket med er større aktører innen energisektoren i USA. Disse har blitt vurdert til å ha stor påvirkningskraft på amerikansk lovgivning på området klima og miljø.

Det kan være vanskelig å se synlige og konkrete resultater av vårt arbeid på dette området. Til tross for dette har vi, som i 2007, sett en fremgang hos selskapene ved at de har utviklet og tydeliggjort sine posisjoner og sin kommunikasjon på området i tråd med våre forventninger.

Vi ser også at organisasjoner som National Mining Association og det nystartede American Coalition for Clean Coal Technology, hvor selskaper vi har engasjement med, er viktige aktører, har kommet med bidrag til lovgivningsprosessen. Dette er en klar holdningsendring, da disse organisasjonene tidligere jobbet aktivt imot lovgivning. Climate Change Points of Agreement,



som Electric Edison Institute offentliggjorde 14. januar 2009, er også tegn på en mer konstruktiv holdning fra selskapene NBIM har engasjement med.

Samarbeid med andre investorer

NBIM skrev i 2008 under på Carbon Disclosure Project (CDP). CDP er en sammenslutning av nærmere 400 investorer over hele verden, og formålet er å få selskaper til å måle og redegjøre for sine klimagassutslipp.

I februar 2008 arrangerte vi en konferanse i Washington hvor et mindre antall institusjonelle investorer deltok sammen med representanter fra selskapsledelsen til noen av de selskapene vi har hatt et engasjement med gjennom året. Formålet var å inkludere andre investorer i diskusjonene vi har hatt, og å diskutere veien videre.

NBIM skrev i november 2008 under på *Investor Statement on a Global Agreement on Climate Change*. Dette oppropet er i tråd med vår vektlegging av behovet for tydelige og langsiktige signaler fra nasjonale og internasjonale lovgivere rundt reguleringen av klimagasser.

Tabell 14-1 NBIMs engasjementer vedrørende miljømessige forhold 2008

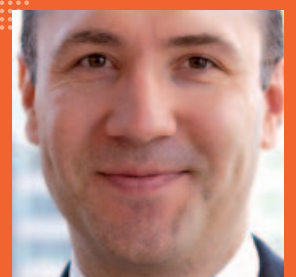
Sektor	Antall selskapsengasjementer
Gruvedrift*	3
Olje- og gassprodusenter*	2
Elektrisitet*	4
Energi- og vannforsyning	1

* Enkelte selskapsengasjementer er gjort i samarbeid med områdene sosiale forhold og/eller selskapsstyring.



217 ANSATTE FRA 18 NASJONER

Virksomhet ved kontorer i Oslo, New York, London og Shanghai



NBIM

En internasjonal kompetansevirksomhet

NBIMs virksomhet kan sammenfattes i to hovedpunkter: Den er internasjonal, og den er kompetansebasert.

Vårt internasjonale forvaltningsoppdrag som operativ forvalter av Statens pensjonsfond – Utland fører til at vi utvikler en omfattende internasjonalt rettet virksomhet i Norge.

Samtidig krever oppdraget internasjonal tilstedeværelse og kompetanse. NBIM har i dag regionale kontorer i London, New York og Shanghai. Gjennom våre regionale kontorer kommer vi tettere på de markedene vi investerer i, og nærmere våre samarbeidspartnere. Begge deler er viktig for at vi skal kunne levere kvalitet i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget.

Et stadig større og mer omfattende oppdrag betyr at NBIM er en virksomhet i vekst. I løpet av året økte antallet fast ansatte med 39 medarbeidere. Av totalt 217 fast ansatte ved utgangen av 2008 er 28 prosent utenlandske statsborgere, mens andelen av nyrekrutteringen gjennom året var 42 prosent. Utenom de norske ansatte har vi 61

medarbeidere fra 18 forskjellige nasjoner. Arbeidsmiljøet preges av høyt tempo, det er internasjonalt, resultatorientert og mangfoldig. Arbeidsspråket er engelsk. Vi arbeider aktivt med å rekruttere kvinner og preges av høyt tempo og vektlegging av resultater.

Kompetanse

Vårt oppdrag krever at vi er en kompetansevirksomhet med høy grad av spesialisering, høyt kunnskapsnivå og stor innovasjonsevne. Kunnskapen i organisasjonen er primært knyttet til våre medarbeidere.

Det er en stor utfordring å opprettholde, rekruttere og utvikle kompetansen i organisasjonen. Vi legger stor vekt på å rekruttere medarbeidere med spesialkompetanse innen internasjonal investeringsvirksomhet. Samtidig trenger organisasjonen unge talenter fra ledende utdanningsinstitusjoner.

Systemet for avlønning

Hovedstyret definerer lønns- og personalpolitikken for NBIM som et virkemiddel for å nå de strategiske målene for virksomheten. Vårt lønnsystem består i hovedsak av to elementer: en fast lønn og et prestasjonslønnselement,

28 %

- 28 % av fast ansatte er utenlandske statsborgere
- 42 % av de nyansatte er utenlandske
- 25 % av totalt antall ansatte er kvinner



25 %

- 25 % av NBIMs ansatte arbeider ved utenlandskontorene:
- New York
- London
- Shanghai



Høy grad av spesialisering, høyt kunnskapsnivå og stor innovasjonsevne.

hvor uttellingen avhenger av oppnådde resultater. Ansatte som tar investeringsbeslutninger, måles kvantitativt på bakgrunn av avkastningsresultatene, og prestasjonslønnselementet kan ofte være større enn fastlønnen.

Størrelsen på utbetalt prestasjonslønn reflekterer forskjellene i den individuelle måloppnåelsen og NBIMs samlede måloppnåelse.

Utbetalt prestasjonslønn for 2008 som andel av øvre ramme er lav. 78 prosent av de ansatte fikk utbetalt mindre enn 50 prosent av den maksimale prestasjonslønnssammenheng. Andelen ansatte med lav uttelling i prestasjonslønn er høyere enn tidligere. Dette må sees i sammenheng med de svakere resultatene i forvaltningen.

Lønn til leder for NBIM er fastsatt av sentralbanksjefen i samsvar med rammer gitt av hovedstyret og etter årlige vurderinger. Ny leder for NBIM tiltrådte 1. januar 2008 og fikk utbetalt lønn for dette med 5 408 036 kroner i 2008. Som tidligere leder for aksjeforvaltningen hadde han, utover en fastlønn på i snitt 1,85 millioner kroner for årene 2005 til 2007, en avtale om lønn i disse årene som ble holdt tilbake til perioden var over. I 2008 fikk han derfor utbetalt 700 000 kroner som lønn for hvert av årene 2005, 2006 og 2007. I 2008 har han fått utbetalt bonus for oppnådde resultater som leder av aksjeforvaltningen i 2007 og tidligere år med 3 263 000 kroner. I tillegg fikk han andre ytelser til en samlet verdi av 13 824 kroner. Leder for NBIM er medlem av Norges Banks pensjonsordning, som er omtalt i årsberetningen fra Norges Bank.

Lønn i NBIM

Investeringsavdelingene:

Antall med prestasjonsbasert lønn: 95 ansatte. Samlet fastlønn: 87,5 millioner kroner. Samlet prestasjonsbasert lønnsramme: 164,8 millioner kroner. Prestasjonslønnuttelling i prosent av øvre prestasjonslønnsramme: 19 prosent.

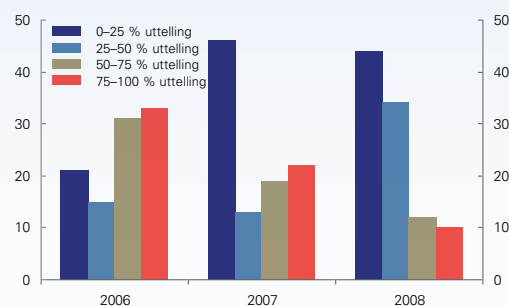
Operasjonelle avdelinger:

Antall med prestasjonsbasert lønn: 103 ansatte. Samlet fastlønn: 74,3 millioner kroner. Samlet prestasjonsbasert lønnsramme: 32,2 millioner kroner. Prestasjonslønnuttelling i prosent av øvre prestasjonslønnsramme: 38 prosent.

Den totale prestasjonslønnuttellingen i 2008 var 22 prosent av øvre prestasjonslønnsramme. Total prestasjonslønnsramme økte med 15 prosent fra 2007. Den gjennomsnittlige utbetalingen per ansatt var 45 prosent lavere enn året før.

Disse tallene omfatter ikke lønn til NBIMs leder.

Figur 15-1 Ansatte fordelt i forhold til utbetalt prestasjonslønn som andel av øvre ramme. Prosent



NBIMs organisasjon

Konsentrasjon om kjerneoppgaver

Aktiv bruk av eksterne tjenesteleverandører bidrar til fleksibilitet og effektivitet i gjennomføringen av forvaltningsopdraget. Dermed kan vi rette vår oppmerksomhet mot kjerneoppgavene.

Internasjonal kapitalforvaltning krever en internasjonal organisasjon. Vår drift er døgkontinuerlig, kompleksiteten i løsningene er store, og kravene til leveranser er strenge. Store deler av vår operative virksomhet utføres ved bruk av tjenesteleverandører med særskilt kompetanse innenfor et spesialisert felt. Dette bidrar til at NBIM kan drives som en forholdsvis liten og fleksibel organisasjon.

Enkelte tjenester må basere seg på internasjonale leverandører. Et eksempel er bruken av depottjenester. Depotet ivaretar våre interesser i de lokale verdipapirmarkedene. Her må vi benytte store internasjonale finansinstitusjoner som partnere.

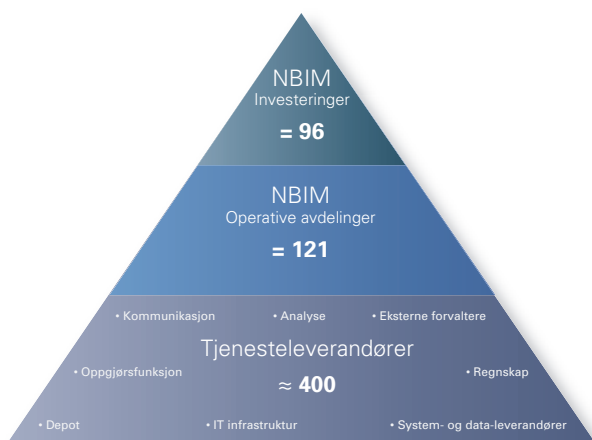
I andre tilfeller velger vi å benytte eksterne leverandører i stedet for å bygge bred kompetanse i enkelte spesialiserte funksjoner. Dette gir oss større fleksibilitet dersom leveransene ikke holder tilstrekkelig kvalitet. I tillegg til

eksterne forvaltningstjenester benytter vi ekstern kompetanse blant annet innenfor områder som IT- og kommunikasjonstjenester og transaksjonsbehandling.

For NBIM vil det i mange tilfeller være gunstig å få tilgang til tjenesteyters kompetanse i form av ressurser, nettverk og innovasjoner. Vi forventer at sårbarheten i drift og forvaltning av våre systemer blir lavere ved utstrakt bruk av eksterne tjenesteleverandører. Den strategiske beslutningen er derfor i større grad motivert ut ifra hensynet til operasjonell risiko, stabilitet og kvalitet i produksjonen enn i kostnadsbesparelser.

Med fire kontorer i i verden rundt er nærhet til og tett oppfølging av leverandørene en nødvendighet. Alle våre kontorer har tilgang til den samme tjenesteleveransen, og det legges også stor vekt på at alle systemer skal fungere over samme plattform, uavhengig av geografisk lokalisering.

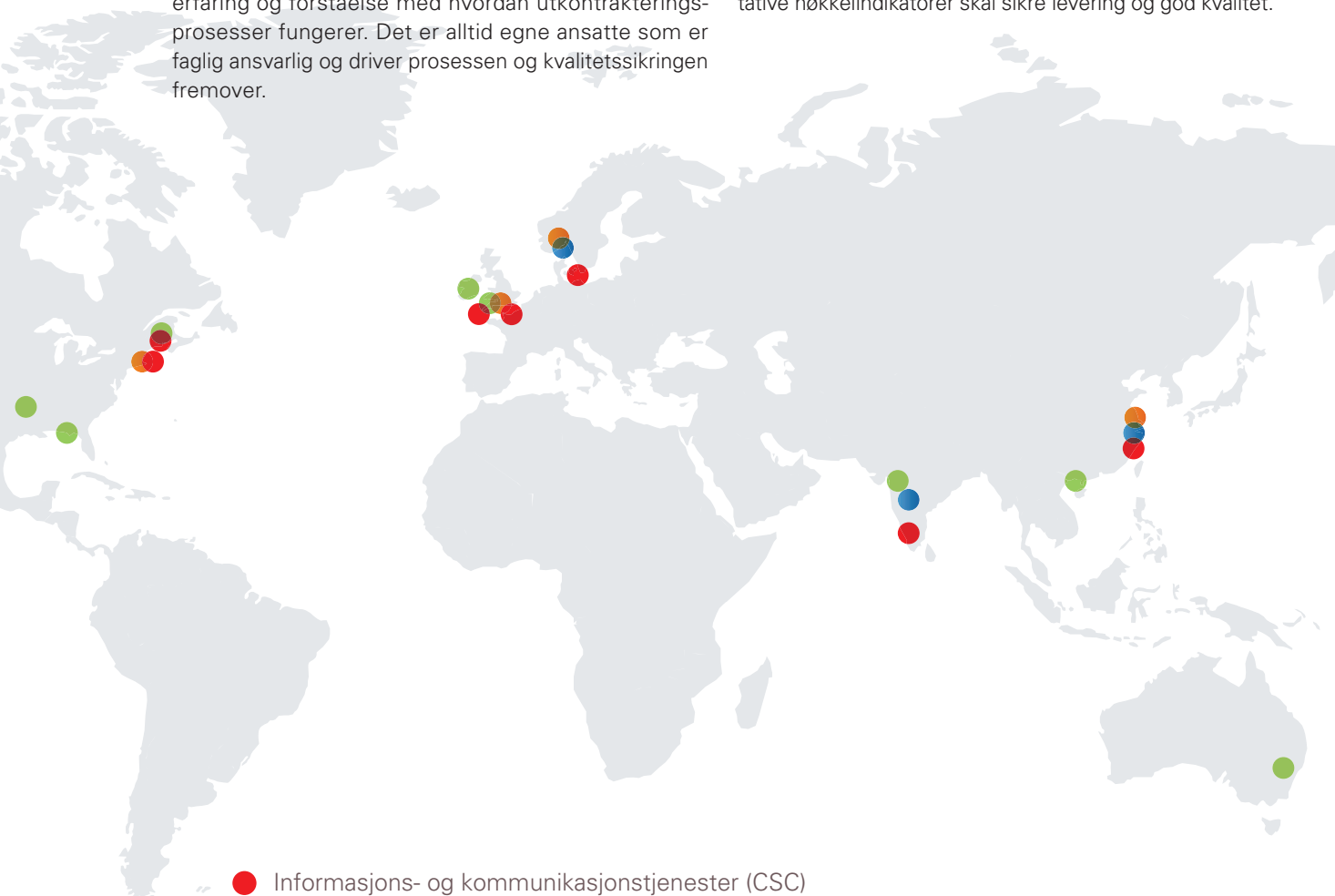
Hvis vi summerer opp alle våre eksterne samarbeidspartnere, anslår vi at rundt over 400 eksterne årsværk er tilknyttet vår organisasjon. Det betyr at om lag 65 prosent av den totale arbeidsinnsatsen i forvaltningen skjer gjennom eksterne partnere.



Ivaretar kontroll og sikrer kvalitet

Det er også viktig å ivareta den nødvendige kontrollen med virksomheten som utkontrakteres. NBIM legger stor vekt på å bevare intern kompetanse på alle fagområder som blir satt ut, og vi har opparbeidet oss stor erfaring og forståelse med hvordan utkontrakteringsprosesser fungerer. Det er alltid egne ansatte som er faglig ansvarlig og driver prosessen og kvalitetssikringen fremover.

For å sikre kvaliteten på tjenestene legger vi stor vekt på både formell og uformell dialog med samarbeidspartnerne. Formalisering av tjenesteavtaler sørger for betryggende rammer for utkontraktering, mens en konstant evaluering av selskapene gjennom kvantitative og kvalitative nøkkelindikatorer skal sikre levering og god kvalitet.



- Informasjons- og kommunikasjonstjenester (CSC)
- Depot og transaksjonsprosessering (JP Morgan, CitiBank, State Street)
- System- og beslutningsstøtte (Cognizant)
- NBIMs kontorer

Systematisk risiko i aksjeporteføljen

Vi estimerer en femfaktormodell for aksjeporteføljen basert på avkastningshistorikk for de siste 11 årene. Analysen viser at aksjeporteføljen i perioder har hatt eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer. Faktoreksponeringene varierer imidlertid mye over tid, og de siste par årene har eksponeringen mot de fleste systematiske risikofaktorer blitt mindre. Estimert på alfa, som ofte benyttes som en indikator på dyktigheten i forvaltningen, er fortsatt positivt. Alfaestimert synes å være robust overfor ulike markedsregimer.

En tradisjonell multifaktormodell

Helt frem til begynnelsen av 1990-tallet var kapitalverdimodellen (CAPM) den dominerende modellen for vurdering av risiko og forventet avkastning på aksjer. Ifølge CAPM vil forventet avkastning på en aksje ut over risikofri rente avhenge av risikopremien på aksjer og aksjens samvariasjon med markedsporteføljen, oftest kalt beta. Innenfor CAPM vil to vilkårlige aksjeporteføljer bare kunne gi forskjellig gjennomsnittlig avkastning dersom de to porteføljene har forskjellig beta.

Gjennom 1980-tallet ble det imidlertid oppdaget flere empiriske regulariteter i aksjeavkastningen som ikke kunne forklares av CAPM. Størrelseseffekten er en empirisk regularitet som innebærer at investeringer i små selskaper i gjennomsnitt har gitt en markedsrisikojustert meravkastning relativt til investeringer i store selskaper. En annen selskapskarakteristikk som synes å gi systematiske avkastningsforskjeller mellom aksjer, er forskjellen mellom bokført verdi og markedsverdi (B/M). Flere studier dokumenterer at selskaper med høy B/M har en systematisk høyere markedsrisikojustert avkastning enn selskaper med lav B/M. Denne effekten blir ofte omtalt som verdieffekten.

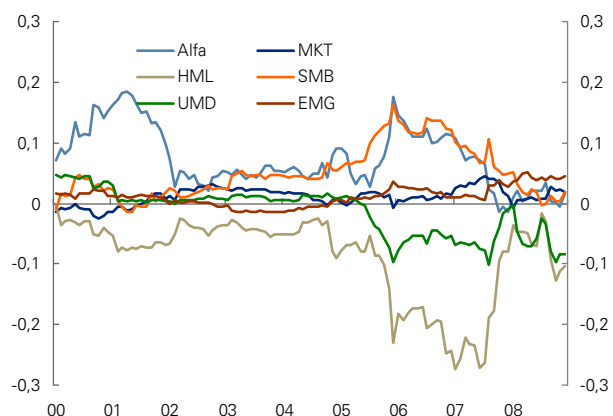
I en viktig artikkel utviklet Fama og French¹ en trefaktormodell der faktorer som representerer størrelseseffekten og verdieffekten, inngikk i tillegg til markedsavkastningen.

Denne trefaktormodellen hadde betydelig bedre forklaringskraft på aksjeavkastningen sammenlignet med enfaktormodellen CAPM. På den annen side er det teoretiske grunnlaget for størrelsesfaktoren og verdiefaktoren fortsatt ikke avklart. Likevel har Fama-French-modellen etablert seg som en standard i empiriske studier av aktivaprisering.

I sin opprinnelige artikkel benyttet Fama og French betegnelsen SMB («Small Minus Big») om faktoren som representerer størrelseseffekten, og betegnelsen HML («High Minus Low») om faktoren som representerer verdieffekten. SMB defineres som avkastningen på en portefølje hvor man er overvektet de minste selskapene og undervektet de store selskapene. Tilsvarende representerer HML avkastningen på en portefølje hvor man er overvektet de selskapene innenfor hvert størrelsessegment med høyest B/P og undervektet de aksjene innenfor hvert størrelsessegment med lavest B/P. Fama og French benyttet en dobbeltsorteringsmetode som hadde til hensikt å redusere eventuelle størrelseseffekter i beregningen av verdieffekten, og omvendt. I vår faktormodell har vi benyttet samme metode som Fama og French i beregningen av faktoravkastningene for hvert land. De globale SMB- og HML-faktorene er beregnet ved først å aggregere landfaktorene opp til regionnivå basert på det enkelte lands markedsverdi. Regionsfaktorene veies deretter sammen til en global faktor ved å bruke regionsvektene i NBIMs aksjeportefølje.

Momentumeffekten er en fjerde empirisk regularitet som ofte tas med i empiriske studier av aktivaprisering. Denne

Figur 16-1 Koeffisienter estimert over rullerende 24-månedersperioder



effekten innebærer at en investeringsstrategi som går ut på å kjøpe selskaper som har hatt høy avkastning de siste 3–12 måneder, og selge selskaper som har hatt en lav avkastning over samme periode, gir en risikostøttet meravkastning. En momentumfaktor som brukes mye i litteraturen, er UMD («Up Minus Down»). UMD beregnes som avkastningen på en portefølje hvor man er overvektet de selskapene med høyest avkastning innenfor hvert størrelsessegment og undervektet de selskapene med lavest avkastning innenfor hvert størrelsessegment. I vår faktormodell benytter vi UMD-faktoren der faktorporteføljen som dannes ved utgangen av måned t , er basert på aksjeavkastningen fra måned $t-12$ til $t-1$.

Aksjemarkedene i fremvoksende økonomier har andre risikokarakteristika enn aksjemarkedene i utviklede økonomier. For en global forvalter som NBIM vil det derfor være naturlig å inkludere en faktor som representerer fremvoksende økonomier. I vår faktormodell introduserer vi faktoren EMG, som representerer avkastningen på en portefølje som er overvektet de fremvoksende aksjemarkedene og undervektet de utviklede aksjemarkedene.

Aksjeporteføljens faktoreksponeringer

I analysen av aksjeporteføljens faktoreksponeringer har vi tatt utgangspunkt i Fama-French-modellen, men utvidet den til å inneholde en momentumfaktor og en faktor for fremvoksende markeder. Tabell 16-1 viser resultatene av å estimere denne femfaktormodellen på månedlige data. Resultatene tyder på at aksjeporteføljen har hatt en eksponering mot risikofaktorer, som markedet (MKT) og små bedrifter (SMB). På den annen side har aksjeporteføljen hatt en signifikant negativ eksponering mot verdifaktoren (HML). Dette betyr at aksjeporteføljen i gjennomsnitt har hatt en vridning mot aksjer med lav B/M, ofte kalt vekstaksjer. Alfa, som er det estimerte konstantleddet i regresjonen, kan tolkes som den delen av meravkastningen som ikke kan forklares ved en passiv eksponering mot de systematiske risikofaktorene. Av denne grunn blir alfa ofte brukt som et mål på dyktigheten i forvaltningen. Estimert på alfa er positivt, og det er verdt å merke seg at den justerte determinasjonskoeffisienten R^2 er relativt lav; bare 35 prosent av variasjonen i differanseavkastningen til NBIMs aksjeportefølje kan forklares av en tradisjonell femfaktormodell. Til sammenligning finner Fung og Hsieh² i sin studie av et større antall aksjeforvaltere at over 80 prosent av variasjonen i meravkastningen kan forklares av en tradisjonell firefaktormodell.

Tabell 16-1 Estimeringsresultater. Periode februar 1998 – desember 2008

Faktor	Koeffisient	T-verdi ¹⁾
Alfa	0,0326	1,47
MKT	0,0260	3,26
HML	-0,0524	-4,47
SMB	0,0400	3,48
UMD	0,0110	2,01
EMG	0,0055	0,86
Justert R^2		35,5

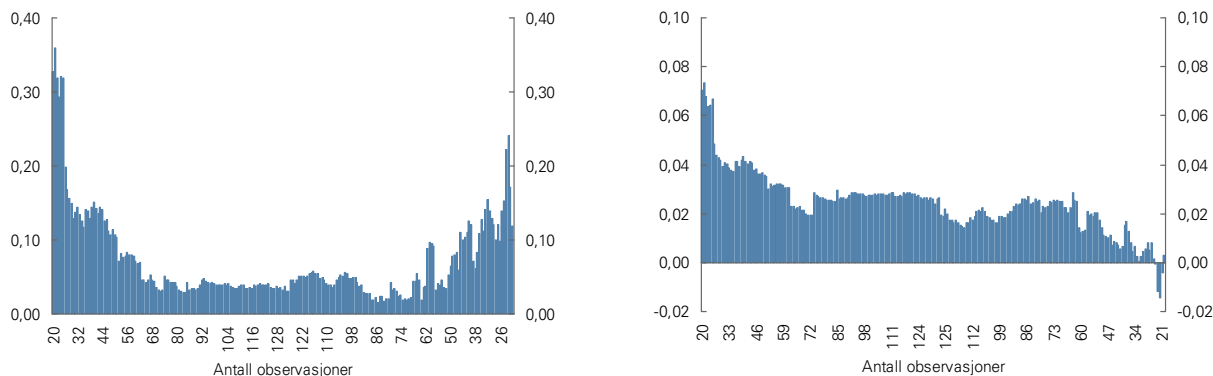
¹⁾ Standardfeilene er justert for varierende varians i restleddene.

Resultatene ovenfor viser at aksjeporteføljen har hatt en eksponering mot ulike risikofaktorer når vi ser hele perioden under ett. Det kan være interessant å få avdekket hvorvidt dette har oppstått som følge av en systematisk vridning mot risikofaktorene, eller om eksponeringene har variert over tid. Figur 16-1 viser estimatene for de ulike risikofaktorene estimert over rullerende 24-månedersvinduer.

Figuren tyder på at aksjeporteføljens eksponeringer mot de fleste risikofaktorer i stor grad varierer over tid. Vår eksponering mot SMB var stor mot slutten av 2005 og i 2006. I samme periode hadde aksjeporteføljen stor negativ eksponering mot HML. Dette har blant annet sammenheng med tilførsel av midler til eksterne forvaltere med eksponering mot småbedriftssegmentet, og er derfor delvis resultatet av en bevisst investeringsbeslutning. De siste årene har både SMB- og HML-eksponeringen blitt betydelig redusert. Vår eksponering mot EMG har økt gjennom 2008. Dette har delvis sammenheng med innfasingen av flere fremvoksende markeder i referanseindeksen for aksjeporteføljen gjennom fjoråret. Estimert på alfa er positivt gjennom det meste av perioden, men har falt det siste året.

Det kan også være interessant å se på om eksponeringen mot ulike faktorer avhenger av markedsutviklingen. I figur 16-2 er alfa og koeffisienten til MKT estimert for flere utvalg av observasjoner. Den første søylen helt til venstre i hver av figurene representerer koeffisientestimatet i en regresjon basert på de 20 månedsobservasjonene der markedsavkastningen har vært dårligst. Etter hvert som vi beveger oss mot høyre i figuren, inkluderes gradvis flere observasjoner basert på markedsavkastningen. Tilsvarende representerer søylen lengst til høyre i figurene koeffisientestimatet i en regresjon basert på de 20

Figur 16-2 Estimert alfa (venstre) og markedsbeta (høyre) betinget på markedsutviklingen



månedsobservasjonene der markedsavkastningen var høyest. Den midterste søylen i hver av figurene representerer koeffisientestimatet som fremkommer ved å bruke alle observasjonene.

Figur 16-2 viser at alfaestimatet er positivt i alle markedsregimer. Det er også en klar tendens til at alfaestimatet er høyere i perioder med høy volatilitet i markedet, enten det er kraftig oppgang eller kraftig nedgang, sammenlignet med alfaestimatet på tvers av alle observasjoner. Markedsbetaen ser også ut til å være positiv i de fleste markedsregimene. Det ser imidlertid ut som om markedsbetaen er høyere i perioder med nedgang og lavere i perioder med oppgang i markedet.

Nyere faktormodeller

Den tradisjonelle Fama-French-modellen har lenge vært toneangivende i akademiske studier og i praktiske anvendelser. I analyser av avkastningen på aksjefond splittes ofte meravkastningen opp i to komponenter kalt «alfa» og «beta». Beta brukes om den delen av avkastningen som skyldes en systematisk eksponering mot de risikofaktorene som er spesifisert i faktormodellen, mens alfa representerer avkastningen ut over dette.

Mange hedgefondstrategier blir ofte fremstilt som strategier med høy alfa, uten eksponering mot tradisjonelle betafaktorer. Flere studier tyder imidlertid på at en del av meravkastningen fra vanlige hedgefondstrategier kan replikeres ved å investere passivt i et sett av alternative systematiske risikofaktorer.³ Det har derfor blitt argumentert for at mange hedgefonds alfa til en viss grad er en form for beta som tradisjonelle faktormodeller ikke er i stand til å fange opp. Nyere replikeringsmodeller introduserer flere alternative risikofaktorer sammenlignet med

de tradisjonelle modellene. I tillegg forsøker nyere faktormodeller å fange opp den asymmetriske avkastningsprofilen som er karakteristisk for flere vanlige hedgefondstrategier. Dersom vi utvider den tradisjonelle definisjonen av beta til også å omfatte andre systematiske risikoeksponeringer som det er mulig å replikere, ofte kalt alternativ beta, vil den estimerte alfaen i en faktormodell bli lavere.

2008 var et svakt år både for NBIM og for hedgefondene. Selv om det er store forskjeller mellom NBIM og hedgefondene, kan det være interessant å se i hvilken grad aksjeporteføljen i NBIM har hatt lignende faktoreksponeringer som aksjehedgefond. I denne analysen utvider vi den tradisjonelle faktormodellen til å omfatte også nyere faktorer som er mye brukt i litteraturen omkring hedgefondreplikering.

Flere akademiske studier dokumenterer at likvidetsrisiko har stor betydning for prisingen av aksjer.⁴ Gibson og Wang⁵ finner empirisk støtte for at meravkastningen innenfor flere vanlige hedgefondstrategier kan tolkes som kompensasjon for å bære likvidetsrisiko. En slik eksponering kan blant annet oppstå som et resultat av at hedgefondet spiller på såkalte reverseringseffekter, der forvalteren systematisk kjøper aksjer som har falt mye i verdi, og selger noenlunde sammenlignbare aksjer som har steget mye i verdi. Likvidetsrisiko har mange dimensjoner, og det finnes derfor flere ulike risikoindikatorer. Gibson og Wang ser blant annet på en indikator basert på Amihud (2002).⁶ Dette likvidetsmålet tar utgangspunkt i forholdet mellom absolutt prisendring og omsatt volum: En aksje er mer illikvid jo større prisendring et gitt omsatt volum avstedkommer. I vår modell har vi valgt å benytte en størrelseskorrigert indikator for likvidetsrisiko

basert på Amihud (2002). Denne faktoren (ILL) er avkastningen på en portefølje som har en overvekt av illikvide aksjer innenfor hvert størrelsessegment, og en undervekt likvide aksjer innenfor hvert størrelsessegment.

Vi har tatt med to faktorer som har en ikke-lineær avkastningsprofil. Faktoren CRY er ment å representere såkalte «carry trades». Dette uttrykket er i utgangspunktet hentet fra renteforvaltningen, men brukes nå ofte som en fellesbetegnelse på strategier hvor man systematisk høster risikopremier. Slike strategier sammenlignes ofte med å utstede forsikring: I lange perioder kan man sanke forsikringspremier, men tapet kan bli stort dersom forsikringssummen skulle komme til utbetaling. Innenfor aksjeforvaltningen finnes det flere eksempler på strategier som kan karakteriseres som en carry trade. Dette gjelder for eksempel arbitrasje i oppkjøpssituasjoner der man systematisk går overvekt i selskaper som blir kjøpt opp, og undervekt i det oppkjøpende selskapet.⁷ I vår analyse har vi benyttet avkastningen på en strategi som er systematisk lang en høyrentevaluta (NZD) og kort en lavrentevaluta (JPY) som proxy på såkalte carry trades. Den andre faktoren med ikke-lineær avkastningsprofil har vi kalt VOL. Dette er avkastningen på en strategi som systematisk utsteder salgsopsjoner. I denne strategien kan man i lange perioder høste en opsjonspremie. Dersom aksjemarkedet skulle falle mye, er man imidlertid forpliktet til å kjøpe aksjer til en pris som er høyere enn markedsprisen, og dermed realisere et tap. Felles for både CRY og VOL er at disse strategiene har en svært skjev avkastningsfordeling, med mange observasjoner som er svakt positive, og noen få observasjoner som er store og negative.

Tabell 16-2 sammenligner NBIM og hedgefondene med hensyn til risikofaktorene. Hedgefondene ser ut til å ha en sterkere markedeksponering enn NBIM, mens NBIM ser ut til å ha en større eksponering mot HML enn hedgefondene. For de øvrige tradisjonelle faktorene er det ingen store forskjeller. Med hensyn til de nye faktorene er det imidlertid signifikante forskjeller mellom NBIM og hedgefondene. NBIM ser ut til å ha lavere eksponering mot både likviditetsrisiko og de asymmetriske risikofaktorene. NBIM har signifikant høyere alfa enn hedgefondene i en utvidet åttefaktormodell.

Konklusjon

Vår analyse viser at aksjeporteføljen i perioder har hatt eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer. Dette har sammenheng med flere forhold.

Tabell 16-2 NBIM sammenlignet med aksjehedgefond. Perioden april 2003 – desember 2008

Faktor	Koeffisient	T-verdi *
Alfa	0,298	2,52
MKT	-0,436	-4,61
HML	0,338	2,94
SMB	-0,050	-0,40
UMD	-0,029	-0,41
EMG	-0,014	-0,27
ILL	-0,579	-1,97
CRY	-0,078	-1,95
VOL	-0,048	-2,01
Justert R ²		82,1

* Standardfeilene er justert for varierende varians i restleddene.

Tabell 16-2 viser resultatet av en estimering av den utvidede faktormodellen. På venstre side i regresjonen har vi NBIMs meravkastning fratrukket meravkastningen til et stort antall long/short aksjehedgefond. Avkastningstallene for hedgefondene er hentet fra Hedge Fund Research Inc.

NBIMs aksjeforvaltning er bygget opp med tanke på å skape meravkastning basert på fundamental aksjeanalyse innenfor et antall spesialiserte investeringsmandater. Innenfor en slik ramme vil den enkelte forvalter ofte lete etter feilprisede aksjer i markedssegmenter som er mindre effisiente. Dette kan være i gruppen av små og mellomstore bedrifter, og noen ganger også i de fremvoksende økonomiene. Samtidig vil aktive posisjoner ha en tendens til å bli finansiert ved å selge større selskaper, der finansieringskostnadene er lavest. Aktiv aksjeforvaltning vil derfor ha en iboende tendens til å skape eksponeringer mot de tradisjonelle risikofaktorene. Dette er også noe vi finner igjen hos de fleste andre aksjeforvaltere.⁸ Gitt NBIMs investeringsfilosofi må man derfor forvente å se eksponeringer mot de tradisjonelle risikofaktorene når man ser aksjeporteføljen under ett.

Eksponering mot systematiske risikofaktorer kan også være en tilsiktet effekt av ulike investeringsbeslutninger. Et eksempel på dette er allokeringen til eksterne forvaltere med eksponering mot småbedriftssegmentet, som bidro til aksjeporteføljens SMB- og HML-eksponering i 2005–2006. Det vesentlige for NBIM er derfor ikke til enhver tid å eliminere alle eksponeringer mot kjente risikofaktorer. Derimot legges det stor vekt på å ha et bevisst forhold til alle risikoeksponeringer som til enhver tid ligger i aksjeporteføljen, enten de er tilsiktet eller utiliktet, enten det er eksponering mot tradisjonelle eller alternative risikofaktorer.

1. Fama, E.F. og K.R. French (1993). «Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds», *Journal of Financial Economics*, 33 (1), 3–56.

2. Fung, W. og D.A. Hsieh (2006). «The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Long/Short Equity Hedge Funds», Duke University, Working Paper.

3. Se f.eks. Jaeger, L. (2008). «Alternative Beta Strategies and Hedge Fund Replication», Wiley Finance.

4. Acharya, A. og L. Pedersen (2005). «Asset Pricing with Liquidity Risk», *Journal of Financial Economics*, 77, 375–410.

5. Gibson, R. og S. Wang (2008). «Hedge Fund Alphas: Do They Reflect Managerial Skills or Mere Compensation for Liquidity Risk Bearing?», *Swiss Finance Institute Research Paper*, No 08–37.

6. Amihud, Y. (2002). «Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects», *Journal of Financial Markets*, 5, 31–56.

7. Mitchell, M. og T. Pulvino (2001). «Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage», *Journal of Finance*, 56, 2135–2175.

8. Fung, W. og D.A. Hsieh (2004). «Extracting Portable Alphas from Equity Long/Short Hedge Funds», *Journal of Investment Management*, 2(4), 1–19. Fung, W. og D.A. Hsieh (2006). «The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Long/Short Equity Hedge Funds», Duke University, Working Paper.

Global stemmegivning – viktig, men ofte vanskelig

Stemmegivning på generalforsamlinger er en grunnleggende aksjonærrettighet som gir oss mulighet til å påvirke styringen av et selskap. Som aksjonær må vi forvalte denne retten på best mulig måte. Det er mange hindringer i veien for stemmegivning over landegrensener, og vi arbeider for forbedringer og forenklinger av prosessene rundt global stemmegivning.

Hvorfor er stemmegivning et viktig tema for NBIM?

Generalforsamlingen velger selskapets styre og treffer beslutninger av overordnet betydning for selskapet. NBIMs og andre aksjonærers stemmegivning på generalforsamlingen bidrar til å ansvarliggjøre selskapets styre og ledelse. Generalforsamlingens rolle er ikke å detaljstyre selskapet, men er et virkemiddel for eierne til å sikre at styret og ledelsen ikke bruker sin makt på en måte som går på bekostning av alle eiernes interesser og rettigheter i selskapet.

Tradisjonelt har institusjonelle investorer med høyt diversifiserte internasjonale porteføljer og små eierandeler i det enkelte selskap vært lite tilbøyelige til å bruke sin stemmerett. Denne eiergruppen utgjør imidlertid etter hvert en betydelig eiermakt i de fleste markeder, og kan i større grad enn tidligere påvirke utfallet av saker som er oppe til avstemning. I tillegg kan denne eiergruppen i større grad sikre at de beslutningene som blir fattet, faktisk er representative for aksjonærbasen.

Stemmegivning på tvers av landegrensener er både kostnads- og ressurskrevende, og systemene i de enkelte markedene er lite tilpasset til at en stor del av aksjene eies av

internasjonale institusjonelle investorer. I dag er det ingen globale standarder som regulerer det brede spekteret av eksisterende praksis rundt stemmegivning. Det er ikke bare de praktiske og kostnadsmessige utfordringene ved stemmegivning på tvers av landegrensene som utgjør et problem for aksjonærdemokratiet.

Effektive og mindre kostbare prosesser for stemmegivning vil gi økt valgdeltakelse og øke innflytelsen som NBIM og andre institusjonelle eiere har på utviklingen i børsnoterte selskaper. NBIM vil samarbeide med andre eiere, regulerende myndigheter og de mange aktørene som er involvert i prosessene rundt stemmegivningen, for å påvirke til en mer effektiv stemmegivning.

Vi har i samarbeid med Corporate Governance-senteret ved Tuck School of Business ved Dartmouth College startet et arbeid med å analysere de lovpålagte og reguleringsmessige forholdene rundt stemmegivning, de lokale anbefalingene for beste praksis og markedspraksisen blant de største selskapene i en rekke land. Kunnskapen fra dette samarbeidet vil gi et godt grunnlag når vi skal arbeide videre med effektivisering og forenkling av stemmeprosessen.

NBIM vil bidra til effektiv stemmegivning

Det har blitt enklere og mindre kostbart å utøve stemmeretten i de fleste markeder, men fremdeles kreves mye manuell behandling av selve stemmegivningen, samtidig som store mengder informasjon og dokumentasjon skal håndteres. For store forvaltere kan kostnadene ved global stemmegivning rettferdiggjøres, men for mindre investorer kan kostnadene bli for store, og de unnlater derfor å stemme.

Registrering og fastsettelse av stemmerett

Institusjonelle investorer stemmer stort sett gjennom

sine depotbanker og deres lokale agenter. Av praktiske og kostnadsmessige og i noen tilfeller juridiske grunner er depotbanken og ikke aksjonæren registrert som eier av aksjene i aksjonærregisteret. I tillegg benyttes ofte stemmeagenter og deres webbaserte stemmeplattformer. Det er ikke uvanlig at selskaper benytter agenter for å håndtere alt det praktiske rundt generalforsamlingen, og i tillegg har den lokale verdipapirsentralen i mange markeder en rolle i fastsettelsen av aksjebeholdninger og stemmeretter. Dette komplekse settet av aktører, som kan variere avhengig av type investor og det enkelte markedet, kan være vanskelig og kostbart for aksjonærer å forholde seg til. Vi vil arbeide for og støtte det arbeidet som er i gang i enkelte markeder med å forenkle nettverket av aktører som må involveres for å kunne utøve stemmeretten.

I noen markeder må aksjer som er registrert i depotbankens navn, omregistreres til aksjonærens navn for at aksjonæren skal kunne utøve stemmeretten. Slik omregistrering skjer ikke automatisk, den må skje innen gitte tidsfrister, den krever samarbeid mellom flere aktører, og den må ofte skje før aksjonæren er oppmerksom på at generalforsamlingen skal finne sted.

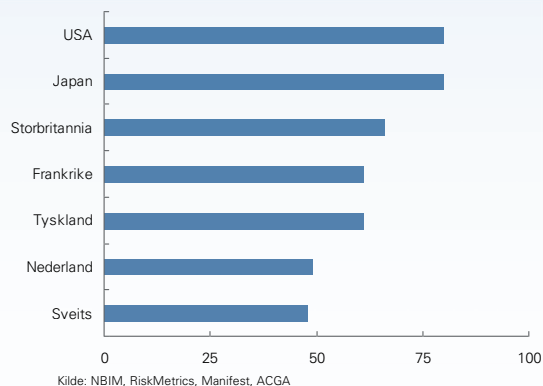
Ideelt sett burde en aksjonær kunne stemme for den aksjebeholdningen han har på selve generalforsamlingsdagen. I noen markeder sikres dette ved at aksjer blokkeres for salg i et nærmere bestemt tidsrom frem til generalforsamlingen. I praksis betyr dette at investoren må velge mellom å utøve stemmeretten eller å beholde friheten til å selge aksjer uten restriksjoner. I mange europeiske markeder praktiseres en slik blokkering av aksjer. I markeder der aksjer ikke blokkeres, bestemmes antall stemmeretter av aksjebeholdningen på en gitt dato («record date») i forkant av generalforsamlingen. Aksjonæren står fritt til å selge aksjene i etterkant av denne

Global stemmegivning

Det er store forskjeller fra marked til marked, og også fra selskap til selskap innen det samme markedet, i hvilken grad aksjonærer benytter sin rett til å stemme på selskapers generalforsamlinger. Valgdeltakelsen på det enkelte selskapsmøtet vil også avhenge av hvilke saker som tas opp på agendaen. Normalt er valgdeltakelsen høyere ved omstridte temaer som oppkjøp, endringer i selskapskontroll og konkurrerende styrekandidater.

Hvordan og i hvilken grad selskaper offentliggjør informasjon om valgdeltakelse, varierer. I noen markeder, som for eksempel Sverige, Irland og Danmark, finnes det ingen krav om at slik informasjon skal offentliggjøres. Til tross for mangelfull informasjon, kan man generelt si at stemmedeltakelsen tradisjonelt har vært høyere i amerikanske selskaper enn i europeiske og asiatiske selskaper (med et unntak for Japan). Dette kan delvis forklares av den høyere andelen av internasjonale institusjonelle investorer i disse markedene som tradisjonelt har benyttet stemmeretten i mindre grad enn andre aksjonærer.

Figur 17-1 Stemmeavgivning. Aksjonærers deltakelse. Prosent



Kilde: NBIM, RiskMetrics, Manifest, ACGA

datoen, og det er derfor ingen garanti for at de som utøver stemmeretten, faktisk eier tilsvarende aksjer i selskapet på generalforsamlingsdagen. Bruk av record date blir mer og mer vanlig, men det er store variasjoner for hvilken dato som benyttes, og i mange markeder kan selskapene selv bestemme dette, noe som gjør det hele lite oversiktlig. I USA kan det være så mye som 60 dager før generalforsamlingen, mens det i andre land foretas en fastsettelse noen få dager før generalforsamlingen, som for eksempel to dager i Italia og Australia.

Vi vil på flere måter arbeide for en forenkling av de ovenfor nevnte prosessene rundt fastsettelse av stemmerett. Vi ønsker at markedene innfører systemer som ikke krever at aksjer blokkeres, og at det skal kunne avgis stemmer tettere opp mot generalforsamlingen.

Representasjon

Institusjonelle investorer som velger å stemme internasjonalt, gjør dette normalt sett ved å oppnevne en representant som møter på generalforsamlingen og stemmer på deres vegne. Avstemningsregler er i mange land ikke blitt tilpasset slik at det tas høyde for at stemmegivning i stor grad skjer gjennom representanter. Slik stemmegivning kan derfor bli komplisert og ressurskrevende, mye på grunn av manuell behandling hos de involverte aktørene. I noen markeder er det begrensninger på hvem som kan opptre med fullmakt, hvor mange aksjonærer en slik representant kan stemme for, og i hvilken grad han kan avlegge ulike stemmer for de ulike aksjonærene han representerer.

Investorer som benytter en representant, må i mange markeder utstede en notarialbekreftet fullmakt som gir representanten rett til å stemme og delta på generalforsamlingen. I noen markeder kan samme fullmakt dekke

alle selskaper, mens det i andre markeder kreves en individuell fullmakt per generalforsamling eller fullmakten kan ha en avgrenset levetid. I noen markeder må representanten vise frem fullmakten i original. Det er åpenbare administrative kostnader ved å overholde disse kravene.

Få land tillater elektronisk stemmegivning (eller vanlig post). Enkelte markeder har åpnet for elektronisk stemmegivning, blant annet USA, Australia, Japan, Storbritannia og Tyskland, men det er bare innført i et fåtall selskaper. NBIM vil arbeide for og støtte innføring av lovendringer som ikke krever fysisk tilstedeværelse på generalforsamlinger.

Informasjon

All dokumentasjon og informasjon knyttet til generalforsamlingen må passere gjennom kjeden av tjenesteleverandører fra selskapet til investoren. Stemmeinstruksjonene må gå samme vei tilbake. Desto flere involverte aktører, desto lengre tid tar disse prosessene. De ulike leddene opererer med tidsfrister, ofte inkludert litt ekstra tid slik at de er sikre på å overholde de tidsfristene som er satt for dem.

Generalforsamlingsdokumenter som ofte kun offentliggjøres på det lokale språket, må oversettes, noe som er kostbart i tillegg til at det ofte blir mangelfullt gjort. Den tiden aksjonærene til slutt har til stemmebeslutningen, avhenger i høy grad av kompleksiteten og lengden på stemmekjeden, og det er ikke uvanlig at aksjonærer mangler informasjon for å ta en informert beslutning. Vi vil prøve å påvirke at selskaper gir mer fyllestgjørende og tidsriktig informasjon om generalforsamlingene og sakene som er oppe til avstemming, slik at vi kan gi en informert stemme.

Vi arbeider for forbedringer og forenklinger av prosessene rundt global stemmegivning.

Stemmeresultater og offentliggjøring

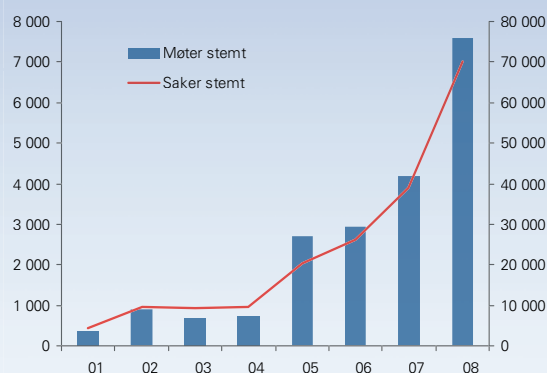
Investorer som stemmer gjennom depotbanker og stemmeagenter, vil kunne få en bekreftelse på at stemmene er avlevert av selskapet eller selskapets agent. Det er imidlertid ikke noe krav til selskapene om å bekrefte at de har mottatt og akseptert stemmene. Det varierer stort om selskaper må offentliggjøre resultater fra generalforsamlingen og på hvilken måte.

NBIM vil både gjennom sin kontakt med enkeltselskaper, men også gjennom dialog med regulerende myndigheter og i vår dialog med nettverket av tjenesteleverandører aktivt arbeide for at alle stemmer blir talt opp, at det finnes et revisjonsspor for avgitte stemmer, og at selskaper offentliggjør resultater fra stemmegivningen.

NBIMs stemmegivning 2001–2008

NBIM har siden 2003 utøvd stemmerett på generalforsamlinger. Siden 2005 har dette blitt gjort internt for å sikre en mer nøyaktig og konsistent stemmegivning. Vi har siden 2005 trappet opp aktiviteten i porteføljen i takt med økningen i antall selskaper.

Figur 17-2 Stemmeavgivning 2001–2008. Antall saker og møter



Vi benytter den webbaserte stemmeplattformen til Risk Metrics Group (RMG), som spesialiserer seg på å hjelpe investorer med stemmegivning over hele verden. NBIM holder de fleste av sine aksjebeholdninger gjennom den globale depotbanken JP Morgan Chase. Lokale banker er representanter for JP Morgan Chase i de fleste land, og det er disse bankene eller deres uavhengige representanter som møter opp på generalforsamlingen og stemmer med fullmakt fra NBIM. RMG sørger for at de stemmebeslutninger som fattes av oss, når frem til de lokale agentene.

Regnskapsrapportering

Norges Banks årsregnskap, som omfatter Statens pensjonsfond – Utland, ble fastsatt av representantskapet 5. mars 2009. Som en del av dette årsregnskapet inngår spesifisert regnskapsoppstilling med tilleggsinformasjon for Statens pensjonsfond – Utland, presentert i en egen note. Denne, og utdrag av regnskapsprinsippene til Norges Bank, er gjengitt under.

Resultatregnskap

<i>(tall i millioner kroner)</i>	Note	2008	2007
Resultat fra finansielle eiendeler eksklusiv valutakursreguleringer			
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker		494	431
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler		14 189	33 564
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:			
- aksjer og andeler	3	-595 304	41 627
- obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	3	-686	19 750
- finansielle derivater		-31 210	5 265
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsvtaler		-20 124	-32 509
Andre rentekostnader		-613	-118
Andre kostnader		44	-179
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	1	-633 209	67 831
Valutakursreguleringer		506 163	-146 412
Sum resultat		-127 046	-78 581
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	2	-2 165	-1 783
Årsresultat		-129 211	-80 364

Balanse

<i>(tall i millioner kroner)</i>	Note	2008	2007
EIENDELER			
FINANSIELLE EIENDELER			
Innskudd i utenlandske banker		18 111	30 004
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	3	274 132	870 834
Avgitt kontantsikkerhet	3	114	0
Aksjer og andeler	4	1 126 760	945 113
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	4	1 612 236	1 213 806
Finansielle derivater		0	2 094
Andre fordringer	5	17 164	5 229
SUM FINANSIELLE EIENDELER	8,9	3 048 517	3 067 080
GJELD OG EIERS KAPITAL			
FINANSIELL GJELD			
Kortsiktig innlån	3	133	187
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	3	514 395	710 898
Mottatt kontantsikkerhet	3	188 608	303 680
Finansielle derivater	6	36 320	0
Uoppgjorte handler		30 144	33 480
Annen gjeld		3 463	97
Skyldig forvaltningsgodtgjøring		2 165	1 783
SUM FINANSIELL GJELD	8,9	775 228	1 050 125
Eiers kapital	7	2 273 289	2 016 955
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL		3 048 517	3 067 080

Statens Pensjonsfond – Utland blir presentert på følgende måte i Norges Banks balanse:

<i>(tall i millioner kroner)</i>	2008	2007
EIENDELER		
Plasseringer for Statens pensjonsfond – Utland	2 273 289	2 016 955
GJELD		
Innskudd kronekonto Statens pensjonsfond – Utland	2 273 289	2 016 955

Noter til regnskapsrapportering

Note 0 Regnskapsprinsipper

Regnskapsprinsippene for Norges Bank er vedtatt av representantskapet 13. desember 2007. Regnskapsprinsippene for Norges Bank er etter avtale med Finansdepartementet også fulgt for Statens pensjonsfond – Utland.

1 Generelt

1.1 Grunnlag for utarbeidelse av årsregnskapet

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

Regnskapsloven fravikes hovedsakelig på følgende områder:

- Oppstillingsplan for resultat og balanse er tilpasset bankens virksomhet.
- Kontantstrømsanalyse er ikke utarbeidet.
- Finansielle derivater og uoppgjorte handler er vist netto i balansen.
- Valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte verdiendringer på finansielle instrumenter er skilt ut og presentert på egen linje.
- Noteopplysningene er tilpasset Norges Banks virksomhet.

1.2 Endring av regnskapsprinsipp i 2008

Fra og med årsregnskapet for 2008 er det gjort følgende endring i regnskapsprinsippene:

Mottatt sikkerhet i kontanter innregnes i balansen. Det samme gjelder sikkerhet i form av verdipapirer dersom de blir reinvestert, jf. 4.3. Sammenligningstall for 2007 er omarbeidet. Se nærmere omtale i noter.

1.3 Presentasjon av Statens pensjonsfond – Utland

Statens pensjonsfond – Utland forvaltes i Norges Banks navn på vegne av Finansdepartementet i henhold til retningslinjer gitt for forvaltningen. Den forvaltede portefølje tilsvarer det til enhver tid innstående beløp på Finansdepartementets kronekonto for Statens pensjonsfond – Utland i Norges Bank. Den oppnådde avkastningen ved forvaltningen henføres i sin helhet til kronekontoen. Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i fondet. Oppnådd resultat for Statens pensjonsfond – Utland påvirker derfor ikke Norges Banks resultat eller Norges Banks egenkapital. Plasseringer for Statens pensjonsfond – Utland presenteres netto på egen linje som en eiendel. Pensjonsfondets kronekonto presenteres som tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet. Det utarbeides en separat regnskapsoppstilling for Statens pensjonsfond – Utland som inngår som egen note i Norges Banks årsregnskap.

2 Bruk av estimater ved utarbeidelsen av årsregnskapet

Utarbeidelse av Norges Banks regnskap innebærer bruk av estimater og vurderinger som kan påvirke eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og skjønnsmessige vurderinger vurderes løpende og er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet. Estimaterne er basert på beste skjønn, men vil kunne avvike fra endelig utfall.

3 Valuta

Transaksjoner i utenlandsk valuta regnskapsføres til valutakursen på transaksjonstidspunktet. Eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta omregnes til norske kroner med valutakurser på balansedagen.

I resultatregnskapet er valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte verdiendringer på finansielle instrumenter skilt ut og presentert på egen linje. Periodens valutakursregulering estimeres basert på opprinnelig kostpris i valuta og endring i valutakurser mellom kjøpstidspunktet, eller forrige balansedag for finansielle instrumenter kjøpt i tidligere perioder, og balansedagen.

4 Finansielle instrumenter

4.1 Innregning og fraregning

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

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

Finansielle forpliktelser blir fraregnet når forpliktelsen har opphørt.

4.2 Verdivurdering

Første gangs regnskapsføring

En finansiell eiendel eller forpliktelse innregnes til anskaffelseskost inklusive direkte transaksjonskostnader. Direkte transaksjonskostnader omfatter kurtasje og stempelavgift.

Etterfølgende verdimåling

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

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

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

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

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

4.3 Utlån av verdipapirer

Utlån av finansielle instrumenter skjer ved at verdipapirer overføres fra Norges Bank til en innlåner mot at innlåner stiller sikkerhet i form av kontanter eller andre verdipapirer. Ved opphør av lånet skal identiske verdipapirer leveres tilbake. Innlåner forplikter å kompensere utlåner for ulike hendelser tilknyttet verdipapirene, som tegningsrettigheter, utbytte med mer. Utlånte verdipapirer fraregnes ikke fra Norges Banks balanse. Utlånsgebyr inntektsføres løpende som renter på utlån.

Innlåner har stemmerett på verdipapirer i låneperioden. Mottatt sikkerhetsstillelse i form av kontanter innregnes i balansen. Det samme gjelder sikkerhet i form av verdipapirer dersom de er reinvestert. Urealisert og realisert gevinst og tap på reinvesteringene målt til virkelig verdi er ført i resultatregnskapet.

4.4 Gjenkjøps-/gjensalgavtaler

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

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

4.5 Opptjente og påløpte renter

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

5 Skatt

Norges Bank er ikke skattepliktig for sin virksomhet i Norge.

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

6 Forvaltningsgodtgjøring

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

Note 1 Resultat fra forvaltning før valutakursfordeling

(tall i millioner kroner)	Renter	Utbytte	Real. gev./tap	Ureal. gev./tap	SUM
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker	494	0	0	0	494
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler	14 189	0	0	0	14 189
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:					
- aksjer og andeler	1 349	30 590	-81 986	-545 257	-595 304
- obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	62 652	0	-14 684	-48 653	-686
- finansielle derivater	11 367	0	-6 259	-36 318	-31 210
Rentekostnad innlån	-20 124	0	0	0	-20 124
Andre rentekostnader	-613	0	0	0	-613
Andre kostnader	44	0	0	0	44
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	69 359	30 590	-102 929	-630 229	-633 209

Note 2 Forvaltningskostnader

	2008		2007	
	Hele tusen kroner	Prosent	Hele tusen kroner	Prosent
Interne kostnader	658 423		630 516	
Kostnader til depot og oppgjør	341 135		273 476	
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	420 376		513 442	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	486 859		268 546	
Øvrige kostnader	258 430		97 295	
Sum alle forvaltningskostnader	2 165 223	0,11	1 783 275	0,09
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	1 678 364	0,08	1 514 729	0,08

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

3.1 Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler

Norges Bank gjør handler i gjenkjøps- og gjensalgsvtaler for å finansiere posisjoner til lavest mulig pris og for å skape merinntekter for fondet. Følgende tabeller viser posisjoner i gjenkjøps- og gjensalgsvtaler som er balanseført per 31.12.08:

Utlån knyttet til gjensalgsvtaler

(tall i millioner kroner)	2008	2007
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler, ordinær aktivitet	160 009	669 607
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler, reinvesteringer av kontantsikkerhet knyttet til utlån av verdipapirer	114 123	201 227
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	274 132	870 834

Kortsiktig innlån

Linjen kortsiktig innlån består av innlån som benyttes i likviditetsstyring av porteføljen, og som har løpetider fra 1 til 10 dager. Dette utgjør 133 millioner kroner per 31.12.08.

Innlån knyttet til gjenkjøpsvtaler

(tall i millioner kroner)	2008	2007
Innlån knyttet til gjenkjøpsvtaler	514 395	710 898

3.2 Kontantsikkerhet

Fondet avgir og mottar kontantsikkerhet i flere forskjellige sammenhenger. Dette gjelder i forbindelse med overvåking av posisjoner i ikke børsnoterte finansielle derivater, ved utlån av verdipapirer og i forbindelse med marginering av posisjoner i gjenkjøps- og gjensalgsvtaler. Denne kontantsikkerheten er balanseført fordi Norges Bank har tilgang til beholdningen på bankkonto. Følgende tabeller viser beløpene som er balanseført per 31.12.08:

Avgitt kontantsikkerhet

(tall i millioner kroner)	2008	2007
Kontantsikkerhet avgitt knyttet til ikke børsnoterte finansielle derivater	114	-
Avgitt kontantsikkerhet	114	-

Mottatt kontantsikkerhet

(tall i millioner kroner)	2008	2007
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til utlån av verdipapirer	185 606	298 012
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke børsnoterte finansielle derivater	2 882	5 668
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til marginering av gjenkjøps-/gjensalgsvtaler	119	-
Mottatt kontantsikkerhet	188 608	303 680

Effekten av endringer i regnskapsprinsipp gjennomført ved årsskiftet 2008 er at «Sum finansielle eiendeler» og «Sum gjeld og eiers kapital» per 31.12.08 er økt med 188 608 millioner kroner. Sammenlignbare tall er omarbeidet. Endringen har medført en tilsvarende økning på 303 680 millioner kroner per 31.12.07. Endringen har ikke hatt noen effekt på resultatregnskapet.

3.3 Utlån av verdipapirer

Utlånte verdipapirer

Tabellen nedenfor viser verdipapirer som var lånt ut gjennom utlånsprogrammer ved årsskiftet. Disse eiendelene er balanseført under «aksjer og andeler» og «obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer».

(tall i millioner kroner)	2008	2007
Utlånte aksjer	182 612	181 929
Utlånte obligasjoner	191 482	334 424
Sum sikrede utlån av verdipapirer	374 094	516 352

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

Sikkerheter mottatt i forbindelse med utlån av verdipapirer

(tall i millioner kroner)	2008		2007	
	Balanseført	Virkelig verdi	Balanseført	Virkelig verdi
Mottatte sikkerheter				
Kontantsikkerhet	185 606	185 606	298 012	298 012
Sikkerhetsstillelse i form av aksjer	-	137 628	-	127 637
Sikkerhetsstillelse i form av obligasjoner	-	66 721	-	110 049
Sum sikkerhetsstillelser	185 606	389 955	298 012	535 698

Reinvesteringer av kontantsikkerhet

Sikkerhet i form av kontanter reinvesteres i gjensalgsvtaler eller diversifiserte obligasjonsfond med kort løpetid og høyeste kredittkarakter (Aaa fra Moody's). Norges Bank har inngått avtaler med internasjonale forretningsbanker som forvalter av disse fondene. Nedenstående tabell viser reinvesteringene ved årsskiftet, slik de fremkommer i balansen (til virkelig verdi):

(tall i millioner kroner)	2008	2007
Reinvesteringer knyttet til utlån av verdipapirer		
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	114 124	201 227
Asset Backed Securities	39 150	45 720
Structured Investment Vehicles	2 461	10 791
Andre rentebærende verdipapirer	21 564	36 755
Sum reinvesteringer i form av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	63 175	93 266
Sum reinvesteringer knyttet til utlån av verdipapirer	177 299	294 493

Reinvesteringene er balanseført under «Utlån knyttet til gjensalgsvtaler» og «Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer». Reinvesteringene var ikke balanseført per 31.12.07.

Renteinntekter fra utlånte aksjer er resultatført med 1 349 millioner kroner på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra aksjer og andeler. Renteinntekter fra utlånte obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer er resultatført med 1 146 millioner kroner på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer. Som følge av ytterligere negativ markedsutvikling i 2008 er et urealisert verditap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser i form av obligasjoner på 5 640 millioner kroner regnskapsført på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer for 2008, mot 3 088 millioner kroner i 2007.

Note 4 Aksjer og andeler/obligasjoner og andre rentebærende papirer

(tall i millioner kroner)	Innkjøpskost	Virkelig verdi	Opptjente renter	Sum virkelig verdi
<i>Aksjer og andeler:</i>				
- Børsnoterte aksjer og andeler	1 365 941	1 124 049	1 900	1 125 949
- Andeler i verdipapirfond	1 132	811	-	811
Sum aksjer og andeler	1 367 073	1 124 860	1 900	1 126 760
<i>Stats- og statsrelaterte obligasjoner:</i>				
- Statsobligasjoner	381 682	455 910	8 655	464 565
- Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	45 403	54 777	1 208	55 985
- Obligasjoner utstedt av overnasjonale enheter	46 247	57 091	966	58 057
- Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	124 831	144 418	2 605	147 023
Sum stats- og statsrelaterte obligasjoner	598 163	712 196	13 434	725 630
<i>Realrenteobligasjoner:</i>				
- Realrenteobligasjoner utstedt av statlige myndigheter	104 558	123 752	792	124 544
- Realrenteobligasjoner utstedt av selskaper	1 941	1 803	4	1 807
Sum indekslinkede obligasjoner	106 499	125 555	796	126 351
<i>Selskapsobligasjoner:</i>				
- Obligasjoner utstedt av energiselskaper	19 513	19 326	357	19 683
- Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	206 338	177 765	3 785	181 550
- Obligasjoner utstedt av industriselskaper	87 038	84 298	1 801	86 099
Sum selskapsobligasjoner	312 889	281 389	5 943	287 332
<i>Verdipapiriserte obligasjoner:</i>				
- Obligasjoner med fortrinnsrett	243 882	283 923	6 544	290 467
- Mortgage Backed Securities	148 558	144 328	532	144 860
- Asset Backed Securities	34 639	26 595	124	26 719
- Commercial Mortgage Backed Securities	13 392	10 612	88	10 700
Sum verdipapiriserte obligasjoner	440 471	465 458	7 288	472 746
Sertifikater	140	177	0	177
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	1 458 162	1 584 775	27 461	1 612 236

Note 5 Andre fordringer

(tall i millioner kroner)	2008	2007
Kildeskatt	663	292
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning	16 259	4 766
Opptjente renter utlån verdipapirer	242	171
Sum andre krav	17 164	5 229

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

Note 6 Finansielle derivater

(tall i millioner kroner)	Eksponering				Virkelig verdi		
	31.12.2008		Gjennomsnitt 2008		Eiendel	Gjeld	Virkelig verdi netto
	Kjøp	Salg	Kjøp	Salg			
Valutahandler	22 111	0	41 757	0	423	395	28
Børsnoterte futures-kontrakter	27 003	43 070	108 334	116 600	1 690	922	768
Rentebytteavtaler	415 535	474 465	617 619	592 507	26 280	59 634	-33 354
Totalavkastningsbytteavtaler	2	-	12 802	4	41	-	41
Kredittbytteavtaler	95 750	61 310	150 134	82 675	6 288	4 894	1 394
Aksjebytteavtaler	8 260	1 851	19 708	8 310	820	7 085	-6 265
Sum bytteavtaler	519 547	537 626	800 263	683 496	33 429	71 613	-38 184
Opsjoner	42 328	33 503	89 020	75 884	4 037	2 969	1 068
Sum finansielle derivater	610 989	614 199	1 039 374	875 980	39 579	75 899	-36 320

Valutahandler

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

Børsnoterte futures-kontrakter

Eksponering er markedsverdi av underliggende instrumenter.

Ikke børsnoterte finansielle derivater (OTC)

Rentebytteavtaler

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

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

Totalavkastningsbytteavtaler

Ved en totalavkastningsbytteavtale (TRS – Total Return Swap) overfører kjøperen av beskyttelsen den totale avkastning på underliggende kreditt til selgeren av beskyttelsen i bytte mot en fast eller flytende rente. Med den totale avkastningen menes her summen av kupongbetalinger og eventuelle verdiendringer. Underliggende verdipapir for de TRS som fondet er investert i, er CMBS-indeks (Commercial Mortgage Backed Securities) og MBS-indeks (Mortgage Backed Securities).

Eksponering er nominell verdi og viser om Norges Bank mottar (har kjøpt) eller betaler (har solgt) indeksavkastningen.

Kredittbytteavtaler

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

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

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

Aksjebytteavtaler

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

Eksponering tilsvarer markedsverdien på underliggende aksjer eller aksjeindeks.

Opsjoner

Eksponering uttrykker markedsverdi på underliggende. Opsjonskontrakter som fondet har skrevet, er plassert under solgte kontrakter. Opsjoner hvor Norges Bank betaler en premie, ligger under kjøpte kontrakter.

Note 7 Eiers kapital

(tall i millioner kroner)	2008	2007
Innskudd kronekonto per 1.1	2 016 955	1 782 139
Tilførsel i løpet av året	385 545	315 179
Forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	-2 165	-1 783
Resultat fratrukket/tilført kronekonto	-127 046	-78 580
Eiers kapital – innskudd kronekonto per 31.12	2 273 289	2 016 955

Note 8 Valutafordeling

(tall i millioner kroner)	USD	CAD	EUR	GBP	JPY	Andre	SUM
FINANSIELLE EIENDELER							
Innskudd banker	9 265	-148	6 380	1 145	-883	2 352	18 111
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	102 977		123 100	43 868	1 081	3 107	274 132
Finansielle derivater			114				114
Aksjer og andeler	353 981	23 790	298 946	150 603	97 175	202 265	1 126 760
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	522 358	33 099	786 251	163 172	67 883	39 473	1 612 236
Andre fordringer	2 829	-47	15 662	-1 401	37	85	17 164
SUM FINANSIELLE EIENDELER	991 410	56 694	1 230 453	357 386	165 293	247 281	3 048 517
FINANSIELL GJELD							
Kortsiktig innlån	2	1	1	20	1	109	133
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	147 774	9 080	247 697	91 804	6 453	11 586	514 395
Mottatt kontantsikkerhet	76 751		106 763	5 094			188 608
Finansielle derivater	13 989	1 490	12 586	11 471	1 081	-4 298	36 320
Uoppgjorte handler	30 754	-219	1 419	-848	-55	-908	30 144
Annen gjeld	3 377					87	3 463
Skyldig forvaltningsgodtgjøring						2 165	2 165
SUM FINANSIELL GJELD	272 646	10 352	368 465	107 542	7 481	8 742	775 228

Note 9 Risiko og verdsettelse

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

Markedsrisiko

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

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

Markedsrisiko

	Risikomål	31.12.08	Min. 2008	Maks. 2008	Gj. snitt 2008	31.12.07
Total risiko, portefølje	St. avvik	22,2%	8,0%	25,8%	14,2%	8,6%
Aksjeportefølje	St. avvik	36,7%	15,7%	46,4%	24,7%	14,5%
Renteportefølje	St. avvik	21,5%	7,9%	21,5%	12,6%	8,9%

Risikotallet ved utgangen av 2008 betyr at man i 2 av 3 år forventer at fondets verdi svinger innenfor +/-22,2 prosent av total markedsverdi (ett standardavvik) basert på den faktiske porteføljen på dette tidspunkt. Markedsrisikoen har steget vesentlig i løpet av 2008. Det er særlig i siste halvår at økningen i estimert forventet risiko har funnet sted. Markedsrisikoen kan også uttrykkes med basis i de faktiske porteføljesvingningene gjennom året.

Særlig to forhold forklarer det økte risikonivået: endringer i sammensetningen av referanseindeksen og endret dynamikk i markedene. Endring av referanseindeksen i løpet av 2008 er primært knyttet til økning av aksjeandelen i fondet og inkludering av fremvoksende aksjemarkeder, og forklarer noe av økningen i risiko i løpet av året. Stressede markeder og uvanlig høy volatilitet, spesielt i 2. halvår, forklarer det vesentligste av økningen gjennom 2008.

Risikomodellen

Modellen som benyttes, beregner forventet standardavvik for fondets verdi basert på porteføljesammensetningen og forutsetninger om dens følsomhet for svingninger i relevante markedsfaktorer og samvariasjonen mellom disse. I Norges Bank foretas risikoberegninger på regelmessig basis, med månedlige hovedkjøringer. Det benyttes både parametriske beregningsmetode og beregning basert på Monte Carlo-simulering. Parametriske metode er benyttet ved beregning av tallene i ovenstående tabell. Volatiliteter og korrelasjoner estimeres basert på daglige historiske data hvor nyere markedsdata tillegges mer vekt enn gamle data. Denne risikomodellen reagerer således svært raskt på endringer i markedene.

Likviditetsrisiko

Norges Bank definerer likviditetsrisiko sett i forhold til forvaltning av Pensjonsfondet som evnen til å gjennomføre planlagte eller uventede endringer i sammensetningen av porteføljen på grunn av eksogene eller endogene forhold, uten å påføre fondet unormalt høye transaksjonskostnader. Styring av likviditetsrisiko er nedfelt i hele kontrollstrukturen ned til enkelte investeringsmandat, og foretas opp mot et sett av kvantitative styringsvariabler.

For fondets posisjoner i aksjemarkedet er målingen av disse styringsvariablene ikke forbundet med store utfordringer fordi beholdningen består av aksjer som er notert på regulerte børser. Det eksisterer noen unntak fra dette, ved at enkelte lokale børser er lite velfungerende. For renteinstrumenter er målingen i utgangspunktet vanskeligere på grunn av at andelen ikke-børsnoterte instrumenter er betydelig. Den senere tids utvikling i markedene har også medført ytterligere problemstillinger knyttet til kvantitative mål av likviditet i rentebaserte instrumenter.

Likviditetsrisikoen har økt betydelig i løpet av 2008, spesielt i 2. halvår. For mange rentepapirer er likviditeten betydelig redusert ettersom store deler av aktørene som tilførte likviditet, har skalert ned virksomheten dramatisk. Statens pensjonsfond – Utland er av en slik størrelse at bortfall av likviditet i en slik skala fører til betydelige utfordringer i forvaltningen.

Kreditrisiko

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

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

Renteporteføljen fordelt etter kredittvurdering¹⁾

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	P-1	Ingen	Sum
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	495 032	182 737	36 906	6 928	1 993	639	-	1 394	725 630
Realrenteobligasjoner	75 634	48 754	1 963	-	-	-	-	-	126 351
Selskapsobligasjoner	18 629	67 627	111 240	78 577	5 912	2 657	-	2 690	287 332
Verdipapiriserte obligasjoner	442 645	14 981	9 926	2 418	983	1 792	-	-	472 746
Sertifikater	0	-	-	-	-	-	177	-	177
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	1 031 941	314 100	160 035	87 923	8 889	5 088	177	4 084	1 612 236

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

Følgende tabell viser eksponering mot kredittderivater:

	Nominelt beløp	Virkelig verdi
Kredittbytteavtaler, kjøpt beskyttelse	95 750	-4 304
Kredittbytteavtaler, solgt beskyttelse	61 310	5 698

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

Norges Bank har i tillegg en risiko overfor motparter i gjennomføring av transaksjoner, risiko overfor de institusjonene der verdipapirene deponeres, og risiko overfor internasjonale oppgjørs- og depotsystemer (motpartsrisiko). Aksje- og renteporteføljen inneholder plasseringer i usikrede bankinnskudd og ikke børsnoterte derivater og valutakontrakter. Derivater benyttes for både handels- og sikringsformål i fondet. Finansdepartementet har bestemt at ingen motparter i slike handler kan ha lavere kredittvurdering enn A-/A3/A- fra Fitch, Moody's eller S&P. Norges Bank overvåker motpartsrisiko gjennom oppfølging av eksponering målt mot kredittrisikorammer. Kredittrisikorammer blir blant annet bestemt av kredittkarakteren til motparten der høyere karakter gir høyere ramme.

Tabellen nedenfor viser vår motpartsrisiko knyttet til posisjoner i finansielle derivater (kontrakter med positiv markedsverdi) ved årsslutt, og beholdninger i kontanter:

<i>(Virkelig verdi i millioner kroner)</i>	
Kredittbytteavtaler	6 288
Valutaavtaler	423
Bytteavtaler	26 321
Opsjoner	4 037
Aksjebytteavtaler	820
Sum derivater	37 889
Terminnskudd	18 111
Kontanter	-
Sum terminnskudd/kontanter	18 111
Sum motpartsrisiko	56 000

Posisjonene er vist før motregning («netting»), og sikkerhetsstillelse er ikke hensyntatt. For å minimere motpartsrisikoen benytter NBIM bilaterale avtaler om motregning, og høy grad av krav til pant for ellers usikret eksponering. Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke børsnoterte finansielle derivater utgjorde 2 882 millioner kroner ved utgangen av 2008, se note 3. Terskelverdiene for innhenting av sikkerheter er satt til mellom 0 og 25 millioner euro, målt som netto positiv markedsverdi per motpart.

Måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter

Kontrollmiljø

Det er etablert en omfattende prosess for løpende verddivurdering av porteføljene med innhenting og kontroll av priser hos eksterne regnskapsleverandører og i Norges Banks driftsenheter. Videre er verdsettelsen underlagt en rekke ytterligere kontrollrutiner som er fordelt på uavhengige kontrollmiljøer i Norges Bank og de eksterne regnskapsleverandørene ved periodeslutt. Det benyttes hierarkier for uavhengige priskilder fastsatt av Norges Bank. De viktigste priskontrollene skjer ved månedsslutt for å sikre kvaliteten på prisene og at prisingshierarkiet blir fulgt for avkastningsmåling og regnskapsavleggelse. Videre utføres stikkprøver gjennom måneden. Ved behov innhenter de interne kontrollenhetene bistand fra de eksterne prisingsspesialistene som er valgt til å bistå med prisingen av spesielt utfordrende investeringsobjekter. Verdsettelsen er gjenstand for behandling i en komité for verddivurdering, som er et forum for eskalering av større prisingsspørsmål. Komiteen møtes minst hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapet.

Fastsettelse av virkelig verdi

Gjennom 2008 økte uroen i finansmarkedene med en foreløpig topp i etterkant av Lehman Brothers-konkursen i september. Dette medførte større usikkerhet rundt verdifastsettelsen av enkelte instrumenttyper. Det er imidlertid fremdeles slik at majoriteten av instrumentene som fondet er investert i, anses å inneha begrenset prisingssisiko. Størsteparten av de finansielle instrumentene har hatt observerbare priser gjennom 2008. Priser er innhentet fra flere ulike kilder som er uavhengige fra både interne og eksterne forvaltere.

I de tilfeller hvor det ikke finnes en observerbar pris grunnet lite aktivitet i markedet, benyttes modeller for å prise de aktuelle posisjonene. De fleste papirene innenfor denne kategorien har observerbare markedsdata som går inn i modellen, men en mindre del prises ved bruk av ekstrapolasjon og estimering.

Tabellen nedenfor inndeler investeringene i kategorier for prisusikkerhet:

(tall i millioner kroner)

Kategorisering av investeringer mht. prisusikkerhet	Observerbare markedspriser i aktive markeder	Modellprising med observerbare datapunkter	Modellprising med større usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi	Totalt
Aksjer og andeler	1 124 096	1 921	743	1 126 760
Obligasjoner	712 224	826 520	73 492	1 612 236
Totalt	1 836 320	828 441	74 235	2 738 996

Aksjeinvesteringene er vurdert som forholdsvis enkle å verddivurdere da det foreligger offisielle børskurser som baseres på et aktivt transaksjonsmarked for nesten alle posisjonene i porteføljen. Når det gjelder beholdninger i obligasjoner, er prisusikkerhetsbildet imidlertid noe nyansert. Prisfastsettelsen av statsobligasjoner og likvide statsgaranterte obligasjoner er på observerbare markedspriser i et aktivt marked for kursstilling og med hyppige transaksjoner. Selskapsobligasjoner, obligasjoner med fortrinnsrett og en del statsgaranterte og statsrelaterte obligasjoner er derimot vurdert som priset av modeller med observerbare datapunkter.

Samlet eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til korrekt prisfastsettelse, var 74,2 milliarder ved årsslutt. Dette bestod nesten utelukkende av verdipapiriserte obligasjoner som ikke er garantert av føderale kredittinstitusjoner, eksempelvis Fannie Mae, Freddie Mac og Ginnie Mae. Dette var en nedgang i eksponering på 29,1 milliarder siden årsslutt 2007 da eksponeringen var 92,5 milliarder mot verdipapiriserte obligasjoner og 10,8 milliarder mot Structured Investment Vehicles (SIV). Denne nedgangen skyldes hovedsakelig negativ prisutvikling på de verdipapiriserte investeringene, men obligasjonsforfall og nedbetaling av hovedstol bidro også. Når det gjelder gjenværende eksponering mot SIV-er, anses kun eksponering på 0,4 milliarder som spesielt utfordrende å prise ved utgangen av 2008. Videre ble 2,1 milliarder i SIV-obligasjoner rekategorisert til modellprising med observerbare datapunkter. Den resterende nedgangen i eksponering mot SIV-er i løpet av 2008 skyldes hovedsakelig tilbakebetalinger ved forfall.

Gjennom flere analyser og diskusjoner med ulike aktører i markedet (prisleverandører, meglere og eksterne forvaltere) er det utviklet enkle metoder for verdsettelse som er ment å ta hensyn til den ytterligere usikkerheten. Metodene innebærer at verdien av enkelte typer instrumenter er nedjustert gjennom et likviditetsfradrag fra den verdi som er rapportert fra ordinære priskilder. Størrelsen på likviditetsfradraget er avhengig av vurdert usikkerhet i prisen fra prisingsskilden.

Det regnskapsmessige likviditetsfradraget som er gjort utover prisen fra ordinære kilder, utgjorde 3 424 millioner kroner ved utgangen av 2008 mot 2 134 millioner kroner i 2007. Av det totale likviditetsfradraget kommer 975 millioner kroner fra kontantsikkerhetsstillelser som er reinvestert i obligasjoner (se note 3).

Sentralbankrevisjonen og Deloitte AS har avgitt følgende felles revisjonsuttalelse til representantskapet til regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond – Utland, slik denne fremkommer i note til Norges Banks årsregnskap 2008.

Revisjonsberetning

Til Norges Banks representantskap

UTTALELSE TIL REGNSKAPSRAPPORTERING FOR STATENS PENSJONSFOND - UTLAND FOR 2008

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond – Utland for 2008 som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Regnskapsrapporteringen, som viser et negativt årsresultat på 129 211 millioner kroner, består av resultatregnskap, balanse og noter. Regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond - Utland er avlagt i henhold til regnskapslovens bestemmelser og god regnskapsskikk i Norge med de justeringer som fremgår av note om regnskapsprinsipper. Regnskapsrapporteringen er avgitt av Norges Banks hovedstyre som en del av Norges Banks årsregnskap. Vår oppgave er å uttale oss om regnskapsrapporteringen.

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

Vi mener at

- regnskapsrapporteringen gir et rettviseende bilde av Statens pensjonsfond – Utlands økonomiske stilling 31. desember 2008 og av resultatet i regnskapsåret i samsvar med regnskapslovens bestemmelser og god regnskapsskikk i Norge med de justeringer som fremgår av note om regnskapsprinsipper
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger.

Oslo, 25. februar 2009

Sentralbankrevisor

Svenn Erik Forsstrøm (sign)
Statsautorisert revisor

Deloitte AS

Aase Aa. Lundgaard (sign)
Statsautorisert revisor

ISSN 1891-1331

Formgivning: Burson-Marsteller v/Erik Sand

Foto side 8–9, 34–35, 56–57 og 58: NBIM. Side 14, 54–55: Erik Sand. Side 15: SXC / Yali Shi.
Side 17: Nestlé, Mondi, UPM. Side 51: Constellation Energy

Papir: Galerie Art Matt 250/150

Produksjon: 07 Lobo Media AS



Norges Bank Investment Management
Bankplassen 2
Postboks 1179 Sentrum
N-0167 Oslo
Norge

Tlf.: +47 24 07 30 00
www.nbim.no