

# Statens pensjonsfond utland Årsrapport 2024





Fondet eies av det norske folk, representert ved regjeringen og Stortinget. Finansdepartementet er ved lov gitt det overordnede ansvaret for forvaltningen. Den operative gjennomføringen av forvaltningsoppdraget ivaretas av Norges Bank Investment Management, innenfor rammene i mandatet fra Finansdepartementet.

Oppdraget er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner. Målet med investeringene i fondet er å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader med en akseptabel risiko. Innenfor den overordnede finansielle målsettingen, skal fondet forvaltes ansvarlig.

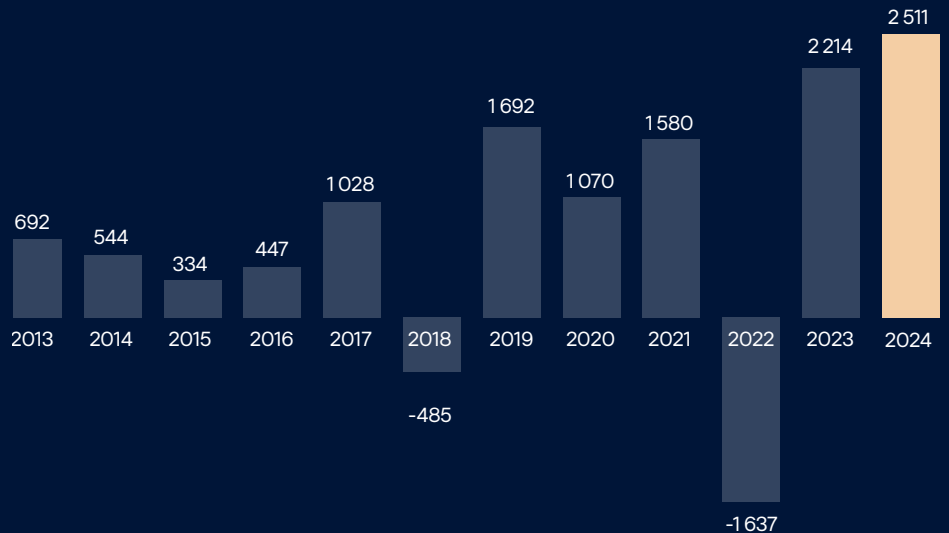
# Avkastning

**13,1 %**

avkastning

**-0,45**

prosentpoeng svakere enn referanseindeksen



Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på 13,1 prosent, eller 2 511 milliarder kroner i 2024. Dette var -0,45 prosentpoeng eller -75 milliarder kroner svakere enn referanseindeksen til fondet.

Aksjer

**18,2 %**

avkastning



Rentepapirer

**1,3 %**

avkastning



Unotert eiendom

**-0,6 %**

avkastning



Unotert infrastruktur for fornybar energi

**-9,8 %**

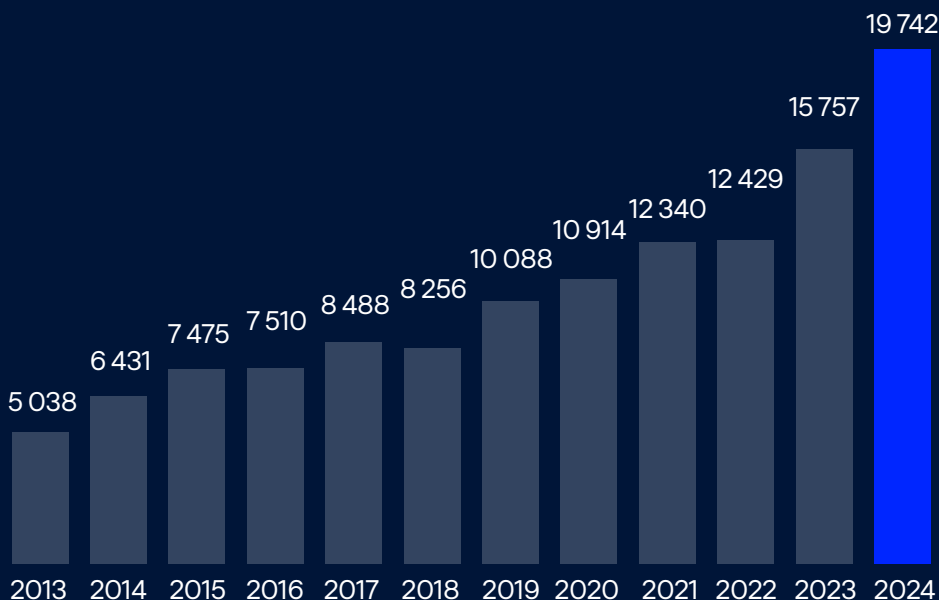
avkastning



# Fondets verdi

**19 742**  
milliarder kroner

Fondets verdi var 19 742 milliarder kroner ved utgangen av 2024, opp fra 15 757 milliarder kroner året før.

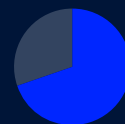


## Markedsverdi per aktivaklasse<sup>1</sup>

Aksjer

**14 113**  
milliarder kroner

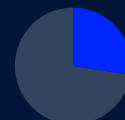
**71,4 %**  
av fondet



Rentepapirer

**5 253**  
milliarder kroner

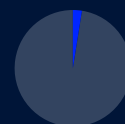
**26,6 %**  
av fondet



Unotert eiendom

**364**  
milliarder kroner

**1,8 %**  
av fondet



Unotert infrastruktur for fornybar energi

**25**  
milliarder kroner

**0,1 %**  
av fondet



<sup>1</sup> Markedsverdien på investeringsporteføljen var på 19 755 milliarder kroner. Fondets verdi inkluderer utsatt skatt og fordring/gjeld knyttet til forvaltningsgodtgjøring.

# Innhold

<b>6</b>	<b>1. Resultatene</b>
7	Hovedstyrets vurdering
12	Leder
14	Hovedtall
<b>20</b>	<b>2. Investeringene</b>
21	Aksjer
25	Rentepapirer
29	Eiendom
34	Infrastruktur for fornybar energi
37	Investeringsrisiko
40	Investeringsstrategiene
<b>52</b>	<b>3. Organiseringen</b>
53	Forvaltningsorganisasjonen
54	Forvaltningens gjennomføring
69	Kostnader
<b>75</b>	<b>4. Regnskapet</b>
77	Regnskap
81	Noter
132	Uavhengig revisors beretning





# 1. Resultatene

7	Hovedstyrets vurdering
12	Leder
14	Hovedtall





Fra venstre: Øystein Børsum, Pål Longva, Kristine Ryssdal, Hans Aasnæs, Ida Wolden Bache, Ragnhild Janbu Fresvik, Nina Udnes Tronstad, Arne Hyttnes, Mats Bay Fevolden (ansattererepresentant), Thomas Ekeli, Guro Heimly (ansattererepresentant).

# Hovedstyrets vurdering av resultatene

Investeringene i Statens pensjonsfond utland hadde en avkastning på 13,1 prosent i 2024, etter sterk oppgang i globale aksjemarkeder. Det relative resultatet var likevel svakt, med en avkastning som var 0,45 prosentpoeng lavere enn i referanseindeksen. Hovedstyret legger vekt på å vurdere resultatene over tid, og er tilfreds med at avkastningen over tid har vært høyere enn avkastningen på fondets referanseindeks.

Fondets verdi økte med nær fire tusen milliarder kroner i 2024, til 19 742 milliarder kroner. Investeringene var ved utgangen av året fordelt med 71,4 prosent i aksjer, 26,6 prosent i rentepapirer, 1,8 prosent i unotert eiendom og 0,1 prosent i unotert infrastruktur for fornybar energi.

Fondets avkastning målt i fondets valutakurv var 13,1 prosent, tilsvarende 2 511 milliarder kroner, før fradrag for forvaltningskostnader.

# 6,3 %

## i årlig avkastning i perioden 1998–2024

Aksjeavkastningen var 18,2 prosent. Solid lønnsomhet i selskapene og mer optimistiske vekstforventninger bidro til oppgangen i aksjemarkedet, sammen med fallende inflasjonsforventninger. Utviklingen i aksjemarkedet de siste årene har gjort at noen få selskaper nå utgjør en betydelig andel av fondets referanseindeks. Flere av de største selskapene er innenfor teknologisektoren, som ga den høyeste aksjeavkastningen både i 2023 og 2024.

Avkastningen på rentebærende instrumenter i 2024 ble 1,3 prosent, etter at rentenivået på obligasjoner steg noe gjennom året. Avkastningen på investeringene i unotert eiendom var -0,6 prosent. Mens verdsettelsen av mange av fondets unoterte eiendomsinvesteringer falt betydelig i 2023, var utviklingen mer blandet i 2024. Utviklingen i kontoreiendom i USA var fortsatt svak, mens noen andre delmarkeder viste en mer positiv utvikling.

Avkastningen på investeringene i unotert infrastruktur for fornybar energi var -9,8 prosent. Avkastningen består av netto inntekter fra investeringene og verdiendringer. Verdivurderingen påvirkes av forventede fremtidige strømpriser og produksjonsvolum, samt estimert kapitalkostnad. Verdien av eiendelene vil også reduseres ettersom forventet gjenværende levetid blir kortere. Den negative avkastningen på unotert infrastruktur for fornybar energi 2024 var særlig drevet av høyere kapitalkostnader.

Hovedstyret vurderer at den samlede avkastningen i fondet over tid har vært god. I perioden 1998–2024 har den årlige avkastningen vært 6,3 prosent i gjennomsnitt. Årlig netto realavkastning, etter fradrag for inflasjon og forvaltningskostnader, har vært 4,1 prosent i samme periode.

Med et stort fond og en aksjeandel på rundt 70 prosent må vi være forberedt på store svingninger i fondets avkastning og verdi. Norges Bank publiserer hvert år analyser av risikoen basert på fremoverskuende scenarioer. Scenarioene er ment å vise ekstreme markedshendelser over perioder på inntil fem år. Årets scenarioer er knyttet til en reprising av selskaper innenfor kunstig intelligens, gjeldskrise og en mer fragmentert verden med atskilte økonomiske blokker. Det estimerte verdifallet for fondet i disse scenarioene varierer mellom 18 og 40 prosent.





## Norges Bank forvalter fondet med sikte på høyest mulig avkastning over tid.

Norges Bank forvalter fondet med sikte på høyest mulig avkastning over tid, innenfor de rammene som mandatet fra Finansdepartementet setter. Resultatene i forvaltningen sammenlignes med fondets referanseindeks. I 2024 var fondets avkastning før forvaltningskostnader 0,45 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksen. Det er innenfor de svingningene vi må forvente i relativ avkastning fra år til år.

Norges Banks investeringsstrategier er gruppert i hovedstrategiene markedeksponering, verdipapirseleksjon og allokering. Strategiene utfyller hverandre og søker å utnytte fondets størrelse og lange investeringshorisont.

Gjennom strategien for markedeksponering investeres fondet bredt i de aksjene og obligasjonene som inngår i referanseindeksen. Investeringene gjøres på en kostnadseffektiv måte og med sikte på å bidra til målet om høyest mulig avkastning. Markedeksponering bidro positivt til fondets relative avkastning i 2024.

Strategien for verdipapirseleksjon er basert på fundamental analyse av selskaper, og banken benytter både interne og eksterne forvaltere. I 2024 var det samlede bidraget fra verdipapirseleksjon negativt. Ekstern forvaltning ga et positivt bidrag, men det negative bidraget fra intern forvaltning var større. Strategien forventes ikke å gi positive bidrag til fondets avkastning hvert år, og resultatet i 2024 kom etter en sammenhengende periode på fem år med positive bidrag til fondets relative avkastning fra verdipapirseleksjon.

Banken investerer en del av fondet i notert og unotert eiendom, og i unotert infrastruktur for fornybar energi. Disse investeringene finansieres ved å selge aksjer og obligasjoner, og grupperes i strategien for allokering. I 2024 var eiendomsavkastningen lavere enn på de aksjene og obligasjonene vi solgte for å finansiere dem. Eiendomsinvesteringene bidro derfor til å redusere fondets relative avkastning.

Avkastningen på investeringene i unotert infrastruktur for fornybar energi var lavere enn på de obligasjonene vi solgte for å finansiere dem. Ettersom disse investeringene utgjorde en liten del av fondet bidro det i liten grad til fondets samlede relative avkastning.



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

Mens unotert infrastruktur for fornybar energi er et relativt nytt investeringsområde for Norges Bank, har vi investert i unotert eiendom siden 2010. Hovedstyret vurderer resultatene over tid, og opp mot et bredt sett av avkastningsmål, herunder utviklingen i det brede eiendomsmarkedet.

De siste årene har eiendomsavkastningen vært preget av to perioder med særlig negativ utvikling. Dette var etter utbruddet av Covid-19 i mars 2020 og renteoppgangen som for alvor startet i 2022. Disse hendelsene har bidratt til at eiendomsinvesteringene, inklusive finansieringen av disse, har gitt et negativt bidrag til fondets relative avkastning over noe tid.

I 2024 hadde fondet også en noe lavere aksjeandel og en lavere vekt i de største teknologiselskapene i USA sammenlignet med referanseindeksen. Det bidro til å redusere fondets relative avkastning i 2024, ettersom avkastningen var høy både i det brede aksjemarkedet og i teknologisektoren. Posisjonene har som hensikt å justere fondets samlede risikoprofil, og rapporteres innenfor allokeringsstrategien.

Hovedstyret legger vekt på at resultatene i forvaltningen må vurderes samlet og over tid, og er tilfreds med at den samlede avkastningen over tid har vært høyere enn avkastningen på referanseindeksen som forvaltningen måles mot. Over perioden 1998–2024 har den årlige avkastningen før fradrag for forvaltningskostnader vært 0,25 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen fra Finansdepartementet.

Norges Bank har rapportert bidragene til meravkastning fra strategiene for markedeksponering, verdipapirseleksjon og allokering i perioden 2013–2024. Også i denne perioden har årlig avkastning før forvaltningskostnader vært høyere enn i referanseindeksen. Bidragene fra markedeksponering og verdipapirseleksjon har vært positive, mens allokering har gitt et negativt bidrag til relativ avkastning.

Målet om høyest mulig avkastning skal nås innenfor en akseptabel risiko. For å få et helhetlig bilde av risikoen gjennomføres flere ulike risikoanalyser og beregninger, og hovedstyret mottar regelmessig analyser av den underliggende risikoen i forvaltningen. Det følger av mandatet at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet

ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av 2024 var forventet relativ volatilitet 0,44 prosentpoeng, mot 0,34 prosentpoeng ved forrige årsskifte. Målt over hele perioden 1998–2024 har den realisererte relative volatiliteten vært 0,63 prosentpoeng. Hovedstyret er tilfreds med den meravkastningen som er oppnådd over tid gitt den risikoen som er tatt i forvaltningen av fondet, målt ved relativ volatilitet.

Forvaltningen av Statens pensjonsfond utland skal være kostnadseffektiv. Lave kostnader er ikke et mål i seg selv, men en kostnadseffektiv forvaltning bidrar til å nå målet om høyest mulig avkastning etter kostnader. I perioden 2013–2024 har de årlige forvaltningskostnadene vært 0,05 prosent av forvaltet kapital. I 2024 var samlede forvaltningskostnader 7,4 milliarder kroner, tilsvarende 0,04 prosent av forvaltet kapital. Hovedstyret er tilfreds med at forvaltningskostnadene er lave sammenlignet med andre forvaltere.

## Norges Banks hovedstyre

Oslo, 5. februar 2025



**Ida Wolden Bache**

leder for hovedstyret



**Pål Longva**

første nestleder for hovedstyret



**Øystein Børsum**

andre nestleder for hovedstyret



**Kristine Ryssdal**

styremedlem



**Arne Hyttnes**

styremedlem



**Thomas Ekeli**

styremedlem



**Hans Aasnæs**

styremedlem



**Nina Udnes Tronstad**

styremedlem



**Ragnhild Janbu Fresvik**

styremedlem



Fra venstre: Daniel Balthasar, direktør for aktive strategier - Malin Norberg, direktør for markedsstrategier - Dag Huse, risikodirektør - Marthe Skaar, direktør for kommunikasjon og eksterne relasjoner - Trond Grande, nestleder/stabsdirektør - Pedro Furtado Reis, direktør for aktive strategier - Ada Magnæs Aass, HR-direktør - Birgitte Bryne, direktør for teknologi og drift - Nicolai Tangen, leder - Carine Smith Ihenacho, direktør for eierskap og etterlevelse.

# Fem år med utrolig vekst

Den 6. desember 2024 tikket telleverket på Statens pensjonsfond utlands hjemmeside for første gang over 20 000 milliarder kroner. Det tok 23 år fra de første pengene ble satt inn i fondet, til vi nådde en verdi på 10 000 milliarder. De neste 10 000, tok bare fem år. Veksten i fondets verdi de siste årene har rett og slett vært utrolig.



I 2024 steg verdien på fondet med 3 985 milliarder kroner.

Bare i 2024 steg verdien på fondet med 3 985 milliarder kroner. Økningen var i all hovedsak drevet av et sterkt aksjemarked og spesielt amerikanske teknologiaksjer. I tillegg bidro en svakere kronkurs til å øke verdien målt i norske kroner, og en høy oljepris ga betydelig innførsel av kapital til fondet.

Stortinget har bestemt at fondet kan investeres i aksjer, rentepapirer, unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Referanseindeksen som forvaltningen måles mot består av flere tusen selskaper og obligasjoner over hele verden. Dette gjør at risikoen i fondet spres bredt.

Vårt mål er å slå referanseindeksen og skape meravkastning utover den på lang sikt. Det klarte vi ikke i 2024. Det var særlig eiendomsinvesteringene, en noe lavere aksjeandel enn i referanseindeksen og en reduksjon i investeringene i teknologiaksjer som trakk ned. For et fond med en lang investeringshorisont, må vi se lenger enn ett enkelt år og siden oppstart har fondets meravkastning vært 243 milliarder kroner.

I absolutte termer ble fondets avkastning 13,1 prosent eller 2 511 milliarder kroner. Den sterkeste avkastningen målt i kroner noensinne. I perioden 1998 – 2024 har den gjennomsnittlige avkastningen vært på 6,3 prosent gjennom gode og dårlige år – totalt 11 095 milliarder kroner.

Året 2024 markerte at det er femti år siden Stortingsmelding nr. 25 (1973-74), Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn, ble gitt ut. Dette var i den norske oljealderens spede begynnelse, og ingen kunne den gang forestille seg hvilke verdier som skulle tilkomme landet, først under havbunnen i Nordsjøen, så i de internasjonale finansmarkedene.

Men norske politikere viste i den meldingen at de var fremsynte. Politisk styring og demokratisk kontroll på oljeinntektene og finansinntektene var avgjørende da, og er avgjørende nå. Stabile og langsiktige rammebetingelser er viktig. Det gir evne til å stå støtt gjennom utfordrende tider og utnytte mulighetene som dukker opp.

Det er krevende å være en stor finansiell investor i en urolig verden. Vi må hele tiden kunne endre oss, ta i bruk ny teknologi og ta lærdom av alt vi gjør – både oppturene og nedturene.

Oslo, 25. februar 2025

**Nicolai Tangen**

leder for Norges Bank  
Investment Management



# Høy avkastning på fondets investeringer

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på 13,1 prosent, eller 2 511 milliarder kroner i 2024. Dette er fondets høyeste avkastning målt i kroner noensinne.

Fondets verdi økte med 3 985 milliarder kroner i 2024. Dette er den største verdiøkningen i fondets historie målt i kroner. Den gode avkastningen på fondets aksjeinvesteringer bidro særlig til verdiøkningen. Kronen svekket seg også mot flere av valutaene fondet er investert i. I tillegg fikk fondet tilført ny kapital fra staten.

Ved utgangen av 2024 var fondet investert i 70 land og 42 valutaer. Avkastningen måles primært i internasjonal valuta, som er en vektet sammensetning av valutaene i referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Ved utgangen av 2024 bestod valutakurven av 34 valutaer. Om ikke annet er oppgitt, er resultatene i denne rapporten målt i fondets valutakurv.

TABELL 1 Nøkkeltall i milliarder kroner.

	2024	2023	2022	2021	2020
<b>Markedsverdi</b>					
Aksjeinvesteringer	14 113	11 174	8 677	8 884	7 948
Renteinvesteringer	5 253	4 272	3 412	3 135	2 695
Unoterte eiendomsinvesteringer	364	301	330	312	273
Unoterte infrastrukturinvesteringer <sup>1</sup>	25	18	15	14	
<b>Markedsverdi på investeringsporteføljen<sup>2</sup></b>	<b>19 755</b>	<b>15 765</b>	<b>12 434</b>	<b>12 345</b>	<b>10 916</b>
Utsatt skatt	-13	-8	-4	-5	-2
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring <sup>3</sup>	0	0	0	1	-5
<b>Fondets verdi<sup>2</sup></b>	<b>19 742</b>	<b>15 757</b>	<b>12 429</b>	<b>12 340</b>	<b>10 908</b>
Tilførsel av kapital	409	711	1 090	80	4
Uttak av kapital	0	0	0	-199	-302
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring <sup>4</sup>	-7	-7	-5	-10	-4
Fondets avkastning <sup>5</sup>	2 511	2 214	-1 637	1 580	1 070
Endring som følge av svingninger i kronekursen <sup>6</sup>	1 072	409	642	-25	58
Endring i påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring	0	0	0	6	-1
<b>Endring i fondets verdi</b>	<b>3 985</b>	<b>3 327</b>	<b>89</b>	<b>1 432</b>	<b>825</b>
<b>Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996</b>					
Samlet tilførsel av kapital	5 864	5 455	4 744	3 654	3 574
Samlet uttak av kapital <sup>3</sup>	-687	-687	-687	-687	-488
Avkastning av aksjeinvesteringer <sup>5</sup>	9 786	7 326	5 284	6 490	4 899
Avkastning av renteinvesteringer <sup>5</sup>	1 252	1 192	970	1 401	1 446
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer <sup>5</sup>	67	71	119	120	84
Avkastning av unoterte infrastrukturinvesteringer <sup>1,5</sup>	2	2	2	1	
Samlet forvaltningsgodtgjøring <sup>4</sup>	-77	-70	-63	-58	-53
Akkumulerte svingninger i kronekursen	3 547	2 475	2 065	1 423	1 448
Akkumulert utsatt skatt <sup>6</sup>	-12	-8	-4	-5	-2
<b>Fondets verdi</b>	<b>19 742</b>	<b>15 757</b>	<b>12 429</b>	<b>12 340</b>	<b>10 908</b>
<b>Samlet avkastning</b>	<b>11 094</b>	<b>8 584</b>	<b>6 370</b>	<b>8 007</b>	<b>6 427</b>
<b>Samlet avkastning etter forvaltningskostnader</b>	<b>11 017</b>	<b>8 514</b>	<b>6 307</b>	<b>7 949</b>	<b>6 374</b>

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

<sup>2</sup> Markedsverdien på investeringsporteføljen er presentert før utsatt skatt og fordring/gjeld knyttet til forvaltningsgodtgjøring.

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

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

<sup>5</sup> Fondets avkastning på 2 511 milliarder kroner inkluderer regnskapsmessig effekt av endring i balanseført utsatt skatt. Avkastningen på investeringsporteføljene inkluderer ikke utsatt skatt og var på 2 515 milliarder kroner.

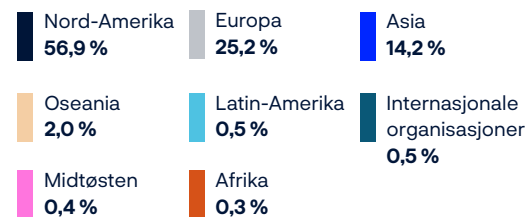
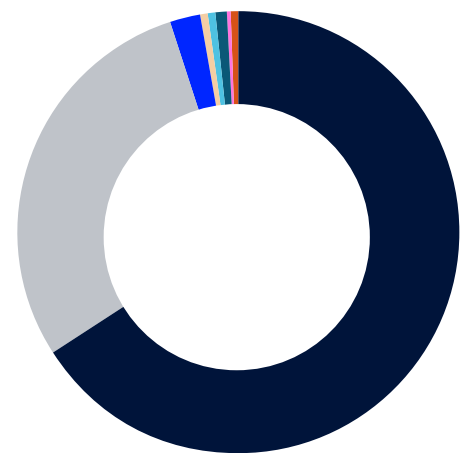
<sup>6</sup> Inkluderer ikke effekten av svingninger i kronekursen på utsatt skatt.

**TABELL 2** Fondets ti største beholdninger i prosent per 31. desember 2024, fordelt på land.

Land	Totalt	Aksjer	Rentepapirer	Unotert eiendom	Unotert infrastruktur
USA	53,4	40,0	12,5	0,86	0,00
Japan	6,2	4,7	1,5	0,04	
Storbritannia	5,5	3,7	1,4	0,33	0,04
Tyskland	4,5	2,2	2,2	0,09	0,01
Frankrike	3,4	2,1	1,0	0,26	
Canada	3,1	1,4	1,7		
Sveits	2,7	2,2	0,4	0,05	
Kina	2,2	2,2	0,0		
Nederland	2,0	1,3	0,7	0,02	0,06
India	1,7	1,7	0,0		

**TABELL 3** Avkastningstall i prosent.

	2024	2023	2022	2021 <sup>1</sup>	2020
<b>Avkastning målt i fondets valutakurv</b>					
Aksjeinvesteringer	18,19	21,25	-15,36	20,76	12,14
Renteinvesteringer	1,28	6,13	-12,11	-1,93	7,46
Unoterte eiendomsinvesteringer	-0,57	-12,37	0,07	13,64	-0,08
Unoterte infrastrukturinvesteringer	-9,81	3,68	5,12	4,15	
Fondets avkastning	13,09	16,14	-14,11	14,51	10,86
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	-0,45	-0,18	0,87	0,75	0,27
Forvaltningskostnader	0,04	0,05	0,04	0,04	0,05
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	13,04	16,09	-14,15	14,47	10,81
<b>Avkastning målt i norske kroner</b>					
Aksjeinvesteringer	28,10	26,26	-9,27	20,67	12,70
Renteinvesteringer	9,77	10,51	-5,78	-2,01	8,00
Unoterte eiendomsinvesteringer	7,77	-8,75	7,27	13,55	0,42
Unoterte infrastrukturinvesteringer	-2,25	7,96	12,69	7,24	
Fondets avkastning	22,57	20,93	-7,93	14,42	11,41

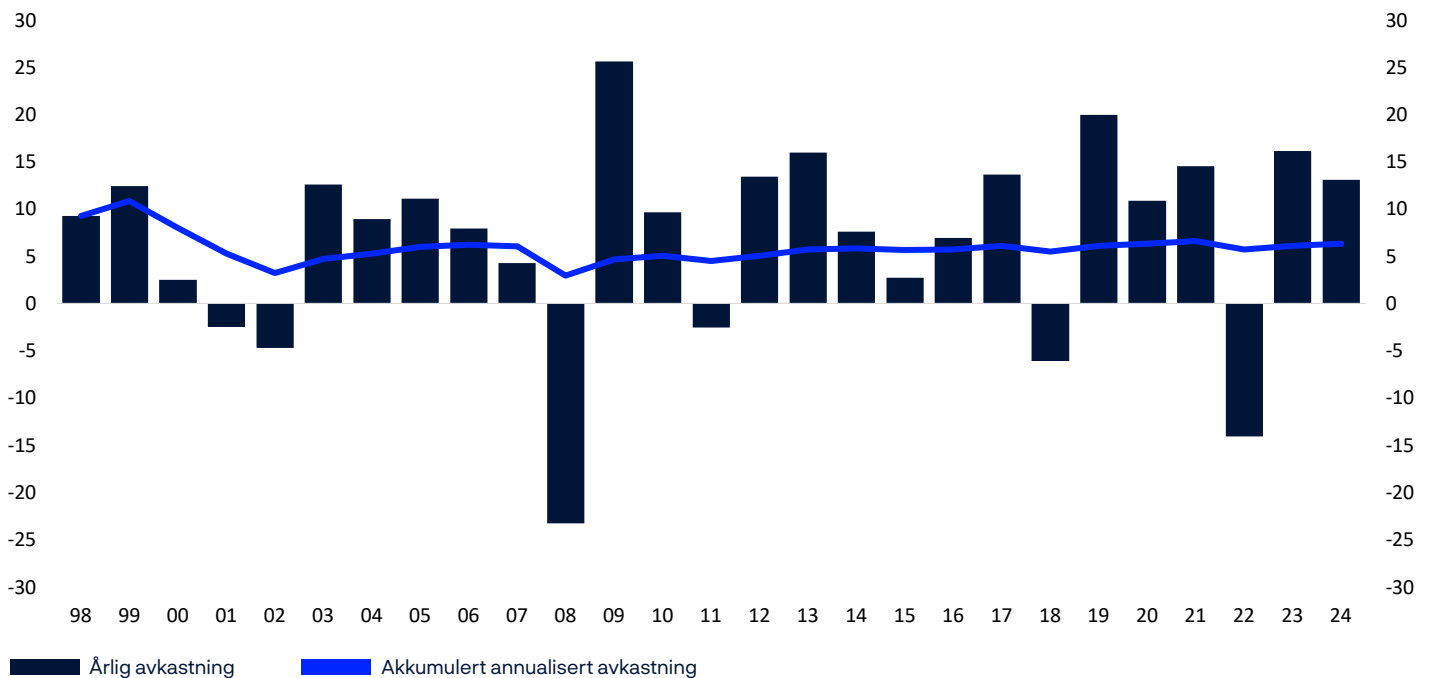
<sup>1</sup> Første infrastrukturinvestering ble gjort i 2021.**FIGUR 1** Fondets investeringer i prosent per 31. desember 2024. Aksjer, unotert eiendom og infrastruktur fordelt etter land og obligasjoner fordelt etter valuta.



**TABELL 4** Fondets avkastning i prosent per 31. desember 2024, målt i ulike valutaer.

	Siden 01.01.1998 Annualiserte tall	2024	2023	2022	2021	2020
Amerikanske dollar	6,28	9,60	17,30	-17,58	11,09	14,35
Euro <sup>1</sup>	6,51	16,92	13,33	-12,18	19,53	4,90
Britiske pund	7,38	11,56	10,68	-7,19	12,12	10,82
Norske kroner	8,02	22,57	20,93	-7,93	14,42	11,41
Valutakurven	6,34	13,09	16,14	-14,11	14,51	10,86

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

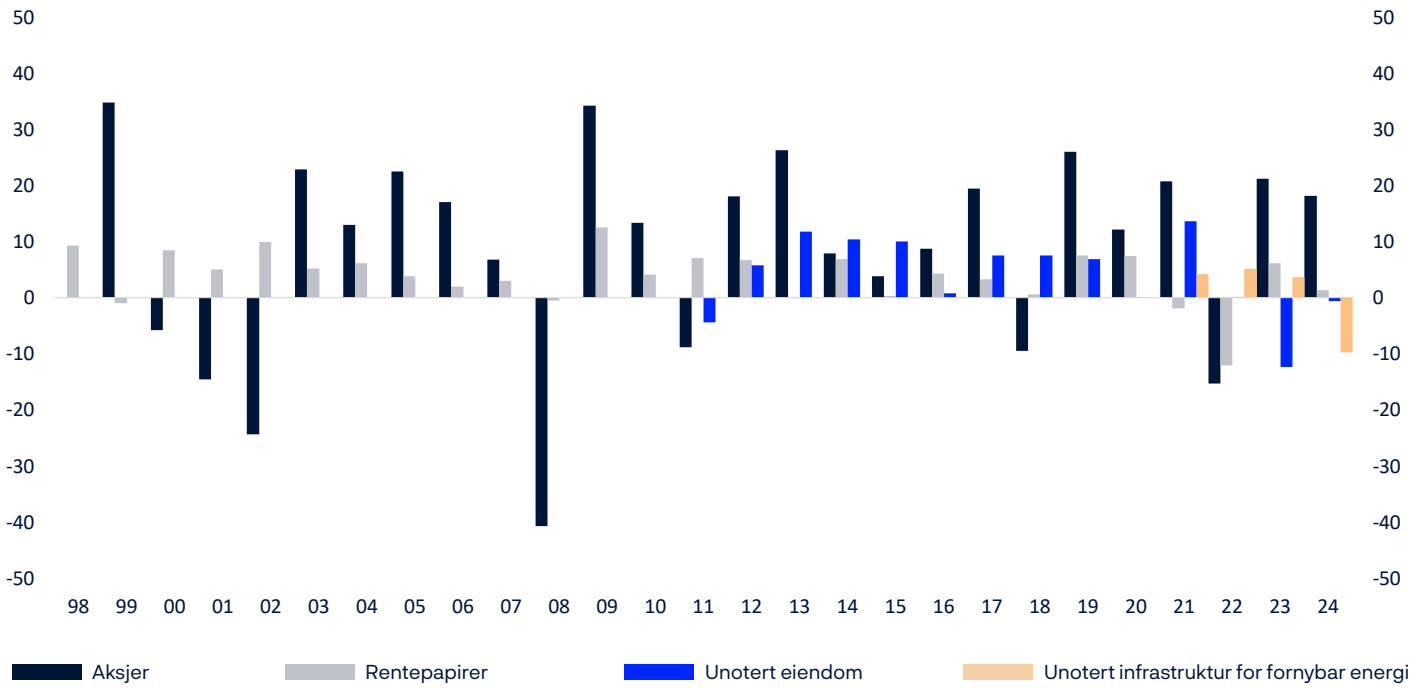
**FIGUR 2** Årlig avkastning og akkumulert annualisert avkastning på fondet i prosent.**TABELL 5** Historiske nøkkeltall i prosent per 31. desember 2024. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv.

	Siden 01.01.1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
<b>Fondets avkastning (prosent)</b>	<b>6,34</b>	<b>7,70</b>	<b>7,25</b>	<b>7,44</b>	<b>13,09</b>
Årlig prisvekst (prosent)	2,12	2,35	2,61	3,69	2,67
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,06	0,05	0,04	0,04
Fondets netto realavkastning (prosent)	4,06	5,17	4,47	3,57	10,10
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	8,39	8,95	9,72	11,85	6,28
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) <sup>1</sup>	0,25	0,26	0,26	0,29	-0,45
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) <sup>1</sup>	0,63	0,39	0,39	0,45	0,21
Fondets informasjonsrate (IR) <sup>1,2</sup>	0,41	0,61	0,61	0,57	-1,90

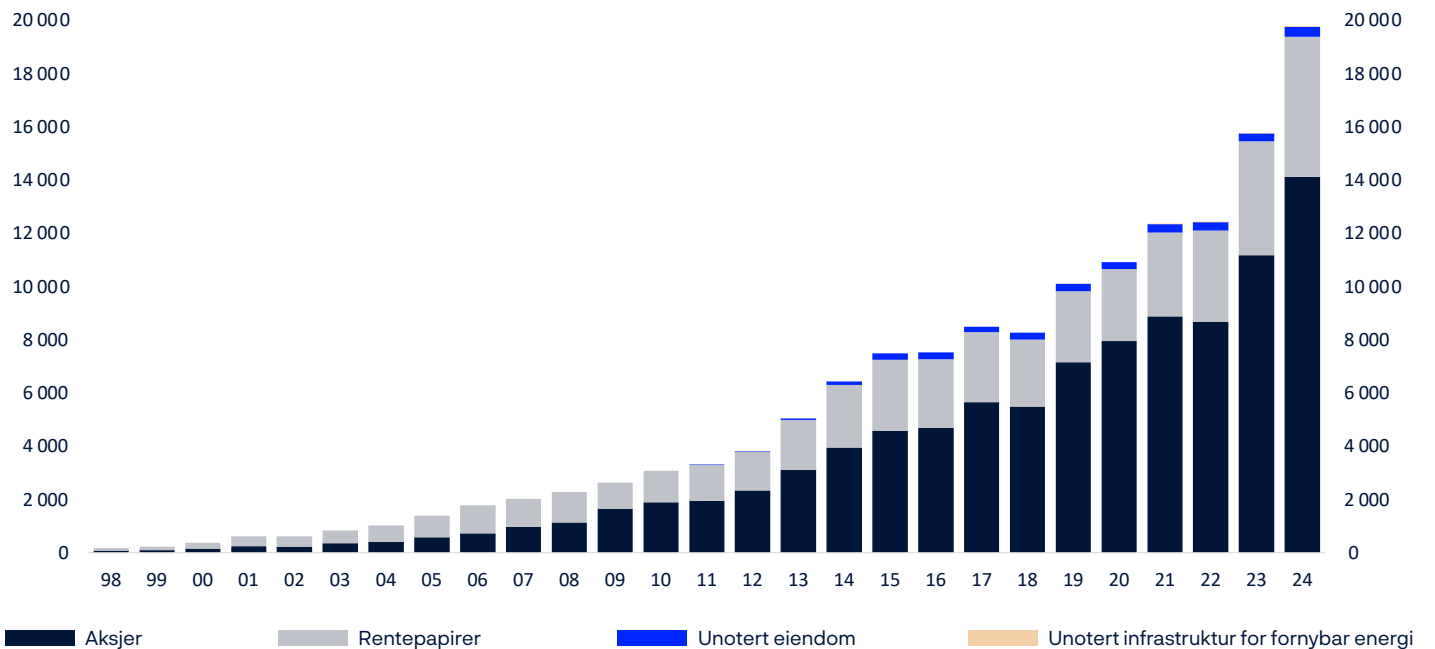
<sup>1</sup> Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.

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

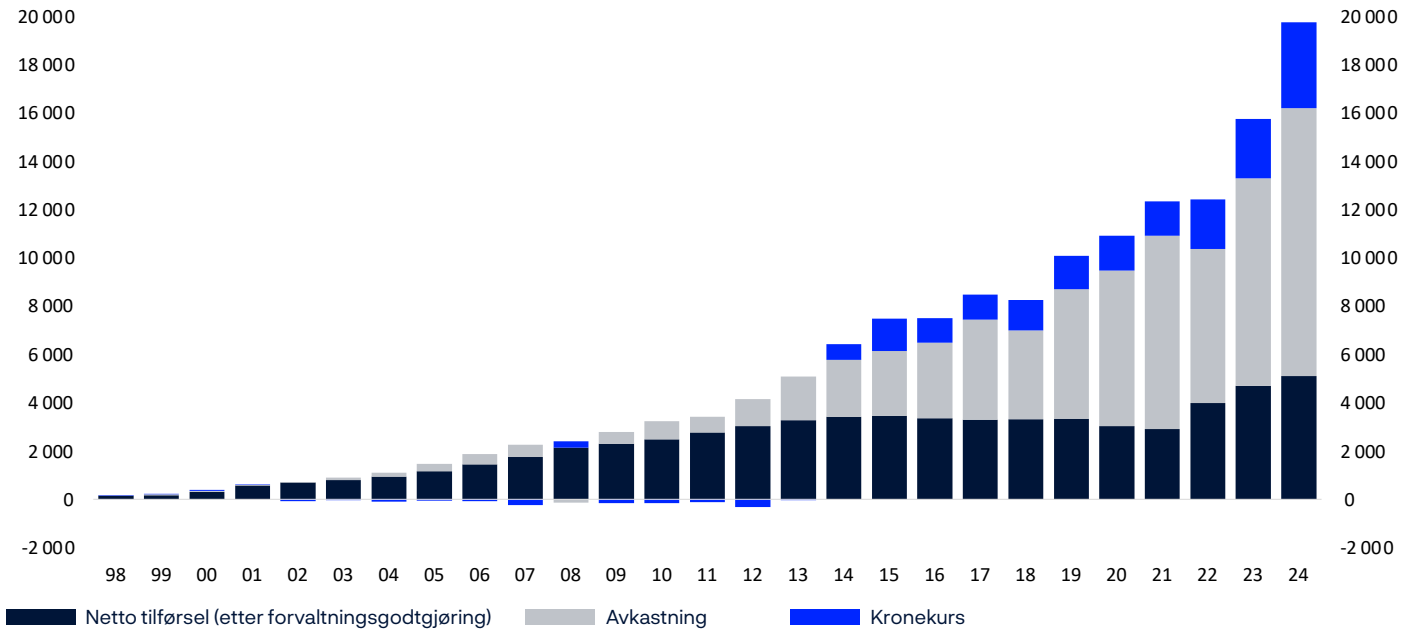
**FIGUR 3** Historisk avkastning i prosent, fordelt på aktivklassene.



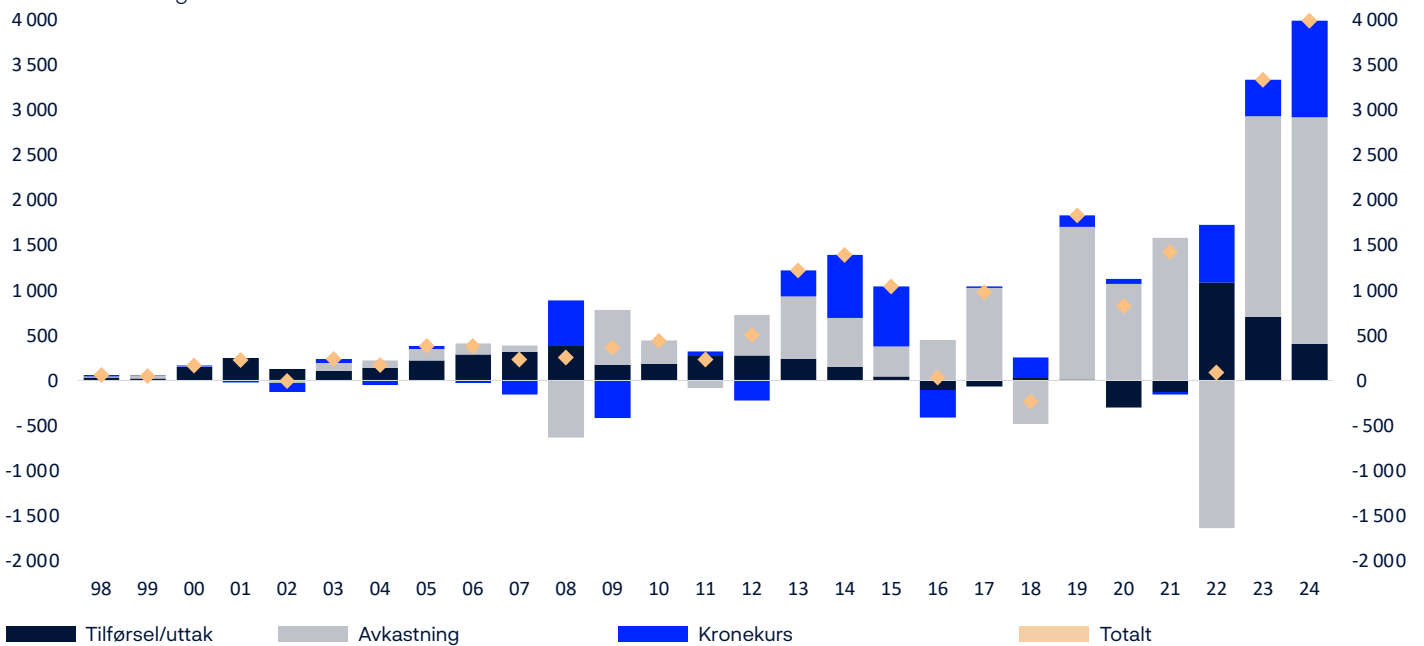
**FIGUR 4** Fondets markedsverdi i milliarder kroner, fordelt på aktivklassene.

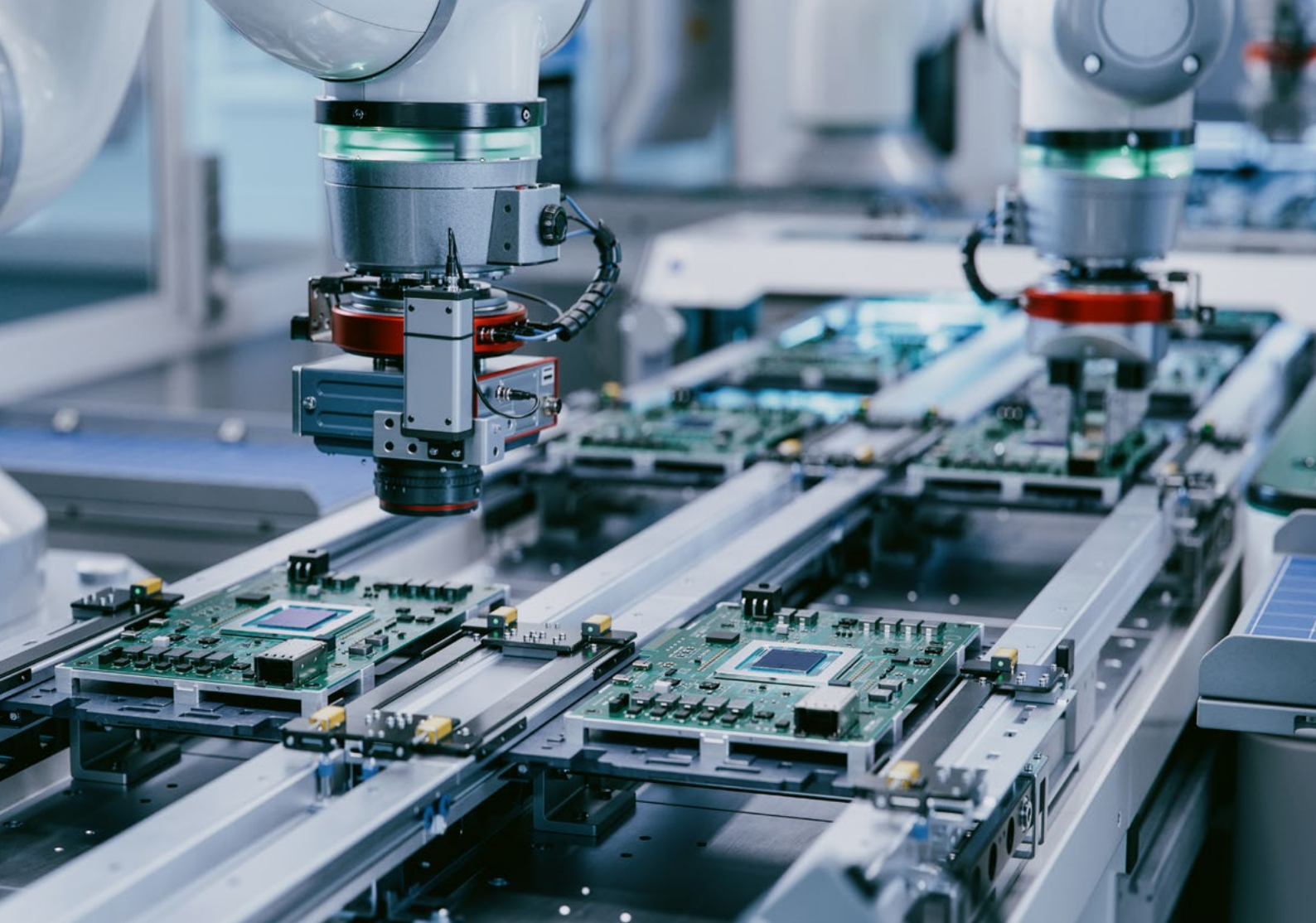


**FIGUR 5** Fondets markedsverdi i milliarder kroner.



**FIGUR 6** Endringer i markedsverdien i milliarder kroner.





## 2. Investeringene

21	Aksjer
25	Rentepapirer
29	Eiendom
34	Infrastruktur for fornybar energi
37	Investeringsrisiko
40	Investeringsstrategiene





New York-kontoret vårt.

# Sterkt år for aksjeinvesteringene

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 18,2 prosent i 2024 og fortsatte den positive utviklingen fra 2023. Solid selskapsinntjening og økt optimisme om vekst bidro til oppgangen, sammen med fallende styringsrenter og lavere inflasjonsforventninger.

Amerikanske teknologiaksjer bidro mest til den positive avkastningen, særlig de største teknologiselskapene.

# 35,1 %

## avkastning på teknologiselskaper

### Høyest avkastning for teknologiselskaper

Teknologiselskaper fikk høyest avkastning i 2024 på hele 35,1 prosent. Det sterke resultatet skyldes høy etterspørsel etter reklame- og chatløsninger basert på kunstig intelligens fra de ledende internett- og programvareselskapene og deres halvlederleverandører.

Finansselskaper hadde nest høyest avkastning på 27,8 prosent. Et sterkt økonomisk klima, høye, men avtagende renter og utfallet av det amerikanske valget førte til økt optimisme for vekst i utlåns- og kapitalmarkedene, samtidig som utlåns kvaliteten holdt seg stabil.

Selskaper som produserer varige konsumvarer ga tredje høyest avkastning på 19,3 prosent. Verdien av de ledende selskapene i sektoren fortsatte å øke gjennom større markedsandeler og økt inntjening, selv i et utfordrende marked. Verdien av selskapene steg til høyere nivåer enn før koronapandemien.

Selskaper innen materialer ga svakest avkastning på -7,3 prosent. Høye renter påvirket resultatet negativt, sammen med flat etterspørsel i USA og redusert behov for materialer i Europa og Kina. Også regulatorisk usikkerhet og svak interesse for elbiler utenfor Kina trakk ned.

### Enkeltinvesteringer

Ved utgangen av 2024 var fondet investert i 8 659 selskaper mot 8 859 selskaper i 2023. Nedgangen skyldes hovedsakelig løpende porteføljetilpasninger som våre interne og eksterne forvaltere gjør.

Investeringene i teknologiselskapene NVIDIA Corp, Apple Inc og Amazon.com Inc bidro mest til fondets avkastning i 2024. Fondets største verdifall i enkelt-selskaper var i telekommunikasjonsselskapet Samsung Electronics, konsumvareselskapet Nestlé SA og teknologiselskapet Intel Corp.

Fondet deltok totalt i 112 børsnoteringer. De største børsnoteringene som fondet kjøpte aksjer i, var i Midea Group Co LTD, SF Holdings Co og Hyundai Motor Ltd India. Blant børsnoteringene hadde fondet sine største prosentvise eierandeler i Lineage Inc, Puig Brands SA-B og Viking Holdings LTD.

# 1,5 %

## gjennomsnittlig eierandel i verdens børsnoterte selskaper

Eierandelen var høyere enn 2 prosent i 1199 selskaper og over 5 prosent i 69 selskaper. Ved utgangen av året hadde fondet en gjennomsnittlig eierandel på 1,5 prosent i verdens børsnoterte selskaper.

Fondets største prosentvise eierandel i et enkeltsekskap, utenom børsnoterte eiendomsselskaper, var i Croda International PLC. Eierandelen på 9,5 prosent hadde en verdi på 6,4 milliarder kroner. Fondet kan ikke eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkeltsekskap, med unntak av børsnoterte eiendomsselskaper.

Alle fondets aksjeinvesteringer, er publiserte på [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

**TABELL 6** Avkastning i prosent på fondets største aksjeinvesteringer i 2024. Fordelt etter land.

Land	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av aksjeinvesteringene <sup>1</sup>
USA	27,4	23,5	57,9
Japan	11,4	20,3	6,8
Storbritannia	10,3	8,8	5,4
Kina	20,3	20,0	3,3
Sveits	0,6	5,0	3,2
Tyskland	14,8	18,7	3,2
Frankrike	-3,7	-0,4	3,1
India	20,1	19,8	2,5
Taiwan	36,1	40,9	2,5
Canada	17,8	24,6	2,0

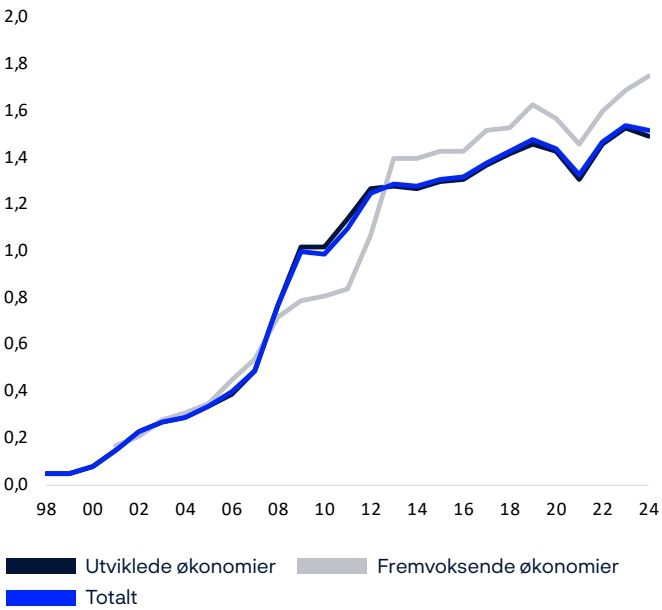
<sup>1</sup> Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

**TABELL 7** Avkastning i prosent på fondets aksjeinvesteringer i 2024. Målt i internasjonal valuta og fordelt på sektor.

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen <sup>1</sup>
Teknologi	35,1	27,9
Finans	27,8	15,9
Varige konsumvarer	19,3	14,8
Industri	16,2	13,1
Helse	5,1	10,2
Eiendom	7,3	5,1
Konsumvarer	-0,2	4,8
Energi	3,8	3,3
Materialer	-7,3	3,2
Telekommunikasjon	7,6	3,0
Kraft- og vannforsyning	10,9	2,4

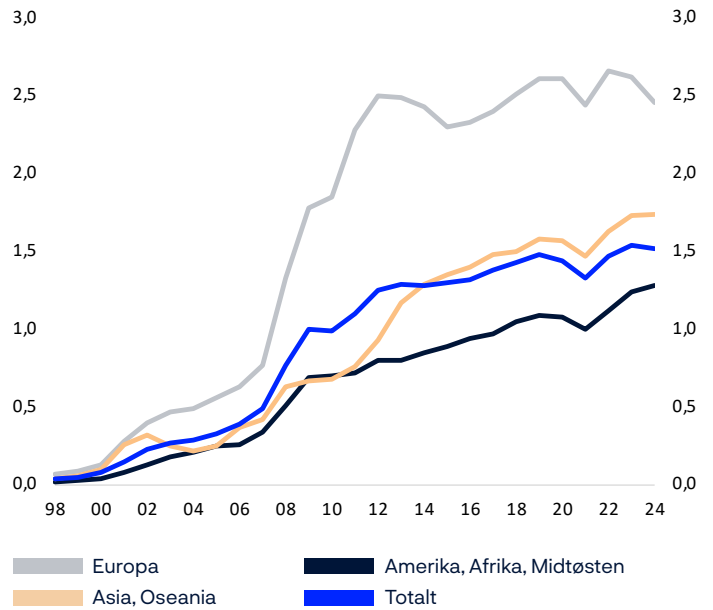
<sup>1</sup> Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

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



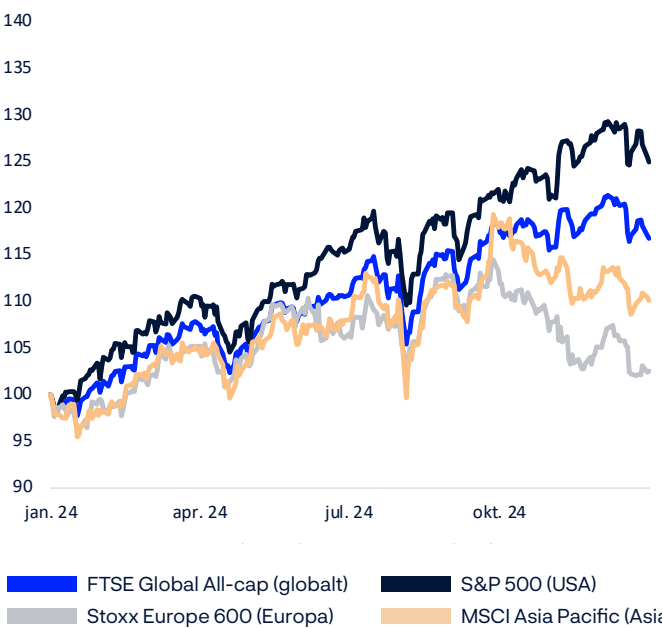
KILDE: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

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



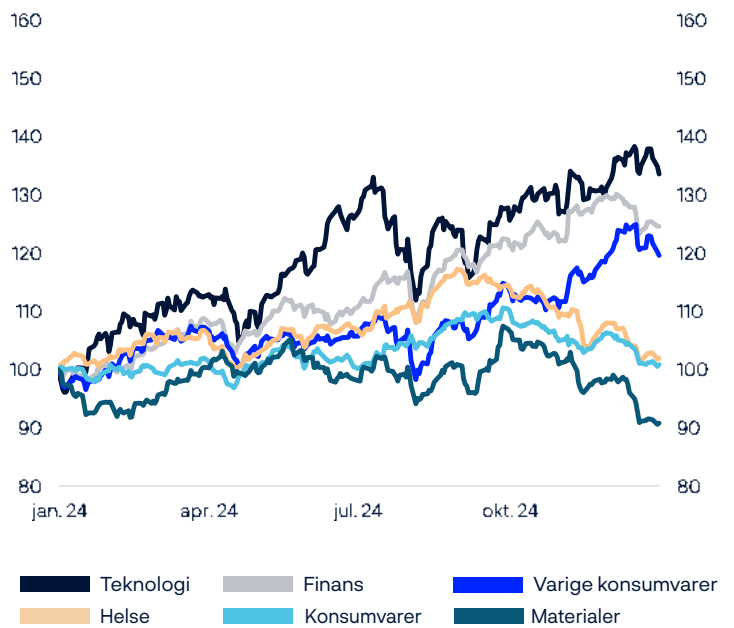
KILDE: FTSE Russell, Norges Bank Investment Management

**FIGUR 9** Avkastning i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2023 = 100.



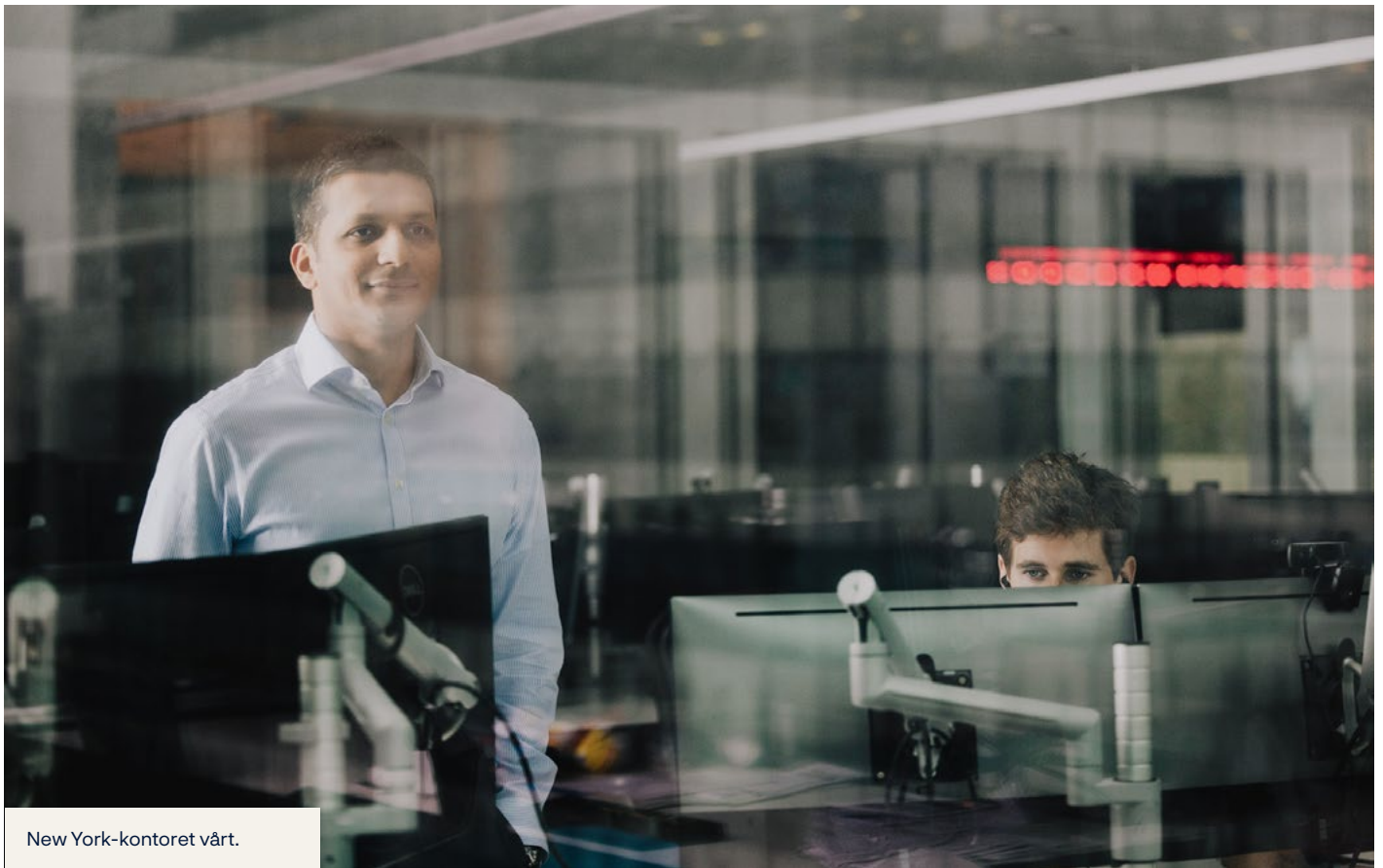
KILDE: Bloomberg

**FIGUR 10** De tre sektorene med høyest og lavest avkastning i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2023 = 100.



KILDE: FTSE Russell





New York-kontoret vårt.

# Svak positiv avkastning på renteinvesteringene

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 1,3 prosent i 2024. Rentenivåene steg gjennom året sett under ett. Avkastningen lå dermed under den gjennomsnittlige utlånsrenten i porteføljen.

De lange rentene steg i årets fire første måneder. Inflasjonstallene kom inn høyere enn forventet, og markedenes forventninger til rentekutt i 2024 avtok. Utover våren ble det likevel tydelig at økonomiene i Nord-Amerika og Europa hadde kjølt seg tilstrekkelig ned. Den europeiske sentralbanken begynte å kutte styringsrenten i juni, mens den amerikanske sentralbanken ventet til september.

# 3,4 %

## avkastning på amerikanske statsobligasjoner

### Høyest avkastning på selskapsobligasjoner

Statsobligasjoner fikk en avkastning på -0,1 prosent i 2024 og utgjorde 60,2 prosent av renteinvesteringene.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 3,4 prosent og utgjorde 31,0 prosent av renteinvesteringene. Den amerikanske sentralbanken senket styringsrenten med til sammen ett prosentpoeng i løpet av året.

Statsobligasjoner i eurosonen fikk en avkastning på -2,1 prosent og utgjorde 12,3 prosent av renteinvesteringene. Også den europeiske sentralbanken satt ned styringsrenten med ett prosentpoeng i 2024. Den lavere avkastningen sammenlignet med USA skyldes at euroen svekket seg.

Japanske statsobligasjoner fikk en avkastning på -10,5 prosent og stod for 5,1 prosent av renteinvesteringene. Japan gikk mot strømmen og strammet inn pengepolitikken i 2024. Den japanske valutaen falt kraftig frem til sommeren, og myndighetene grep inn to ganger for å stabilisere kursen.

**TABELL 8** Avkastning i prosent på fondets største obligasjonsbeholdninger i 2024. Fordelt etter valuta.

Valuta	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av renteinvesteringene
Amerikanske dollar	4,6	1,4	52,4
Euro	-0,7	2,7	27,6
Japanske yen	-10,2	-3,0	5,3
Kanadiske dollar	-1,3	4,3	5,3
Britiske pund	-2,2	-3,5	4,6
Singaporske dollar	3,4	3,7	4,2
Australske dollar	-3,9	2,6	2,2
Sveitsiske franc	1,1	5,5	0,8
Svenske kroner	-3,4	2,6	0,6
Newzealandske dollar	-4,5	4,6	0,5



Avkastningen på selskapsobligasjoner ble positivt påvirket av en høy dollarandel og lavere kredittpremier.

Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 4,8 prosent og utgjorde 24,8 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året. Avkastningen ble positivt påvirket av en høy dollarandel og lavere kredittpremier, som er kompensasjonen investorer krever for å holde disse obligasjonene sammenlignet med sikrere alternativer.

Alle fondets renteinvesteringer, er publiserte på [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

**TABELL 9** Avkastning i prosent på fondets renteinvesteringer i 2024. Målt i internasjonal valuta og fordelt på sektor.

Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene <sup>1</sup>
Statsobligasjoner <sup>2</sup>	-0,1	60,2
Statsrelaterte obligasjoner <sup>2</sup>	-0,3	9,4
Realrenteobligasjoner <sup>2</sup>	-0,1	5,8
Selskapsobligasjoner	4,8	24,8
Pantesikrede obligasjoner	0,9	5,8

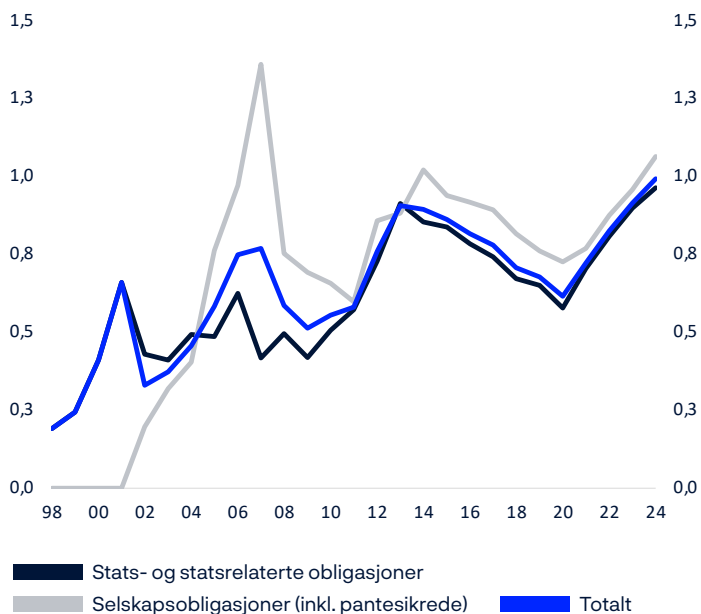
<sup>1</sup> Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

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



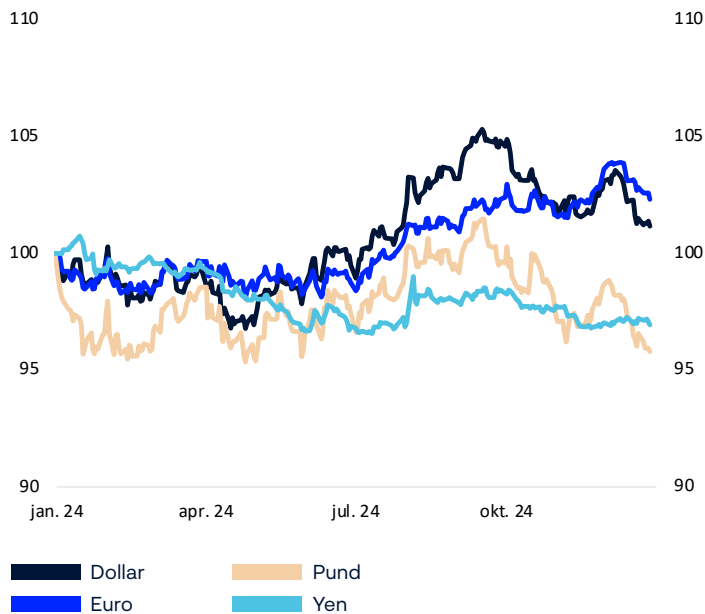
Singapore-kontoret vårt.

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



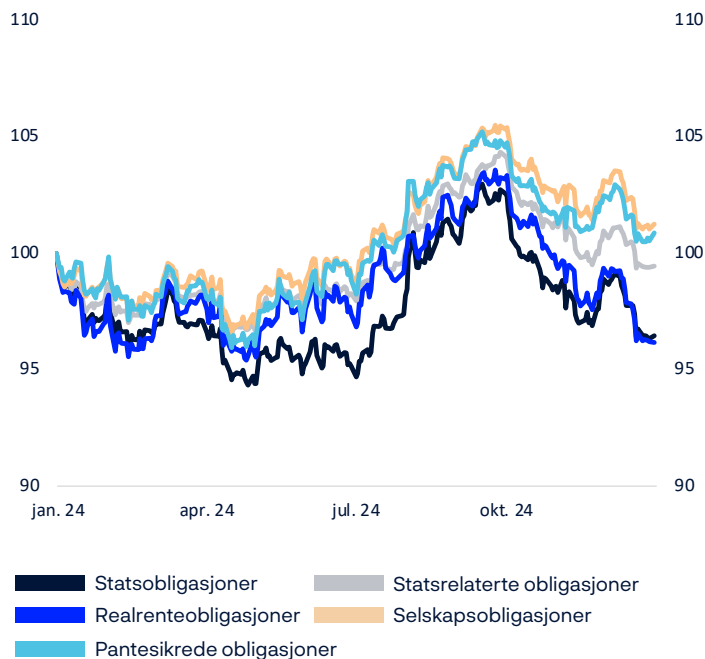
KILDE: Bloomberg Barclays Indices, Norges Bank Investment Management

**FIGUR 12** Avkastning på obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2023 = 100.



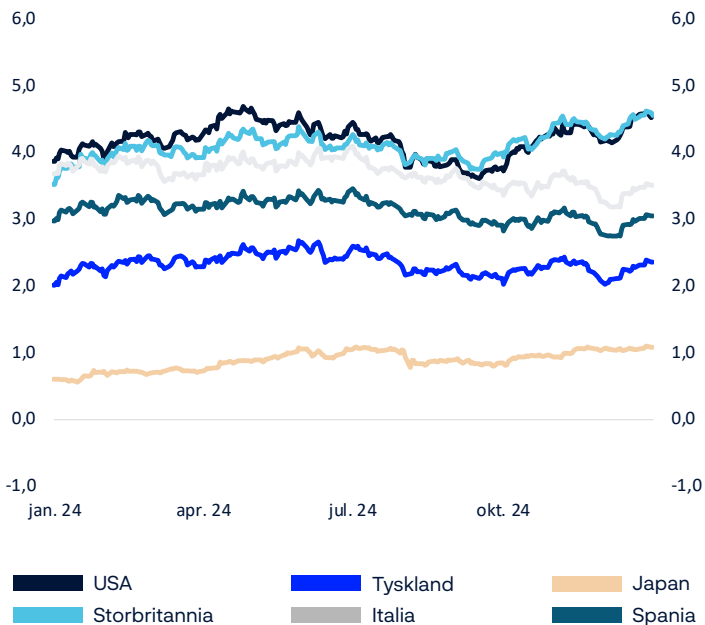
KILDE: Bloomberg Barclays Indices

**FIGUR 13** Avkastning på ulike typer obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2023 = 100.



KILDE: Bloomberg Barclays Indices

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



KILDE: Bloomberg



# Positiv avkastning på eiendomsinvesteringene

Fondets investeringer i eiendom ga en samlet avkastning på 4,8 prosent og utgjorde 3,7 prosent av fondet ved utgangen av 2024. De unoterte eiendomsinvesteringene fikk en avkastning på -0,6 prosent. Avkastningen på de børsnoterte eiendomsinvesteringene var på 9,9 prosent.

Fondets strategi for eiendom omfatter både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Til sammen utgjorde investeringene 722 milliarder kroner ved utgangen av året.

**TABELL 10** Verdien på eiendomsinvesteringene i millioner kroner per 31. desember 2024.

	Verdi <sup>1</sup>
Unoterte eiendomsinvesteringer	363 583
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	358 524
<b>Aggregerte eiendomsinvesteringer</b>	<b>722 107</b>

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



Fondets investeringer i unotert eiendom er hovedsakelig i kontor, handel og logistikk.



I 2024 kjøpte vi en andel på 80 prosent i Trinity Tower i La Défense, Paris. Foto: Cro & Co Architecture, Luc Boegly.

## Unotert eiendom

De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en markedsverdi på 364 milliarder kroner og utgjorde 1,8 prosent av fondet ved utgangen av 2024. Investeringene utgjorde 50,4 prosent av den kombinerte eiendomsporteføljen.

Fondets investeringer i unotert eiendom er hovedsakelig i kontor, handel og logistikk. Kontoreiendommene utgjør om lag halvparten av porteføljen, og investeringene i kontor og varehandel er konsentrert til et begrenset antall store byer.

Finansdepartementet har i mandatet til Norges Bank satt en øvre grense for investeringer i unotert eiendom på 7 prosent av fondets verdi. Fondet har en langsiktig investeringsstrategi og lav belåningsgrad, noe som gjør at vi også kan være selektive og investere når markedskorreksjoner gir attraktive muligheter.

Eiendomsmarkedene stabiliserte seg noe i 2024, etter flere turbulente år. Transaksjonsaktiviteten var fremdeles lav, men tiltagende i de fleste markeder.

Vi har aktivt utnyttet usikkerheten og mangelen på likviditet i markedet til å gjennomføre flere kjøp. Kjøpsvolumet har generelt vært lavt siden 2015, men økte betraktelig i 2024. Flere påbegynte transaksjoner vil bli fullført i første kvartal av 2025.

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

	Siden 01.04.2011	2024	2023	2022	2021	2020
Leieinntekter	3,7	3,9	3,4	3,1	3,4	3,4
Verdiendringer	0,8	-4,8	-16,2	-3,0	9,8	-3,5
Transaksjonskostnader	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Resultat av valutajusteringer	0,2	0,6	1,1	0,1	0,2	0,3
<b>Totalt (prosent)</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-12,4</b>	<b>0,1</b>	<b>13,6</b>	<b>-0,1</b>

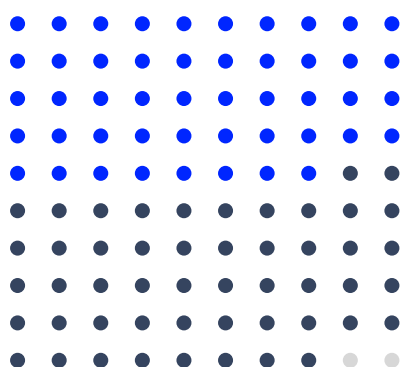
# 13,4 %

av eiendoms-  
investeringene er  
i Paris

# 3,8 %

avkastning i Europa

## Andel av porteføljen



● Europa ● USA ● Japan

**TABELL 12** Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer per 31. desember 2024.

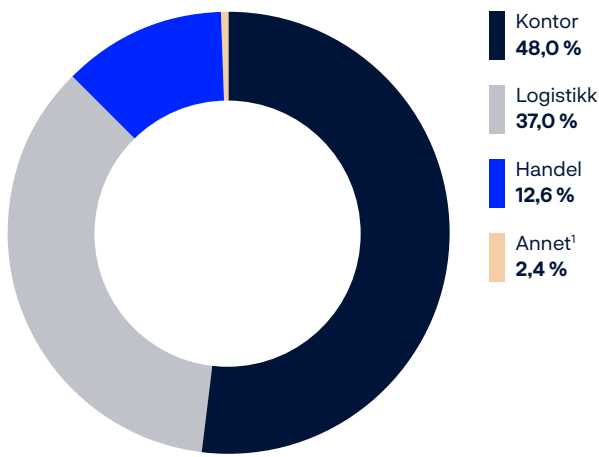
Handel, kontor og annet per by <sup>1</sup>	Prosent
Paris	13,4
London	12,4
Boston	9,0
New York	7,4
Washington, D.C.	4,0
Berlin	3,9
San Francisco	3,7
Zurich	2,9
Tokyo	2,2
Sheffield	1,6
Cambridge	0,3
Logistikk per land	Prosent
USA	25,0
Storbritannia	4,4
Frankrike	1,4
Tyskland	1,1
Nederland	1,1
Spania	1,0
Italia	1,0
Tjekkia	0,7
Andre land	1,1

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

**TABELL 13** Avkastning i prosent på fondets unoterte eiendomsinvesteringer per 31. desember 2024, sortert på marked.

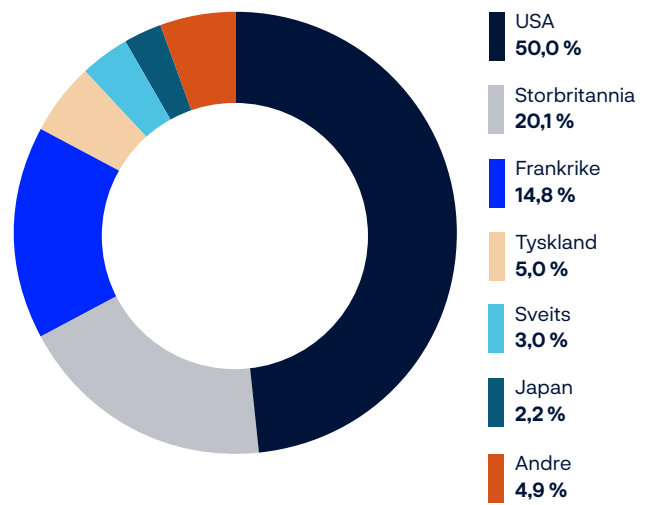
Marked	Avkastning	Andel av porteføljen
Europa	3,8	47,8
USA	-5,9	50,0
Japan	2,5	2,2

**FIGUR 15** Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter sektor per 31. desember 2024.

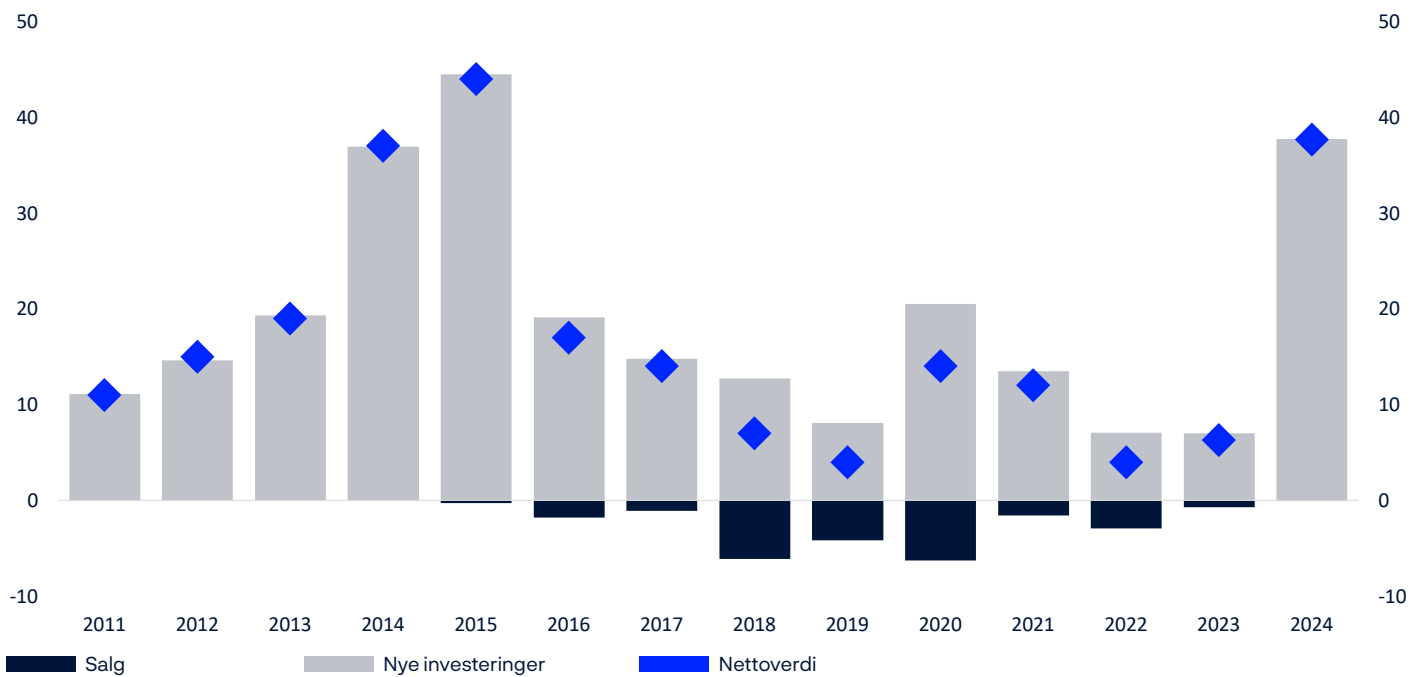


¹Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer

**FIGUR 16** Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter land per 31. desember 2024.



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





# 1,8 %

av fondet er investert i børsnotert eiendom

## Børsnotert eiendom

Investeringene i børsnotert eiendom utgjorde 1,8 prosent av fondet ved utgangen av 2024. Børsnoterte eiendomsselskaper utgjorde 49,6 prosent av eiendomsforvaltningen og besto av 53 børsnoterte selskaper.

Ved utgangen av 2024 hadde fondet sin høyeste eierandel på 25,2 prosent i det børsnoterte eiendomsselskapet Shaftesbury Capital PLC og 14,7 prosent i Vonovia SE. Investeringen i Welltower Inc var den største målt i verdi, på 44,6 milliarder kroner.

Alle fondets eiendomsinvesteringer, er publiserte på [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

**TABELL 14** Fondets største eierandeler i eiendomsforvaltningens børsnoterte investeringer i prosent per 31. desember 2024.

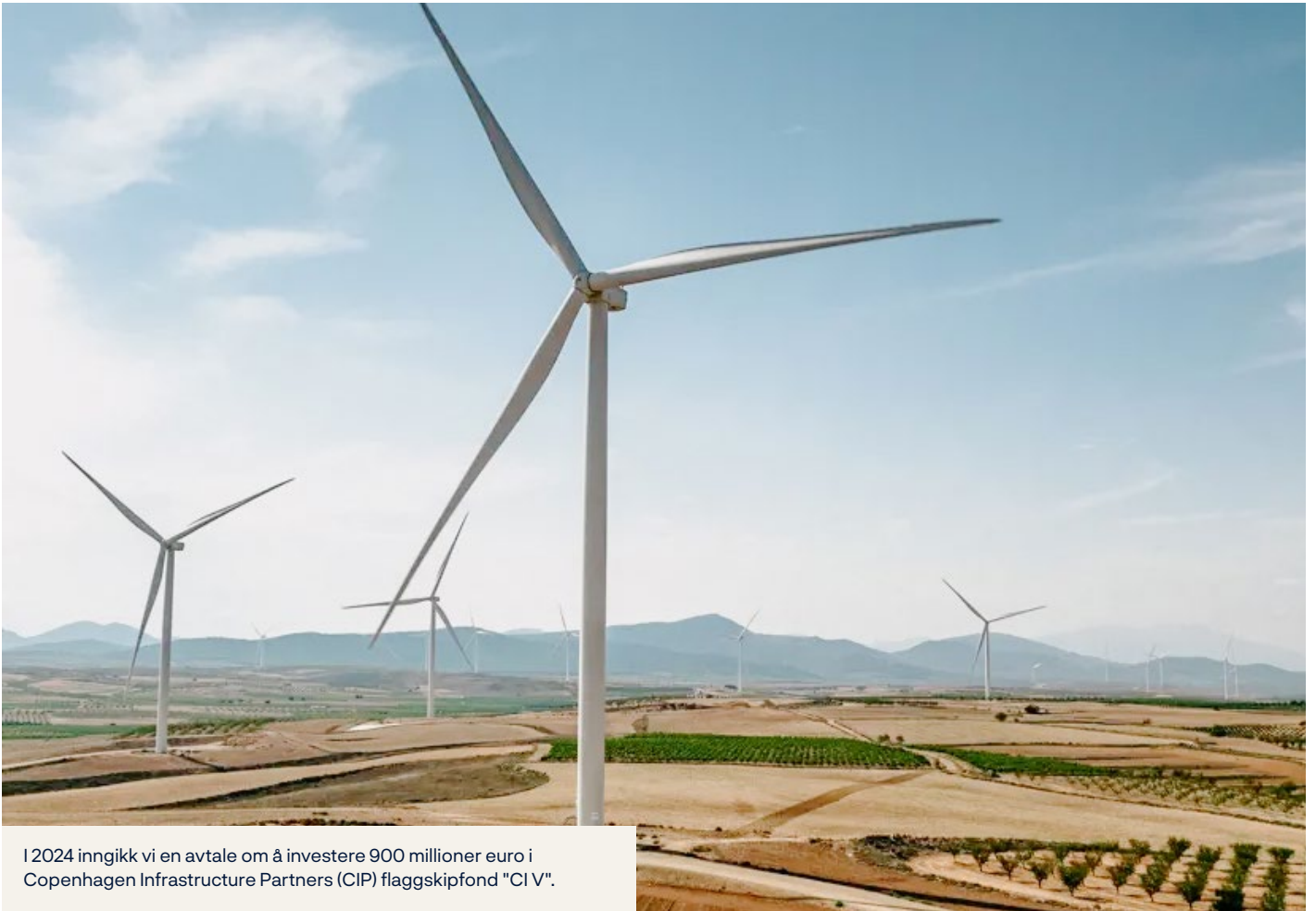
Selskap	Land	Eierandel <sup>1</sup>
Shaftesbury Capital PLC	Storbritannia	25,2
Vonovia SE	Tyskland	14,7
Great Portland Estates PLC	Storbritannia	9,4
Alexandria Real Estate Equities Inc	USA	9,4
Gecina SA	Frankrike	9,3
Equity Residential	USA	9,1
Grainger PLC	Storbritannia	9,1
Regency Centers Corp	USA	9,1
Vornado Realty Trust	USA	9,1
UNITE Group PLC/The	Storbritannia	8,9

<sup>1</sup> Eierandelen inkluderer også beholdninger som er en del av aksjeforvaltningen.

**TABELL 15** Fondets største beholdninger i eiendomsforvaltningens børsnoterte investeringer. I millioner kroner per 31. desember 2024.

Selskap	Land	Beholdning <sup>1</sup>
Welltower Inc	USA	44 611
Digital Realty Trust Inc	USA	43 769
Vonovia SE	Tyskland	41 751
Equity Residential	USA	28 255
Simon Property Group Inc	USA	23 260
Invitation Homes Inc	USA	18 657
Alexandria Real Estate Equities Inc	USA	18 194
AvalonBay Communities Inc	USA	16 952
UDR Inc	USA	14 430
Regency Centers Corp	USA	14 307

<sup>1</sup> Beholdningene inkluderer også beholdninger som er en del av aksjeforvaltningen.



I 2024 inngikk vi en avtale om å investere 900 millioner euro i Copenhagen Infrastructure Partners (CIP) flaggskipfond "CI V".

# Unotert infrastruktur for fornybar energi

Investeringene i unotert infrastruktur for fornybar energi fikk en avkastning på -9,8 prosent og utgjorde 0,1 prosent av fondet ved utgangen av året.

Avkastningen på investeringene i infrastruktur for fornybar energi består av nettoinntekten og verdiendringene av eiendelene i den aktuelle perioden. Verdivurderingen påvirkes av forventede fremtidige strømpriser og produksjonsvolum, samt estimert kapitalkostnad. Verdien av eiendelene reduseres over tid ettersom forventet gjenværende levetid blir kortere.

Den negative avkastningen i 2024 skyldes hovedsakelig økte kapitalkostnader.

**TABELL 16** Verdien av unoterte infrastrukturinvesteringer for fornybar energi i millioner kroner per 31. desember 2024.

	Verdi <sup>1</sup>
Unoterte infrastrukturinvesteringer	25 348

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

**TABELL 17** Avkastning på unoterte infrastrukturinvesteringer for fornybar energi i prosent per 31. desember 2024.

	Avkastning
Unoterte infrastrukturinvesteringer	-9,81



Fondet gjorde fire nye investeringer i infrastruktur for fornybar energi i 2024.

Fondet gjorde fire nye investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi i løpet av året. I januar signerte vi en avtale om å kjøpe en andel på 49 prosent av en portefølje med sol- og landbasert vindkraft i Spania og Portugal for 307 millioner euro, tilsvarende rundt 3,5 milliarder kroner. I april inngikk vi en avtale om å kjøpe 49 prosent av to sol-prosjekter i Spania for 203 millioner euro, eller omtrent 2,4 milliarder kroner. Samme måned signerte vi også en avtale om å kjøpe 37,5 prosent av Race Bank, et operasjonelt havvindprosjekt i Storbritannia for 330 millioner pund, tilsvarende rundt 4,5 milliarder kroner. Vår andel av prosjektet inkluderer en gjeld på rundt 644 millioner pund, eller rundt 8,8 milliarder kroner.

I august signerte vi en avtale om å investere 900 millioner euro, tilsvarende rundt 10,6 milliarder kroner, i Copenhagen Infrastructure Partners (CIP) femte flaggskipfond «CI V». [CIP og CI V](#) vil investere i fornybar energi med fokus på havvind, vind på land, solparker, strømnnett og lagring. Investeringene vil fordeles jevnt på tre regioner: Nord-Amerika, Vest-Europa og utviklede land i Asia-regionen.

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

Alle fondets investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi, er publiserte på [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

# Globale investeringer

## Antall investeringer per aktivaklasse



# Investerings- risiko

Resultatene ●

Investeringene ●

Organiseringen ●

Regnskapet ●

Med et stort og globalt fond og en aksjeandel på 70 prosent må vi være forberedt på store svingninger i fondets avkastning og verdi.



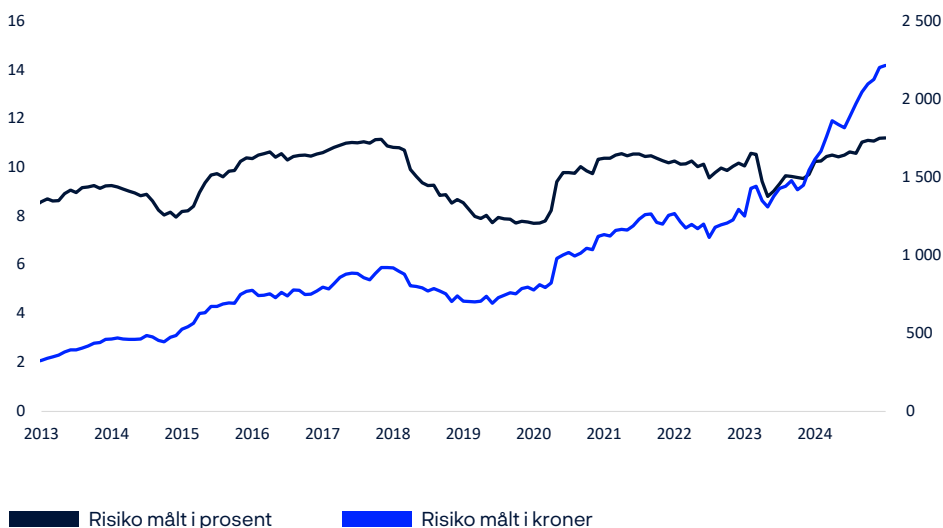
Å måle risikoen fondet eksponeres mot er en krevende oppgave.

## Risikostyring og volatilitet

Fondets risiko er i stor grad drevet av aksjeandelen og svingningene i aksjemarkedene. Endringer i rentenivåer, kompensasjonen for å ta kredittrisiko og valutakurser påvirker også risikoen. Det samme gjør verdiendringer i investeringene i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Som investor må vi ha gode systemer for å analysere og håndtere denne risikoen.

Å måle risikoen fondet eksponeres mot er en krevende oppgave. For å få et helhetlig bilde gjennomfører vi flere ulike risikoanalyser og beregninger. Vi overvåker fondets konsentrasjonsrisiko, forventede svingninger i markedene og fondsverdien, faktoreksponering og likviditetsrisiko. Vi gjennomfører også stresstester og fremoverskuende scenarioanalyser av porteføljen. Enkelte investeringsstrategier kan gi økt risiko for sjeldne, men store og uforutsigbare tap. Vi følger derfor nøye med på eksponeringen mot denne type strategier.

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





Forventet absolutt volatilitet er et mål på hvor mye den årlige avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge.

Forventet absolutt volatilitet er et mål på hvor mye den årlige avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge. Vi beregner forventet absolutt volatilitet som standardavvik basert på tre års prishistorikk. Ved utgangen av 2024 var fondets forventede absolutte volatilitet 11,2 prosent, eller om lag 2 200 milliarder kroner. Det innebærer at fondets verdi i ett av tre år forventes å svinge med mer enn 2 200 milliarder kroner.

## Scenarioanalyser

Årlig publiserer vi resultatene av ulike fremoverskuende scenarioer. Scenarioene kan endre seg fra år til år i tråd med markedsutviklingen og hendelser som påvirker den makroøkonomiske utviklingen. I år har vi analysert hvordan kombinasjonen av høye aksjeverdsettelsler, høye gjeldsnivåer og økte geopolitiske spenninger kan gi store fall i fondets verdi over tid.

Årets scenarioer bygger videre på fjorårets analyser, der vi vurderte hvordan reprising av risiko, gjeldskrise og en polarisert verden kunne påvirke fondets verdi negativt. Scenarioet om en KI-korreksjon kan sees som en videreføring av fjorårets scenario om reprising av risiko. I årets analyser legger vi særlig vekt på konsentrasjonen av KI-aksjer i markedet. Årets scenario om en gjeldskrise er mer omfattende enn fjorårets og fokuserer på et bredt tap av tillit blant investorer. Scenarioet om en fragmentert verden er utvidet fra å fokusere på to økonomiske blokker med geopolitiske spenninger til å gjelde flere regioner.

### KI-korreksjon

En betydelig korreksjon i teknologisektoren utløses av at investeringer i kunstig intelligens ikke genererer forventet inntjening og verdiskapning. Dette kan skyldes strengere reguleringer, teknologiske utfordringer eller mangel på nødvendige ressurser. Korreksjonen påvirker særlig den amerikanske teknologisektoren, men sprer seg også til andre sektorer og regioner.

### Gjeldskrise

Høye globale gjeldsnivåer kombinert med en aldrende befolkning, klimaendringer og internasjonale konflikter utløser en obligasjonskrise. Svekket tillit i markedet fører til at rentene og risikopremiene øker betydelig, som igjen påvirker både aksje- og obligasjonsmarkedet negativt.

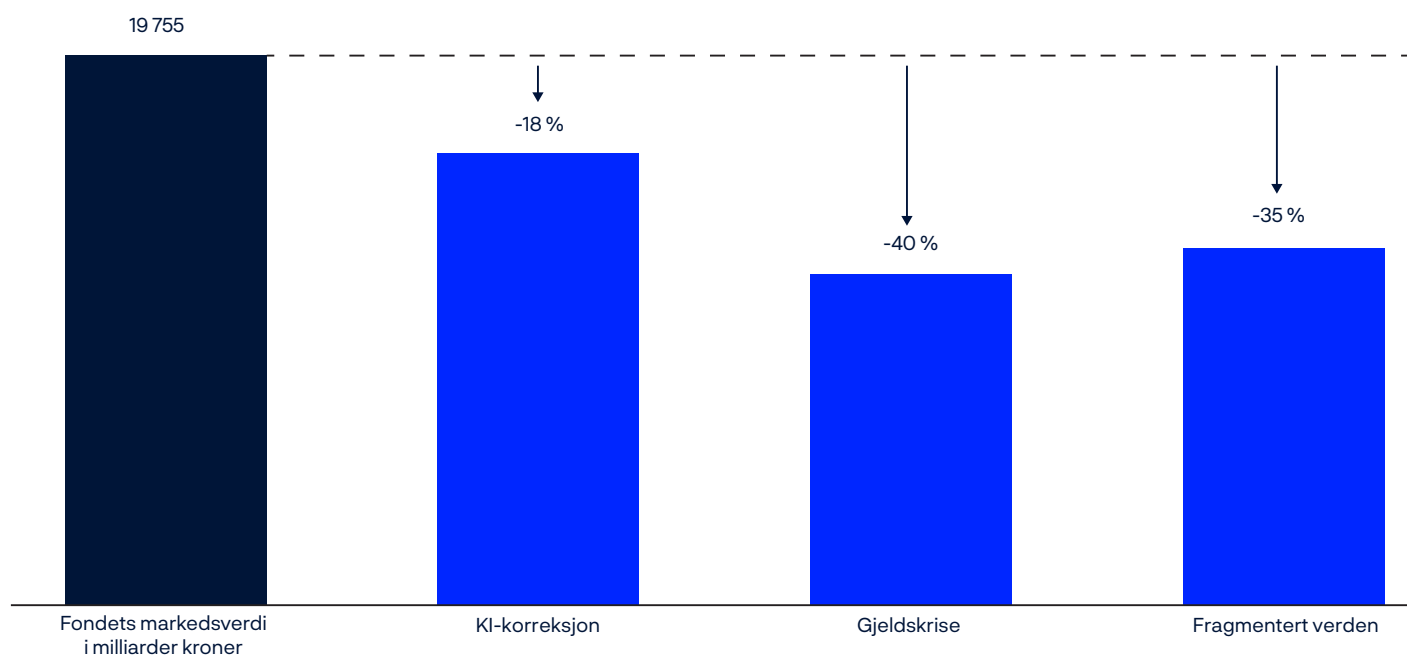
### Fragmentert verden

Verden deles inn i flere økonomiske blokker med redusert samarbeid. Dette fører til økte handelshindringer, strengere reguleringer og mindre investeringer i utlandet. Utviklingsland rammes særlig hardt. Det reduserte økonomiske samarbeidet fører til at den globale veksten avtar, høyere inflasjon og økt markedsvolatilitet.

Vi har analysert hvordan disse scenarioene kan påvirke fondets verdi og beregnet mulige tap over en tidsperiode på opptil fem år. Aksjetapene er betydelige i alle scenarioene, mens effekten på rentemarkedet varierer. Gjeldskrise-scenarioet gir størst tap, med en nedgang på 40 prosent i fondets verdi.

En fullstendig rapport om stresstesting er tilgjengelig på [fondets nettside](#).

**FIGUR 19** Anslått markedsverdi på fondet under hvert scenario og mulige tap i prosent.



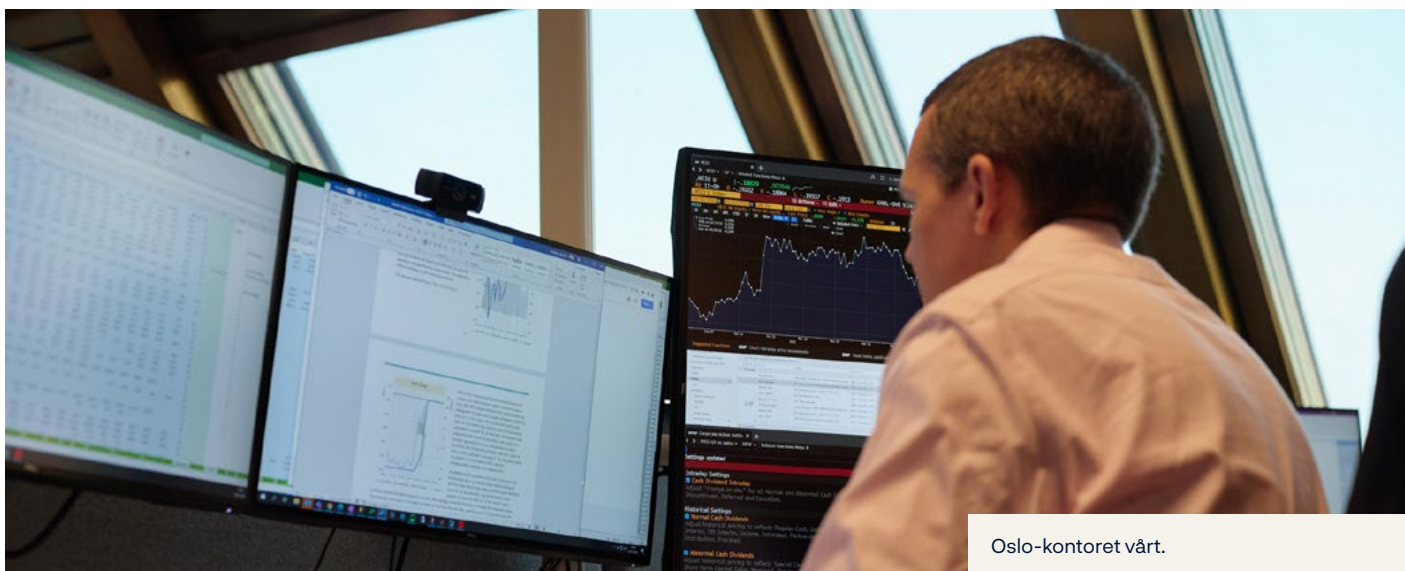
# Fondets relative avkastning

- Resultatene ●
- Investeringene ●**
- Organiseringen ●
- Regnskapet ●

Vi utnytter fondets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse for å oppnå høy avkastning med akseptabel risiko. I 2024 var fondets samlede avkastning -0,45 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksen.

Avkastningen på fondets investeringer sammenlignes med avkastningen på fondets referanseindeks, som er fastsatt av Finansdepartementet og sammensatt av globale indekser for aksjer og obligasjoner. Aksjedelen av indeksen tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen og besto av 8 716 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2024. Obligasjonsdelen av indeksen tar utgangspunkt i indekser fra Bloomberg Indices og besto av 18 354 obligasjoner fra 2 456 utstedere.

Ved utgangen av 2024 var fondet investert i 8 659 børsnoterte selskaper og 6 934 obligasjoner fra 1 507 utstedere. Fondet hadde også 910 investeringer i unoterte eiendommer og 7 investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. For å oppnå målet om høyest mulig avkastning etter kostnader, delegerer vi ansvaret for enkeltinvesteringer til våre porteføljeforvaltere gjennom individuelle mandater. Mandatene er etablert innenfor fondets tre hovedstrategier, markedseksposering, verdipapirseleksjon og allokering. Dette gir oss inngående kunnskap om utvalgte markedssegmenter og



Oslo-kontoret vårt.



# 0,25

prosentpoeng høyere  
avkastning enn  
referanseindeksen  
siden 1998

selskaper, og gjør oss til en mer ansvarlig investor. Ved utgangen av året hadde vi 276 individuelle aksje- og obligasjonsmandater, hvor 114 var hos eksterne aksjeforvaltere. Denne tilnærmingen muliggjør presis styring og kontroll av risiko, avkastningsmåling, kostnader og insentiver for hvert enkelt investeringsmandat.

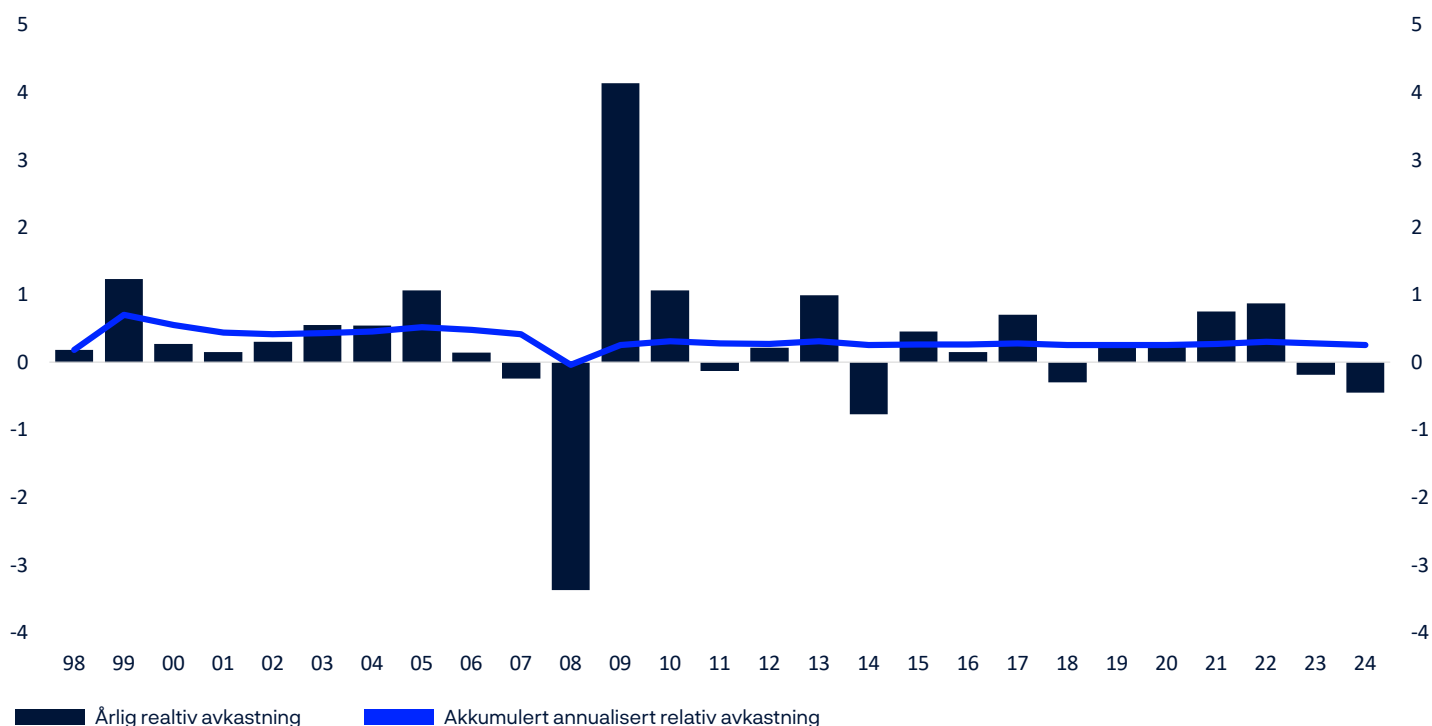
Fondets investeringer i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi inngår ikke i referanseindeksen fastsatt av departementet. For å finansiere disse investeringene selger vi aksjer og obligasjoner fra referanseindeksen. Hvilke aksjer og obligasjoner som selges, avhenger av landet og valutaen investeringen gjøres i. Når vi måler den relative avkastningen på aksje- og obligasjonsforvaltningen, tar vi utgangspunkt i referanseindeksen justert for aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere investeringene i eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Avkastningen på eiendoms- og infrastrukturinvesteringene måles mot aksjene og obligasjonene som er solgt for å finansiere investeringene.

I 2024 var fondets avkastning -0,45 prosentpoeng lavere enn avkastningen på fondets referanseindeks. Siden 1998 har fondets årlige relative avkastning vært 0,25 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen. De siste ti årene har den vært 0,26 prosentpoeng høyere og de siste fem årene 0,29 prosentpoeng høyere.

**TABELL 18** Relativ avkastning i 2024.

	Prosentpoeng
Fondet	-0,45
Aksjeinvesteringene	-0,47
Renteinvesteringene	0,21

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



Siden 1999 har aksjeforvaltningens årlige relative avkastning vært 0,45 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen.

## Aksjeforvaltningen

Aksjeforvaltningen måles mot aksjedelen i referanseindeksen, justert for aksjene som er solgt for å finansiere investeringer i eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Avkastningen på aksjeforvaltningen var -0,20 prosentpoeng lavere enn den justerte referanseindeksen for aksjer i 2024 og bidro med -0,13 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Investeringer i sektorene telekommunikasjon og teknologi ga størst negative bidrag. Investeringene i konsumvarer og helse bidro positivt. Blant landene fondet var investert i, bidro aksjer i USA, Sveits og Kina mest negativt, mens aksjer i Singapore og Taiwan bidro positivt.

Siden 1999 har aksjeforvaltningens årlige relative avkastning vært 0,45 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen. De siste ti årene har den vært 0,39 prosentpoeng høyere og de siste fem årene 0,50 prosentpoeng høyere.

# 0,18

prosentpoeng  
høyere avkastning på  
renteforvaltningen  
enn den justerte  
referanseindeksen i  
2024

## Renteforvaltningen

Renteforvaltningen måles mot obligasjonsdelen av referanseindeksen, justert for obligasjonene som er solgt for å finansiere investeringer i eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Avkastningen på renteforvaltningen var 0,18 prosentpoeng høyere enn den justerte referanseindeksen i 2024, og bidro med 0,05 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Forvaltningen av rentepapirer i utviklede land ga det største positive bidraget. Investeringer i selskapsobligasjoner bidro også positivt. Fondet investerer også i obligasjoner utstedt av myndigheter i fremvoksende land. Rentene i Latin-Amerika steg betraktelig gjennom året og trakk ned meravkastningen.

Siden 1998 har renteforvaltningens årlige relative avkastning vært 0,24 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen. De siste ti årene har den vært 0,37 prosentpoeng høyere og de siste fem årene 0,65 prosentpoeng høyere.

## Eiendom

Fondets samlede strategi for eiendom består av både unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer. Den relative avkastningen for eiendomsforvaltningen måles som forskjellen mellom avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer og avkastningen på obligasjonene og aksjene vi har solgt for å finansiere disse. Eiendomsforvaltningen bidro med -0,26 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2024. De unoterte investeringene ga et negativt bidrag på -0,13 prosentpoeng. Investeringene i alle regionene, USA, Europa og Asia, bidro negativt til fondets relative avkastning, særlig kontoreiendommene i USA. De børsnoterte eiendomsinvesteringene ga et negativt bidrag på -0,13 prosentpoeng med de største bidragene fra investeringene i USA.

Vi rapporterer avkastningen på unotert eiendom kvartalsvis og årlig, men eiendomsstrategien bør vurderes over en lengre tidsperiode. Fra fondets første unoterte eiendomsinvestering i 2011 og frem til utgangen av 2016 var den årlige avkastningen 5,98 prosent. I denne perioden ble eiendomsinvesteringene finansiert ved salg av obligasjoner.

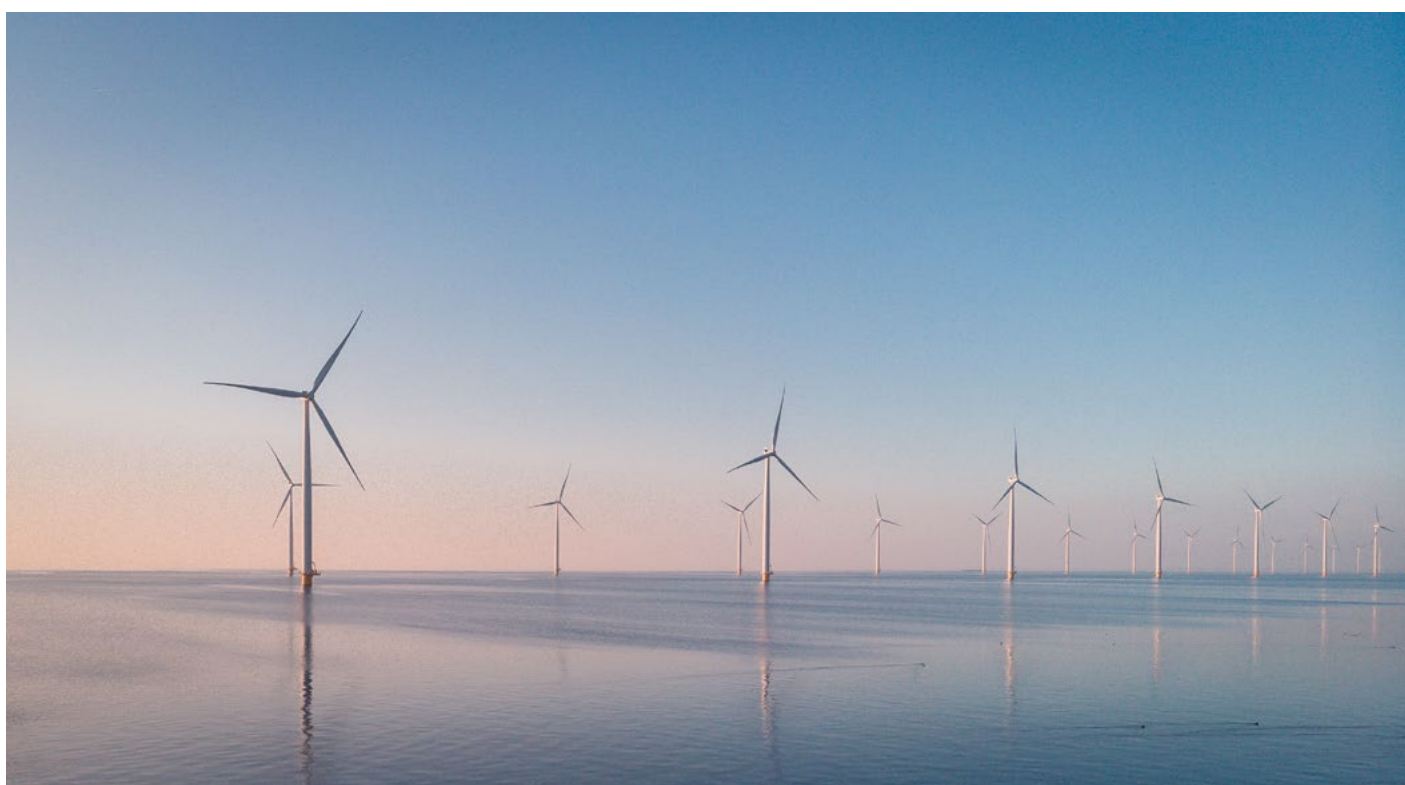


Fondets strategi er å bygge opp en portefølje av høykvalitets vind- og solkraftanlegg i stor skala.

Obligasjonsinvesteringene ga en årlig avkastning på 4,37 prosent i samme periode. Fra 2017 til 2024 var den årlige avkastningen på de unoterte eiendomsinvesteringene 2,55 prosent. I denne perioden er unotert eiendom finansiert med salg av både aksjer og obligasjoner. Disse hadde en årlig avkastning på 4,03 prosent i samme periode.

## Unotert infrastruktur for fornybar energi

Fondets strategi er å bygge opp en portefølje av høykvalitets vind- og solkraftanlegg i stor skala. Den relative avkastningen for fornybar energi måles som forskjellen mellom avkastningen på fondets investeringer i infrastruktur for fornybar energi og avkastningen på obligasjonene vi har solgt for å finansiere disse. Investeringene i infrastruktur for fornybar energi ga en avkastning på -9,81 prosent i 2024, drevet av økte kapitalkostnader. Siden oppstarten har strategien gitt en årlig avkastning på 0,66 prosent.



**TABELL 19** Relativ avkastning for fondets forvaltning i prosentpoeng.

År	Fondet <sup>1</sup>	Aksjeforvaltningen <sup>2</sup>	Renteforvaltningen <sup>2</sup>	Eiendomsforvaltningen <sup>2</sup>	Infrastrukturforvaltningen
2024	-0,45	-0,20	0,18	-6,72	-7,35
2023	-0,18	0,38	0,51	-10,51	-5,67
2022	0,87	0,52	1,68	0,22	25,09
2021 <sup>3</sup>	0,75	0,78	-0,04	7,36	8,04
2020	0,27	0,98	0,76	-13,81	
2019	0,23	0,51	0,11	-3,89	
2018	-0,30	-0,69	-0,01	5,49	
2017	0,70	0,79	0,39	0,70	
2016	0,15	0,15	0,16		
2015	0,45	0,83	-0,24		
2014	-0,77	-0,82	-0,70		
2013	0,99	1,28	0,25		
2012	0,21	0,52	-0,29		
2011	-0,13	-0,48	0,52		
2010	1,06	0,73	1,53		
2009	4,13	1,86	7,36		
2008	-3,37	-1,15	-6,60		
2007	-0,24	1,15	-1,29		
2006	0,14	-0,09	0,25		
2005	1,06	2,16	0,36		
2004	0,54	0,79	0,37		
2003	0,55	0,51	0,48		
2002	0,30	0,07	0,49		
2001	0,15	0,06	0,08		
2000	0,27	0,49	0,07		
1999	1,23	3,49	0,01		
1998	0,18		0,21		

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

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

<sup>3</sup> Fondets og renteforvaltningens relative avkastning for 2021 har blitt korrigerert med 0,01 prosentpoeng grunnet en oppdatering av avkastningen til referanseindeksen.

## Investeringsstrategier

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

Strategien for markedseksposering består av posisjonering og utlån av verdipapirer. Samlet bidro disse strategiene med 0,07 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Gjennom strategien for posisjonering implementeres markedseksposeringer med sikte på å øke avkastningen



Strategien verdipapirseleksjon baserer seg på selskapsanalyser av fondets største investeringer.



Singapore-kontoret vårt.

og redusere transaksjonskostnadene. Dette gjøres blant annet ved å utnytte prisforskjeller mellom ulike verdipapirer og utstedere i markedet og dra fordel av selskaps- og markedshendelser på en effektiv måte. Dette omfatter posisjonering basert på rentenivå, inflasjon, valuta og renteforskjeller mellom land. I aksjeforvaltningen ga strategien posisjonering et bidrag på -0,01 prosentpoeng der amerikanske aksjer ga størst negativt bidrag. Investeringer i Europa bidro positivt. Posisjonering i renteforvaltningen bidro med 0,05 prosentpoeng til fondets relative avkastning, med positive bidrag fra alle regioner. Utlån av verdipapirer bidro med 0,04 prosentpoeng til fondets relative avkastning, hovedsakelig gjennom utlån av aksjer.

Strategien verdipapirseleksjon baserer seg på selskapsanalyser av fondets største investeringer. Målet er å forbedre avkastningen og styrke vår rolle som en ansvarlig og aktiv eier. Strategien bidro med -0,06 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2024. Intern aksjeseleksjon ga et bidrag på -0,13 prosentpoeng. Nordamerikanske aksjer bidro mest negativt til resultatet, der investeringene i telekommunikasjon og teknologiselskaper bidro særlig negativt. Investeringer i finanssektoren bidro mest positivt. Ekstern aksjeseleksjon bidro med 0,07 prosentpoeng, med positive bidrag fra markeder i Midtøsten og Sør-Afrika. Investeringene i Latin-Amerika og utviklede land i Europa trakk ned. Seleksjonsstrategien i renteforvaltningen er rettet mot kredittobligasjoner. Strategien bidro med 0,01 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2024.

Allokeringstrategien består av ulike strategier som skal forbedre fondets avkastnings- og risikoegenskaper over tid. Strategien bidro negativt med -0,46 prosentpoeng til fondets relative avkastning i 2024.

Investeringene i eiendom og i infrastruktur for fornybar energi rapporteres under fondsallokering. Eiendomsinvesteringene bidro med -0,26 prosentpoeng til fondets relative avkastning, mens investeringene i infrastruktur for fornybar energi bidro med -0,01 prosentpoeng.

Gjennom 2024 hadde fondet en undervekt av aksjer og en overvekt av obligasjoner, spesielt i fremvoksende økonomier. Vi hadde også lavere vekt i de største teknologiselskapene i USA sammenlignet med referanseindeksen. Samlet bidro disse allokeringsbeslutningene med -0,20 prosentpoeng i 2024.

**TABELL 20** Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning i 2024 i prosentpoeng.

	Aksjeforvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
<b>Markedseksposering</b>	0,02	0,05		0,00	0,07
Posisjonering	-0,01	0,05		0,00	0,03
Utlån av verdipapirer	0,03	0,00			0,04
<b>Verdipapirseleksjon</b>	-0,06	0,01			-0,06
Intern verdipapirseleksjon	-0,13	0,01			-0,12
Ekstern verdipapirseleksjon	0,07				0,07
<b>Allokering</b>	-0,09	0,00	-0,26	-0,11	-0,46
Eiendom			-0,26		-0,26
Unotert eiendom			-0,13		-0,13
Notert eiendom			-0,13		-0,13
Infrastruktur for fornybar energi			-0,01		-0,01
Allokeringsbeslutninger	-0,09	0,00		-0,11	-0,20
<b>Totalt</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,45</b>

**TABELL 21** Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning annualisert fra 2013-2024 i prosentpoeng.

	Aksjeforvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
<b>Markedseksposering<sup>1</sup></b>	0,10	0,07		0,00	0,17
Posisjonering	0,06	0,06		0,00	0,13
Utlån av verdipapirer	0,04	0,01			0,05
<b>Verdipapirseleksjon</b>	0,14	0,01			0,15
Intern verdipapirseleksjon	0,05	0,01			0,06
Ekstern verdipapirseleksjon	0,09				0,09
<b>Allokering</b>	-0,01	-0,01	-0,07	-0,01	-0,10
Eiendom			-0,07		-0,07
Unotert eiendom			-0,01		-0,01
Notert eiendom			-0,06		-0,06
Infrastruktur for fornybar energi			0,00		0,00
Allokeringsbeslutninger <sup>2,3</sup>	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	-0,02
<b>Totalt</b>	<b>0,23</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,00</b>	<b>0,23</b>

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

<sup>2</sup> Mandatet for forvaltningen knyttet til miljørelaterte mandater for aksjer og rentepapirer ble endret av Finansdepartementet i løpet av 2022. Den historiske relative avkastningen fra disse miljørelaterte mandater frem til 2022 er inkludert under allokeringsbeslutninger.

<sup>3</sup> Fondets delstrategi for systematiske risikofaktorer ble avviklet i 2022. Den historiske relative avkastningen fra denne delstrategien frem til 2022 er inkludert under allokeringsbeslutninger.



Fondet investeres annerledes enn referanseindeksen på flere områder.

## Risiko i forhold til referanseindeksen

Fondet investeres annerledes enn referanseindeksen på flere områder, som aktivklasser, valutaer, sektorer, land og regioner, samt enkeltaksjer og obligasjonsutstedere.

Ved utgangen av 2024 hadde aksjeporteføljen høyere vekt i volatile selskaper og selskaper med lavere løpende utbytter enn referanseindeksen. Renteporteføljen hadde lavere eksponering mot selskapsobligasjoner enn referanseindeksen, men høyere eksponering mot obligasjoner i fremvoksende markeder og statsrelaterte obligasjoner. Fondet hadde 364 milliarder kroner investert i unotert eiendom og 359 milliarder kroner i børnotert eiendom. Eiendomsinvesteringene utgjorde en av fondets største relative eksponeringer.

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

Én av grensene er for forventet relativ volatilitet, som begrenser hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra fondets referanseindeks. Alle fondets investeringer er inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet i henhold til mandatet og måles mot referanseindeksen, som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av 2024 var fondets forventede relative volatilitet 0,44 prosentpoeng, opp fra 0,34 prosentpoeng året før. Oppgangen skyldes hovedsakelig økt forventet relativ volatilitet i aksjeinvesteringene.

Vi investerer i eiendom for å spre risikoen i fondet. Eiendomsinvesteringene forventes å ha en annen avkastningsprofil enn aksjer og obligasjoner, både på kort og lang sikt. Dette gir utslag i beregningen av fondets forventede relative volatilitet. Siden det ikke finnes daglige priser for de unoterte eiendomsinvesteringene våre, bruker vi en modell fra MSCI for å beregne risikoen.



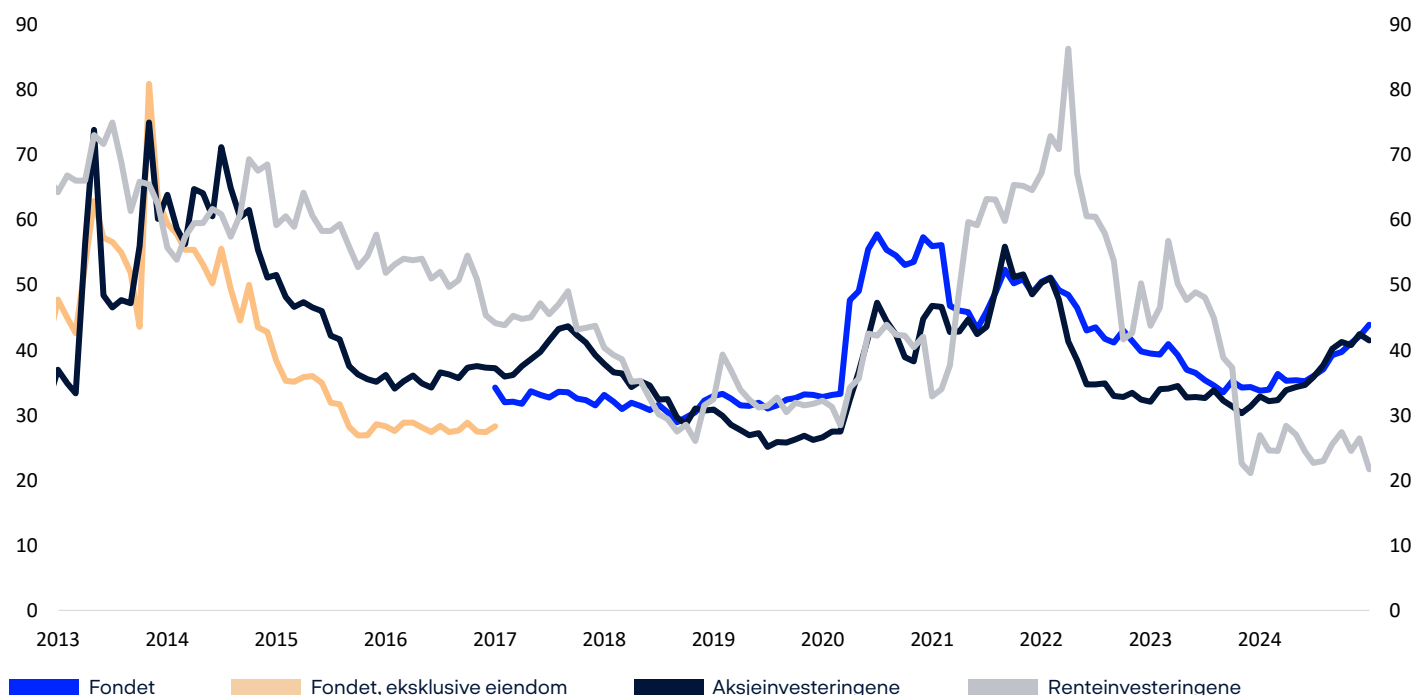
Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for hvor mye fondets avkastning kan avvike negativt fra referanseindeksen i ekstreme situasjoner. Grensen for ekstremavviksrisiko er satt til 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den 1,18 prosentpoeng, opp fra 1,08 prosentpoeng året før.

**TABELL 22** Risiko og eksponering for fondet.

	Grenser fastsatt av Finansdepartementet	31.12.2024
Allokering	Aksjeporteføljen 60–80 prosent av fondet <sup>1</sup>	71,4
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	1,8
	Obligasjonsporteføljen 20–40 prosent av fondet <sup>1</sup>	27,7
	Unotert infrastruktur for fornybar energi inntil 2 prosent av fondet	0,1
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,4
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	1,0
Fremvoksende markeder	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan være investert i fremvoksende markeder	2,7
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen <sup>2</sup>	9,6

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

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


**FIGUR 21** Forventet relativ volatilitet for fondet i basispunkter.


**TABELL 23** Forventet relativ volatilitet for investeringsstrategiene per 31. desember 2024. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Alle tall er på fondsnivå oppgitt i basispunkter.

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Realaktiva- forvaltningen	Allokering	Totalt
<b>Markedseksponering</b>	6	3		0	6
Posisjonering	6	3		0	6
<b>Verdipapirseleksjon</b>	17	2			17
Intern verdipapirseleksjon	15	2			14
Ekstern verdipapirseleksjon	8				8
<b>Allokering</b>	11	4	37	8	46
Eiendom			37		37
Unotert eiendom			20		20
Notert eiendom			24		24
Infrastruktur for fornybar energi			3		3
Allokeringerbeslutninger	11	4		8	18
<b>Totalt</b>	<b>19</b>	<b>5</b>	<b>37</b>	<b>8</b>	<b>44</b>



 Norges Bank  
Investment  
Management



# Ansvarlig forvaltning Statens pensjonsfond utland

## Rapport om ansvarlig forvaltning

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



Singapore-kontoret vårt.

# 3. Organiseringen

53	Forvaltningsorganisasjonen
54	Forvaltningens gjennomføring
69	Kostnader



# Forvaltnings- organisasjonen

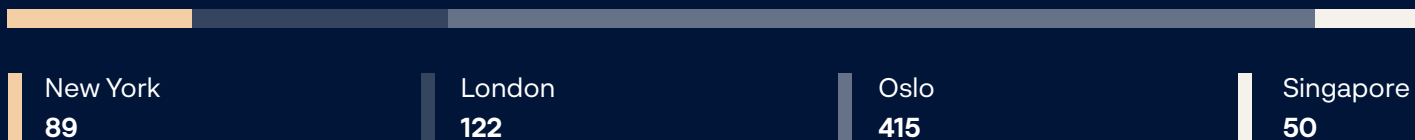
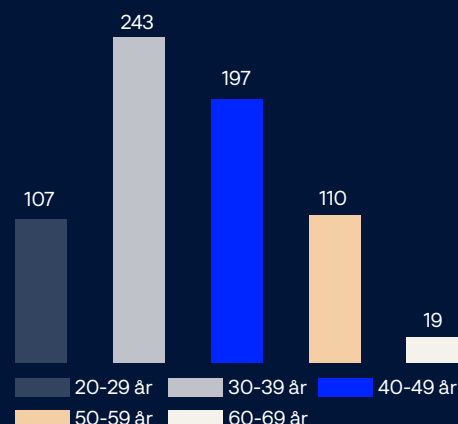
## Antall ansatte og kontorer



## Antall ansatte fordelt etter område, inkludert datterselskaper.



## Antall ansatte fordelt på alder.



**4**  
kontorer

**676**  
ansatte totalt

**40**  
nasjonaliteter

• Vi har også eiendomskontorer i Paris og Tokyo.



I 2024 arrangerte vi for første gang teknologidager for alle ansatte.

# Medarbeiderne våre er hjertet i organisasjonen

Medarbeiderne er vår fremste ressurs. Vi skal beholde, utvikle og tiltrekke oss de fremste talentene. Vi legger til rette for at alle kan jobbe effektivt, nyskapende og ha kompetansen til å møte nye utfordringer.

Vi er en global investeringsorganisasjon. Ved utgangen av 2024 jobbet 676 ansatte på våre kontorer i Oslo, London, New York og Singapore. I tillegg har vi eiendomskontorer i Paris og Tokyo. Et godt samarbeid på tvers av kontorene er avgjørende for å oppnå fondets mål om høyest mulig avkastning.

## Lærings- og utviklingsmuligheter

Vi tror på livslang læring, og gir våre ansatte muligheten til å bygge opp relevante ferdigheter gjennom hele karrieren. Vi jobber systematisk med å utvikle våre medarbeidere og ledere ved å tilby ulike lærings- og



Tilbakemeldinger er en sentral del av organisasjonskulturen vår og viktig for faglig utvikling.

utviklingsmuligheter. Vi har en kontinuerlig utviklingsprosess der leder og medarbeider sammen setter tydelige mål og forventninger. For å styrke samarbeidet, effektiviteten og prestasjonskulturen besluttet vi i 2024 å endre ordningen for hjemmekontor fra to til én valgfri dag i uken.

I 2024 lanserte vi en ny intern strategi for hvordan kunstig intelligens skal gjøre oss mer effektive, styrke risikostyringen vår og bidra til at vi oppnår høyest mulig avkastning. Målene er forankret i [Strategi 25](#) og skal bidra til fondets langsiktige resultater. I løpet av året sikret vi tilgang til ledende modeller innen kunstig intelligens og styrket samarbeidet med leverandører av språkmodeller. For første gang arrangerte vi teknologidager ved alle våre kontorer for å øke kompetansen. Interne undersøkelser viser at medarbeiderne i gjennomsnitt har økt produktiviteten med 15 prosent ved bruk av KI-verktøy.

For andre året på rad gjennomførte vi vårt investeringsakademi for å styrke investeringskompetansen, verdikjedeforståelsen og samhandlingen på tvers av organisasjonen. Programmet ledes av våre egne eksperter, og tilbakemeldingene har vært svært positive. I tillegg arrangerte vi åtte forelesninger om det geopolitiske landskapet, maktdynamikk og finansielle implikasjoner, med fokus på temaer som energi, fornybar infrastruktur og teknologi. Vi gjennomførte også workshoper der medarbeiderne fikk verktøy for å håndtere kompleks informasjon, forbedre læringsprosessen og hvordan kunstig intelligens kan brukes som støtte i læringen.

Gjennom læringsplattformen vår tilbyr vi digitale kurs skreddersydd for organisasjonen. I tillegg har medarbeiderne tilgang til 7 000 kurs fra ledende universiteter og organisasjoner. Vi arrangerer også årlige kurs innen koding og kunstig intelligens.

Tilbakemeldinger er en sentral del av organisasjonskulturen vår og viktig for faglig utvikling. Vi tilbyr opplæring i å gi og motta tilbakemelding, og hvert år gjennomfører ledere og medarbeidere 360-graders evalueringer der alle får konstruktive tilbakemeldinger fra sine kollegaer. I 2024 ble det gitt 11 500 tilbakemeldinger. I tillegg innførte vi en mentorordning for å fremme nye perspektiver på tvers av team og for å støtte personlig utvikling.

Våre ledere er avgjørende for å bygge en sterk læringskultur. De setter retning, gir veiledning og legger til rette for nytenkning. Vi stiller tydelige forventninger til dem og arrangerer jevnlig møteplasser, inkludert årlige



Vi jobber for å styrke kunnskapen om finans blant yngre målgrupper.

ledersamlinger. Nye ledere gjennomfører et introduksjonsprogram, og alle ledere får opplæring i temaer som psykologisk trygghet, tilbakemeldinger, stressmestring og mental motstandskraft.

## Kunnskapsformidling og rekruttering

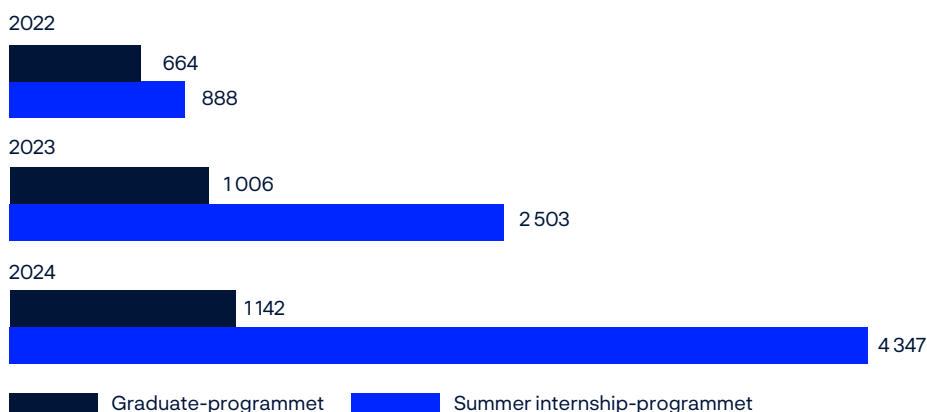
Vi jobber for å styrke kunnskapen om finans blant yngre målgrupper. I 2024 holdt vi blant annet 31 gjesteforelesninger ved norske og internasjonale universiteter og høyskoler. Hensikten er å gi studentene innsikt i praktisk fondsforvaltning, øke kompetansen om fondet og dele kunnskapen vår med yngre målgrupper.

Vi arbeider systematisk for å rekruttere de beste kandidatene både i Norge og internasjonalt, og ser etter talenter med ulik kompetanse og bakgrunn. Vi opplevde en betydelig økning i antall søkere til våre utlyste stillinger fra 2023 til 2024, inkludert rekordhøye søkertall til graduate- og sommer internship-programmene våre. For første gang tok vi imot sommer interns ved New York-kontoret vårt.



Våre graduates med oppstart i 2024.



**FIGUR 22** Antall søkere til våre graduate- og sommer internship-program.

Vi skal være en inkluderende organisasjon med et mangfold av tankesett, etnisiteter, aldersgrupper, akademiske bakgrunner og livserfaringer.

## Mangfold, likestilling og arbeidsmiljø

Vi skal være en inkluderende organisasjon med et mangfold av tankesett, etnisiteter, aldersgrupper, utdanningsbakgrunner og livserfaringer. Dette gir bredere perspektiver, øker kreativiteten og legger til rette for at vi kan ta bedre beslutninger.

For å styrke fellesskapet har vi utvidet tilbudet av sosiale arrangementer. I løpet av året markerte vi også internasjonale merkedager som Pride, den internasjonale kvinnedagen og verdensdagen for psykisk helse. I tillegg etablerte vi et nettverk av førstehjelpere for psykisk helse ved alle kontorene våre. Dette er ett av flere tiltak for å fremme et arbeidsmiljø der medarbeiderne trygt kan uttrykke sine meninger og lære av feil.

Vi jobber aktivt for å øke andelen kvinner totalt i organisasjonen og i lederstillinger. I 2024 støttet vi etableringen av en investeringsklubb for kvinner for å inspirere og motivere flere til å velge en karriere innen finans. Norges Bank er også en av initiativtakerne bak Kvinner i Finans Charter, og i 2024 var vi vertskap for arbeidet med charterets fjerde statusrapport.

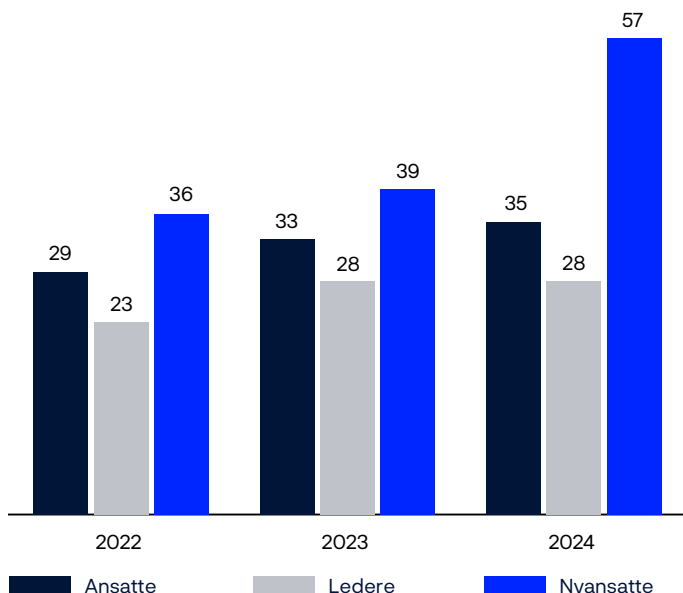
Målet vårt er å oppnå en kjønnsbalanse på minimum 40 prosent i Norges Bank som helhet og på ledernivåer og i spesialfunksjoner. Våre forpliktelser som følge av charterets fire prinsipper er [publisert på nettsiden vår](#). Selv om kjønnsbalansen er god i enkelte stillingsgrupper, har vi fortsatt en vei å gå for å øke kvinneandelen i lederstillinger og tyngre fagstillinger.

**TABELL 24** Kjønnsbalanse per stillingsgruppe per 31. desember 2024 i prosent.

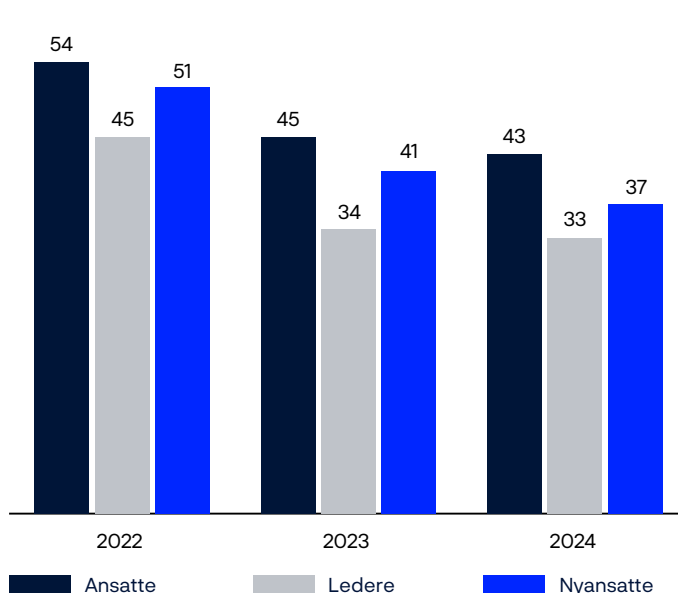
Stillingsgruppe	Kvinner	Menn
Ledernivå 1 (Chief)	55	45
Ledernivå 2 (Global Head)	13	87
Ledernivå 3 (Head)	31	69
Tyngre fagstillinger (nivå 4 og 5)	22	78

Vårt kontinuerlige arbeid med å øke kvinneandelen gir resultater. Flere kvinnelige ansatte blir værende i organisasjonen, og andelen kvinnelige søkere til våre ledige stillinger har økt.

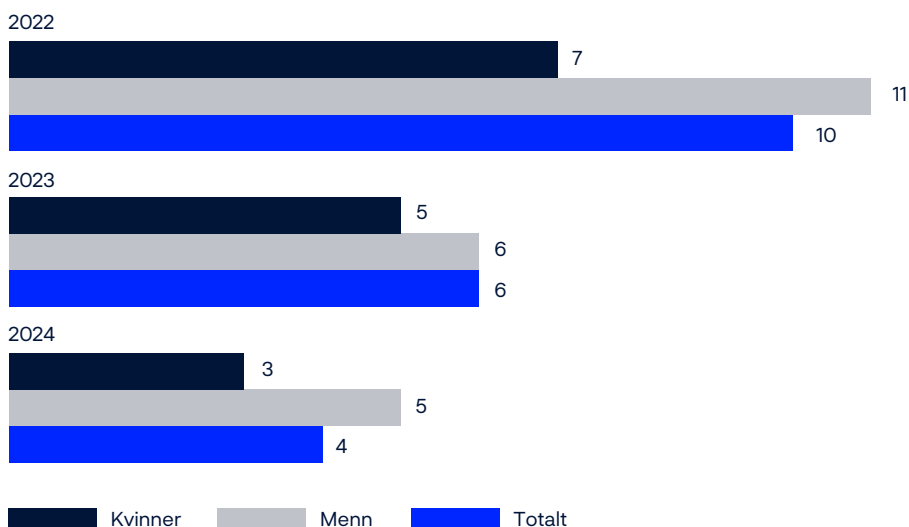
**FIGUR 23** Andel kvinner blant alle ansatte, ledere og nyansatte i prosent.



**FIGUR 24** Andel ansatte, ledere og nyansatte med andre nasjonaliteter enn norsk i prosent.



**FIGUR 25** Ansatte som avsluttet arbeidsforholdet fordelt på kjønn i prosent.



For å sikre at vi er konsekvente og rettferdige i vår tilnærming til ansattes progresjon, forfremmelse og kompensasjon, har hvert område i organisasjonen egne karrierestiger. Hver karrierestige kan inneholde opptil fem stillingsnivåer, med tilsvarende stillingstitler. Stillingsnivået gjenspeiler forventningene knyttet til jobben som skal utføres uavhengig av området den ansatte jobber i.

**TABELL 25** Andel kvinner og menn per stillingsgruppe fordelt på våre kontorer per 31. desember 2024. I prosent.

Stillingsgruppe	Oslo		London		New York		Singapore	
	Andel ansatte		Andel ansatte		Andel ansatte		Andel ansatte	
	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner
Enhetsdirektør	83	17	100	0	100	0	100	0
Seksjonsleder	67	33	62	38	82	18	100	0
Analysedirektør	100	0	89	11	67	33	0	100
Spesialrådgiver	77	23	73	27	88	12	67	33
Seniorrådgiver	59	41	59	41	60	40	78	22
Rådgiver	64	36	33	67	62	38	63	38
Analytiker	37	63	60	40	100	0	33	67



Oslo-kontoret vårt.

Medarbeiderundersøkelsen for 2024 viser et sterkt engasjement blant våre ansatte. De opplever arbeidet som meningsfylt, er stolte av arbeidsplassen sin og trives i Norges Bank Investment Management på tvers av kjønn, alder og nasjonalitet. Et økende antall rapporterer at de er tilfredse med sine utviklingsmuligheter. Personlig utvikling oppgis som den viktigste driveren for motivasjon og trivsel.

## Lønnssystemet

Norges Banks hovedstyre setter rammene for lønnssystemet og følger opp praktiseringen av ordningen. Lønnsnivået skal være konkurransedyktig, men generelt ikke markedsledende. Lønnsfastsettelsen er individuell og reflekterer stillingens ansvarsområder og den ansattes kompetanse, erfaring og prestasjoner. Utbetalt godtgjørelse inkluderer fastlønn, eventuell prestasjonsbasert lønn, utbetalt overtid og kompensasjon av reisetid.

I tråd med mandatet for forvaltningen av fondet fastsatt av Finansdepartementet følger lønnssystemet kravene i forskrift til verdipapirfondloven med nødvendige tilpasninger. Hovedstyrets godtgjørelsesutvalg skal bidra til grundig og uavhengig behandling av saker som gjelder godtgjørelsesordningene i Norges Bank. I tillegg avgir internrevisjonen i Norges Bank en uavhengig uttalelse om etterlevelse av regler og retningslinjer for godtgjøring. Gjennomgangen i 2024 bekrefter at praktiseringen av godtgjørelsesordningen for 2023 var i samsvar med regelverket.

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

TABELL 26 Fastlønn og annen nøkkelinformasjon for ledende ansatte i 2024.

Stilling	Navn	Kjønn	Investerings- område	Alder	Ansiennitet i Norges Bank Investment Management	Årlig fastlønn i kroner
HR-direktør	Aass, Ada Magnæs	Kvinne		45 år	10 år	2 440 000
Direktør for aksjeinvesteringer	Balthasar, Daniel <sup>1</sup>	Mann	Investerings- område	48 år	18 år	13 670 000
Direktør for teknologi og drift	Bryne, Birgitte	Kvinne		52 år	9 år	4 250 000
Direktør for aksjeinvesteringer	Furtado Reis, Pedro <sup>1</sup>	Mann	Investerings- område	49 år	13 år	13 670 000
Nestleder/stabsdirektør	Grande, Trond	Mann		54 år	17 år	5 380 000
Direktør for eiendom- og infrastrukturinvesteringer	Holstad, Mie Caroline	Kvinne	Investerings- område	42 år	14 år	3 620 000
Risikodirektør	Huse, Dag	Mann		58 år	21 år	5 005 000
Direktør for eierskap og etterlevelse	Ihenacho, Carine Smith <sup>1</sup>	Kvinne		62 år	7 år	6 828 000
Direktør for markedsstrategier	Norberg, Malin	Kvinne	Investerings- område	40 år	15 år	4 560 000
Direktør for markedsstrategier	Nygård, Geir Øivind <sup>2</sup>	Mann	Investerings- område	44 år	17 år	4 750 000
Direktør for kommunikasjon og eksterne relasjoner	Skaar, Marthe	Kvinne		41 år	11 år	2 070 000
Leder	Tangen, Nicolai	Mann		58 år	4 år	7 385 000

<sup>1</sup>Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner.

<sup>2</sup>Gikk over til en annen stilling internt i Norges Bank Investment Management 01.12.2024. Godtgjørelse vises frem til dette tidspunktet.

TABELL 27 Ytelser i kroner til ledende ansatte i 2024.

Stilling	Navn	Brutto fast- lønn	Brutto prestasjons- lønn	Verdi av andre fordeler <sup>4</sup>	Pensjons- opptjening	Personallån
HR-direktør	Aass, Ada Magnæs	2 412 033		13 314	382 851	
Direktør for aksjeinvesteringer	Balthasar, Daniel <sup>1,2</sup>	13 086 633	2 236 567	175 937	1 308 663	
Direktør for teknologi og drift	Bryne, Birgitte	4 215 284		20 621	455 332	
Direktør for aksjeinvesteringer	Furtado Reis, Pedro <sup>1,2</sup>	13 086 633	2 054 145	177 587	1 308 663	
Nestleder/stabsdirektør	Grande, Trond	5 391 943		12 052	432 369	
Direktør for eiendom- og infrastrukturinvesteringer	Holstad, Mie Caroline	3 590 266		18 833	365 723	
Risikodirektør	Huse, Dag	5 015 911		9 330	420 595	
Direktør for eierskap og etterlevelse	Ihenacho, Carine Smith <sup>1</sup>	7 115 294		238 443	711 529	
Direktør for markedsstrategier	Norberg, Malin <sup>2</sup>	4 598 713	824 960	14 523	359 167	1 113 296
Direktør for markedsstrategier	Nygård, Geir Øivind <sup>3</sup>	4 408 718		15 627	311 764	
Direktør for kommunikasjon og eksterne relasjoner	Skaar, Marthe	2 051 110		25 259	367 981	
Leder	Tangen, Nicolai	7 397 781		12 638	395 808	

<sup>1</sup>Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner.

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

<sup>3</sup>Gikk over til en annen stilling internt i Norges Bank Investment Management 01.12.2024. Godtgjørelse vises frem til dette tidspunktet.

<sup>4</sup>Består hovedsakelig av dekning av forsikring og elektronisk kommunikasjon.

Totalt ble 1 255 millioner kroner utbetalt i fastlønn til 768 ansatte i 2024. 72 millioner kroner ble utbetalt til ledende ansatte, 529 millioner kroner til ansatte med prestasjonsbasert lønn og 654 millioner kroner til øvrige ansatte.

### Fastlønn i datterselskaper

Totalt 44 millioner kroner ble utbetalt i fastlønn til 28 ansatte i datterselskaper tilknyttet forvaltningen av eiendomsporteføljen, hvorav 27 millioner kroner til ansatte med prestasjonsbasert lønn og 17 millioner kroner til øvrige ansatte.

## Prestasjonsbasert lønn

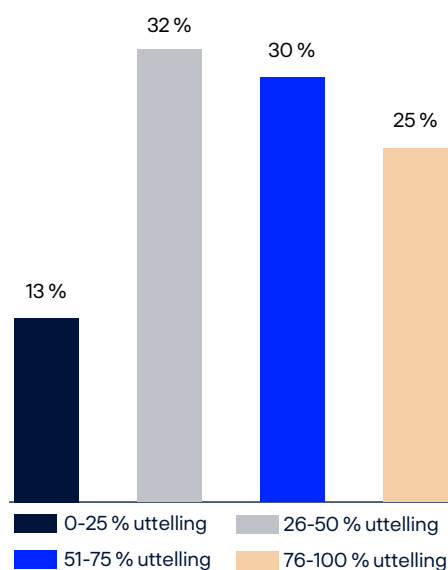
Ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, kan ha prestasjonsbasert lønn i tillegg til fastlønn. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte kvalitative og kvantitative mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle resultatet. Kvalitative mål kan inneholde elementer knyttet til miljø, sosiale forhold og selskapsstyring. Resultatene måles over minimum to år.

Rammen for prestasjonsbasert lønn kan som hovedregel maksimalt være 100 prosent av fastlønn. For et begrenset antall ansatte ved de internasjonale kontorene kan rammen maksimalt være 200 prosent av fastlønn. Ansatte med prestasjonsbasert lønn opptjente i gjennomsnitt 51 prosent av totalrammen for 2024, basert på resultater over flere år. Totalt 332 millioner kroner ble utbetalt i prestasjonsbasert lønn til 217 ansatte i 2024.



Singapore-kontoret vårt.

**Figur 26** Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2024. Prosent av ansatte med prestasjonsbasert lønn.



Opptjent prestasjonsbasert lønn utbetales over flere år. Inntil halvparten av beløpet utbetales året etter at den prestasjonsbaserte lønnen er opptjent, mens det resterende beløpet holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake, justeres for fondets avkastning.

### Prestasjonsbasert lønn i datterselskaper

12 millioner kroner ble utbetalt i prestasjonsbasert lønn til 14 ansatte i datterselskaper tilknyttet forvaltningen av eiendomsporteføljen.

## Likestilling i lønnsprosessen

For å sikre en rettferdig lønnspraksis, analyserer vi jevnlig lønnsutviklingen blant våre ansatte. Eventuelle betydelige avvik i kompensasjon på individ- eller gruppenivå undersøkes nærmere for å sikre at kjønnsnøytrale kriterier ligger til grunn.

Kartleggingen viser ingen vesentlige lønnsforskjeller mellom kvinner og menn med sammenlignbare stillinger og roller. Lønnsforskjellene økte marginalt fra 2023, hovedsakelig grunnet endret sammensetning på de ulike karrierenivåene. Lønnsforskjellene mellom kvinner og menn på organisasjonsnivå skyldes en overvekt av menn i stillinger som arbeider med investeringsbeslutninger. Stillinger med investeringsansvar er generelt høyere lønnet i markedet sammenlignet med stillinger på samme stillingsnivå innenfor andre fagområder. En større andel menn enn kvinner i ledende stillinger bidrar også til lønnsforskjeller på organisasjonsnivå.

**TABELL 28** Ujustert lønnsgap mellom kvinner og menn i prosent<sup>1</sup>.

	Fastlønn		Forventet utbetalt godtgjørelse	
	Median	Gjennomsnitt	Median	Gjennomsnitt
Oslokontoret	86,6	85,1	85,2	77,2
<b>Totalt</b>	<b>81,1</b>	<b>77,0</b>	<b>77,8</b>	<b>66,3</b>

<sup>1</sup> Ujustert lønnsgap mellom kvinner og menn viser forskjellen i lønn mellom kvinner og menn uten å ta høyde for faktorer som arbeidstid, yrke, alder, erfaring, utdanningsnivå eller andre variabler som kan påvirke lønnsforskjeller.

**TABELL 29** Sammenligning av lønn for kvinner og menn med tilsvarende roller per 31. desember 2024. Lønnen til hver enkelt ansatt sammenlignes med gjennomsnitts- og medianlønnen for tilsvarende stillinger<sup>1</sup>.

Jobbfunksjon	Lønn sammenlignet med gjennomsnittslønn i prosent		Lønn sammenlignet med medianlønn i prosent		Antall ansatte	Andel kvinner i prosent	Snittalder kvinner	Snittalder menn
	Kvinner	Menn	Kvinner	Menn				
Porteføljeforvaltning og handel	99	100	102	104	201	24	36	43
Porteføljeforvaltning og handel, støttefunksjoner	98	101	98	101	44	41	32	38
Eierskap og etterlevelse, risikostyring, juridiske enheter	98	102	100	105	142	52	39	43
Kommunikasjon og eksterne relasjoner, HR, stab	101	98	104	101	72	64	45	41
Teknologi og drift	99	100	100	101	206	22	39	40
<b>Totalt</b>	<b>99</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>103</b>	<b>665</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>41</b>

<sup>1</sup> Datagrunnlaget for analysen er basert på ansattes fastlønn og forventet årlig opptjening av totalrammen for prestasjonsbasert lønn. Ledergruppen er ikke inkludert i analysen.

**TABELL 30** Sammenligning av lønn for tilsvarende roller fordelt på nasjonalitet per 31. desember 2024. Lønnen til hver enkelt ansatt sammenlignes med gjennomsnitts- og medianlønnen for tilsvarende stillinger<sup>1</sup>.

Jobbfunksjon	Lønn sammenlignet med gjennomsnittslønn i prosent		Lønn sammenlignet med medianlønn i prosent		Antall ansatte	Andel annen nasjonalitet i prosent	Snittalder annen nasjonalitet	Snittalder norsk
	Ansatte med andre nasjonaliteter	Norske ansatte	Ansatte med andre nasjonaliteter	Norske ansatte				
Porteføljeforvaltning og handel	100	100	102	104	201	49	42	41
Porteføljeforvaltning og handel, støttefunksjoner	98	102	98	102	44	55	35	36
Eierskap og etterlevelse, risikostyring, juridiske enheter	101	100	102	102	142	41	42	40
Kommunikasjon og eksterne relasjoner, HR, stab	100	100	101	103	72	33	46	42
Teknologi og drift	99	101	100	101	206	45	39	39
<b>Totalt</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>101</b>	<b>103</b>	<b>665</b>	<b>45</b>	<b>41</b>	<b>40</b>

<sup>1</sup> Datagrunnlaget for analysen er basert på ansattes fastlønn og forventet årlig opptjening av totalrammen for prestasjonsbasert lønn. Ledergruppen er ikke inkludert i analysen.



Av personvern hensyn må minst fem av hvert kjønn per stillingsgruppe være representert for å kunne publisere lønnsdata.

**TABELL 31** Lønnskartlegging per stillingsgruppe for fastlønn på Oslokontoret per 31. desember 2024.

Stillingsgruppe	Antall ansatte		Median fastlønn i kroner		Lønnsforskjeller - kvinners andel av menns lønn i prosent	Gjennomsnitt fastlønn i kroner		Lønnsforskjeller - kvinners andel av menns lønn i prosent
	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner		Menn	Kvinner	
Seksjonsleder	28	14	1 670 000	1 608 000	96	1 685 000	1 647 000	98
Spesialrådgiver	68	20	1 463 000	1 413 000	97	1 553 000	1 415 000	91
Seniorrådgiver	80	56	1 123 000	1 115 000	99	1 144 000	1 158 000	101
Rådgiver	50	28	878 000	840 000	96	910 000	852 000	94
Analytiker	11	19	660 000	655 000	99	670 000	679 000	101

**TABELL 32** Lønnskartlegging per stillingsgruppe for utbetalt godtgjørelse på Oslokontoret per 31. desember 2024.

Stillingsgruppe	Antall ansatte		Median utbetalt godtgjørelse i kroner		Lønnsforskjeller - kvinners andel av menns lønn i prosent	Gjennomsnitt utbetalt godtgjørelse i kroner		Lønnsforskjeller - kvinners andel av menns lønn i prosent
	Menn	Kvinner	Menn	Kvinner		Menn	Kvinner	
Seksjonsleder	28	14	1 768 000	1 633 000	92	1 897 000	1 731 000	91
Spesialrådgiver	68	20	1 663 000	1 465 000	88	1 921 000	1 563 000	81
Seniorrådgiver	80	56	1 202 000	1 200 000	100	1 260 000	1 244 000	99
Rådgiver	50	28	917 000	859 000	94	952 000	895 000	94
Analytiker	11	19	665 000	658 000	99	689 000	679 000	99

Kan vår felles formue beskyttes og forvaltes av kunstig intelligens?

Leder for cybersikkerhet presenterte på Attack-konferansen i 2024.

# Operasjonell risiko

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

Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en 12 måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til tap eller gevinst som totalt overstiger én milliard kroner eller mer. Denne rammen betegnes som «styrets operasjonelle risikotoleranse». Den beregnede operasjonelle risikoeksponeringen holdt seg innenfor denne rammen i hele 2024.

## Uønskede hendelser i 2024

Det ble registrert 168 uønskede hendelser i 2024, ned fra 182 året før. Flesteparten av disse utgjorde ingen finansielle konsekvenser. Samlet ga de uønskede hendelsene en estimert finansiell effekt på 111 millioner kroner. Fem av hendelsene ble vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad.

# 168

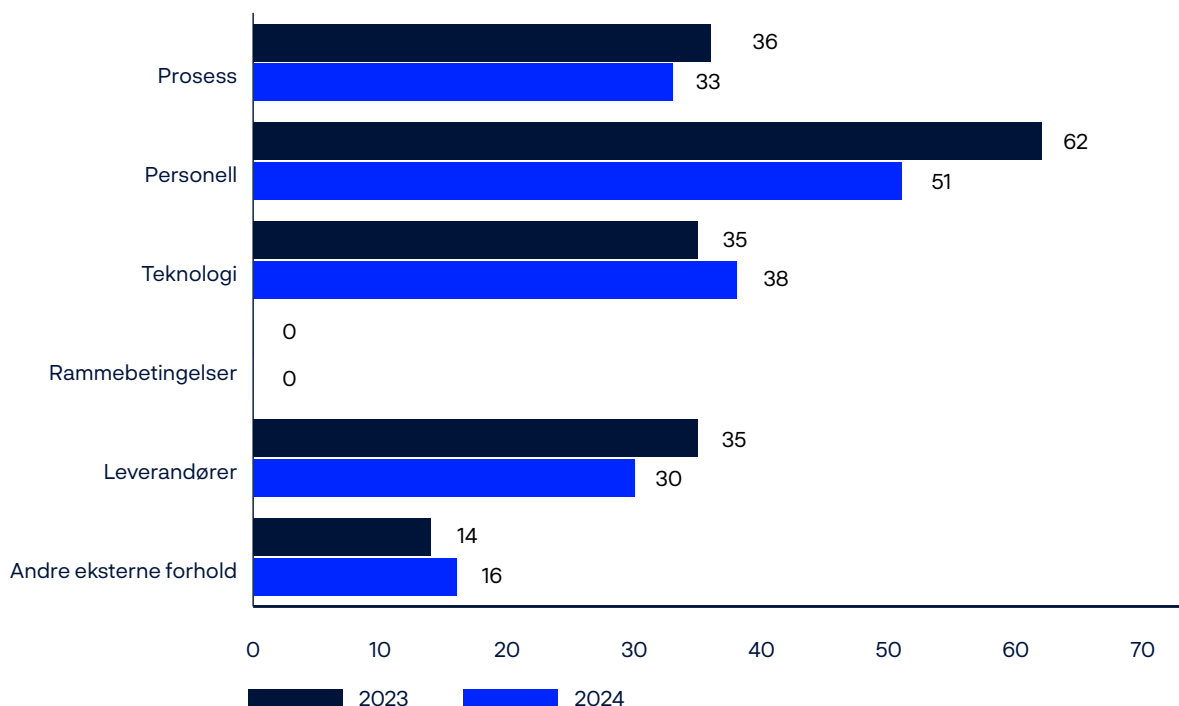
## registrerte uønskede hendelser

Tre av de fem vesentlige hendelsene utgjorde en direkte finansiell konsekvens på omtrent 100 millioner kroner av den samlede finansielle effekten. To av hendelsene gjaldt svikt i interne prosesser for porteføljeforvaltning og skatterefusjon. Én gjaldt feil i prosess hos leverandør for verdipapirutlån. De to siste vesentlige hendelsene var relatert til mediehandtering og tilgjengelighet av systemer.

### Etterlevelse av retningslinjer

Finansdepartementet har fastsatt mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Det ble ikke registrert noen vesentlige brudd på mandatet i 2024. Norges Bank Investment Management mottok ingen varslers om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

**FIGUR 27** Antall uønskede hendelser i 2024, fordelt på årsakskategorier.





Vi forvalter fondet på vegne av det norske folk.

## Cyberrisiko

Digitale angrepsforsøk utgjør en betydelig risiko for Norges Bank Investment Management. Det sikkerhetspolitiske og teknologiske landskapet er i rask endring og påvirker trusselbildet negativt.

De mest avanserte trusselaktørene benytter et bredt spekter av metoder. Dette inkluderer bruk av insidere, kriminelle grupper og deres verktøy og angrep mot verdikjeden. Kunstig intelligens gjør det mulig å sende målrettede phishing-forsøk i et omfang vi ikke har sett tidligere. Verktøy basert på kunstig intelligens har også gjort det enklere for kriminelle å utvikle avansert skadevare og lure sine ofre gjennom sosial manipulasjon.

Flere prosesser og kontroller er på plass for å redusere cyberrisiko. Det ble ikke avdekket noen vesentlige hendelser knyttet til informasjonssikkerhet i 2024.

## Omdømme

Vi forvalter fondet på vegne av det norske folk. Fondet er den største enkeltinvestoren i mange børsnoterte selskaper. Vi er avhengige av tillit blant det norske folk og i internasjonale finansmarkeder. Vi jobber for å ivareta og styrke omdømmet vårt på flere måter, blant annet ved å sørge for at lovkrav og retningslinjer etterlevs og gjennom «Code of Conduct», vårt etiske regelverk for alle ansatte.

Vi legger også vekt på å utøve åpenhet, kommunisere med fondets eiere og ha jevnlig dialog med selskapene fondet er investert i. Vi svarer på alle spørsmål fra media og publikum. Annet hvert år måler Kantar fondets omdømme blant det norske folk på vegne av Norges Bank Investment Management. Siste undersøkelse fra 2024 viser at Oljefondet har et godt omdømme blant befolkningen. I 2024 ble vi kåret til verdens mest åpne investeringsfond i Global Pension Transparency Benchmark for andre året på rad. Fondet fikk den høyeste poengsummen. Global Pension Transparency Benchmark er verdens første standard som måler graden av åpenhet blant pensjonsfond og andre institusjonelle investeringsfond. Kåringen er utviklet av CEM Benchmarking og Top1000funds.com, og består av 185 spørsmål fordelt på resultater, eierstyring, kostnader og ansvarlig forvaltning.



Pressekonferanse om fondets resultater i 2024.



Oslo-kontoret.

# Lave kostnader

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

Høyest mulig avkastning, ansvarlig forvaltning og åpenhet er viktige prioriteringer for fondet. Vi fortsetter å utnytte fondets særtrekk som en stor og langsiktig investor, for å oppnå høyest mulig avkastning på en ansvarlig måte. Samtidig vil vi sikre kostnadseffektivitet uten at det skal gå utover muligheten til å skape merverdier i forvaltningen, betryggende kontroll, god risikostyring og operasjonell robusthet i møte med geopolitisk usikkerhet og et komplekst risikobilde.

Interne forvaltningskostnader som andel av forvaltet kapital har vært stabile eller noe fallende de senere år. Vi arbeider løpende med å automatisere prosesser og effektivisere driften for å realisere stordriftsfordeler, og flere slike initiativ har vært gjennomført i Norges Bank Investment Management de siste årene for å bidra til dette. Forvaltningen skal være kostnadseffektiv, uten at lave kostnader er et mål i seg selv. Fondets målsetting i mandatet



Forvaltningskostnadene i fondet er lave sammenlignet med andre fond, målt som andel av forvaltet kapital.

fra Finansdepartementet er å søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i investeringsporteføljens valutakurv, innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen.

Forvaltningskostnadene i fondet er lave sammenlignet med andre fond, målt som andel av forvaltet kapital. For 2024 utgjorde forvaltningskostnadene i Norges Bank 0,041 prosent av fondsverdien. Årlige analyser gjennomført for Finansdepartementet av CEM Benchmarking Inc., som sammenligner årlige forvaltningskostnader i fondet med andre store fond, viser at fondet over flere år har hatt lavere kostnader enn alle fondene i sammenligningsgruppen, målt som andel av forvaltet kapital. Kostnadsnivået i forvaltningen siden 2012 har vært mellom 11 og 19 basispunkter lavere enn sammenligningsgruppen. I denne sammenligningen er det tatt hensyn til forskjeller i størrelse og aktivasammensetning. CEM-rapporten anses som den beste kilden til informasjon om kostnadsnivået til sammenlignbare fond innen kapitalforvaltning.

## Forvaltningskostnader

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

De totale forvaltningskostnadene i Norges Bank var 7,4 milliarder kroner i 2024, en økning fra 6,6 milliarder kroner i 2023. Økningen skyldes i all hovedsak høyere honorarer til eksterne forvaltere, høyere personalkostnader som følge av lønnsvekst og styrking av organisasjonen, valutaeffekter, og noe høyere kostnader til IT-systemer og data. Honorarer til eksterne forvaltere har økt, som følge av høyere kapital forvaltet eksternt i 2024, valutaeffekter og høyere meravkastning for enkelte eksterne forvaltere.

# 7,4 mrd.

kroner i totale  
forvaltningskostnader

Finansdepartementet fastsetter hvert år en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor denne rammen. Forvaltningskostnader i datterselskaper måles mot den øvre rammen, men er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen fordi de blir belastet porteføljerisikoen direkte. Norges Bank godtgjøres i tillegg for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, som er holdt utenfor den øvre rammen. Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, var for 2024 begrenset til 7,1 milliarder kroner. Samlede forvaltningskostnader i 2024 som måles mot den øvre kostnadsrammen, utgjorde 6,0 milliarder kroner. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 5,8 milliarder kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 0,1 milliarder kroner. Dette tilsvarer 0,034 prosent av forvaltet kapital, en nedgang fra 0,037 prosent i 2023.

Faste og variable kostnader til eksterne forvaltere utgjorde 42 prosent av driftskostnadene i 2024. Vi bruker eksterne aksjeforvaltere i segmenter og markeder der vi mener det vil gi økt avkastning. Vår strategi er i første rekke å benytte eksterne forvaltere til aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder og små og mellomstore selskaper. Bruk av eksterne forvaltere har spilt en viktig rolle for å nå fondets mål. Fra oppstart i 1999 og frem til og med utgangen av 2024 var den akkumulerte meravkastningen etter kostnader for de eksterne aksjemandatene om lag 92 milliarder kroner.

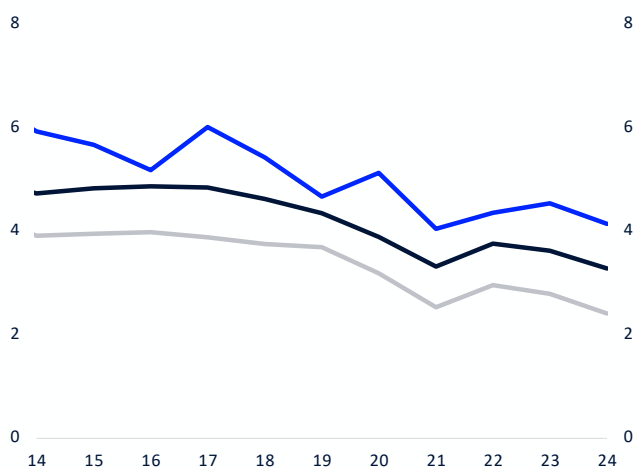
En andel av kostnadene til eksterne forvaltere varierer med oppnådd meravkastning i forhold til en referanseindeks. Avtaler med eksterne forvaltere om avkastningsavhengige honorarer struktureres slik at den vesentligste delen av positiv meravkastning beholdes av fondet, og avtalene inneholder bestemmelser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

Fondets investeringer i aksjer og obligasjoner må oppføres i lokale verdipapirregistre over hele verden. Vi bruker en global depotinstitusjon til å bistå oss i dette arbeidet. Kostnader til depot som andel av forvaltningskapitalen har vært fallende de siste årene og utgjorde 7 prosent av forvaltningskostnadene i 2024.

## Om lag 80 % av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta

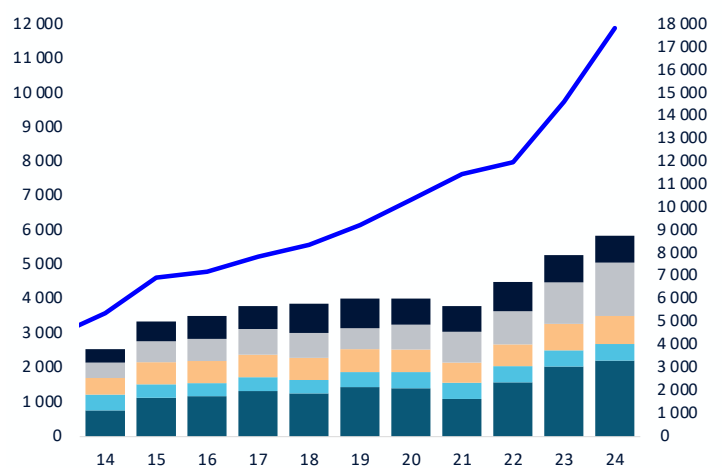
Fondets regnskap føres i norske kroner. Svingninger i valutakurser kan gi betydelige regnskapsmessige utslag selv om den faktiske kostnaden i utenlandsk valuta er uendret. Om lag 80 prosent av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta. Eksempelvis vil en endring på 25 prosent i valutakursen for norske kroner mot alle andre valutaer endre driftskostnadene med om lag 1 500 millioner kroner. Svekkelsen av norske kroner mot andre valutaer de siste årene har medført en betydelig økning i kostnader målt i norske kroner.

**FIGUR 28** Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning i basispunkter.



■ Forvaltningskostnader ekskl. avkastningsavhengige honorarer og datterselskaper  
 ■ Totale forvaltningskostnader  
 ■ Interne forvaltningskostnader

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



■ Øvrige kostnader  
 ■ Faste honorarer til eksterne forvaltere  
 ■ IT-tjenester, systemer, data og informasjon  
 ■ Kostnader til depot  
 ■ Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader  
 ■ Gjennomsnittlig markedsverdi

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



## Forvaltningskostnader fordelt på investeringsstrategier

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

**TABELL 33** Forvaltningskostnader i basispunkter per investeringsstrategi i 2024. Kostnader refundert av Finansdepartementet.

2024	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Markedseksposering	1,4	1,9
Verdipapirseleksjon	2,5	11,0
Intern verdipapirseleksjon	0,6	3,7
Ekstern verdipapirseleksjon <sup>1</sup>	1,8	35,9
Allokering	0,3	
hvorav unotert eiendom	0,2	9,3
<b>Totalt</b>	<b>4,1</b>	

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

**TABELL 34** Forvaltningskostnader i basispunkter per investeringsstrategi 2013-2024. Kostnader refundert av Finansdepartementet.

2013–2024	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Markedseksposering	2,0	2,6
Verdipapirseleksjon	2,5	14,1
Intern verdipapirseleksjon	0,7	5,1
Ekstern verdipapirseleksjon <sup>1</sup>	1,8	41,9
Allokering	0,3	
Unotert eiendom <sup>2</sup>	0,4	17,2
<b>Totalt</b>	<b>5,1</b>	

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

<sup>2</sup> Fra 2017 er unotert eiendom en del av allokeringsstrategien, men presentert på egen linje for 2013–2024.



Vi jobber kontinuerlig med å holde de direkte transaksjonskostnadene lave.

## Transaksjonskostnader

Transaksjonskostnader er definert som alle kostnader knyttet til transaksjoner som påvirker porteføljeresultatet direkte. Det påløper både direkte og indirekte transaksjonskostnader. For aksjer og obligasjoner omfatter de direkte transaksjonskostnadene normalt kurtasje og transaksjonsskatt, herunder dokumentavgift. For unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi omfatter dette engangskostnader ved kjøp og salg av investeringene, herunder dokumentavgift, tinglysningsgebyr, due diligence-kostnader og forsikringer.

Vi jobber kontinuerlig med å holde de direkte transaksjonskostnadene lave. Det gjør vi gjennom å analysere handlene våre og ved å ta hensyn til transaksjonskostnadene i investeringsstrategiene og derigjennom redusere antall transaksjoner. Markeder med høy kurtasje eller skatter kan derfor ha mindre aktivitet enn markeder med lavere faste transaksjonskostnader. I tillegg velger vi motparter som mest kostnadseffektivt kan gjennomføre våre investeringsbeslutninger. Transaksjonskostnader for 2024 utgjorde 6,1 milliarder kroner, sammenlignet med 4,5 milliarder kroner i 2023. Dette består i hovedsak av 5,6 milliarder kroner relatert til aksjeinvesteringer, 0,4 milliarder kroner relatert til investeringer i unotert eiendom og 0,1 milliarder kroner relatert til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi.

I tillegg til de direkte kostnadene påløper det indirekte kostnader når vi investerer, som følge av prissvingninger fra tidspunktet vi initierer handelen i markedet til den er gjennomført. Indirekte kostnader er inkludert i porteføljeresultatet, og er estimert til om lag 16 milliarder kroner for interne aksjeinvesteringer i 2024. Dette beløpet er om lag uendret fra 2023, til tross for økt aktivitetsnivå i 2024. Den relative reduksjonen i indirekte transaksjonskostnader kan tilskrives forbedrede markedsforhold og iverksatte kostnadsbesparende tiltak.



Oslo-kontoret vårt.

# 4. Regnskapet

77	Regnskap
81	Noter
132	Uavhengig revisors beretning



# Innhold

## Regnskapsrapportering

<b>77</b>	<b>Regnskap</b>
77	Resultatregnskap
78	Balanse
79	Kontantstrømoppstilling
80	Oppstilling av endringer i eiers kapital
<b>81</b>	<b>Noter</b>
81	Note 1 Generell informasjon
82	Note 2 Regnskapsprinsipper
84	Note 3 Avkastning
85	Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater
86	Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater
89	Note 6 Unotert eiendom
92	Note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi
95	Note 8 Måling til virkelig verdi
103	Note 9 Investeringsrisiko
116	Note 10 Skatt
118	Note 11 Gevinst/tap valuta
120	Note 12 Forvaltningskostnader
122	Note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse
124	Note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning
126	Note 15 Nærstående parter
127	Note 16 Interesser i andre foretak
131	Note 17 Andre eiendeler og annen gjeld
<b>132</b>	<b>Uavhengig revisors beretning</b>
132	Uavhengig revisors beretning

# Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2024	2023
<b>Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta</b>			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer	4	2 454 653	2 030 561
- Obligasjoner	4	70 889	231 769
- Unotert eiendom	6	-3 789	-47 389
- Unotert infrastruktur	7	-627	-257
- Finansielle derivater	4	11 262	15 752
- Utlån med sikkerhetsstillelse	13	21 622	9 922
- Innlån med sikkerhetsstillelse	13	-24 810	-13 278
Skattekostnad	10	-17 211	-13 555
Renteinntekt/kostnad		-939	49
Annen inntekt/kostnad		4	4
<b>Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta</b>		<b>2 511 054</b>	<b>2 213 577</b>
Gevinst/tap valuta	11	1 072 207	409 441
<b>Porteføljeresultat</b>		<b>3 583 261</b>	<b>2 623 018</b>
Forvaltningsgodtgjøring	12	-7 390	-6 632
<b>Resultat og totalresultat</b>		<b>3 575 870</b>	<b>2 616 385</b>

# Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2024	31.12.2023
<b>Eiendeler</b>			
Innskudd i banker		25 550	8 584
Utlån med sikkerhetsstillelse	13,14	1 020 455	728 559
Avgitt kontantsikkerhet	14	11 340	19 361
Uoppgjorte handler		72 619	33 812
Aksjer	5	13 290 055	10 577 325
Utlånte aksjer	5,13	862 197	493 949
Obligasjoner	5	4 481 076	3 563 613
Utlånte obligasjoner	5,13	1 088 846	1 006 711
Finansielle derivater	5,14	32 904	19 192
Unotert eiendom	6	355 769	300 541
Unotert infrastruktur	7	25 236	17 593
Fordring kildeskatt	10	17 938	10 522
Andre eiendeler	17	1 690	2 752
Fordring forvaltningsgodtgjøring		-	168
<b>Sum eiendeler</b>		<b>21 285 673</b>	<b>16 782 681</b>
<b>Gjeld og eiers kapital</b>			
Innlån med sikkerhetsstillelse	13,14	1 319 892	911 548
Mottatt kontantsikkerhet	14	103 193	28 754
Uoppgjorte handler		76 260	44 247
Finansielle derivater	5,14	31 229	33 055
Utsatt skatt	10	13 170	8 246
Annen gjeld	17	147	112
Skyldig forvaltningsgodtgjøring		190	-
<b>Sum gjeld</b>		<b>1 544 083</b>	<b>1 025 962</b>
Eiers kapital		19 741 590	15 756 719
<b>Sum gjeld og eiers kapital</b>		<b>21 285 673</b>	<b>16 782 681</b>

# Kontantstrømoppstilling

## Regnskapsprinsipp

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

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	2024	2023
<b>Operasjonelle aktiviteter</b>			
Innbetaling av utbytte fra aksjer		267 025	234 173
Innbetaling av renter fra obligasjoner		131 621	90 644
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	6	8 175	6 861
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert infrastruktur	7	440	752
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		-3 359	-3 730
Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner, unotert eiendom og unotert infrastruktur		403 902	328 700
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		-230 218	-436 867
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner		-650 861	-412 160
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	6	-40 244	-6 742
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur	7	-7 614	-3 256
Netto kontantstrøm finansielle derivater		20 874	2 219
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		73 732	16 030
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		65 565	-184 578
Netto utbetaling av skatt	10	-20 710	-11 173
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		214	428
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		920	947
Oppgjør av forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank <sup>1</sup>		-7 032	-6 526
<b>Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter</b>		<b>-391 472</b>	<b>-712 977</b>
<b>Finansieringsaktiviteter</b>			
Tilførsel fra den norske stat		411 365	710 104
Uttak fra den norske stat		-	-
<b>Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter</b>		<b>411 365</b>	<b>710 104</b>
<b>Netto endring innskudd i banker</b>			
Innskudd i banker per 1. januar		8 584	12 061
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden		19 892	-2 873
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		-2 927	-604
<b>Innskudd i banker per periodens slutt</b>		<b>25 550</b>	<b>8 584</b>

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

# Oppstilling av endringer i eiers kapital

## Regnskapsprinsipp

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

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital
1. januar 2023	4 057 370	8 371 964	12 429 334
Resultat og totalresultat	-	2 616 385	2 616 385
Tilførsel i perioden	711 000	-	711 000
Uttak i perioden	-	-	-
<b>31. desember 2023</b>	<b>4 768 370</b>	<b>10 988 349</b>	<b>15 756 719</b>
1. januar 2024	4 768 370	10 988 349	15 756 719
Resultat og totalresultat	-	3 575 870	3 575 870
Tilførsel i perioden	409 000	-	409 000
Uttak i perioden	-	-	-
<b>31. desember 2024</b>	<b>5 177 370</b>	<b>14 564 220</b>	<b>19 741 590</b>



# Note 1 Generell informasjon

## Innledning

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

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

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

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

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

## Godkjenning av årsregnskapet

Den årlige regnskapsrapporteringen for SPU er et utdrag av Norges Banks regnskapsrapportering, og inngår i Norges Banks årsregnskap som note 20. Årsregnskapet til Norges Bank for 2024 ble godkjent av hovedstyret 5. februar 2025 og godkjent av representantskapet 20. februar 2025.

# Note 2 Regnskapsprinsipper

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

## Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger

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

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

## Grunnlag for utarbeidelse

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

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

De anvendte regnskapsprinsippene er konsistente med prinsippene i forrige regnskapsår. Det er ingen nye eller endrede IFRS-standarder og fortolkninger som har trådt i kraft for regnskapsåret som startet 1. januar 2024 som har hatt vesentlig påvirkning på regnskapet.

## Nye og endrede standarder og fortolkninger med virkning fra 2025 eller senere

I 2024 publiserte IASB en ny IFRS-regnskapsstandard for presentasjon og opplysninger i finansregnskapet: «IFRS 18 Presentation and Disclosure in Financial Statements». IFRS 18 vil erstatte IAS 1 Presentasjon av finansregnskapet. Den nye standarden trer i kraft for regnskapsår som begynner på eller etter 1. januar 2027. Tidlig anvendelse er tillatt etter at EU har godkjent standarden. Norges Bank har startet vurderingen av de nye kravene i IFRS 18.

Andre vedtatte IFRS-standarder, endringer i eksisterende standarder og fortolkninger som er utgitt med ikrafttredelsesdato fra 2025 eller senere forventes å være uvesentlige eller ikke relevante for regnskapsrapporteringen for SPU på implementeringstidspunktet.

## Regnskapsprinsipper som gjelder hele regnskapet

### Finansielle eiendeler og forpliktelser

#### Innregning og fraregning

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

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

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

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

### Klassifisering og måling

Finansielle eiendeler klassifiseres basert på forretningsmodellen som ligger til grunn for forvaltningen av eiendelene, samt egenskapene ved de kontraktsfestede kontantstrømmene.

Investeringsporteføljen til SPU forvaltes i samsvar med forvaltningsmandatet fastsatt av Finansdepartementet, investeringsmandatet fastsatt av hovedstyret i Norges Bank og investeringsstrategier fastsatt av ledelsen i Norges Bank Investment Management. Disse mandatene og strategiene, inkludert risikostyringsstrategiene, innebærer at alle finansielle eiendeler styres og følges opp på grunnlag av virkelig verdi. SPUs finansielle eiendeler er derfor målt til virkelig verdi over resultatet, med unntak for Fordring forvaltningsgodtgjøring som ikke inngår i investeringsporteføljen. Fordring forvaltningsgodtgjøring er målt til amortisert kost.

Finansielle forpliktelser, med unntak for Skyldig forvaltningsgodtgjøring og Utsatt skatt, er integrert i investeringsporteføljen som styres og følges opp basert på virkelig verdi, og er derfor øremerket til virkelig verdi over resultatet. Skyldig forvaltningsgodtgjøring er målt til amortisert kost. Se [note 10 Skatt](#) for informasjon om innregning og måling av utsatt skatt.

Finansielle derivater er målt til virkelig verdi over resultatet.

### Datterselskaper

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

### Skjønnsmessig vurdering

SPU er et investeringsforetak basert på følgende:

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

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

Investeringer i fast eiendom og infrastruktur for fornybar energi utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskapene er kontrollert av SPU og innregnes i regnskapsrapporteringen for SPU i tråd med § 3-4 i regnskapsinstruksen. For ytterligere informasjon, se [note 16 Interesser i andre foretak](#).

### Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet

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

### Konsoliderte datterselskaper

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

# Note 3 Avkastning

Tabell 3.1 viser avkastningen for fondet og for hver aktivaklasse.

**Tabell 3.1** Avkastning

	2024	2023
<b>Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)</b>		
Aksjeinvesteringenes avkastning	18,19	21,25
Renteinvesteringenes avkastning	1,28	6,13
Unotert eiendomsavkastning	-0,57	-12,37
Unotert infrastruktursavkastning	-9,81	3,68
Fondets avkastning	13,09	16,14
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	-0,45	-0,18
<b>Avkastning målt i norske kroner (prosent)</b>		
Aksjeinvesteringenes avkastning	28,10	26,26
Renteinvesteringenes avkastning	9,77	10,51
Unotert eiendomsavkastning	7,77	-8,75
Unotert infrastruktursavkastning	-2,25	7,96
Fondets avkastning	22,57	20,93

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

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

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

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

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

## Regnskapsprinsipp

Investeringer i aksjer, obligasjoner og finansielle derivater er målt til virkelig verdi over resultatet. Se [note 2 Regnskapsprinsipper](#) for mer informasjon.

Tabell 4.1 til 4.3 spesifiserer endringen i virkelig verdi i perioden, der linjen Inntekt/kostnad viser beløpet innregnet i resultatregnskapet for den aktuelle resultatlinjen. Følgende prinsipper for presentasjon gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementene presentert i tabellene:

Utbytte innregnes på eks. dato som er det tidspunktet rettigheten til å motta utbyttet er etablert.

Renteinntekter innregnes etter hvert som de opptjenes. Rentekostnader innregnes etter hvert som de påløper. Måling av renteinntekter og -kostnader er basert på kontraktmessige vilkår.

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

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

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

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Utbytte	270 263	240 842
Realisert gevinst/tap	617 366	236 321
Urealisert gevinst/tap	1 567 024	1 553 398
<b>Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta</b>	<b>2 454 653</b>	<b>2 030 561</b>

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

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Renter	157 191	109 431
Realisert gevinst/tap	-44 964	-101 065
Urealisert gevinst/tap	-41 338	223 402
<b>Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta</b>	<b>70 889</b>	<b>231 769</b>

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

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Renter	-4 494	4 185
Realisert gevinst/tap	11 411	13 404
Urealisert gevinst/tap	4 345	-1 837
<b>Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta</b>	<b>11 262</b>	<b>15 752</b>

# Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

## Regnskapsprinsipp

Investeringer i aksjer og obligasjoner er målt til virkelig verdi over resultatet.

Opptjente utbytter og renter presenteres i balansen på samme linje som de underliggende finansielle instrumentene. Opptjent utbytte er utbytte som er vedtatt, men ikke utbetalt på balansedagen, se [note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater](#) for ytterligere informasjon.

Balanselinjen Aksjer inkluderer investeringer i depotbevis (GDR/ADR) og andeler i noterte fond, som for eksempel REITs. Overførte aksjer og obligasjoner presenteres separat. For mer informasjon, se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#).

Finansielle derivater er målt til virkelig verdi over resultatet. Børsnoterte futures og tilhørende variasjonsmargin presenteres netto i balansen da det foreligger en juridisk håndhevbar rett til å motregne og intensjonen er å gjøre opp på nettogrunnlag eller å realisere eiendelen og gjøre opp forpliktelsen under ett. Norges Bank benytter ikke sikringsbøkføring, og ingen finansielle instrumenter er derfor utpekt som sikringsinstrumenter.

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

Tabell 5.1 spesifiserer investeringer i aksjer per sektor.

Tabell 5.1 Aksjer

	31.12.2024	31.12.2023
Beløp i millioner kroner	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte
Teknologi	3 821 747	2 465 516
Finans	2 175 781	1 655 254
Varige konsumvarer	2 018 538	1 562 073
Industri	1 790 346	1 447 684
Helse	1 390 234	1 230 877
Konsumvarer	652 771	618 337
Eiendom	691 317	608 689
Materialer	434 985	441 742
Energi	444 666	413 062
Telekommunikasjon	405 090	367 904
Kraft- og vannforsyning	326 775	260 137
<b>Sum aksjer</b>	<b>14 152 251</b>	<b>11 071 274</b>
Herav presentert i balanselinjen Aksjer	13 290 055	10 577 325
Herav presentert i balanselinjen Utlånte aksjer	862 197	493 949

Ved utgangen av 2024 utgjorde opptjent utbytte 12 234 millioner kroner (12 580 millioner kroner ved utgangen av 2023).

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

**Tabell 5.2** Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2024		31.12.2023	
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter
<b>Statsobligasjoner</b>				
Statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta	3 388 045	3 166 117	2 742 815	2 594 816
<b>Sum statsobligasjoner</b>	<b>3 388 045</b>	<b>3 166 117</b>	<b>2 742 815</b>	<b>2 594 816</b>
<b>Statsrelaterte obligasjoner</b>				
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	16 640	16 151	11 311	10 632
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	182 060	172 785	154 963	142 393
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	100 588	100 466	101 177	98 290
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	207 826	203 263	166 493	155 662
<b>Sum statsrelaterte obligasjoner</b>	<b>507 114</b>	<b>492 665</b>	<b>433 944</b>	<b>406 977</b>
<b>Realrente obligasjoner</b>				
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	325 074	303 792	232 929	283 137
<b>Sum realrente obligasjoner</b>	<b>325 074</b>	<b>303 792</b>	<b>232 929</b>	<b>283 137</b>
<b>Selskapsobligasjoner</b>				
Konvertible obligasjoner	58	69	57	73
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	124 293	116 511	100 984	95 387
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	599 756	580 509	466 844	446 681
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	643 891	605 262	487 613	460 147
<b>Sum selskapsobligasjoner</b>	<b>1 367 998</b>	<b>1 302 352</b>	<b>1 055 498</b>	<b>1 002 288</b>
<b>Pantesikrede obligasjoner</b>				
Obligasjoner med fortrinnsrett	322 255	304 996	307 782	283 106
<b>Sum pantesikrede obligasjoner</b>	<b>322 255</b>	<b>304 996</b>	<b>307 782</b>	<b>283 106</b>
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>5 910 486</b>	<b>5 569 922</b>	<b>4 772 968</b>	<b>4 570 324</b>
Herav presentert i balansenlinjen Obligasjoner		4 481 076		3 563 613
Herav presentert i balansenlinjen Utlånte obligasjoner		1 088 846		1 006 711

Ved utgangen av 2024 utgjorde opptjente renter 51 128 millioner kroner (34 537 millioner kroner ved utgangen av 2023).

### Finansielle derivater

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

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

**Tabell 5.3** Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2024			31.12.2023		
	Nominell verdi	Virkelig verdi		Nominell verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	1 216 103	14 652	10 267	976 868	6 388	18 148
Rentederivater	2 827 002	14 028	10 961	464 466	11 920	12 323
Kredittderivater	173 841	4 147	9 982	52 311	706	2 556
Aksjederivater <sup>1</sup>	-	36	-	-	69	-
Børsnoterte futureskontrakter <sup>2</sup>	174 242	40	20	95 742	110	29
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>4 391 189</b>	<b>32 904</b>	<b>31 229</b>	<b>1 589 387</b>	<b>19 192</b>	<b>33 055</b>

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

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

### Valutaderivater

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

### Rentederivater

Dette omfatter avtaler mellom to parter om å bytte rentebetalinger basert på forskjellige renteberegninger. Rentederivater innregnet i balansen er hovedsakelig rentebytteavtaler hvor en part betaler flytende rente og den andre fast rente.

### Kredittderivater

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

### Aksjederivater

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

### Futureskontrakter

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

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

Aksjebytteavtaler gjennomføres i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer, i forbindelse med fondets aktivitet innenfor utlån og innlån med sikkerhetsstillelse. Se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for ytterligere informasjon. SPU tar ikke markedsrisiko i disse transaksjonene og har dermed tilnærmet ingen netto eksponering. Aksjebytteavtalene (derivatet) innregnes ikke i balansen. Ved utgangen av 2024 var beløp for kjøp av aksjer utført i kombinasjon av motregnede aksjebytteavtaler 671 milliarder kroner (250 milliarder kroner ved utgangen av 2023). Beløp for salg av aksjer i kombinasjon med motregnede aksjebytteavtaler var 194 milliarder kroner (132 milliarder kroner ved utgangen av 2023). Se også tabell 14.1 i note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning.



# Note 6 Unotert eiendom

## Regnskapsprinsipp

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

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

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

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

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

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

I tabell 6.1 og 6.2 nedenfor gis en spesifikasjon av henholdsvis inntekt/kostnad og balanseendringer knyttet til investeringer i unotert eiendom.

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

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Innbetaling av renter og utbytte	8 175	6 861
Urealisert gevinst/tap <sup>1</sup>	-11 963	-54 251
<b>Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta</b>	<b>-3 789</b>	<b>-47 389</b>

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

**Tabell 6.2** Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2024	31.12.2023
<b>Unotert eiendom per 1. januar</b>	<b>300 541</b>	<b>329 732</b>
Netto kontantstrøm til/fra investeringer	40 244	6 742
Urealisert gevinst/tap	-11 963	-54 251
Gevinst/tap valuta	26 947	18 318
<b>Unotert eiendom, utgående balanse for perioden</b>	<b>355 769</b>	<b>300 541</b>

## Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert eiendom

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

Netto inntekt distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte er presentert i kontantstrømoppstillingen som Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom. Kontantoverføringer i form av egenkapital og lånefinansiering, samt tilbakebetaling av disse, er presentert i kontantstrømoppstillingen som Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom.

Netto inntekt som ikke blir distribuert tilbake til SPU reinvesteres i de underliggende eiendomsselskapene, for å finansiere for eksempel utvikling av bygninger eller nedbetaling av ekstern gjeld.

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

Tabell 6.3 spesifiserer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert eiendom.

**Tabell 6.3** Kontantstrøm unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Innbetaling av renter fra løpende drift	2 889	2 042
Innbetaling av utbytte fra løpende drift	5 252	4 709
Innbetaling av renter fra salg	33	110
<b>Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom</b>	<b>8 175</b>	<b>6 861</b>
Utbetaling til nye investeringer	-37 716	-7 007
Utbetaling til utvikling av bygninger	-3 444	-1 778
Netto inn-/utbetaling ekstern gjeld	-	-104
Innbetaling fra løpende drift	890	1 533
Innbetaling fra salg	26	615
<b>Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom</b>	<b>-40 244</b>	<b>-6 742</b>
<b>Netto kontantstrøm unotert eiendom</b>	<b>-32 069</b>	<b>119</b>
Herav kontantstrøm fra løpende drift	9 032	8 284
Herav kontantstrøm til/fra andre aktiviteter	-41 101	-8 164

### Underliggende eiendomsselskaper

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

### Prinsipper for presentasjon

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

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

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

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

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

**Tabell 6.4** Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Netto leieinntekter	14 708	13 852
Ekstern eiendomsforvaltning - faste honorarer	-1 023	-1 044
Ekstern eiendomsforvaltning - variable honorarer	-24	-23
Intern eiendomsforvaltning - faste honorarer <sup>1</sup>	-114	-123
Driftskostnader i heleide datterselskaper <sup>2</sup>	-76	-82
Driftskostnader i felleskontrollert virksomhet	-174	-171
Renteinntekter og -kostnader	-806	-776
Betalbar skatt	-253	-210
<b>Netto inntekt fra løpende drift</b>	<b>12 237</b>	<b>11 424</b>
Realisert gevinst/tap	93	46
Urealisert gevinst/tap <sup>3</sup>	-15 718	-58 630
<b>Realisert og urealisert gevinst/tap</b>	<b>-15 625</b>	<b>-58 584</b>
<b>Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg</b>	<b>-400</b>	<b>-229</b>
<b>Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper</b>	<b>-3 789</b>	<b>-47 389</b>

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

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

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

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

**Tabell 6.5** Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2024	31.12.2023
Bygninger	374 603	327 165
Ekstern gjeld	-31 494	-25 564
Netto andre eiendeler og forpliktelser <sup>1</sup>	12 660	-1 060
<b>Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper</b>	<b>355 769</b>	<b>300 541</b>

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

# Note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi

## Regnskapsprinsipp

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

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

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

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

Renter innregnes etter hvert som de opptjenes.

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

I tabell 7.1 og 7.2 nedenfor gis en spesifikasjon av henholdsvis inntekt/kostnad og balanseendringer knyttet til investeringer i unotert infrastruktur.

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

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Innbetaling av renter og utbytte	440	752
Urealisert gevinst/tap <sup>1</sup>	-1067	-1010
<b>Inntekt/kostnad fra unotert infrastruktur før gevinst/tap valuta</b>	<b>-627</b>	<b>-257</b>

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

**Tabell 7.2** Balanseendringer unotert infrastruktur

Beløp i millioner kroner	31.12.2024	31.12.2023
<b>Unotert infrastruktur per 1. januar</b>	<b>17 593</b>	<b>14 489</b>
Netto kontantstrøm til/fra investeringer	7 614	3 256
Urealisert gevinst/tap	-1067	-1010
Gevinst/tap valuta	1096	859
<b>Unotert infrastruktur, utgående balanse for perioden</b>	<b>25 236</b>	<b>17 593</b>

## Kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert infrastruktur

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

Netto inntekt distribuert tilbake til SPU i form av renter og utbytte er presentert i kontantstrømoppstillingen som Innbetaling av renter og utbytte fra unotert infrastruktur. Kontantoverføringer i form av egenkapital og lånefinansiering, samt tilbakebetaling av disse, er presentert i kontantstrømoppstillingen som Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur.

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

Tabell 7.3 spesifiserer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som Unotert infrastruktur.

**Tabell 7.3** Kontantstrøm unotert infrastruktur

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Innbetaling av renter fra løpende drift	407	397
Innbetaling av utbytte fra løpende drift	33	355
<b>Innbetaling av renter og utbytte fra unotert infrastruktur</b>	<b>440</b>	<b>752</b>
Utbetaling til nye investeringer	-7541	-2939
Utbetaling til utvikling av infrastruktureiendelene	-681	-1071
Innbetaling fra løpende drift	608	755
<b>Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert infrastruktur</b>	<b>-7614</b>	<b>-3256</b>
<b>Netto kontantstrøm unotert infrastruktur</b>	<b>-7174</b>	<b>-2504</b>
Herav kontantstrøm fra løpende drift	1048	1507
Herav kontantstrøm til/fra andre aktiviteter	-8222	-4010

#### Underliggende infrastrukturetselskaper

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

#### Prinsipper for presentasjon

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

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

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

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

**Tabell 7.4** Inntekt fra underliggende infrastrukturselskaper

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Netto inntekter fra salg av fornybar energi	1 661	1 356
Honorarer til ekstern forvaltning	-148	-
Driftskostnader i heleide datterselskaper <sup>1</sup>	-12	-8
Driftskostnader i felleskontrollert virksomhet	-226	-32
Renteinntekter og -kostnader	-222	26
Betalbar skatt	-84	-70
<b>Netto inntekt fra løpende drift</b>	<b>970</b>	<b>1 273</b>
<b>Urealisert gevinst/tap<sup>2</sup></b>	<b>-1 503</b>	<b>-1 468</b>
<b>Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp</b>	<b>-95</b>	<b>-62</b>
<b>Netto inntekt underliggende infrastrukturselskaper</b>	<b>-627</b>	<b>-257</b>

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

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

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

**Tabell 7.5** Eiendeler og forpliktelser underliggende infrastrukturselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2024	31.12.2023
Infrastruktureiendeler	32 582	15 936
Ekstern gjeld	-9 109	-
Netto andre eiendeler og forpliktelser <sup>1</sup>	1 763	1 657
<b>Sum eiendeler og forpliktelser underliggende infrastrukturselskaper</b>	<b>25 236</b>	<b>17 593</b>

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

# Note 8 Måling til virkelig verdi

## Regnskapsprinsipp

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

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

## Innledning

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på noterte markedspriser eller observerbare markedsdata. Dersom markedet ikke er aktivt, fastsettes virkelig verdi ved bruk av verdsettelsesmetoder som gjør mest mulig bruk av relevante observerbare inndata. Måling til virkelig verdi kan være kompleks og kreve skjønnsmessige vurderinger, særlig når observerbare inndata ikke er tilgjengelig. Kontrollrammeverket i Norges Bank Investment Management adresserer verdsettelsesrisiko, som er nærmere beskrevet under Kontrollmiljø i denne noten.

## Hierarkiet for virkelig verdi

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

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

En oversikt over modeller og verdsettelsesmetoder, med tilhørende observerbare og ikke-observerbare inndata, kategorisert etter instrumenttype, er beskrevet under Verdsettelsesmetoder i denne noten.

## Vesentlige estimater

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

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

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

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023
<b>Aksjer</b>	<b>14 117 497</b>	<b>11 033 488</b>	<b>33 124</b>	<b>36 286</b>	<b>1 630</b>	<b>1 500</b>	<b>14 152 251</b>	<b>11 071 274</b>
Statsobligasjoner	2 862 994	2 165 249	303 122	429 567	-	-	3 166 117	2 594 816
Statsrelaterte obligasjoner	415 878	340 242	75 397	65 926	1 389	809	492 665	406 977
Realrenteobligasjoner	245 771	220 652	58 021	62 485	-	-	303 792	283 137
Selskapsobligasjoner	1 277 040	942 658	25 311	59 628	1	2	1 302 352	1 002 288
Pantesikrede obligasjoner	257 841	256 012	47 157	26 989	-	105	304 996	283 106
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>5 059 523</b>	<b>3 924 813</b>	<b>509 008</b>	<b>644 595</b>	<b>1 390</b>	<b>916</b>	<b>5 569 922</b>	<b>4 570 324</b>
Finansielle derivater (eiendeler)	4 051	282	28 843	18 906	10	4	32 904	19 192
Finansielle derivater (gjeld)	-9 434	-1 633	-21 795	-31 422	-	-	-31 229	-33 055
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>-5 383</b>	<b>-1 351</b>	<b>7 048</b>	<b>-12 516</b>	<b>10</b>	<b>4</b>	<b>1 675</b>	<b>-13 863</b>
<b>Unotert eiendom</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>355 769</b>	<b>300 541</b>	<b>355 769</b>	<b>300 541</b>
<b>Unotert infrastruktur</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>25 236</b>	<b>17 593</b>	<b>25 236</b>	<b>17 593</b>
Annet (eiendeler) <sup>1</sup>	-	-	1 149 591	803 590	-	-	1 149 591	803 590
Annet (gjeld) <sup>2</sup>	-	-	-1 499 493	-984 661	-	-	-1 499 493	-984 661
<b>Markedsverdi investeringsporteføljen<sup>3</sup></b>	<b>19 171 638</b>	<b>14 956 950</b>	<b>199 278</b>	<b>487 294</b>	<b>384 035</b>	<b>320 554</b>	<b>19 754 950</b>	<b>15 764 797</b>
<b>Totalt (prosent)</b>	<b>97,1</b>	<b>94,9</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

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

<sup>3</sup> Markedsverdi investeringsporteføljen er eksklusiv Fordring/Skyldig forvaltningsgodtgjøring og Utsatt skatt.

Majoriteten av den totale porteføljen er priset basert på observerbare markedspriser. Ved utgangen av 2024 var 98,1 prosent av porteføljen klassifisert som nivå 1 eller 2, som er en marginal økning sammenlignet med årsslutt 2023. For ytterligere informasjon, se Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet i denne noten.

### Aksjer

Målt som en andel av total verdi var tilnærmet alle aksjer (99,76 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurs fra børs og klassifisert som nivå 1 ved utgangen av 2024. En mindre andel aksjer (0,23 prosent) var klassifisert som nivå 2 ved årsslutt. Dette er hovedsakelig aksjer som verdsettes basert på priser utledet fra sammenlignbare aksjer. Andelen av aksjebeholdninger som ble verdsatt med betydelig bruk av ikke-observerbare inndata og klassifisert som nivå 3 ved årsslutt var 0,01 prosent. Dette er aksjer som ikke er notert, eller hvor børshandel er suspendert og verdien er justert ned i forhold til siste sluttkurs, basert på selskaps- eller landspesifikke forhold.

### Obligasjoner

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene har observerbare, bindende markedspriser i aktive markeder og 90,84 prosent av beholdningene var klassifisert som nivå 1 ved utgangen av 2024. Obligasjonsbeholdninger som ikke har et tilstrekkelig antall observerbare markedspriser eller som er priset basert på sammenlignbare likvide obligasjoner er klassifisert som nivå 2. Disse utgjorde 9,14 prosent av obligasjonsbeholdningene ved årsslutt. En ubetydelig andel av beholdningene (0,02 prosent) som ikke hadde observerbare priser var klassifisert som nivå 3 ved årsslutt, da verdsettelsen var basert på betydelig bruk av ikke-observerbare inndata.

### Unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi

Alle investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Eiendommer og direkte investeringer i unotert infrastruktur er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsettere. Unntaket er



nylige investeringer der kostpris eksklusive transaksjonskostnader normalt er vurdert som det beste anslaget på virkelig verdi, eller tilfeller hvor det finnes indikasjoner på at verdien fastsatt av eksterne verdsettere ikke gjenspeiler virkelig verdi, slik at justering av verdsettelse er berettiget.

Fondet hadde én investering i et unotert infrastrukturfond ved utgangen av 2024. Denne investeringen ble målt i henhold til virkelig verdi rapportert av fondsforvalteren ved årsslutt.

#### Finansielle derivater

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

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

#### Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet

##### Regnskapsprinsipp

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

#### Reklassifiseringer mellom nivå 1 og nivå 2

Andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 var tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2023. Det var ingen vesentlige reklassifiseringer av aksjer mellom nivå 1 og nivå 2.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 økte med 5,0 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2023, og det var en tilsvarende reduksjon i andelen klassifisert som nivå 2. Hovedårsaken til denne endringen var netto kjøp av statsobligasjoner og selskapsobligasjoner klassifisert som nivå 1. Det var en netto reklassifisering fra nivå 2 til nivå 1 på 20 milliarder kroner i løpet av året. Denne besto av obligasjoner med en verdi på 86 milliarder kroner som ble reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1, hovedsakelig grunnet forbedret prisobserverbarhet, motvirket av obligasjoner med en verdi på 66 milliarder kroner som ble reklassifisert fra nivå 1 til nivå 2.

#### Reklassifiseringer mellom nivå 2 og nivå 3

Andelen av aksjer klassifisert som nivå 3 var tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2023. Det var ingen vesentlige reklassifiseringer av aksjer mellom nivå 2 og nivå 3.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 3 var tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2023. Det var en netto reklassifisering av statsrelaterte obligasjoner fra nivå 2 til nivå 3 på 395 millioner kroner i løpet av året.

**Tabell 8.2** Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2024	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/ tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/ tap valuta	31.12.2024
Aksjer	1500	23	-33	21	-72	277	-65	-21	1630
Obligasjoner	916	-	-105	-56	-46	535	-9	155	1390
Finansielle derivater (eiendeler)	4	6	-	-	1	-	-1	-	10
Unotert eiendom <sup>1</sup>	300 541	40 244	-	-	-11 963	-	-	26 947	355 769
Unotert infrastruktur <sup>1</sup>	17 593	7 614	-	-	-1 067	-	-	1 096	25 236
<b>Totalt</b>	<b>320 554</b>	<b>47 887</b>	<b>-138</b>	<b>-35</b>	<b>-13 147</b>	<b>812</b>	<b>-75</b>	<b>28 177</b>	<b>384 035</b>

Beløp i millioner kroner	01.01.2023	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/ tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/ tap valuta	31.12.2023
Aksjer	3 206	-	-100	-21	-1 328	47	-1	-303	1 500
Obligasjoner	340	245	-147	-54	45	563	-97	20	916
Finansielle derivater (eiendeler)	45	4	-45	-	-	-	-	-	4
Unotert eiendom <sup>1</sup>	329 732	6 742	-	-	-54 251	-	-	18 318	300 541
Unotert infrastruktur <sup>1</sup>	14 489	3 256	-	-	-1 010	-	-	859	17 593
<b>Totalt</b>	<b>347 812</b>	<b>10 247</b>	<b>-292</b>	<b>-75</b>	<b>-56 544</b>	<b>610</b>	<b>-98</b>	<b>18 894</b>	<b>320 554</b>

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

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 var 1,9 prosent ved utgangen av 2024, en liten reduksjon fra 2,0 prosent ved årsslutt 2023. SPU-s samlede beholdninger i nivå 3 utgjorde 384 035 millioner kroner ved årsslutt 2024, en økning på 63 481 millioner kroner sammenlignet med årsslutt 2023. Økningen skyldes i hovedsak investeringer i unotert eiendom, som i sin helhet er klassifisert som nivå 3.

Investeringer i unotert eiendom utgjorde 355 769 millioner kroner ved årsslutt, en økning på 55 228 millioner kroner fra årsslutt 2023. Økningen skyldes i hovedsak nye investeringer og valutagevinster, delvis motvirket av urealisert tap.

Russiske aksjeholdninger utgjorde det vesentligste av aksjeholdninger klassifisert som nivå 3 ved årsslutt 2024. Disse beholdningene hadde en verdi på 1,2 milliarder kroner ved årsslutt, sammenlignet med 1,4 milliarder kroner ved årsslutt 2023.

### Verdsettelsesmetoder

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

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

### Unotert eiendom (nivå 3)

Virkelig verdi av unotert eiendom er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 6 Unotert eiendom. Eiendeler og forpliktelser består i det vesentligste av bygninger og ekstern gjeld. Bygninger verdsettes hver rapporteringsdato av eksterne, sertifiserte og uavhengige verdsettelses spesialister ved bruk av verdsettelsesmodeller. Verdsettelse av eiendomsinvesteringer er av natur avhengige av fremtidsrettede

skjønnsmessige forutsetninger. Dette inkluderer estimater for hver individuell eiendomstype, beliggenhet, fremtidige estimerte netto kontantstrømmer og relevante avkastningskrav. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbar inndata og Unotert eiendom er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelseshierarkiet. Forutsetninger som er brukt reflekterer nylig gjennomførte sammenlignbare transaksjoner med tilsvarende beliggenhet og kvalitet.

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

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

Verdien av eiendelene er estimert ved å diskontere forventede fremtidige kontantstrømmer. Diskonteringsrentene benyttet hensyntar en rekke faktorer tilpasset hver enkelt investering, herunder eiendoms karakteristika, markedsutsikter, sammenlignbare markedstransaksjoner, samt lokale og globale økonomiske forhold. For noen investeringer, i tråd med lokal bransjestandard, benyttes kapitaliseringsmetoden, også kalt den tradisjonelle metoden. Den tradisjonelle metoden kapitaliserer netto inntekt i dag med en kapitaliseringsrente som hensyntar de samme faktorene som nevnt over for forventede fremtidige kontantstrømmer og diskonteringsrente.

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

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

Eiendomstype	Virkelig verdi i millioner kroner		Verdsettelsesmetode	Gjennomsnittlig kapitaliseringsrente/ diskonteringsrente i prosent		Gjennomsnittlig årlig markedsleie per kvadratmeter (i kroner)	
	31.12.2024	31.12.2023		31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023
<b>Kontor</b>							
Europa	31 660	28 291	Inntektskapitalisering	4,8	4,6	13 132	11 191
Europa	52 382	47 864	Diskontert kontantstrøm	5,4	5,3	7 266	6 700
USA	85 027	74 128	Diskontert kontantstrøm	8,2	7,3	8 840	8 152
<b>Handel</b>							
Europa	19 344	13 814	Inntektskapitalisering	5,6	5,1	18 670	17 549
Europa	20 976	18 939	Diskontert kontantstrøm	5,2	4,9	21 974	19 895
<b>Logistikk</b>							
USA	91 031	70 439	Diskontert kontantstrøm	7,5	7,8	1 746	1 770
Europa	43 386	36 946	Inntektskapitalisering	5,5	5,7	1 153	1 093
<b>Tokyo</b>							
Kontor/Handel	8 124	8 022	Diskontert kontantstrøm	2,3	2,3	16 488	16 428
<b>Annet</b>	3 839	2 097					
<b>Totalt</b>	<b>355 769</b>	<b>300 541</b>					

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

Virkelig verdi av unotert infrastruktur er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 7 Unotert infrastruktur for fornybar energi. Investeringene er verdsatt av eksterne, uavhengige verdsettelses spesialister ved bruk av spesialtilpassede verdsettelsesmodeller, med unntak for investeringen i et unotert infrastruktur fond som er verdsatt basert på verdien rapportert av fondsforvalteren.

Verdsettelse av infrastrukturinvesteringer er basert på verdsettelsesmodeller som er avhengig av fremtidsrettede skjønsmessige vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuell type eiendel, fremtidig inntektsstrøm og relevante diskonteringsrente. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbar inndata og Unotert infrastruktur er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelseshierarkiet.

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

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

#### Aksjer (nivå 2 og nivå 3)

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

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

#### Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

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

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

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

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

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

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

### Sensitivitetsanalyse for nivå 3 beholdninger

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

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

Beløp i millioner kroner	Nøkkel-forutsetninger	Endring nøkkel-forutsetninger	Spesifikasjon nivå 3 per 31.12.2024	Sensiviteter 31.12.2024		Endring nøkkel-forutsetninger	Spesifikasjon nivå 3 per 31.12.2023	Sensiviteter 31.12.2023	
				Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer			Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
	Justering for landspesifikke forhold Russland	-	1200	-1200	-	-	1358	-1358	-
	Justering ved suspensjon fra handel	20,0 prosent	430	-86	86	20,0 prosent	142	-28	28
<b>Aksjer</b>			<b>1630</b>	<b>-1286</b>	<b>86</b>		<b>1500</b>	<b>-1386</b>	<b>28</b>
<b>Obligasjoner</b>	Sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer	10,0 prosent	<b>1390</b>	<b>-140</b>	<b>140</b>	10,0 prosent	<b>916</b>	<b>-90</b>	<b>90</b>
<b>Finansielle derivater (eiendeler)</b>	Annet		<b>10</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>		<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>
	Avkastningskrav	0,25 prosentpoeng		-16 687	18 885	0,25 prosentpoeng		-14 818	16 879
	Markedsleie	2,0 prosent		-5 657	5 662	2,0 prosent		-5 400	5 419
<b>Unotert eiendom</b>			<b>355 769</b>	<b>-22 344</b>	<b>24 547</b>		<b>300 541</b>	<b>-20 218</b>	<b>22 298</b>
	Diskonteringsrente	0,25 prosentpoeng		-1186	1211	0,25 prosentpoeng		-424	463
	Strømprisprognose	5,0 prosent		-707	757	5,0 prosent		-976	1 027
<b>Unotert infrastruktur</b>			<b>25 236</b>	<b>-1893</b>	<b>1968</b>		<b>17 593</b>	<b>-1400</b>	<b>1490</b>
<b>Totalt</b>			<b>384 035</b>	<b>-25 666</b>	<b>26 744</b>		<b>320 554</b>	<b>-23 095</b>	<b>23 907</b>

#### Unotert eiendom

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

Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,25 prosentpoeng og en reduksjon i markedsleie på 2 prosent vil redusere den unoterte eiendomsporteføljes verdi med om lag 22 344 millioner kroner eller 6,3 prosent (6,7 prosent ved årsslutt 2023). Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,25 prosentpoeng og en økning i markedsleie på 2 prosent øke den unoterte eiendomsporteføljes verdi med om lag 24 547 millioner kroner eller 6,9 prosent (7,4 prosent ved årsslutt 2023). Den isolerte effekten av endringer i avkastningskrav og fremtidig markedsleie er presentert i tabell 8.4.

Endringer utenfor intervallene spesifisert ovenfor anses å være mindre rimelige alternative forutsetninger, men hvis utvalget av alternative forutsetninger skulle utvides, vil verdiendringene være tilnærmet lineære.

### Unotert infrastruktur for fornybar energi

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

### Aksjer

Virkelig verdi av aksjer klassifisert som nivå 3 er sensitiv for om handel gjenopptas og hvordan markedene har beveget seg fra tidspunktet handelen ble stanset, samt spesifikke faktorer knyttet til landet og det enkelte selskap som handelsrestriksjoner og selskapets økonomiske situasjon.

### Kontrollmiljø

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

Verdsettelsesmiljøet er tilpasset i samsvar med markedsstandarder og etablert praksis for verdifastsettelse. I praksis er dette gjennomført i form av en daglig verdifastsettelse av alle beholdninger, med unntak for investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur hvor verdsettelsene gjøres kvartalsvis. Prosessene er skalerbare i forhold til markedsendringer og er basert på interne og eksterne dataløsninger.

Alle beholdninger og investeringer er som hovedregel verdsatt av eksterne, uavhengige prisleverandører. Disse er valgt på grunnlag av analyser foretatt av avdelingene som er ansvarlige for verdifastsettelsen. Prisleverandørene følges opp løpende gjennom regelmessig dialog, kontroller og forespørsler knyttet til priser på enkeltpapirer. For en stor andel av beholdningene er innhentede priser basert på priser som er direkte observerbare i markedet. For beholdninger hvor det ikke er tilstrekkelig likviditet til at verdsettelsen kan baseres på observerbare priser, anvendes modeller. Her benyttes det så langt som mulig observerbare datapunkter, men i noen tilfeller er det grunnet manglende likviditet benyttet ikke-observerbare datapunkter.

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

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

# Note 9 Investeringsrisiko

## Forvaltningsmandat for SPU

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

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

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

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

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

**Figur 9.1** Forvaltningsmandat for SPU



## Norges Banks styringsstruktur

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

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

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

**Figur 9.2** Norges Banks styringsstruktur



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

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

### Rammeverk for investeringsrisiko

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

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

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

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



**Tabell 9.1** Investeringsrisiko

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

### Investeringsrisiko – markedsrisiko

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

### Investeringsrisiko – kredittrisiko

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

### Investeringsrisiko – motpartsrisiko

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

### Risikostyringsprosessen

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

### Markedsrisiko

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

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

### Konsentrasjonsrisiko

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

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

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

Aktivaklasse	Markedsverdi i prosent per land og valuta <sup>1</sup>				Markedsverdi per aktivaklasse i prosent		Markedsverdi per aktivaklasse i millioner kroner	
	Marked	31.12.2024	Marked	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023
<b>Aksjer</b>	<b>Utviklet</b>	<b>89,2</b>	<b>Utviklet</b>	<b>89,8</b>				
	USA	54,7	USA	48,8				
	Japan	6,6	Japan	7,2				
	Storbritannia	5,2	Storbritannia	6,1				
	Sveits	3,2	Frankrike	4,3				
	Tyskland	3,2	Sveits	4,1				
	Sum andre	16,3	Sum andre	19,4				
	<b>Fremvoksende</b>	<b>10,8</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>10,2</b>				
	Kina	3,3	Kina	3,1				
	India	2,5	India	2,2				
	Taiwan	2,5	Taiwan	2,1				
	Brasil	0,4	Brasil	0,6				
	Sør-Afrika	0,4	Mexico	0,4				
	Sum andre	1,7	Sum andre	1,9				
<b>Sum aksjer</b>					<b>71,44</b>	<b>70,88</b>	<b>14 112 924</b>	<b>11 174 263</b>
<b>Obligasjoner</b>	<b>Utviklet</b>	<b>100,0</b>	<b>Utviklet</b>	<b>99,8</b>				
	Amerikanske dollar	54,4	Amerikanske dollar	51,2				
	Euro	27,4	Euro	28,2				
	Japanske yen	5,9	Japanske yen	6,9				
	Britiske pund	4,6	Britiske pund	5,0				
	Kanadiske dollar	3,8	Kanadiske dollar	3,9				
	Sum andre	4,0	Sum andre	4,6				
	<b>Fremvoksende<sup>2</sup></b>	<b>0,0</b>	<b>Fremvoksende<sup>2</sup></b>	<b>0,2</b>				
<b>Sum obligasjoner</b>					<b>26,59</b>	<b>27,10</b>	<b>5 253 095</b>	<b>4 271 746</b>
Unotert eiendom	USA	50,0	USA	48,6				
	Storbritannia	20,1	Frankrike	18,7				
	Frankrike	14,8	Storbritannia	15,7				
	Tyskland	5,0	Tyskland	5,3				
	Sveits	3,0	Sveits	3,6				
	Sum andre	7,2	Sum andre	8,0				
<b>Sum unotert eiendom</b>					<b>1,84</b>	<b>1,91</b>	<b>363 583</b>	<b>301 128</b>
<b>Sum unotert infrastruktur</b>					<b>0,13</b>	<b>0,11</b>	<b>25 348</b>	<b>17 660</b>
<b>Markedsverdi investeringsporteføljen<sup>3</sup></b>							<b>19 754 950</b>	<b>15 764 797</b>

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

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

<sup>3</sup> Markedsverdi investeringsporteføljen er eksklusiv Fordring/Skyldig forvaltningsgodtgjøring og Utsatt skatt.

Ved utgangen av 2024 var aksjeandelen i fondet 71,4 prosent, opp fra 70,9 prosent ved årsslutt 2023. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 26,6 prosent, ned fra 27,1 prosent ved årsslutt 2023. Unotert eiendom utgjorde 1,8 prosent av fondet ved årsslutt, mot 1,9 prosent ved årsslutt 2023. Unotert infrastruktur utgjorde 0,1 prosent av fondet ved årsslutt, som var på samme nivå som ved årsslutt 2023.

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

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

Sektor	31.12.2024	31.12.2023
Teknologi	27,9	22,3
Finans	15,9	15,0
Varige konsumvarer	14,8	14,1
Industri	13,1	13,1
Helse	10,2	11,1
Eiendom	5,1	5,5
Konsumvarer	4,8	5,6
Energi	3,3	3,7
Materialer	3,2	4,0
Telekommunikasjon	3,0	3,3
Kraft- og vannforsyning	2,4	2,4

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

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

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

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2024	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2023
USA	1 788 943	USA	1 344 708
Japan	275 041	Japan	362 637
Tyskland	267 331	Singapore	225 902
Singapore	221 803	Tyskland	201 925
Storbritannia	174 860	Storbritannia	152 941
Canada	120 290	Canada	85 209
Frankrike	96 876	Frankrike	79 170
Italia	92 413	Italia	60 385
Nederland	78 868	Nederland	52 858
Spania	56 684	Spania	49 664

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

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2024	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Apple Inc	Teknologi	524 828	3 729	528 557
Microsoft Corp	Teknologi	496 984	1 152	498 136
NVIDIA Corp	Teknologi	488 070	3 949	492 019
Alphabet Inc	Teknologi	332 449	2 224	334 672
Amazon.com Inc	Varige konsumvarer	306 414	6 372	312 786
Meta Platforms Inc	Teknologi	224 314	9 466	233 780
Broadcom Inc	Teknologi	189 808	3 768	193 575
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Teknologi	174 541	-	174 541
Tesla Inc	Varige konsumvarer	161 402	-	161 402
JPMorgan Chase & Co	Finans	92 806	32 365	125 172

Beløp i millioner kroner, 31.12.2023	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Microsoft Corp	Teknologi	358 388	1 717	360 105
Apple Inc	Teknologi	337 297	5 631	342 929
Alphabet Inc	Teknologi	195 493	1 948	197 440
Amazon.com Inc	Varige konsumvarer	177 283	6 596	183 879
NVIDIA Corp	Teknologi	145 855	3 230	149 085
Meta Platforms Inc	Teknologi	113 120	4 198	117 318
Nestlé SA	Konsumvarer	91 221	1 527	92 747
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Teknologi	89 218	-	89 218
Novo Nordisk A/S	Helse	88 694	-	88 694
JPMorgan Chase & Co	Finans	59 877	22 686	82 563

Tabell 9.6 viser sektorfordelingen for aktivklassen unotert eiendom.

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

Sektor	31.12.2024	31.12.2023
Kontor	48,0	52,0
Handel	12,6	11,9
Logistikk	37,0	35,7
Annet	2,4	0,4
<b>Totalt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Volatilitet og samvariasjonsrisiko

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

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

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

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

### Beregning av forventet volatilitet

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

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

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

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2024	Min 2024	Maks 2024	Snitt 2024	31.12.2023	Min 2023	Maks 2023	Snitt 2023
Porteføljen	11,2	10,2	11,3	10,8	10,3	8,7	10,8	9,7
Aksjer	13,9	12,4	14,0	13,1	12,5	11,3	15,0	12,4
Obligasjoner	10,7	10,7	11,1	10,9	10,8	9,8	11,2	10,4
Unotert eiendom	13,8	12,7	13,9	13,1	12,9	11,8	12,9	12,4
Unotert infrastruktur	23,9	23,9	54,0	39,6	34,0	14,9	40,0	32,1

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

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2024	Min 2024	Maks 2024	Snitt 2024	31.12.2023	Min 2023	Maks 2023	Snitt 2023
Porteføljen	44	34	44	37	34	33	41	36

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 11,2 prosent, eller om lag 2 200 milliarder kroner, ved utgangen av 2024, opp fra 10,3 prosent ved årsslutt 2023. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 13,9 prosent ved årsslutt, opp fra 12,5 prosent ved utgangen av 2023, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 10,7 prosent, mot fra 10,8 prosent ved årsslutt 2023.

Forvaltningsmandatet angir at forventet relativ volatilitet for fondet ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Fondets forventede relative volatilitet var 44 basispunkter ved utgangen av året, opp fra 34 basispunkter ved årsslutt 2023. Oppgangen i fondets forventede relative volatilitet i 2024 skyldes hovedsakelig en økt forventet relativ volatilitet fra aksjeinvesteringene.

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

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

Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen målt mot referanseindeksen ikke overstiger 3,75 prosentpoeng. Ekstremavviksrisikoen blir målt og fulgt opp basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Ved utgangen av året var ekstremavviksrisikoen 1,18 prosentpoeng, sammenlignet med 1,08 prosentpoeng ved årsslutt 2023.

### Beregning av forventet ekstremavviksrisiko

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

### Styrker og svakheter

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

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

### Etterprøving av modeller

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

## Kredittrisiko

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

**Tabell 9.9** Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.12.2024	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	729 896	1 925 725	345 833	128 129	35 051	3 164 634
Statsrelaterte obligasjoner	266 286	168 844	33 055	22 088	2 392	492 665
Realrenteobligasjoner	52 249	216 988	16 470	18 084	-	303 792
Selskapsobligasjoner	10 371	93 141	614 581	565 884	18 375	1 302 352
Pantesikrede obligasjoner	270 150	32 744	2 102	-	-	304 996
<b>Sum obligasjoner<sup>1</sup></b>	<b>1 328 952</b>	<b>2 437 443</b>	<b>1 012 041</b>	<b>734 185</b>	<b>55 818</b>	<b>5 568 439</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2023	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	612 472	1 456 325	406 747	80 433	36 233	2 592 210
Statsrelaterte obligasjoner	198 601	149 019	34 615	22 373	2 369	406 977
Realrenteobligasjoner	48 794	193 647	24 943	15 752	-	283 137
Selskapsobligasjoner	8 977	66 905	460 349	455 568	10 487	1 002 288
Pantesikrede obligasjoner	239 362	41 931	1 812	-	-	283 106
<b>Sum obligasjoner<sup>1</sup></b>	<b>1 108 207</b>	<b>1 907 827</b>	<b>928 467</b>	<b>574 127</b>	<b>49 090</b>	<b>4 567 718</b>

<sup>1</sup> Ved årsslutt 2024 var obligasjoner mottatt som sikkerhet med en verdi på 1,5 milliarder kroner solgt. Ved årsslutt 2023 var 2,6 milliarder kroner solgt. Disse obligasjonene er presentert i balansen som en forpliktelse under Innlån med sikkerhetsstillelse.

Markedsverdien av obligasjonsporteføljen økte til 5 568 milliarder kroner ved årsslutt 2024, fra 4 568 milliarder kroner ved utgangen av 2023. Andelen av investeringer i selskapsobligasjoner økte med 1,4 prosentpoeng i løpet av året, til 23,4 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2024. Statsobligasjoner, inkludert realrenteobligasjoner, utgjorde 62,3 prosent av obligasjonsporteføljen ved årsslutt, en reduksjon på 0,6 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2023.

Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering A ble redusert med 2,2 prosentpoeng i løpet av året til 18,2 prosent ved årsslutt 2024. Nedgangen skyldes hovedsakelig at beholdningen av japanske statspapirer ble redusert i perioden. Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering AA økte med 2,0 prosentpoeng i løpet av året, noe som hovedsakelig skyldes økning i amerikanske statspapirer. Andelen av obligasjonsporteføljen kategorisert med kredittvurdering BBB økte med 0,6 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2023, til 13,2 prosent ved årsslutt 2024.

Andelen av obligasjonsporteføljen i kategorien Lavere vurdering ble redusert til 1,0 prosent ved utgangen av 2024, fra 1,1 prosent ved årsslutt 2023. Dette skyldes i hovedsak at beholdningen av brasilianske statsobligasjoner i denne kategorien ble redusert. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 13,8 millioner kroner ved årsslutt 2024, sammenlignet med 23 millioner kroner ved årsslutt 2023. Misligholdte obligasjoner er gruppert under Lavere vurdering.

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

31.12.2024	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	0,9	34,0	7,6	6,8	0,2	49,4
Euro	12,3	4,6	4,5	4,5	0,1	26,0
Japanske yen	-	-	5,0	-	-	5,0
Kanadiske dollar	3,3	-	-	-	-	5,0
Britiske pund	0,1	3,2	0,4	-	-	4,4
Andre valutaer	7,3	1,2	0,2	1,0	0,6	10,2
<b>Totalt</b>	<b>23,9</b>	<b>43,8</b>	<b>18,2</b>	<b>13,2</b>	<b>1,0</b>	<b>100,0</b>

31.12.2023	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	0,8	31,3	7,1	6,9	0,1	46,1
Euro	11,7	5,1	4,2	4,0	0,1	25,1
Japanske yen	-	-	8,0	-	-	8,0
Singapore dollar	4,9	-	-	-	-	4,9
Kanadiske dollar	3,1	1	1	-	-	4,7
Andre valutaer	3,7	4,6	0,5	1,4	0,8	11,1
<b>Totalt</b>	<b>24,3</b>	<b>41,8</b>	<b>20,3</b>	<b>12,6</b>	<b>1,1</b>	<b>100,0</b>

Ved årsslutt 2024 var det investert i kjøpt kredittbytteavtaler med nominell verdi 173,8 milliarder kroner, en økning fra 52,3 milliarder kroner ved årsslutt 2023. 21,8 prosent av disse var gjort i kategorien hvor underliggende utstedere har en lav kredittvurdering. Det var ikke solgt kredittbytteavtaler ved årsslutt 2024. Se tabell 5.3 i note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater for ytterligere informasjon. Ved investering i kjøpt kredittbytteavtaler reduseres kredittrisikoen i obligasjonsporteføljen når det er investert i de samme underliggende obligasjonene i porteføljen som i kredittbytteavtalene. Ved årsslutt 2024 ble kredittrisikoksposeringen redusert med 79,5 milliarder kroner som følge av kjøpt kredittbytteavtaler, sammenlignet med en reduksjon på 23,7 milliarder kroner ved årsslutt 2023.

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

### Motpartsrisiko

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

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



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

Det blir også stilt krav til hvordan eiendoms- og infrastrukturtransaksjoner skal gjennomføres slik at motpartsrisikoen er akseptabel. Motpartsrisikoen som oppstår i kjøpsprosessen, blir analysert i forkant av at transaksjonen gjennomføres, og krever godkjennelse av Chief Risk Officer(CRO). For 2024 ble 14 eiendomstransaksjoner analysert og godkjent av CRO gjennom denne prosessen, sammenlignet med 8 transaksjoner i 2023. For 2024 ble 4 investeringer i unotert infrastruktur analysert og godkjent av CRO gjennom denne prosessen, sammenlignet med 2 i 2023.

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

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

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

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

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

Total motpartsrisikoeksponering økte til 296,7 milliarder kroner ved utgangen av 2024 fra 212,0 milliarder kroner ved utgangen av 2023. Den største økningen i motpartsrisikoeksponering kom fra derivater inklusive valutakontrakter og fra verdipapirutlån. Derivater inklusive valutakontrakter utgjorde 51,2 prosent av den totale motpartsrisikoen ved årsslutt, og hadde en økning på 49,6 milliarder kroner sammenlignet med utgangen av 2023. Økningen skyldes høyere risikoeksponering fra både valutakontrakter og derivater gjennom året.

Det var en økning i motpartsrisikoeksponeringen fra verdipapirutlånsprogrammet til 105,9 milliarder kroner ved årsslutt 2024, fra 66,8 milliarder kroner ved årsslutt 2023. Økningen skyldes i hovedsak økte aksjeutlån i programmet ved årsslutt 2024. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner. Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 35,7 prosent av den totale motpartsrisikoeksponeringen til fondet ved utgangen av 2024, sammenlignet med 31,5 prosent ved utgangen av 2023.

**Tabell 9.11** Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	31.12.2024	31.12.2023
Derivater inklusive valutakontrakter	152 047	102 476
Verdipapirlån	105 908	66 750
Usikrede bankinnskudd <sup>1</sup>	23 518	20 188
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	14 316	19 798
Primærmegler	554	-
Oppgjørsmotpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	344	2 798
<b>Totalt</b>	<b>296 687</b>	<b>212 011</b>

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

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

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

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

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023
AAA	3	3	1	1
AA	43	38	45	40
A	64	70	88	89
BBB	9	9	34	33
BB	2	2	25	23
B	-	-	5	5
<b>Totalt</b>	<b>121</b>	<b>122</b>	<b>198</b>	<b>191</b>

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

Antall motparter og meglerhus totalt sett økte noe gjennom året. Det var 121 motparter ved årsslutt 2024 mot 122 ved årsslutt 2023. Antall meglerhus økte til 198 ved årsslutt 2024 fra 191 ved årsslutt 2023. Kredittkvaliteten på motparter og meglerhus ved utgangen av 2024 er totalt sett uendret i forhold til årsslutt 2023.

### Belåning

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

SPUs belåning var 1,2 prosent for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2024, sammenlignet med 1,5 prosent ved utgangen av 2023. For investeringer i unotert eiendom er det satt begrensning i investeringsmandatet om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 35 prosent. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde ved utgangen av

2024 en gjeldsgrad på 8,0 prosent, sammenlignet med 7,8 prosent ved utgangen av 2023. For investeringer i unotert infrastruktur er det satt begrensning om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 60 prosent. De unoterte infrastrukturinvesteringene hadde ved utgangen av 2024 en gjeldsgrad på 29,4 prosent, mot ingen belåning ved utgangen av 2023.

**Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier**

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner ble benyttet i begrenset grad i 2024.

# Note 10 Skatt

## Regnskapsprinsipp

SPUs investeringsinntekter og gevinster er unntatt skatteplikt i Norge, men kan være skattepliktig i utenlandske markeder.

Skattekostnad i resultatregnskapet omfatter inntektsskatt som ikke blir refundert gjennom lokale skattelover eller skatteavtaler, og består av skatt på utbytte, renteinntekter og gevinster relatert til SPUs investeringer i aksjer og obligasjoner, skatt på honorar mottatt for utlån med sikkerhetsstillelse, samt skatt i konsoliderte datterselskaper. Denne skatten blir i hovedsak krevd inn ved kilden.

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

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

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

Regler om global minimumsbeskatning (Pilar 2) ble implementert i Norge med virkning fra 2024. Det er vurdert at reglene ikke skal ha en økonomisk effekt for SPU og det har derfor ikke vært noen endringer i fondets skattekostnad som følge av implementeringen.

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

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

**Tabell 10.1** Spesifikasjon skattekostnad

Beløp i millioner kroner, 2024	Brutto inntekt før skatt	Inntektsskatt på utbytte, renter og honorar	Gevinstbeskatning	Annet	Skattekostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	2 454 653	-8 522	-8 393	-	-16 915	2 437 738
Obligasjoner	70 889	-36	-4	-	-40	70 849
Utlån med sikkerhetsstillelse	21 622	-246	-	-	-246	21 376
Annet	-	-	-	-10	-10	-
<b>Skattekostnad</b>		<b>-8 804</b>	<b>-8 397</b>	<b>-10</b>	<b>-17 211</b>	

Beløp i millioner kroner, 2023	Brutto inntekt før skatt	Inntektsskatt på utbytte, renter og honorar	Gevinstbeskatning	Annet	Skattekostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	2 030 561	-7 533	-5 818	-	-13 351	2 017 210
Obligasjoner	231 769	-20	-	-	-20	231 749
Utlån med sikkerhetsstillelse	9 922	-165	-	-	-165	9 757
Annet	-	-	-	-19	-19	-
<b>Skattekostnad</b>		<b>-7 718</b>	<b>-5 818</b>	<b>-19</b>	<b>-13 555</b>	

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

**Tabell 10.2** Spesifikasjon balanseposter knyttet til skatt

Beløp i millioner kroner	31.12.2024	31.12.2023
Fordring kildeskatt	17 938	10 522
Betalbar skatt <sup>1</sup>	40	15
Utsatt skatt	13 170	8 246

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

Tabell 10.3 spesifiserer linjen Netto utbetaling av skatt i kontantstrømoppstillingen.

**Tabell 10.3** Spesifikasjon netto utbetaling av skatt

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Innbetaling av refundert kildeskatt	8 494	8 231
Utbetaling av skatt	-29 204	-19 405
<b>Netto utbetaling av skatt</b>	<b>-20 710</b>	<b>-11 173</b>

# Note 11 Gevinst/tap valuta

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

## Skjønnsmessig vurdering

SPUs funksjonelle valuta er norske kroner. Eiers kapital, i form av SPUs kronekonto, er denominert i norske kroner og investeringsporteføljens beløpsmessige avkastning rapporteres internt og til eier i norske kroner. Prosentvis avkastning for investeringsporteføljen rapporteres både i norske kroner og i valutakurven som følger av forvaltningsmandatet. Videre er det innen kapitalforvaltningen ikke én investeringsvaluta som utpeker seg som dominerende.

## Regnskapsprinsipp

Valutakursen på transaksjonstidspunktet benyttes ved regnskapsføring av transaksjoner i utenlandsk valuta. Eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta omregnes til norske kroner med valutakurser på balansedagen. I resultatregnskapet er valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte gevinster og tap på eiendeler og gjeld skilt ut og presentert på en egen linje, Gevinst/tap valuta. En slik presentasjon anses å gi størst informasjonsverdi basert på at formålet med investeringsstrategien til SPU er å maksimere den internasjonale kjøpekraften til fondet.

## Regnskapsprinsipp

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

### Valutaelement

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

### Verdipapirelement

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

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

**Tabell 11.1** Spesifikasjon gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	758 950	114 262
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	119 705	150 575
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	81 057	64 611
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	3 936	-33 765
Gevinst/tap valuta - CHF/NOK	13 967	43 197
Gevinst/tap valuta - andre	94 593	70 561
<b>Gevinst/tap valuta</b>	<b>1 072 207</b>	<b>409 441</b>

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

**Tabell 11.2** Spesifikasjon av investeringsporteføljen per valuta

Beløp i millioner kroner	31.12.2024	31.12.2023
Amerikanske dollar	10 632 003	7 765 611
Euro	3 168 468	2 836 773
Britiske pund	1 212 905	1 079 685
Japanske yen	1 098 646	939 710
Sveitsiske franc	637 326	593 279
Andre valutaer	3 005 601	2 549 740
<b>Markedsverdi investeringsporteføljen</b>	<b>19 754 950</b>	<b>15 764 797</b>

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

**Tabell 11.3** Valutakurser

	31.12.2024	31.12.2023	Prosent endring
Amerikanske dollar	11,36	10,17	12
Euro	11,76	11,24	5
Britiske pund	14,22	12,93	10
Japanske yen	0,07	0,07	1
Sveitsiske franc	12,53	12,14	3

# Note 12 Forvaltningskostnader

## Regnskapsprinsipp

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

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

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

## Forvaltningskostnader i Norges Bank

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

Tabell 12.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2024		2023	
		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	2 218		2 045	
Kostnader til depot	483		464	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	815		773	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	255		269	
Øvrige kostnader	282		276	
Fordelte kostnader Norges Bank	241		256	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	1 554		1 205	
<b>Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>5 848</b>	<b>3,3</b>	<b>5 289</b>	<b>3,6</b>
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	1 543		1 343	
<b>Forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>7 390</b>	<b>4,1</b>	<b>6 632</b>	<b>4,5</b>

## Forvaltningskostnader i datterselskaper

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

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



**Tabell 12.2** Forvaltningskostnader datterselskaper

Beløp i millioner kroner	2024		2023	
		Basis- punkter		Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	35		34	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	6		5	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	59		52	
Øvrige kostnader	49		58	
<b>Sum forvaltningskostnader datterselskaper<sup>1</sup></b>	<b>149</b>	<b>0,1</b>	<b>148</b>	<b>0,1</b>
Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper	88		89	
Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper	61		59	

<sup>1</sup> Beløpet for 2024 består av 137 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert eiendom og 12 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert infrastruktur. I 2023 var 141 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert eiendom og 7 millioner kroner knyttet til investeringer i unotert infrastruktur.

### Øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader

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

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, var for 2024 begrenset til 7 100 millioner kroner. For 2023 var rammen 6 200 millioner kroner.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjorde 5 997 millioner kroner i 2024. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 5 848 millioner kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 149 millioner kroner. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde 7 539 millioner kroner i 2024.

### Kostnader målt som andel av forvaltet kapital

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

I 2024 tilsvarte summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 3,4 basispunkter av forvaltet kapital. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, tilsvarte 4,2 basispunkter av forvaltet kapital.

### Andre driftskostnader i datterselskaper

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

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

# Note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

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

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

## Prinsipper for presentasjon

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

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

Tabell 13.1 Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	2024	2023
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	21 622	9 922
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	-24 810	-13 278
<b>Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>-3 188</b>	<b>-3 356</b>

## Regnskapsprinsipp

### Overførte finansielle eiendeler

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

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

### Utlån med sikkerhetsstillelse

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

### Innlån med sikkerhetsstillelse

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

### Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer

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

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

**Tabell 13.2** Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2024	31.12.2023
Utlån med sikkerhetsstillelse	1 020 455	728 559
<b>Sum utlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>1 020 455</b>	<b>728 559</b>
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balanseført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	690 154	273 558
Obligasjoner mottatt som sikkerhet <sup>1</sup>	336 265	486 798
<b>Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån</b>	<b>1 026 419</b>	<b>760 356</b>

<sup>1</sup> Ved årsslutt 2024 var obligasjoner mottatt som sikkerhet med en verdi på 1,5 milliarder kroner solgt (2023: 2,6 milliarder kroner).

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

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

Beløp i millioner kroner	31.12.2024	31.12.2023
<b>Overførte finansielle eiendeler</b>		
Utlånte aksjer	862 197	493 949
Utlånte obligasjoner	1 088 846	1 006 711
<b>Sum overførte finansielle eiendeler</b>	<b>1 951 043</b>	<b>1 500 660</b>
<b>Tilhørende sikkerhet, innregnet som forpliktelse</b>		
Innlån med sikkerhetsstillelse	1 319 892	911 548
<b>Sum innlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>1 319 892</b>	<b>911 548</b>
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer eller garantier (ikke-balanseført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	320 398	264 550
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	361 132	360 945
Garantier	5 406	4 544
<b>Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier knyttet til overførte finansielle eiendeler</b>	<b>686 936</b>	<b>630 039</b>

# Note 14 Sikkerhetsstillelse og motregning

## Regnskapsprinsipp

### Kontantsikkerhet derivattransaksjoner

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

### Motregning

Finansielle eiendeler og forpliktelser blir motregnet og presentert netto i balansen når det foreligger en juridisk håndhevbar rett til å motregne og intensjonen er å gjøre opp på nettogrunnlag eller å realisere eiendelen og gjøre opp forpliktelsen under ett.

## Sikkerhetsstillelse

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

## Motregning

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

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

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

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

Beløp i millioner kroner, 31.12.2024				Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle eiendeler	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser motregnet i balansen	Netto balanseførte finansielle eiendeler	Eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale <sup>1</sup>	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant-sikkerhet (innregnet som forpliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter
<b>Eiendeler</b>									
Utlån med sikkerhetsstillelse	1 020 455	-	1 020 455	726 830	293 624	-	117 987	175 637	-
Avgitt kontant-sikkerhet	11 340	-	11 340	526	10 814	8 819	1 939	-	57
Finansielle derivater	37 245	4 342	32 904	76	32 827	25 630	5 911	-	1 286
<b>Totalt</b>	<b>1 069 040</b>	<b>4 342</b>	<b>1 064 699</b>	<b>727 432</b>	<b>337 265</b>	<b>34 449</b>	<b>125 837</b>	<b>175 637</b>	<b>1 343</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2024				Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser	Brutto balanseførte finansielle eiendeler motregnet i balansen	Netto balanseførte finansielle forpliktelser	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale <sup>2</sup>	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant-sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter
<b>Gjeld</b>									
Innlån med sikkerhetsstillelse	1 319 892	-	1 319 892	356 652	963 240	-	119 909	830 109	13 222
Mottatt kontant-sikkerhet	103 193	-	103 193	94 213	8 980	8 980	-	-	-
Finansielle derivater	35 571	4 342	31 229	20	31 209	25 630	5 554	-	25
<b>Totalt</b>	<b>1 458 656</b>	<b>4 342</b>	<b>1 454 314</b>	<b>450 885</b>	<b>1 003 429</b>	<b>34 610</b>	<b>125 463</b>	<b>830 109</b>	<b>13 247</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2023				Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle eiendeler	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser motregnet i balansen <sup>3</sup>	Netto balanseførte finansielle eiendeler	Eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale <sup>1</sup>	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant-sikkerhet (innregnet som forpliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter
<b>Eiendeler</b>									
Utlån med sikkerhetsstillelse	728 559	-	728 559	277 351	451 208	-	231 221	219 987	-
Avgitt kontant-sikkerhet	19 361	-	19 361	-	19 361	13 715	-	-	5 646
Finansielle derivater	22 833	3 640	19 192	178	19 013	17 719	27	-	1 267
<b>Totalt</b>	<b>770 753</b>	<b>3 640</b>	<b>767 112</b>	<b>277 529</b>	<b>489 582</b>	<b>31 434</b>	<b>231 248</b>	<b>219 987</b>	<b>6 913</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2023				Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					
Beskrivelse	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser	Brutto balanseførte finansielle eiendeler motregnet i balansen <sup>3</sup>	Netto balanseførte finansielle forpliktelser	Forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale <sup>2</sup>	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant-sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter
<b>Gjeld</b>									
Innlån med sikkerhetsstillelse	911 548	-	911 548	175 895	735 653	-	231 221	501 947	2 484
Mottatt kontant-sikkerhet	28 754	-	28 754	24 771	3 983	2 859	-	-	1 123
Finansielle derivater	36 695	3 640	33 055	29	33 027	17 719	10 497	-	4 810
<b>Totalt</b>	<b>976 997</b>	<b>3 640</b>	<b>973 357</b>	<b>200 695</b>	<b>772 663</b>	<b>20 578</b>	<b>241 718</b>	<b>501 947</b>	<b>8 417</b>

<sup>1</sup> Under Utlån med sikkerhetsstillelse inngår beløp for kjøp av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2024 var dette 671 milliarder kroner (250 milliarder kroner i 2023). Se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for ytterligere informasjon.

<sup>2</sup> Under Innlån med sikkerhetsstillelse inngår beløp for salg av aksjer som utføres i kombinasjon med aksjebytteavtaler. I 2024 var dette 194 milliarder kroner (132 milliarder kroner i 2023). Se [note 13 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse](#) for ytterligere informasjon.

# Note 15 Nærstående parter

## Regnskapsprinsipp

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

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

### Transaksjoner med staten

I henhold til mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland foretas overføringer til og fra kronekontoen hver måned. Se ytterligere informasjon om tilførsel/uttak i perioden i Oppstilling av endringer i eiers kapital.

### Transaksjoner med Norges Bank

Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til forvaltningen av SPU.

#### Tilførsler eller trekk på Finansdepartementets kronekonto

Tilførsel eller trekk på kronekontoen gjennomføres ved månedlige overføringer mellom SPU og Norges Bank. Fem prosent av overført beløp holdes tilbake til påfølgende måned, for å tilpasse overført valutabeløp til Finansdepartementets instruerte beløp oppgitt i norske kroner. Uoppgjort overføring utgjør et mellomværende mellom SPU og Norges Bank og presenteres i balansen linjen Andre eiendeler eller Annen gjeld. Ved utgangen av 2024 var det ingen uoppgjort overførsel mellom SPU og Norges Bank. Ved utgangen av 2023 var 2 365 millioner kroner presentert i Andre eiendeler knyttet til uoppgjort tilførsel.

#### Forvaltningsgodtgjøring

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Se [note 12 Forvaltningskostnader](#) for ytterligere informasjon. Forvaltningsgodtgjøringen trekkes fra kronekontoen gjennom året basert på prognoser. Differansen mellom totalbeløpet som er trukket og endelig forvaltningsgodtgjøring for året presenteres i balansen som Fordring forvaltningsgodtgjøring eller Skyldig forvaltningsgodtgjøring, og gjøres opp i påfølgende år. I 2024 ble 7 032 millioner kroner trukket fra kronekontoen for å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring, mens 6 526 millioner kroner ble trukket i 2023. Skyldig forvaltningsgodtgjøring ved utgangen av 2024 utgjorde 190 millioner kroner, sammenlignet med en fordring på 168 millioner kroner ved utgangen av 2023.

#### Transaksjoner mellom SPU og Norges Banks aksjeportefølje

Interne transaksjoner i form av pengemarkedsutlån eller -innlån mellom SPU og valutareservene i Norges Bank presenteres som et netto mellomværende mellom porteføljene på balansen linjene Andre eiendeler eller Annen gjeld. Ved utgangen av 2024 utgjorde netto mellomværende en fordring på 301 millioner kroner for SPU, sammenlignet med en fordring på 59 millioner kroner ved utgangen av 2023. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet som Renteinntekt/kostnad.

### Transaksjoner med datterselskaper

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

# Note 16 Interesser i andre foretak

Investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Alle datterselskaper er 100 prosent eid. Datterselskapene investerer, gjennom holdingselskaper, i enheter som investerer i fast eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Disse selskapene kan være datterselskaper eller felleskontrollerte virksomheter.

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

Tabell 16.1 viser selskapene som drifter og eier eiendommene og infrastruktureiendelene, i tillegg til de konsoliderte datterselskapene. Eierandel og stemmeandel representerer andelen ved årslutt.

**Tabell 16.1** Eiendoms- og infrastruktureiendelser

Selskap	Område	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse <sup>1</sup>	Eierandel og stemme- andel i prosent 31.12.2024	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent 31.12.2024	Innregnet fra
<b>Ikke-konsoliderte selskaper</b>						
<b>Storbritannia</b>						
NBIM George Partners LP <sup>2</sup>	Unotert eiendom	London	London	100,00	25,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited <sup>3</sup>	Unotert eiendom	London	Sheffield	100,00	100,00	2012
NBIM Charlotte Partners LP <sup>3</sup>	Unotert eiendom	London	London	100,00	68,00	2014
NBIM Edward Partners LP	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2014
NBIM Caroline Partners LP	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2015
NBIM Henry Partners LP	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Elizabeth Partners LP	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Eleanor Partners LP	Unotert eiendom	London	London	100,00	100,00	2018
WOSC Partners LP	Unotert eiendom	London	London	75,00	75,00	2019
PELP UK Limited	Unotert eiendom	Solihull	Flere britiske byer	50,00	50,00	2022
Longfellow Strategic Value UK I LP <sup>3</sup>	Unotert eiendom	Bristol	Cambridge	47,50	47,50	2022
Firebolt RB Holdings Limited	Unotert infrastruktur	Swanley	Race Bank	75,00	37,50	2024
<b>Luxembourg</b>						
NBIM S.à.r.l.	Unotert eiendom	Luxembourg	I/A	100,00	I/A	2011
Copenhagen Infrastructure V	Unotert infrastruktur, fond	Luxembourg	Flere lokasjoner i OECD-land	9,00	I/A	2024
<b>Frankrike</b>						
NBIM Louis SAS	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	50,00	2011
SCI 16 Matignon	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
Champs Elysées Rond-Point SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI PB 12	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI Malesherbes	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 15 Scribe	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2012

Selskap	Område	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse <sup>1</sup>	Eierandel og stemme- andel i prosent 31.12.2024	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent 31.12.2024	Innregnet fra
SAS 100 CE	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Daumesnil	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 9 Messine	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Pasquier	Unotert eiendom	Paris	Paris	50,00	50,00	2013
NBIM Marcel SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	100,00	2014
NBIM Victor SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	100,00	2016
NBIM Eugene SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	100,00	2017
NBIM Beatrice SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	100,00	2018
NBIM Jeanne SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	100,00	100,00	2019
Rodolphe Paris 1 SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	65,00	65,00	2022
Rodolphe 2 Paris 1 SCI	Unotert eiendom	Paris	Paris	65,00	65,00	2024
<b>Tyskland</b>						
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Unotert eiendom	Frankfurt	Berlin	50,00	50,00	2012
NBIM Helmut 2 GmbH & Co KG	Unotert eiendom	Berlin	Berlin	100,00	100,00	2020
Sochribel GmbH	Unotert eiendom	Berlin	Berlin	50,00	50,00	2022
Rodolphe Berlin 1 GmbH	Unotert eiendom	Berlin	Berlin	65,00	65,00	2023
He Dreith Investor GmbH	Unotert infrastruktur	Karlsruhe	He Dreith	33,33	16,63	2023
<b>Sveits</b>						
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Unotert eiendom	Luxembourg	Zürich	100,00	100,00	2012
<b>Europa</b>						
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Unotert eiendom	Luxembourg	Flere europiske byer	50,00	50,00	2013
<b>USA</b>						
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC <sup>3</sup>	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	100,00	100,00	2013
T-C Franklin Square Venture LLC <sup>3</sup>	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	100,00	100,00	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC <sup>3</sup>	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	100,00	100,00	2013
No.1 Times Square Development LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2013
OFC Boston LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2013
425 MKT LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	47,50	2013
555 12th LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	44,96	2014
OBS Boston LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
BP/CG Center MM LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC <sup>3</sup>	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	100,00	100,00	2014



Selskap	Område	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse <sup>1</sup>	Eierandel og stemme- andel i prosent 31.12.2024	Effektiv eierandel av underliggende eiendommer i prosent 31.12.2024	Innregnet fra
T-C Foundry Sq II Venture LLC <sup>3</sup>	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	100,00	100,00	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
SJP TS JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC <sup>3</sup>	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	100,00	100,00	2015
T-C 888 Brannan Venture LLC <sup>3</sup>	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	100,00	100,00	2015
Hudson Square Properties, LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2015
ConSquare LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2016
100 First Street Member LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
303 Second Street Member LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
900 16th Street Economic Joint Venture (DE) LP	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
1101 NYA Economic Joint Venture (DE) LP	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
375 HSP LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2017
T-C 501 Boylston Venture LLC <sup>3</sup>	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	100,00	100,00	2018
SVF Seaport JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2018
OMD Venture LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2021
ARE-MA Region No. 102 JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	41,00	41,00	2021
JV 347 Madison LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2023
300 Binney JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2023
290 Binney JV LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2024
Sand Hill Commons Holdings LLC	Unotert eiendom	Wilmington, DE	San Francisco	97,74	97,74	2024
<b>Japan</b>						
TMK Tokyo TN1	Unotert eiendom	Tokyo	Tokyo	70,00	70,00	2017
Tokyo MN1 TMK	Unotert eiendom	Tokyo	Tokyo	100,00	39,90	2020
<b>Nederland</b>						
Borssele Wind Farm C.V.	Unotert infrastruktur	Haag	Borssele 1&2	50,00	50,00	2021
<b>Spania</b>						
Energías Renovables Romeo, S.L	Unotert infrastruktur	Madrid	Flere lokasjoner	49,00	49,00	2023
<b>Konsoliderte datterselskaper</b>						
<b>Japan</b>						
NBRE Management Japan Advisors K.K.	Unotert eiendom	Tokyo	I/A	100,00	I/A	2015
<b>Storbritannia</b>						
NBRE Management Europe Limited	Unotert eiendom	London	I/A	100,00	I/A	2016

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

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

<sup>3</sup> Selskapet har endret eier- eller stemmeandel i løpet av rapporteringsperioden. Se tabell 16.1 i årsrapporten for 2023 for tidligere prosentandel.

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

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

# Note 17 Andre eiendeler og annen gjeld

**Tabell 17.1** Andre eiendeler

Beløp i millioner kroner	31.12.2024	31.12.2023
Mellomværende valutareservene Norges Bank <sup>1</sup>	301	59
Uoppgjort tilførsel kronekonto <sup>1</sup>	-	2 365
Opptjent inntekt fra utlån med sikkerhetsstillelse	1 289	245
Annet	100	83
<b>Andre eiendeler</b>	<b>1 690</b>	<b>2 752</b>

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

**Tabell 17.2** Annen gjeld

Beløp i millioner kroner	31.12.2024	31.12.2023
Betalbar skatt	40	15
Annet	107	97
<b>Annen gjeld</b>	<b>147</b>	<b>112</b>

# Uavhengig revisors beretning

Til Norges Banks representantskap

## Konklusjon

Vi har revidert regnskapsrapporteringen til investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2024, resultatregnskap, oppstilling over endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og noter til regnskapsrapporteringen, herunder et sammendrag av vesentlige opplysninger om regnskapsprinsipper.

Etter vår mening oppfyller regnskapsrapporteringen gjeldende lovkrav og gir et rettviseende bilde av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utlands finansielle stilling per 31. desember 2024, og av dets resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret avsluttet per denne datoen i samsvar med IFRS Accounting Standards som godkjent av EU.

## Grunnlag for konklusjon

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

## Sentrale forhold ved revisjonen

Sentrale forhold ved revisjonen er de forhold vi mener var av størst betydning ved revisjonen av regnskapsrapporteringen for 2024. Disse forholdene ble håndtert ved revisjonens utførelse og da vi dannet oss vår mening om regnskapsrapporteringen som helhet, og vi konkluderer ikke særskilt på disse forholdene. Vår beskrivelse av hvordan vi revisjonsmessig håndterte hvert forhold omtalt nedenfor, er gitt på den bakgrunnen.

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

## Verdsettelse av investeringer

### Grunnlag for det sentrale forholdet

Noterte investeringer målt til virkelig verdi verdsettes til markedspris dersom investeringen omsettes i det som vurderes å være et aktivt marked. Disse investeringene klassifiseres som nivå 1-eiendeler i verdsettelseshierarkiet. Noterte investeringer verdsatt ved bruk av modeller som benytter direkte eller indirekte observerbare markedsdata, klassifiseres som nivå 2-eiendeler. Investeringer klassifisert i nivå 1 og 2 i verdsettelseshierarkiet utgjør per 31.12 NOK 19 370 916 millioner.

Investeringer hvor det i vesentlig grad brukes ikke-observerbare inndata i verddivurderingene er klassifisert som nivå-3 eiendeler i verdsettelseshierarkiet. Disse verdifastsettelsene påvirkes i større grad av skjønsmessige vurderinger og har derfor høyere iboende risiko for feil. Disse eiendelene utgjør per 31.12 NOK 384 035 millioner.

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

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

### Våre revisjonshandlinger

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

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

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

### IT-systemer som understøtter finansiell rapportering

#### Grunnlag for det sentrale forholdet

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

### Våre revisjonshandlinger

Vi etablerte en forståelse av Norges Banks IT-systemer, IT-miljø og kontroller av betydning for den finansielle rapporteringen. Vi testet IT-generelle kontroller over tilgangsstyring, systemendringer og IT-drift. Videre testet vi automatiserte kontroller i IT-miljøet som understøtter finansiell rapportering.

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

### Øvrig informasjon

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

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

### Ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

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

Ved utarbeidelsen av regnskapsrapporteringen må ledelsen ta standpunkt til Norges Banks evne til fortsatt drift og opplyse om forhold av betydning for fortsatt drift. Forutsetningen om fortsatt drift skal legges til grunn for regnskapsrapporteringen med mindre ledelsen enten har til hensikt å avvike selskapet eller virksomheten, eller ikke har noe annet realistisk alternativ.

## Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen

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

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

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

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

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

Oslo, 5. februar 2025  
ERNST & YOUNG AS

*Revisjonsberetningen er signert elektronisk*

Kjetil Rimstad  
statsautorisert revisor



**Norges Bank Investment Management**  
**Statens pensjonsfond utland 2024**

Design: TRY

Produksjon: Aksell AS

Bilder: Simen Øvergaard, Halvor Njerve, Piranha Photography, Nora Savosnick,  
Kristin Jacobsen, GettyImages, Shutterstock og Unsplash.

ISSN 2464-3122 (web)