



NORGES BANK
REAL ESTATE MANAGEMENT

EIENDOMS- INVESTERINGER

STATENS
PENSJONSFOND
UTLAND

RAPPORT
/2015

Vårt oppdrag

er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner



Innhold

—
2015

1

HOVEDPUNKTER

1.1 Tall og fakta for 2015 __ 6

2

FORVALTNINGEN

2.1 Leder for Norges Bank
Real Estate Management
Langsiktig forvaltning__ 8

2.2 Eiendom under
oppbygging
Gradvis utvikling_____ 10

3

HOVEDTALL

3.1 Resultater
Resultater for 2015 __ 12

4

INVESTERINGENE

- 4.1 Globale investeringer
Investeringer over hele verden _____ 18
- 4.2 Europa
Investeringene i Europa 24
- 4.3 USA
Investeringene i USA ___ 32
- 4.4 Risikostyring
Forventede svingninger _____ 40
- 4.5 Ansvarlige investeringer
Miljøvennlig forvaltning _____ 44
- 4.6 Verdsettelse
Kvartalsvise verdivurderinger _____ 48

5

INNTEKTER

- 5.1 Inntekter
Stabile inntekter _____ 50
- 5.2 Forvaltningskostnader
Kostnader på ulike nivåer _____ 52
- 5.3 Kontantstrøm
Jevn kontantstrøm _____ 58

6

ORGANISERINGEN

- 6.1 Eiendomsselskaper
Investeringer gjennom datterselskaper _____ 62
- 6.2 Investeringsbeslutninger
Omfattende investeringsanalyser __ 64
- 6.3 Organisasjonen
En global organisasjon _____ 66

1.1 HOVEDPUNKTER

Tall og fakta for 2015

10,8%

Investeringene i unotert eiendom fikk en avkastning på **10,8** prosent i 2015.



6

6,9 mrd. kr

Netto leieinntekter

Netto leieinntekter var 6,9 milliarder kr. Utleiegraden var 93,5 prosent og gjennomsnittlig gjenværende leietid 7,1 år.

51 mrd. kr

2013

25 mrd. kr

2012

11 mrd. kr

2011



180 mrd. kr

2015

Markedsverdien til investeringene i unotert eiendom var **180** milliarder kroner.

837**Eiendommer**

Fondet hadde 837 eiendommer på totalt 17 millioner kvadratmeter. Investeringene var fordelt på 13 land og 5 valutaer.

2,4**Prosent**

Fondets investeringer i unotert eiendom utgjorde 2,4 prosent av fondet.

106 mrd. kr

2014



8

Karsten Kallevig

Leder for Norges Bank
Real Estate Management

Langsiktig forvaltning

I 2015 fikk fondet en avkastning på 10,8 prosent på de unoterte eiendomsinvesteringene. Vi tilnærmer oss nye investeringsmuligheter metodisk og uten hastverk.

Vi kan nå se tilbake på fem år som investor i det globale eiendomsmarkedet. Porteføljen er i dag på 180 milliarder kroner og består av høykvalitetsbygg i nøkkemarkeder i USA og Europa.

Siden oppstart i 2011 har investeringene hatt en årlig avkastning på 6,9 prosent. Avkastning i unoterte markeder i ett enkelt år bør ikke tillegges for mye vekt. Vi er fortsatt i en tidlig fase, men for hvert år som går vil vi få en bedre indikasjon på eiendomsinvesteringenes bidrag til fondet.

Markedene har den siste tiden vist større usikkerhet, men foreløpig uten store utslag i unotert eiendom. Direkteavkastningen i de fleste markeder er rekordlav. Selv historisk høye eiendomspriser gir høy avkastning sammenlignet med renter. Samtidig er de fleste utleiemarkedene relativt solide, med gode leiepriser og lav ledighet. Vi tror likevel den usikkerheten vi ser i dag kan gi utslag i svakere resultater i tiden fremover. Fondet har imidlertid en svært lang investeringshorisont og betydelig evne til å bære, og utnytte, kortsiktige svingninger. Vi investerer når vi finner gode muligheter i tråd med strategien, men lar være når forventet avkastning ikke står i forhold til risikoen.

Organisasjonen har vokst med eiendomsinvesteringene og består av ansatte fordelt på seks kontorer i fem tidssoner. For å sikre kapasitet, spesialkompetanse og en organisasjons- og investeringskultur tilpasset investeringer i det unoterte markedet, ble eiendom i 2014 skilt ut i en egen organisatorisk enhet. Vi arbeider målrettet med å etablere nødvendig infrastruktur for å sikre en god forvaltning av stadig flere unoterte eiendomsinvesteringer.

Åpenhet om forvaltningen er viktig, og i det unoterte markedet er mindre informasjon tilgjengelig for allmenheten. Med denne rapporten ønsker vi å forklare hvordan vi investerer i unotert eiendom og hvordan investeringene forvaltes.

Oppdraget vårt er å ivareta og skape finansielle verdier for fremtidige generasjoner. Målet med forvaltningen er å sikre en god avkastning på lang sikt, med akseptabel risiko og på en ansvarlig og åpen måte.

Oslo, 28. april 2016



Karsten Kallevig
leder for Norges Bank Real Estate Management

Gradvis utvikling

Finansdepartementet besluttet i 2010 at fondet kunne investere i eiendom. Fondet har siden dette bygget opp en global portefølje med unoterte eiendomsinvesteringer som ved utgangen av 2015 var verdsatt til 180 milliarder kroner.

Finansdepartementet ga i mars 2010 mandat til å investere opptil fem prosent av fondets markedsverdi i eiendom. Det ble samtidig bestemt at eiendomsinvesteringene i hovedsak skulle finansieres ved å selge rentepapirer.

FØRSTE INVESTERING I LONDON

Fondet startet med å investere innenfor tradisjonelle sektorer som kontor og handel i de største eiendomsmarkedene i Europa. Vi la vekt på å etablere partnerskap med anerkjente lokale aktører.

Den første investeringen i unotert eiendom ble annonsert 4. november 2010. Fondet inngikk et samarbeid med The Crown Estate og kjøpte 25 prosent av handlegaten Regent Street i London. Den britiske hovedstaden var et naturlig utgangspunkt, og fondet hadde allerede kontor i London.

Kort tid etterpå inngikk fondet et partnerskap i Paris, med det franske forsikringselskapet AXA. Deretter ble porteføljen gradvis utvidet til flere europeiske storbyer.

NYE MARKEDER

Avtalen om den første investeringen i logistikk ble annonsert 20. desember 2012. Dette var i tråd med strategien om å bygge opp en global og diversifisert portefølje.

1. januar 2013 utvidet Finansdepartementet mandatet og åpnet opp for investeringer i eiendom utenfor Europa. USA, som verdens største økonomi og et av verdens største eiendomsmarkeder, var et naturlig neste steg for fondet.

Vi fulgte samme strategi i USA som i Europa. Det ble lagt vekt på å finne gode partnere og investere i velutviklede markeder. Den første investeringen i USA ble gjennomført i første kvartal 2013.

EGEN ORGANISASJON

Da fondet begynte med eiendomsinvesteringer i 2010, besto eiendomsavdelingen av kun tre ansatte. Ved utgangen av 2015 var totalt 122 personer med 23 ulike nasjonaliteter ansatt i eiendomsorganisasjonen. De ansatte var fordelt på totalt seks kontorer.

Sammenlignet med investeringer i børsnoterte aksjer og rentepapirer stiller investeringer i unotert eiendom andre krav til gjennomføring av investeringsbeslutninger, rammeverk for forvaltningen og styring og kontroll av virksomheten. Eiendomsavdelingen fikk i 2014 navnet Norges Bank Real Estate Management og ble organisert som en egen enhet. Formålet var å sikre kapasitet, spesialkompetanse og en organisasjons- og investeringskultur tilpasset investeringer i unotert eiendom.



Strategien er å bygge en global og diversifisert portefølje



MILEPÆLER FOR FONDETS EIENDOMSINVESTINGER



2010

Finansdepartementet gir i mars mandat til å investere opp til fem prosent i eiendom. Fondet annonserer 4. november den første investeringen i unotert eiendom i Regent Street i London.



2011

Norges Bank etablerer i mai en plattform i Luxembourg for å samle den operative og administrative forvaltningen av eiendomsinvesteringene i kontinental-Europa.



2012

Fondet gjør den første investeringen i logistikk i desember.



2013

Mandatet blir fra og med 1. januar utvidet til investeringer utenfor Europa. Den første investeringen i USA blir annonsert 11. februar. Markedsverdien av fondets eiendomsinvesteringer når i fjerde kvartal 1 prosent av fondets totale markedsverdi.



2014

Eiendomsforvaltningen blir i august skilt ut som en egen organisatorisk enhet.

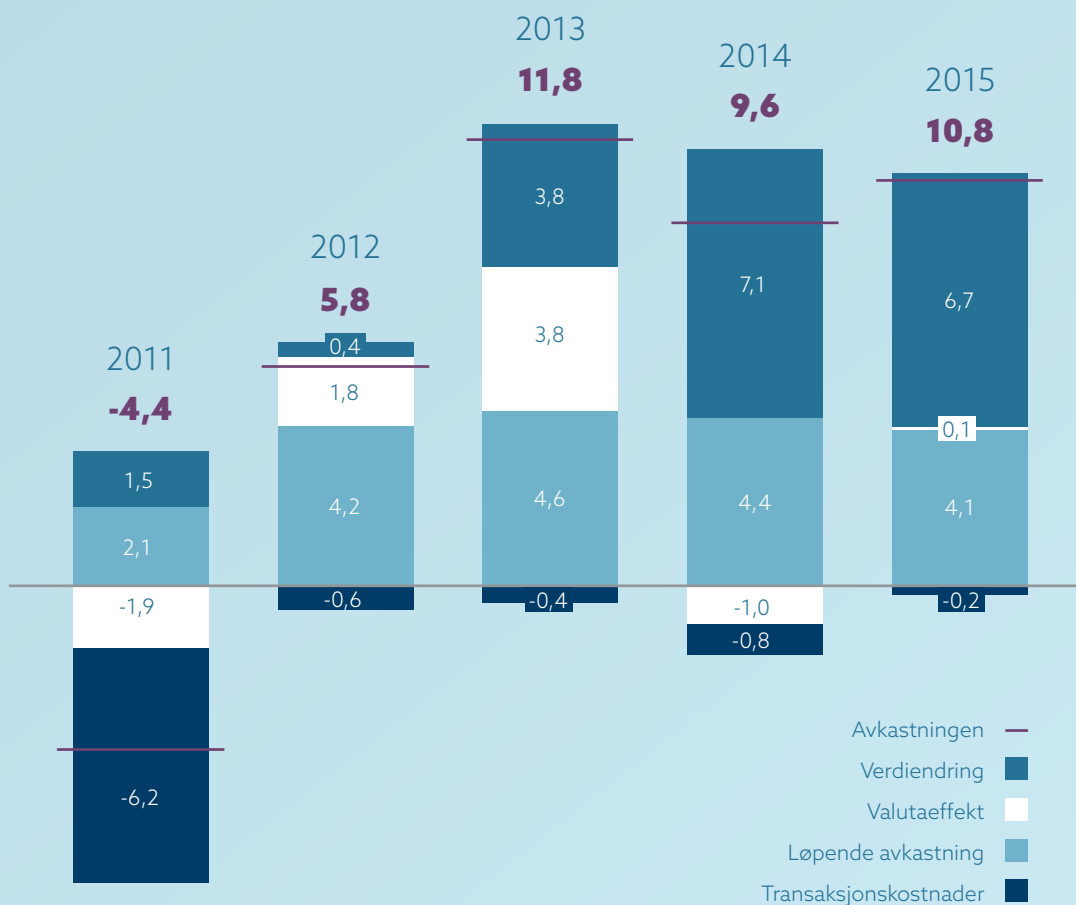


2015

Fondet åpner eiendomskontorer i Tokyo og Singapore i oktober.

AVKASTNINGEN

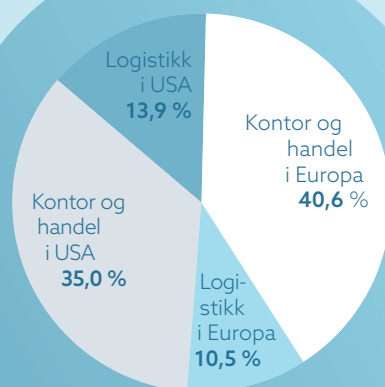
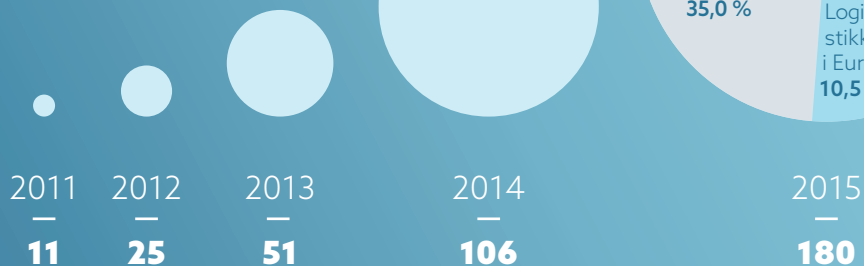
Prosent



12

MARKEDSVERDIEN

Milliarder kroner



3.1 RESULTATER

Resultater for 2015

Fondets investeringer i unotert eiendom ga en avkastning på 10,8 prosent i 2015.

Avkastningen på unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter, driftskostnader, verdiendringer på eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader ved kjøp av eiendom.

Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 4,1 prosentpoeng

i 2015, målt i lokal valuta, mot 4,4 prosentpoeng i 2014. Verdiendringer på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 6,7 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutaeffekter bidro positivt til resultatet med 0,1 prosentpoeng i 2015.

Dette bidraget oppstår som et resultat av valutabevegelser knyttet til våre investeringer målt mot fondets valutakurv. I 2015 var det positive bidrag fra amerikanske dollar og sveitsiske franc, mens det var negative bidrag fra pund og euro. Transaksjonskostnader ved kjøp av eiendom bidro negativt med 0,2 prosentpoeng.

Tabell 1 Avkastning i 2015. Prosent

	Totalt	Europa	USA
Løpende avkastning	4,1	4,1	3,8
Verdiendring	6,7	8,7	3,9
Transaksjonskostnader	-0,2	-0,1	-0,4
Valutaeffekt	0,1	-2,8	5,4
Avkastning målt i fondets valutakurv	10,8	10,0	12,7
Avkastning målt i norske kroner	24,6	23,7	26,8

Tabell 2 Årlig avkastning. Prosent

	2015	2014	2013	2012	2011
Løpende avkastning	4,1	4,4	4,6	4,2	2,1
Verdiendring	6,7	7,1	3,8	0,4	1,5
Transaksjonskostnader	-0,2	-0,8	-0,4	-0,6	-6,2
Valutaeffekt	0,1	-1,0	3,8	1,8	-1,9
Avkastning målt i fondets valutakurv	10,8	9,6	11,8	5,8	-4,4
Avkastning målt i norske kroner	24,6	26,6	20,6	-0,5	-0,8

Tabell 3 Annualisert avkastning. Prosent

	2015	2014	2013	2012	2011
Årlig avkastning, tidsvektet	10,8	9,6	11,8	5,8	-4,4
Årlig avkastning, pengevektet	11,1	10,1	12,9	4,7	-5,0
3 års avkastning, tidsvektet	10,7	9,0			
3 års avkastning, pengevektet	11,2	10,4			
Siden 31. mars 2011, tidsvektet	6,9	5,9	4,6	0,7	-4,4
Siden 31. mars 2011, pengevektet	10,2	9,5	8,8	1,7	-5,0

Siden oppstart i 2011 har eiendomsporteføljen hatt en årlig avkastning på 6,9 prosent målt i fondets valutakurv.

ENDRING I MARKEDSVERDI

Netto markedsverdi av de unoterte eiendomsinvesteringene var ved utgangen av året 180,0 milliarder kroner. Utviklingen i markedsverdien siden oppstart i 2011 kan forklares av nye investeringer, verdiendring på eiendommer og gjeld og valutaeffekter.

Økningen i markedsverdi er hovedsakelig et resultat av nye investeringer. Vi har finansiert nye investeringer med tilførsler fra fondets

renteportefølje på totalt 120,7 milliarder kroner og med netto inntekter på 9,6 milliarder kroner. I tillegg har investeringene siden 2011 hatt en verdistigning på 15,8 milliarder kroner. Samlet har vi hatt en avkastning på 59,3 milliarder kroner. Bidrag fra valutaeffekter har vært på totalt 33,9 milliarder kroner.

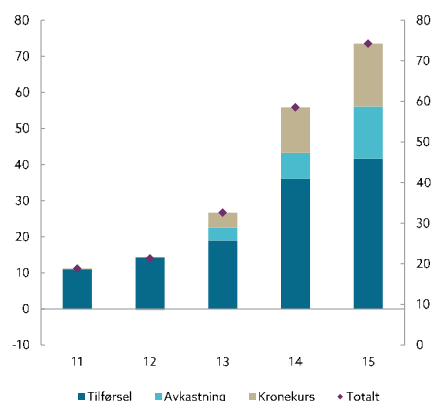
Investeringene i kontor og handel i Storbritannia og i USA samt investeringene i europeisk logistikk, har hatt den sterkeste utviklingen siden oppstart. Investeringene i kontor og handel i Tyskland og Frankrike har hatt en svakere utvikling.

Tabell 4 Nøkkeltall per land per 31. desember 2015. Millioner kroner

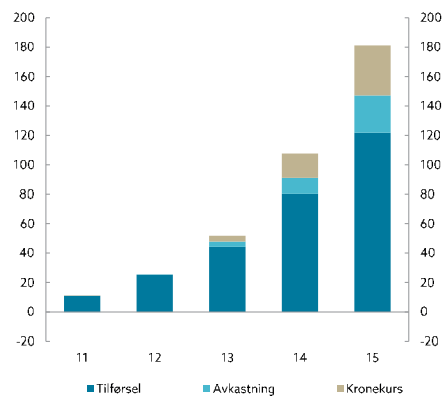
Land ¹	Tilførsel	Netto inntekt	Verdiendring	Valutaeffekt	Nettoverdi
USA	45 328	2 255	3 001	12 802	63 387
Storbritannia	23 637	1 657	8 378	7 820	41 492
Tyskland	4 040	387	- 83	1 081	5 424
Frankrike	11 181	1 641	1 004	2 711	16 537
Sveits	5 261	996	19	2 743	9 019
Logistikk i USA	19 992	755	844	3 651	25 241
Logistikk i Europa	11 294	1 958	2 586	3 084	18 921
Totalt	120 732	9 648	15 750	33 891	180 021

¹ Kontor og handel per land. Logistikk er rapportert særskilt.

Figur 1 Endringer i markedsverdi for unoterte eiendomsinvesteringer. Milliarder kroner



Figur 2 Akkumulerte endringer i markedsverdi for unoterte eiendomsinvesteringer. Milliarder kroner



IPDS REFERANSEINDEKS

I henhold til mandatet fra Finansdepartementet skal fondet søke å oppnå en nettoavkastning på eiendomsporteføljen som minst tilsvarer avkastningen på Investment Property Databanks (IPDs) «Global Property Benchmark», med unntak for Norge og justert for den faktiske effekten av gjeldsfinansiering og faktiske forvaltningskostnader. IPD er eid av MSCI og tilbyr referanseindekser både for unoterte og noterte eiendomsinvesteringer på globalt, regionalt, land og by-nivå.

IPDs avkastningstall for foregående år er vanligvis ikke tilgjengelige før juni, men sammenlignet med IPDs referanseindeks for 2014 var fondets avkastning på eiendomsinvesteringene 26,6 prosent mot 27,6 prosent. Differansen skyldes blant annet at fondets eiendomsinvesteringer har en annen geografisk allokering enn IPD.

Tabell 5 Avkastning målt mot IPD Global Property Benchmark, målt i norske kroner. Prosent

	2015	2014	2013	2012	2011
Fondets unoterte eiendomsinvesteringer	24,6	26,6	20,6	-0,5	-0,8
IPD	N/A ¹	27,6	15,9	-0,4	5,0
Relativ	N/A ¹	-1,0	4,7	0,1	-5,8

¹ IPD leverer tallene med om lag seks måneders etterslep.

AVKASTNING MÅLT I FONDETS VALUTAKURV

Fondet investerer i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Fondets avkastning måles primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv, og den besto av 33 valutaer ved utgangen av 2015. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv. Bidrag til avkastningen presenteres i lokal valuta.

Avkastningen på eiendomsinvesteringene måles og rapporteres i tidsvektet form og i tråd med Global Investment Performance Standards (GIPS). Vi presenterer også pengevektet avkastning.

Tidsvektet avkastning gir hver periode like mye vekt, uavhengig av hvor mye penger som er investert i ulike perioder. Pengevektet avkastning tar hensyn til hvor mye penger som er investert i de ulike periodene.

Eiendoms- investeringene

Andel av markedsverdi



USA

48,9 %





STORBRITANNIA

—
26,3 %



FRANKRIKE

—
11,0 %



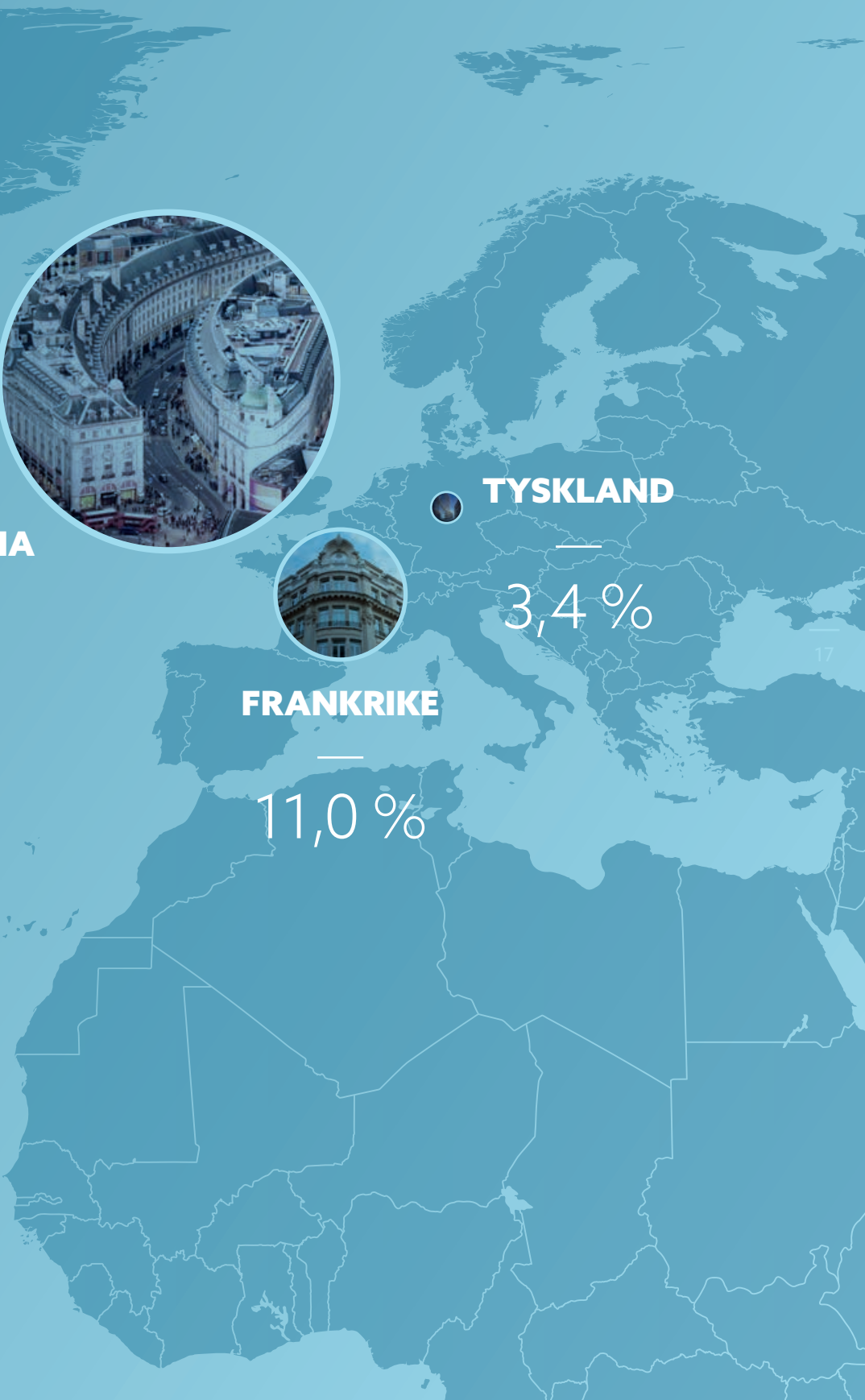
TYSKLAND

—
3,4 %



ANDRE LAND

—
10,4 %



4.1 GLOBALE INVESTERINGER

Investeringer over hele verden

Vi investerer i eiendommer tilknyttet kontor og handel i et begrenset antall storbyer over hele verden. Vi investerer også i logistikeiendommer knyttet til globale distribusjonskjeder.

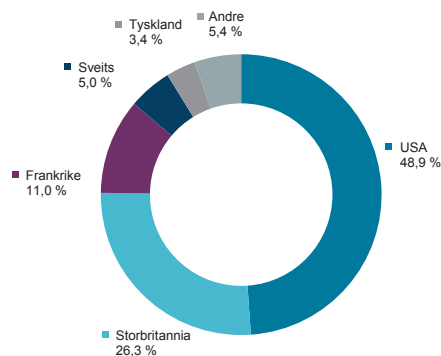
Vi kjøper bygg som kan gi fondet god avkastning over tid. Ambisjonen er å bygge opp en global, men konsentrert portefølje.

Eiendomsporteføljen var ved utgangen av 2015 fordelt på totalt 13 land. Den største eksponeringen var i USA, med 48,9 prosent av porteføljen, etterfulgt av Storbritannia og Frankrike med henholdsvis 26,3 og 11,0 prosent av porteføljen.

UTVALGTE STORBYER

Strategien er å investere i et begrenset antall storbyer som har noen fellestrekk. Byene må ha et eiendomsmarked av en viss størrelse for at det skal være muligheter for betydelige investeringer over tid. Vi velger byer med økonomisk vekst og befolknings- og/eller sysselsettingsvekst. Vi tror at byer som tiltrekker seg intellektuell og finansiell kapital, vil ha best mulighet for økonomisk vekst og økt handel. Videre bør det være restriksjoner på nybygg, enten ved regler som begrenser for eksempel bygging i høyden eller antall nybygg per år, eller ut fra topografiske begrensninger

Figur 3 Fondets eiendomsinvesteringer fordelt på land per 31. desember 2015. Nettoverdi



som hav eller fjell. Slike restriksjoner kan være positive for vekst i leieinntektene over tid.

I Europa konsentrerer vi oss om store eiendomsmarkeder som London, Paris, Berlin og München. Investeringene i USA er fordelt på fire byer: New York, Boston, Washington, D.C. og San Francisco. 65,5 prosent av investeringene var ved utgangen av året konsentrert innenfor disse åtte byene. New York hadde den største eksponeringen, med 20,4 prosent av porteføljen. Deretter fulgte London med 19,3 prosent og Paris med 9,1 prosent.

I tillegg til de åtte byene som inngår i investeringsstrategien, hadde fondet også eiendomsinvesteringer i Frankfurt, Zürich og Sheffield. I disse byene er vi blitt presentert for gode investeringsmuligheter og har valgt å benytte oss av dem. Vi har imidlertid ikke de samme langsiktige planene om oppbygging i disse byene.

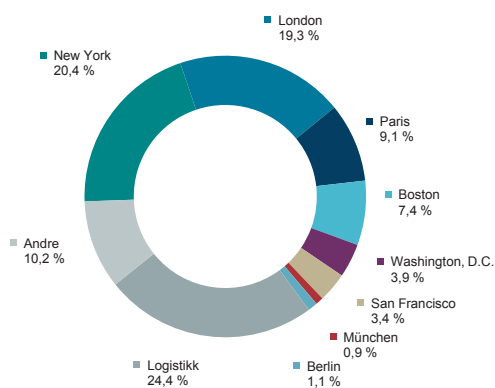
Tokyo og Singapore inngår i den langsiktige strategien, men vi hadde ingen investeringer i disse byene ved utgangen av 2015.

TRE SEKTORER

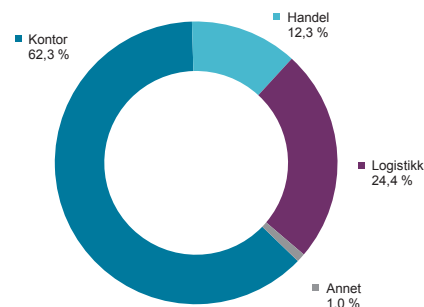
Kontoreiendommer er kjernen i fondets investeringsstrategi for eiendom. Ved utgangen av 2015 sto kontoreiendommer for 62,3 prosent av fondets eiendomsinvesteringer. Vi konsentrerer oss om globale byer i vekst, hvor tomteverdien utgjør en relativt høy andel av totalverdien. Vi investerer i kontorbygg av høy kvalitet og med attraktiv beliggenhet. I tillegg vurderer vi også andre eiendommer dersom vi mener de har potensial til å bli attraktive eiendommer på sikt. For enhver ny investering gjør vi alltid en vurdering av forventet avkastning og risiko.

Handel er en stor sektor som historisk sett har gitt en avkastning i tråd med den økonomiske veksten i samfunnet. Vi konsentrerer oss om markeder med relativt høyt forbruk per innbygger. Ved utgangen av året omfattet investeringene innen handelssektoren 12,3 prosent av porteføljen.

Figur 4 Fondets eiendomsinvesteringer fordelt på byer per 31. desember 2015. Nettoverdi



Figur 5 Fondets eiendomsinvesteringer fordelt per sektor per 31. desember 2015. Nettoverdi



Logistikksektoren har vokst i tråd med globaliseringen. Ny teknologi og nye, globale distribusjonsskjeder har ført til et større behov for lagerbygg av høy kvalitet. Fondets logistikkeiendommer er hovedsakelig lokalisert i nærheten av viktig infrastruktur for transport, som motorveier, jernbaner, havner og flyplasser. Investeringene i logistikkeiendom utgjorde 24,4 prosent av porteføljen ved utgangen av året.

PARTNERSKAP

Vi har i stor grad valgt å investere sammen med partnere for å dra nytte av deres lokalkunnskap og ekspertise. Å investere sammen med partnere gir bedre tilgang til nye investeringsmuligheter. Det bidrar også til at vi får bedre informasjonsgrunnlag for de enkelte investeringene.

I valg av partnere har vi lagt vekt på å finne store og anerkjente aktører som har god kjennskap til spesifikke markeder og er til stede lokalt. Lokal tilstedeværelse gjør at partnerne kan ha ansvaret for forvaltningen av eiendommene. Vi har sett etter aktører med tilstrekkelig kapital og langsiktig investeringshorisont.

Vi har som regel inngått partnerskap der vi har investert omtrent like mye, og hvor vi har sammenfallende interesser.

Ved utgangen av 2015 hadde fondet 10 investeringspartnere innen eiendom.

FORVALTNING AV EIENDOMMER

Løpende eiendomsforvaltning av byggene i porteføljen bidrar til å maksimere avkastningen på investeringene. Dette innebærer blant annet å identifisere behov for oppgraderinger og utvikling av byggene og gjennomføre slike tiltak, sikre riktig kombinasjon av leietakere og

utarbeide budsjett for eiendommen og rapporter i etterkant.

Vi tar alle strategiske og viktige kapitalbeslutninger selv, men vi har delegert ansvaret for den daglige gjennomføringen av forvaltning og drift til anerkjente og erfarne lokale aktører. Vi er aktivt involvert i beslutninger som blir tatt av våre eiendomsforvaltere. Vi gjennomgår og godkjenner årlige forretningsplaner, budsjetter for hver enkelt eiendom, fornyelser av store leieavtaler og store oppgraderinger. Dette sikrer at forvaltning og drift er i tråd med vår strategi og våre forventninger.

VALUTA OG GJELD

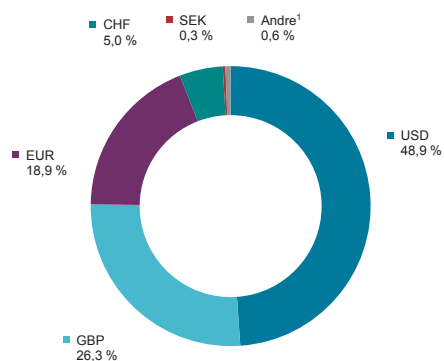
Ved utgangen av året var eiendomsinvesteringene fordelt på fem ulike valutaer. Den største eksponeringen var mot amerikanske dollar, med 48,9 prosent, etterfulgt av britiske pund med 26,3 prosent og euro med 18,9 prosent.

Fondet tar i utgangspunktet ikke opp gjeld for å finansiere nye eiendomskjøp. Enkelte investeringer medfører imidlertid gjeld, enten fordi investeringen allerede har gjeld på kjøpstidspunktet eller fordi en investeringspartner ønsker å ta opp gjeld. Ved utgangen av 2015 var andelen ekstern gjeld som andel av porteføljen 8,8 prosent. Verdsatt til pålydende var gjeldsgraden 8,3 prosent. 35,9 prosent av gjelden var utstedt i britiske pund, 59,7 prosent i amerikanske dollar og 4,4 prosent i euro.

I henhold til regnskapsstandarden blir markedsverdien av gjelden oppgitt i fondets regnskap. Valutasvingninger var hovedårsaken til endringer i markedsverdien av gjelden i løpet av året, men også endrede kredittmarkeder hadde en effekt.

Tabell 6 Investeringspartnere per 31. desember 2015. Andel av investeringene i prosent

Investeringspartner	Land	Sektor	Andel
Prologis	USA	Logistikk	13,9
Boston Properties	USA	Kontor	11,6
Prologis	Europa	Logistikk	10,5
The Crown Estate	Storbritannia	Handel, kontor	8,8
TIAA	USA	Kontor	8,5
Trinity Wall Street	USA	Kontor	7,8
AXA Real Estate	Frankrike, Tyskland	Kontor, handel	7,6
MetLife	USA	Kontor	5,2
British Land	Storbritannia	Handel	3,6
Prudential Real Estate Investors	USA	Kontor	2,2
Generali Real Estate	Frankrike	Kontor, handel	1,7

Figur 6 Fondets eiendomsinvesteringer fordelt per valuta per 31. desember 2015. Nettoverdi

¹ Bankinnskudd og andre fordringer

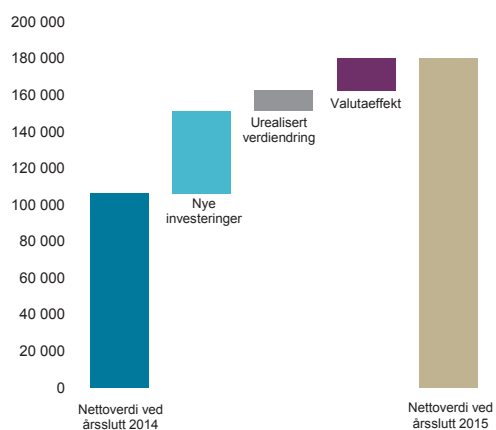
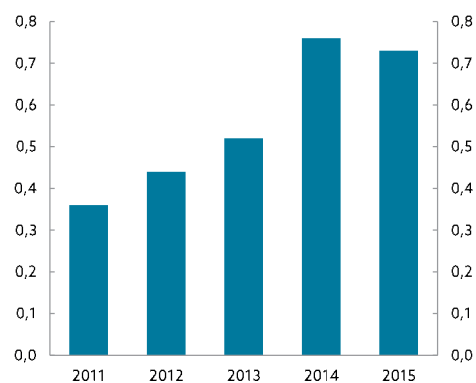
Tabell 7 Gjeld per 31. desember 2015. Millioner kroner

	Investeringer	Gjeld
USA	5	10 403
Europa	4	7 029
Totalt	9	17 432

Tabell 8 Forfall på gjeld per 31. desember 2015. Millioner kroner

	Gjeld
Mer enn 5 år	10 711
Mellom 1 til 5 år	5 023
Mindre enn 1 år	1 698
Totalt	17 432



Figur 7 Endring i verdien av eiendomsinvesteringene per 31. desember 2015. Millioner kroner**Figur 8** Årlige investeringer i prosent av fondets markedsverdi**Tabell 9** Endringer i verdien av eiendomsinvesteringene per marked. Millioner kroner

	Totalt	Europa	USA
Nettoverdi per 31. desember 2014	106 431	68 714	37 717
Nye investeringer	44 946	7 405	37 541
Urealisert verdiendring	11 005	7 958	3 047
Valutaeffekt	17 639	7 316	10 323
Nettoverdi per 31. desember 2015	180 021	91 393	88 628

Tabell 10 Verdi av eiendomsinvesteringene per marked per 31. desember 2015. Millioner kroner

	Totalt	Europa	USA
Brutto eiendomsverdi	197 549	99 376	98 173
Gjeld	-17 432	-7 029	-10 403
Netto andre eiendeler	-96	-954	858
Nettoverdi	180 021	91 393	88 628

Investeringene i Europa

Investeringene i Europa utgjorde 51,1 prosent av den samlede unoterte eiendomsporteføljen ved utgangen av året. Investeringene ga en avkastning på 10,0 prosent.

I Europa har eiendomsmarkedet hatt en noe svakere utvikling enn gjennomsnittet globalt. Unntaket er London. Den sterke etterspørselen etter kontorlokaler i de sentrale delene av London resulterte i en økning i leieprisene fra rundt syv prosent i West End til 18 prosent i Midtown. Kontorleieprisene i London var tilbake på nivåer som i 2007, og andelen ledige lokaler var på et særskilt lavt nivå.

Kontorleieprisene i Paris holdt seg uendret. Andelen ledige lokaler var over gjennomsnittet, selv om ledigheten i sentrale områder ble lavere i løpet av året. Blant de tyske byene gjorde Berlin og München det best, med en leieprisvekst på rundt fire og tre prosent. Til tross for en moderat markedsutvikling i 2015, fortsatte kapitalflyten inn i europeisk nærings-eiendom. Investeringsvolumet i Europa økte med om lag 23 prosent i 2015 sammenlignet med 2014. Selv om lokale aktører fortsatt dominerte, økte investeringsvolumet mest blant utenlandske aktører.

For handel- og kjøpesentersektoren økte leieprisene i de mest attraktive områdene av Paris og London med henholdsvis 17 prosent og 23 prosent i 2015. De mest attraktive områdene i disse byene har de siste årene hatt en vesentlig bedre leieprisutvikling enn gjennomsnittet i disse byene.

Den globale økonomiske veksten siden finanskrisen har gitt økt varehandel, som igjen har påvirket markedet for logistikkeiendommer positivt. Utleie av logistikkareal i Europa økte med 28 prosent i 2015, basert på en måling

i 22 europeiske byer. Flere av markedene har sett en fallende andel ledige lokaler. Leieprisindeksen for logistikkeiendommer økte med 2,6 prosent, målt ved CBREs leieprisindeks, men var mange steder fortsatt på et lavere nivå enn før finanskrisen. London, Edinburgh og Dublin var de sterkeste markedene for logistikkeiendom, med vekst i leiepriser på over 10 prosent. Frankrike og Tyskland hadde leieprisøkninger på henholdsvis to og fire prosent.

KONTOR OG HANDEL

Ved utgangen av 2015 hadde fondet totalt 176 eiendommer knyttet til kontor og handel i Europa. Investeringene utgjorde 40,6 prosent av den samlede unoterte eiendomsporteføljen ved utgangen av året og ga en avkastning på 11,1 prosent. Eksponeringen var størst i London, som ved utgangen av året sto for 48,2 prosent av den totale porteføljen av kontor og handel i Europa.

Investeringene i kontor og handel var fordelt med 67,5 prosent kontoreiendommer og 30,3 prosent handel ved utgangen av 2015. De tre største leietakerne var Credit Suisse, Bank of America Merrill Lynch og Chanel. De ti største leietakerne i Europa genererte 36,7 prosent av leieinntektene. Leiekontraktene totalt sett hadde i gjennomsnitt 8,3 år gjenværende leietid.

Investeringene innen kontor og handel utgjorde 79,5 prosent av den totale porteføljen i Europa.

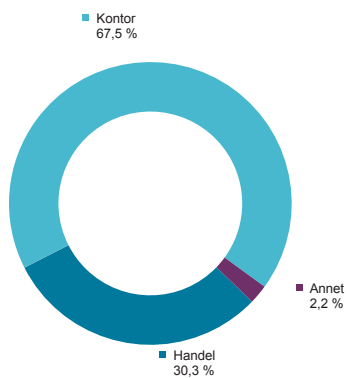
Tabell 11 Nye investeringer i kontor og handel i Europa i 2015 ¹

Adresse	By	Partner	Sektor	Fondets eierandel Prosent	Pris Millioner pund
3 Old Burlington Street ²	London	-	Kontor	100,0	190,6
33 Savile Row ²	London	-	Bolig	100,0	43,3
West One Shopping Centre og 75 Davies Street	London	-	Handel	100,0	240,0

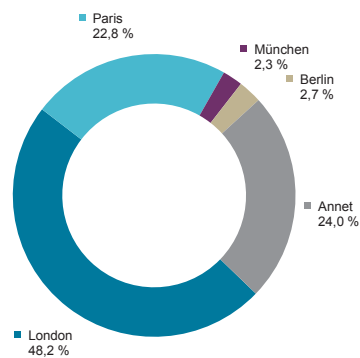
¹ Enkelte eiendommer inkluderer boliger.

² Adressene utgjør samlet Queensberry House, 3 Old Burlington Street i fremtidig rapportering.

Figur 9 Investeringene innen kontor og handel i Europa per sektor per 31. desember 2015. Nettoverdi



Figur 10 Investeringene innen kontor og handel i Europa fordelt på byer per 31. desember 2015. Nettoverdi



LOGISTIKK

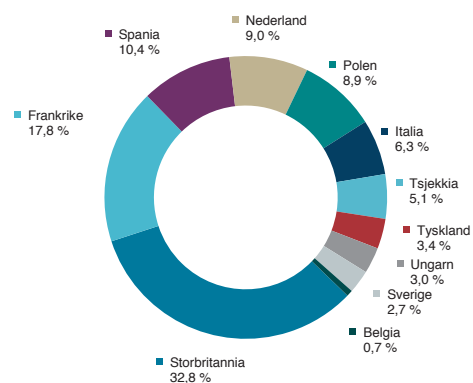
Ved utgangen av året hadde fondet totalt 240 logistikkeiendommer spredt over 11 land i Europa. Investeringene utgjorde 10,5 prosent av unotert eiendom totalt sett og fikk en avkastning på 6,0 prosent i 2015.

Logistikkinvesteringene i Europa utgjorde 42,8 prosent av den totale logistikkporteføljen ved utgangen av 2015. Den største eksponeringen var mot Storbritannia, med 32,8 prosent av logistikkinvesteringene i Europa, etterfulgt av Frankrike og Spania med henholdsvis 17,8 prosent og 10,4 prosent.

De tre største leietakerne var Ceva Logistics, Sainsbury's og Geodis Logistics. De ti største leietakerne genererte 26,0 prosent av leieinntektene. Leiekontraktene totalt sett hadde i gjennomsnitt 5,8 år gjenværende leietid.

Alle fondets logistikkinvesteringer i Europa er gjort i samarbeid med Prologis. I Europa eier vi en andel på 50 prosent av eiendommene.

Figur 11 Investeringene innen logistikk i Europa fordelt på land per 31. desember 2015. Nettoverdi



Tabell 12 Nye investeringer i logistikk i Europa i 2015

Adresse	Partner	Sektor	Fondets eierandel Prosent	Pris Millioner euro
Åtte eiendommer i Storbritannia, Polen og Frankrike	Prologis Europa	Logistikk	50,0	155,0

Tabell 13 Investeringer i Europa per 31. desember 2015. Millioner kroner

	By	Verdi	Eierskap Prosent
STORBRITANNIA		41 490	
Norges Bank Real Estate Management, uten partner			
Pollen Estate	London	5 188	57,8
Merrill Lynch Financial Centre, 2 King Edward Street	London	7 707	100
Queensberry House, 3 Old Burlington Street	London	3 143	100
West One Shopping Centre og 75 Davies Street	London	3 156	100
The Crown Estate, partnerskap		15 760	25
Regent Street portfolio	London		25
British Land, partnerskap		6 536	
Meadowhall Shopping Centre	Sheffield		50
FRANKRIKE		16 553	
Norges Bank Real Estate Management, uten partner			
Le Madeleine, 23 boulevard de la Madeleine	Paris	4 366	100
AXA France, partnerskap		9 098	50
Grand Ilot, 2 rue des Italiens	Paris		50
Petit Ilot, 1-3 rue des Italiens	Paris		50
12-14 Rond-Point des Champs Elysées	Paris		50
16 avenue Matignon	Paris		50
24-26 rue Le Peletier	Paris		50
Le Prélude, 27 avenue du Général Leclerc	Paris		50
Le Verdi, 31-33 rue de Verdun	Paris		50
Meudon Campus, 46-63 route de Vaugirard	Paris		50
99 avenue de France	Paris		50
Opus 12, 77 esplanade du Général de Gaulle	Paris		50
28-32 avenue Victor Hugo	Paris		50
Generali, partnerskap		3 089	
100 avenue des Champs Elysées	Paris		50
15-17 rue Scribe	Paris		50
183-185 avenue Daumesnil	Paris		50
3-5 boulevard Malesherbes	Paris		50
9 avenue de Messine	Paris		50
11 rue Pasquier	Paris		50
SVEITS		9 019	
Norges Bank Real Estate Management, uten partner			
Uetlihof office campus	Zürich	9 019	100
TYSKLAND		5 424	
Norges Bank Real Estate Management, uten partner			
Lenbach Gärten, Luisenstrasse 12,14, Karlstrasse 23	München	813	94,9
AXA Germany, partnerskap		4 611	
Neues Kranzler Eck, Kurfurstendamm 19-24, Joachimstaler Strasse 5, Kantstrasse 160	Berlin		50
SZ Tower, Hultschiner Strasse 8	München		50
Die Welle W1, An der Welle 3-7, Reuterweg 16-18, Gärtnerweg 51	Frankfurt		50
Die Welle W3, An der Welle 2-10, Leerbachstrasse 3-7	Frankfurt		50
LOGISTIKKINVESTERINGER FORDELT PÅ FLERE LAND		18 921	
Prologis Europa, partnerskap		18 921	50
Totalt kontor og handel		72 470	
Totalt logistikk		18 921	
TOTALT EUROPA¹		91 391	

¹ Enkelte eiendeler og gjeld som ikke er direkte henførbare til investeringsstrukturene er utelatt fra oppstillingen.



Queensberry House, 3 Old Burlington Street, London [↑](#)

I januar 2015 kjøpte fondet 100 prosent av bygget Queensberry House, som ligger i 3 Old Burlington Street i London. Dette er bygget hvor fondet har sine kontorer i London. Eiendommen består av totalt 6 921 kvadratmeter, fordelt på 6 271 kvadratmeter med kontorlokaler over seks etasjer, 650 kvadratmeter med butikklokaler på Savile Row og et underjordisk garasjeanlegg med 320 parkeringsplasser. Fondet har også kjøpt 100 prosent av 33 Savile Row, som består av 12 boliger fordelt på de to øverste etasjene i Queensberry House. Fondet betalte 234 millioner pund totalt for begge eiendommene.



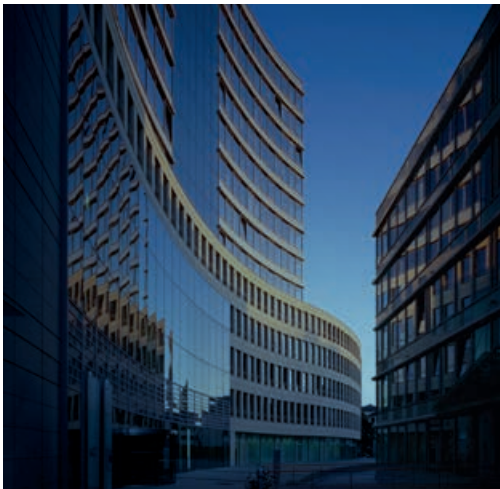
West One Shopping Centre, 75 Davies Street, London ←

I september kjøpte fondet 100 prosent av en eiendom i 75 Davies Street i London, som ligger like over undergrunnsstasjonen Bond Street. Eiendommen inkluderer kjøpesenteret West One. Vi betalte 240 millioner pund for de gjenværende 95 årene av festekontrakten for eiendommen. Eiendommen består av totalt 4 181 kvadratmeter kontorlokaler fordelt på fire etasjer og 4 181 kvadratmeter butikklokaler i West One. I kjøpesenteret er det også inngang til undergrunnsstasjonen Bond Street.



Åtte logistikkeiendommer i Storbritannia, Polen og Frankrike ↑

I juli kjøpte fondet en andel på 50 prosent av en logistikkportefølje som består av åtte eiendommer i Storbritannia, Polen og Frankrike. Vi betalte 155 millioner euro. Det samlede utleiearealet er på 260 130 kvadratmeter. Eiendommene befinner seg i byene Daventry, Minworth og Kettering i Storbritannia, i Vémars i Frankrike og i Wrocław i Polen.



Die Welle, An der Welle 3-7 og 2-10, Frankfurt ←

Fondet gjorde i oktober 2012 den første eiendomsinvesteringen i Tyskland. I samarbeid med AXA kjøpte fondet 50 prosent av to eiendommer i henholdsvis Berlin og Frankfurt for totalt 784 millioner euro. Det avbildede bygget er Die Welle, som ligger i Frankfurts forretningsdistrikt. Bygget er på totalt 81 600 kvadratmeter og består hovedsakelig av kontorlokaler.



Neues Kranzler Eck, Kurfürstendamm 19-24, Berlin ↑

Fondet kjøpte i oktober 2012 en andel på 50 prosent av en eiendom i Berlin, i samarbeid med AXA. Bygget ligger på den velkjente Kurfürstendamm-gaten i Berlin. Bygget har 72 400 kvadratmeter med kontor- og butikklokaler over 16 etasjer.

Foto: Andreas Nenninger Photography

**24-26 Rue le Peletier, Paris** ↑

Fondet gjorde i juli 2011 den første eiendomsinvesteringen i Frankrike. Fondet inngikk samarbeid med AXA og kjøpte 50 prosent av syv eiendommer i Paris for 702,5 millioner euro. Det avbildede bygget er Le Peletier, som ligger sentralt i Paris. Bygget består av 9 513 kvadratmeter over ni etasjer.

4.3 USA

Investeringsene i USA

Investeringsene i USA utgjorde 48,9 prosent av den samlede unoterte eiendomsporteføljen ved utgangen av året. Investeringsene ga en avkastning på 12,7 prosent.

Økt etterspørsel etter kontorlokaler førte til at leieprisene i USA steg med over fem prosent på landsbasis i 2015. Av de byene fondet har investert i, var det sterkeste utvikling i San Francisco, med en økning i kontorleiepriser på mer enn 15 prosent. Sterk etterspørsel, kombinert med lavt tilbud av eiendommer, førte til den laveste andel ledige lokaler siden 2001. Washington, D.C. var derimot et av de svakere markedene, med stort sett stabile leiepriser og en utleiegrad under gjennomsnittet.

New York og Boston hadde leieprisøkninger i sentrale områder på noe over seks prosent. I New York var andelen ledige lokaler særlig lav i Manhattan Midtown South, hvor det var under fem prosent ledighet. Det var høy etterspørsel i disse markedene, og transaksjonsvolumet økte med 23 prosent i 2015 sammenlignet med 2014. Forholdet mellom leieinntekter og kapitalverdier falt noe, til tross for økte rentenivåer i USA i 2015.

Andelen ledige lokaler i amerikansk logistikk var på det laveste nivået på 15 år og var to prosentpoeng lavere enn det historiske gjennomsnittet. Nasjonalt økte leieprisene for logistikkeiendommer i USA med fire prosent i 2015, der San Francisco opplevde den kraftigste økningen i leieprisene med en økning på over 50 prosent i 2015. Minneapolis, Seattle og San Jose fulgte etter med økninger på mellom 30 og 40 prosent.

KONTOR OG HANDEL

Ved utgangen av 2015 hadde vi totalt 31 eiendommer tilknyttet kontor og handel i USA. Investeringsene utgjorde 35,0 prosent av unotert eiendom totalt sett ved utgangen av året og ga en avkastning på 13,5 prosent. Investeringsene innen kontor og handel i USA er i New York, Boston, Washington, D.C. og San Francisco. Eksponeringen var største mot New York, som ved utgangen av året sto for 58,1 prosent av investeringsene innen kontor og handel i USA.

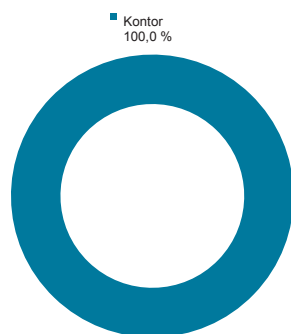
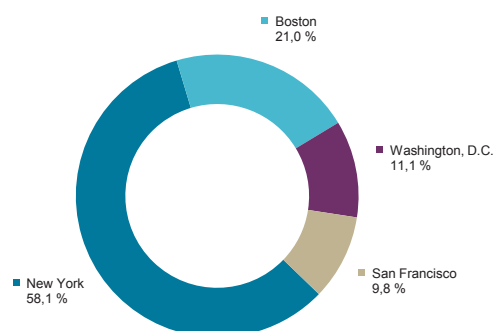
I USA er ingen av eiendommene tilknyttet kontor og handel klassifisert som rene handelseiendommer. Enkelte eiendommer har mindre arealer som benyttes til handel, men eiendommene blir likevel klassifisert som kontorbygg ettersom majoriteten av bygget benyttes til kontorvirksomhet. De tre største leietakerne var Kirkland & Ellis, Wellington og Proskauer Rose. De ti største leietakerne genererte 27,9 prosent av leieinntektene i USA. Leiekontraktene totalt sett hadde i gjennomsnitt 7 år gjenværende leietid.

Investeringsene innen kontor og handel utgjorde 71,6 prosent av den totale porteføljen i USA.



Tabell 14 Nye investeringer i kontor og handel i USA i 2015

Adresse	By	Partner	Sektor	Fondets eierandel Prosent	Pris Millioner dollar
11 Times Square	New York	Prudential REI og SJP Properties	Kontor	45,0	401,9
25 Massachusetts Avenue	Washington, D.C.	TIAA	Kontor	49,9	60,8
888 Brannan Street	San Francisco	TIAA	Kontor	49,9	153,2
11 eiendommer ved Hudson Square, Midtown South på Manhattan	New York	Trinity Wall Street	Kontor	44,0	1 562,0

Figur 12 Investeringene innen kontor og handel i USA per sektor per 31. desember 2015. Nettoverdi**Figur 13** Investeringene innen kontor og handel i USA fordelt på byer per 31. desember 2015. Nettoverdi

LOGISTIKK

Ved utgangen av 2015 hadde fondet 390 logistikkeiendommer i USA. Investeringene utgjorde 13,9 prosent av unotert eiendom totalt sett og fikk en avkastning på 12,6 prosent.

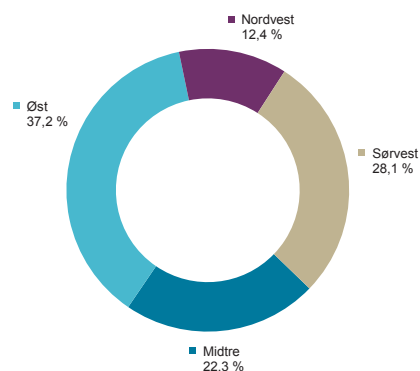
Logistikkinvesteringene i USA utgjorde 57,2 prosent av den totale logistikkporteføljen ved utgangen av 2015.

Logistikkeiendommene er spredt over hele landet. Den største eksponeringen var i California og New Jersey, hvor henholdsvis 28,8 og 16,0 prosent av investeringene var lokalisert. Los Angeles og Chicago var de nest største markedene med henholdsvis 12,8 og 12,4 prosent.

De tre største leietakerne i USA var Amazon.com, C&S Wholesale og Y-OPCO. De ti største leietakerne genererte 26,3 prosent av leieinntektene i USA. Leiekontraktene totalt sett hadde i gjennomsnitt 5,7 år gjenværende leietid.

Alle fondets logistikkinvesteringer i USA er gjort i samarbeid med Prologis. I USA eier vi en andel på 45,0 prosent av eiendommene.

Figur 14 Investeringene innen logistikk i USA fordelt på regioner per 31. desember 2015. Nettoverdi



Tabell 15 Nye investeringer i logistikk i USA i 2015

Adresse	By	Partner	Sektor	Fondets eierandel Prosent	Pris Millioner dollar
322 eiendommer i 17 stater	USA	Prologis USA	Logistikk	45,0	2 324,5
4101-4601 6th Avenue South	Seattle	Prologis USA	Logistikk	45,0	28,5
800 Veterans Parkway, 850 Veterans Parkway	Chicago	Prologis USA	Logistikk	45,0	18,2

Tabell 16 Investeringer per sektor og by per 31. desember 2015. Millioner kroner

	Verdi
Kontor og handel	63 387
New York	36 867
Washington, D.C.	7 016
Boston	13 323
San Francisco	6 181
Logistikk	25 241
TOTALT USA	88 628

Tabell 17 Eiendomsinvesteringene i USA fordelt på partner per 31. desember 2015. Millioner kroner

	By	Verdi	Eierskap Prosent
TIAA, partnerskap		15 286	49,9
2 Herald Square	New York		49,9
470 Park Avenue South	New York		49,9
475 Fifth Avenue	New York		49,9
800 17th Street	Washington, D.C.		49,9
1101 Pennsylvania Avenue, NW	Washington, D.C.		49,9
1300 Eye Street, NW	Washington, D.C.		49,9
400 - 444 North Capitol Street, NW	Washington, D.C.		49,9
25 Massachusetts Avenue, NW	Washington, D.C.		49,9
405 Howard Street	San Francisco		49,9
888 Brannan Street	San Francisco		49,9
33 Arch Street	Boston		49,9
Trinity Wall Street, partnerskap		13 987	44
75 Varick Street	New York		44
345 Hudson Street	New York		44
200 Hudson Street	New York		44
225 Varick Street	New York		44
435 Hudson Street	New York		44
100 Avenue of Americas	New York		44
350 Hudson Street	New York		44
205 Hudson Street	New York		44
10 Hudson Square	New York		44
155 Avenue of Americas	New York		44
12-16 Vestry Street	New York		44
Prudential, partnerskap		3 885	45
11 Times Square	New York		45
Boston Properties, partnerskap		20 921	45
601 Lexington Avenue	New York		45
7 Times Square	New York		45
100 Federal Street	Boston		45
Atlantic Wharf	Boston		45
MetLife, partnerskap		9 309	47,5
555 12th Street, NW	Washington, D.C.		47,5
1 Financial Centre	Boston		47,5
One Beacon Street	Boston		47,5
425 Market Street	San Francisco		47,5
Prologis USA, partnerskap		25 241	45

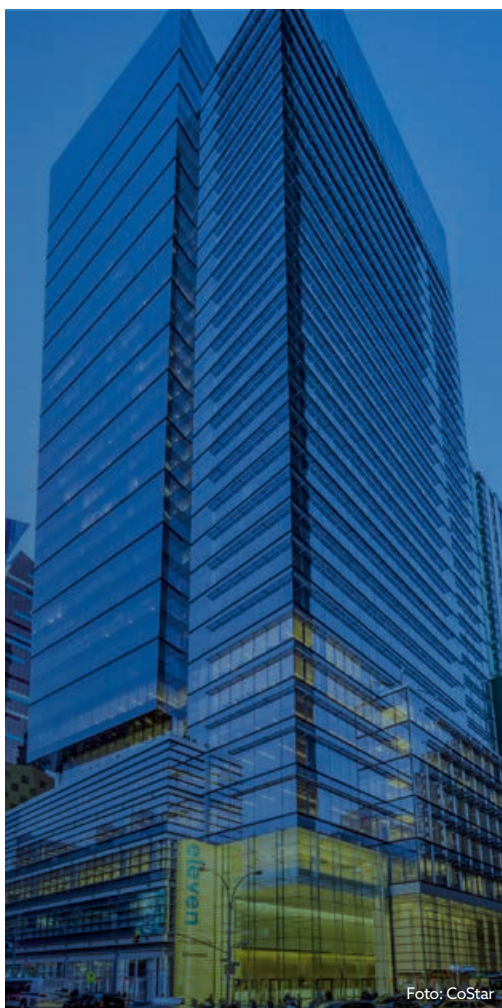
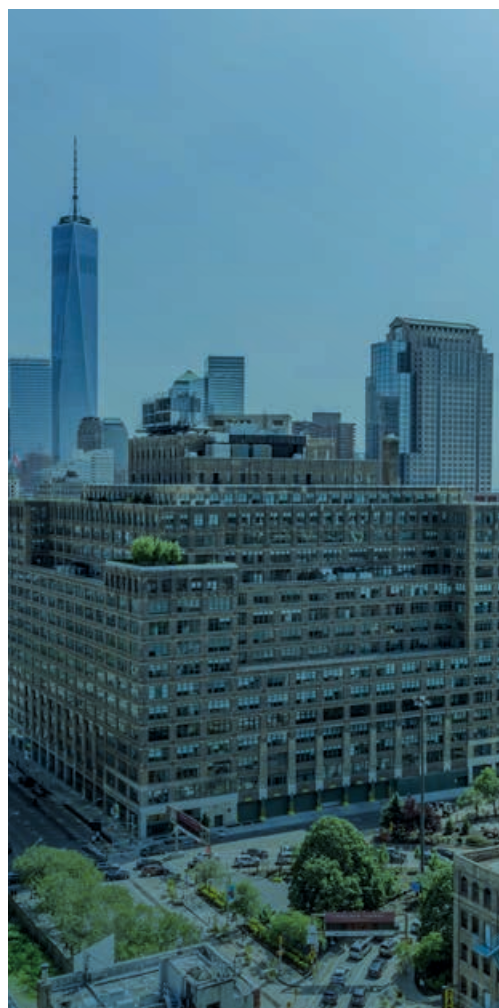


Foto: CoStar

11 Times Square, New York ↑

I februar inngikk fondet samarbeid med Prudential Real Estate Investors og SJP Properties og kjøpte 45 prosent av en eiendom på 11 Times Square i New York. Vi betalte 401,9 millioner dollar for vår andel. Bygget, som ble ferdigstilt i 2010, består av rundt 97 548 kvadratmeter med kontorlokaler og 4 645 kvadratmeter med butikklokaler fordelt på 40 etasjer. Eiendommen befinner seg på 42nd Street og 8th Avenue og har direkte adgang til elleve ulike metrolinjer.



11 eiendommer ved Hudson Square, New York ↑

I november inngikk fondet partnerskap med Trinity Wall Street og kjøpte en andel på 44 prosent av elleve kontoreiendommer ved Hudson Square i Midtown South-området på Manhattan. Vi betalte 1,56 milliarder dollar. Eiendommene omfatter et samlet areal på rundt 455 000 kvadratmeter.



Foto: Jeffery Peters

888 Brannan Street, San Francisco ↑

I september 2015 kjøpte fondet 49,9 prosent av 888 Brannan, et kontorbygg i 888 Brannan Street i San Francisco, i samarbeid med TIAA. Vi betalte 153,2 millioner dollar for vår andel. Eiendommen er på totalt 41 342 kvadratmeter.

322 logistikkeiendommer i 17 stater i USA ↓

I april 2015 gjorde fondet sin hittil største enkeltinvestering innen eiendom. Fondet betalte 2,3 milliarder dollar for en andel på 45 prosent av en portefølje med logistikkeiendommer på totalt 5,6 millioner kvadratmeter. Eiendommene var fordelt over totalt 17 stater i USA. I transaksjonen inngikk også ytterligere ti eiendommer som består av 330 000 kvadratmeter bygg under utvikling og tomter med 635 000 kvadratmeter utbyggingspotensiale.





Foto: Anton Grassl

Atlantic Wharf, 290 Congress Street, Boston ↑

Fondet signerte i september 2014 en avtale med Boston Properties om å kjøpe tre kontorbygg, ett i New York og to i Boston. Fondet kjøpte en andel på 45 prosent for 1,5 milliarder dollar. Bygget som er avbildet er Atlantic Wharf Office Building, et kontorbygg sentralt i Boston. Bygget er på 73 486 kvadratmeter fordelt på 31 etasjer.



555 East 12th Street, Washington, D.C. ←

Fondet kunngjorde i januar 2014 to nye eiendomsinvesteringer i henholdsvis Washington, D.C. og San Francisco, i samarbeid med MetLife. Fondet betalte 480 millioner dollar for en andel på 47,5 prosent i begge byggene. Eiendommen i Washington, D.C. (avbildet) ligger i 555 East 12th Street, like ved metrostasjonen Metro Center og ett kvartal nord for Pennsylvania Avenue. Eiendommen består av rundt 73 000 kvadratmeter fordelt på 12 etasjer. Bygget er et av de største kontorbyggene i Washington, D.C.



425 Market Street, San Francisco ↑

Fondet kjøpte i januar 2014 et kontorbygg i San Francisco, i samarbeid med MetLife. Fondet betalte 480 millioner dollar for en andel på 47,5 prosent i dette bygget og et kontorbygg i Washington, D.C. Investeringen i San Francisco var fondets første på den amerikanske vestkysten. Eiendommen ligger i 425 Market Street, ved krysset Market Street og Fremont Street, sør i San Franciscos finansdistrikt. Bygget består av rundt 87 900 kvadratmeter fordelt på 36 etasjer.



Times Square Tower, 7 Times Square, New York ↑

Fondet signerte i september 2013 en avtale om å kjøpe 45 prosent av 7 Times Square på Manhattan i New York. Investeringen ble gjort i samarbeid med Boston Properties. Fondets andel på 45 prosent utgjorde 684 millioner dollar. Bygget opptar et helt kvartal og ligger mellom 41st og 42nd Street, og Broadway og 7th Avenue. Bygget består av 47 etasjer, og det samlede utleiearealet er på 115 200 kvadratmeter.

Forventede svingninger

Resultatene fra fondets eiendomsinvesteringer må forventes å svinge over tid. Vårt fremste virkemiddel i risikostyringen er å spre investeringene over flere regioner, sektorer og markeder.

Vi søker å minimere risikoen for negativ verdiutvikling på investeringene og sikre en god langsiktig avkastning.

Vi benytter ulike metoder og verktøy for å få et bredest mulig bilde av risikoen knyttet til eiendomsporteføljen og for å håndtere risikoen på best mulig måte.

MARKEDSRISIKO

Markedsrisiko er risikoen for svigninger eller tap av markedsverdi på enkeltinvesteringer og i eiendomsporteføljen som helhet. Markedsrisikoen påvirkes hovedsakelig av endringer i kontantstrømmen fra eiendommene og endringer i markedets forventninger til fremtidige inntekter fra eiendom, både absolutt og relativt til andre aktivaklasser. For eiendom omfatter måling av markedsrisiko blant annet utleiegraden og leietakerkonsentrasjonen.

Vårt fremste virkemiddel for å minimere markedsrisikoen er å diversifisere porteføljen. Før hver ny investering gjør vi en vurdering av risikoelementene ved investeringen og hvordan den kan påvirke porteføljen.

I utgangspunktet ønsker vi å unngå å gjøre mange store kjøp i løpet av ett enkelt år. Dette reduserer risikoen for å investere for store beløp i en periode da prisingen i markedet i etterkant kan vise seg å være høy.

Risikoen knyttet til eiendomsinvesteringene blir målt og rapportert til hovedstyret i Norges Bank hvert kvartal.



ENDRING I LEIEINNTEKTER

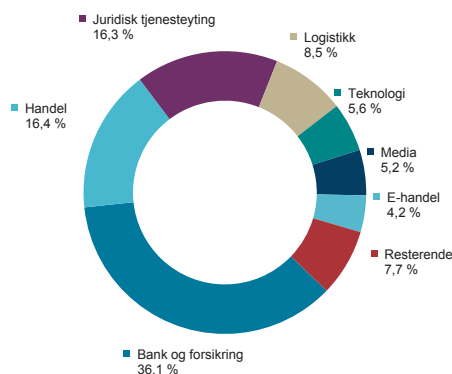
Inntektsrisiko er risikoen for å få lavere leieinntekter enn forventet, grunnet for eksempel problemer knyttet til utleie. Ved utgangen av året var 93,5 prosent av porteføljen utleid, mens andelen av porteføljen som var under utvikling, var 1,0 prosent. I henhold til investeringsstrategien konsentrerer vi oss om markeder med forventet langsiktig vekst for å redusere risikoen for bortfall av inntekt.

Vi måler konsentrasjonsrisikoen knyttet til leietakere hvert kvartal og når vi vurderer nye investeringer. Vi vurderer også leietakeres betalingsevne.

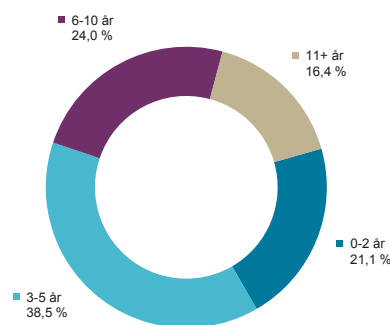
Ved utgangen av året mottok vi leieinntekter fra mer enn 3 100 leietakere i en rekke ulike bransjer i både Europa og i USA. De største leietakerne i kontorbyggene våre kommer hovedsakelig fra finansnæringen og juridisk rådgivning. Innen handel og logistikk er det stor bredde i leietakerbasen. De ti største leietakerne genererte rundt 20 prosent av de totale leieinntektene ved utgangen av 2015, mens de 100 største genererte litt under 50 prosent. Den nåværende utløpsstrukturen på leieavtalene er jevn, men med en noe høyere konsentrasjon i 2022. Gjennomsnittlig tid til utløp av leiekontraktene er 7,1 år.

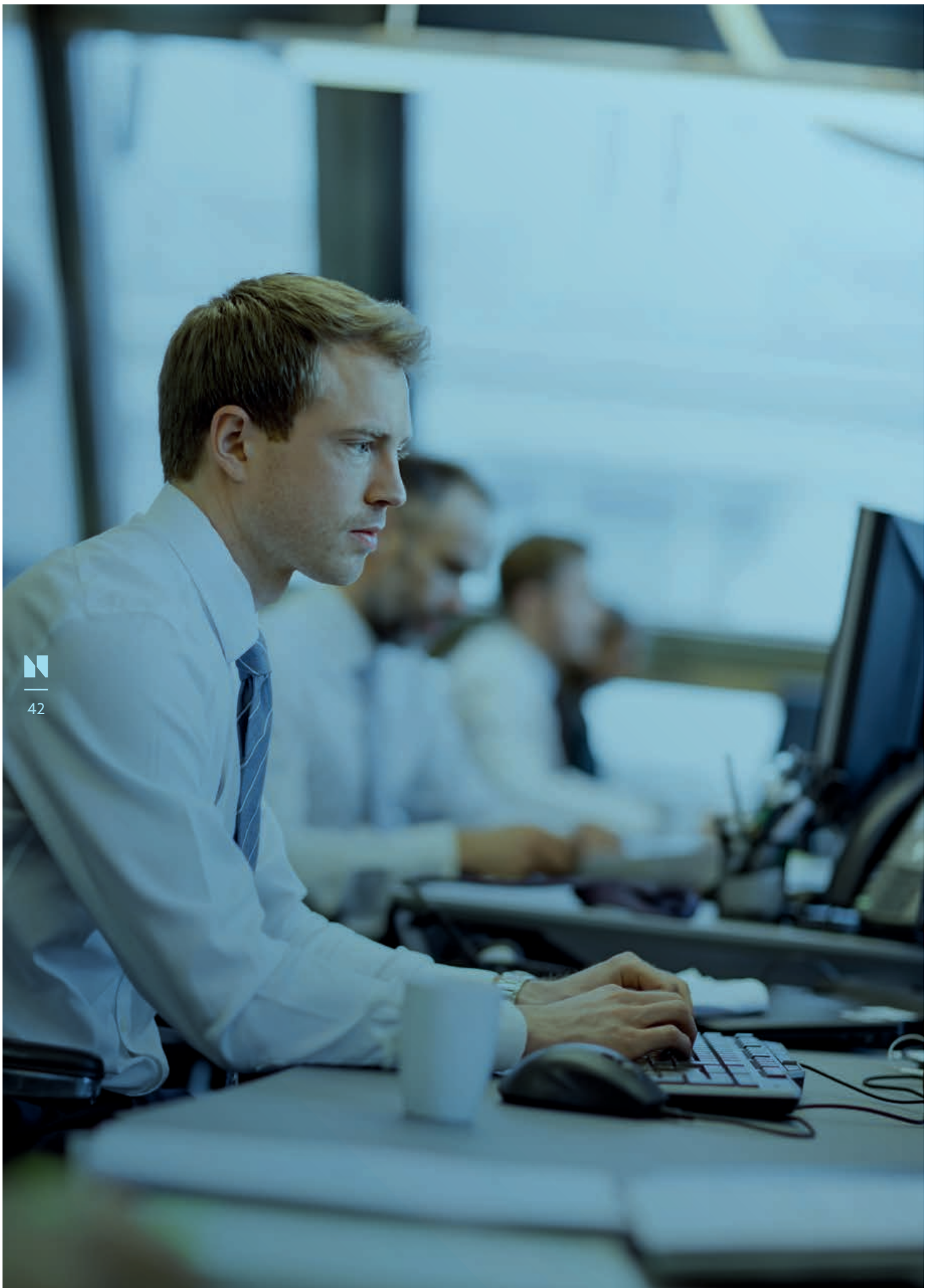
I tillegg til å overvåke og håndtere konsentrasjonsrisikoen, legger vi vekt på å investere i eiendommer av høy kvalitet som er attraktive for leietakere. Dette vil begrense de negative effektene av en uønsket markedsutvikling.

Figur 15 Leietakere fordelt på bransje per 31. desember 2015



Figur 16 Gjenværende tid på leiekontrakter





MOTPARTSRISIKO

Motpartsrisiko er risikoen for tap av verdier som følge av at en motpart går konkurs eller ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Mulig tap av kontantbeholdninger i bankkonti er den fremste typen motpartsrisiko i eiendomsporteføljen. Vi reduserer denne risikoen ved å minimere kontantbeholdningene på bankkonti. Beholdningene måles hver måned. I tillegg er det stilt krav om at bankkonti kun skal opprettes i banker med tilfredsstillende kredittvurdering.

Det oppstår også en form for motpartsrisiko når en gjør investeringer sammen med partnere. På den ene siden bidrar den lokale ekspertisen til partnerne til at vi kan redusere markeds- og inntektsrisikoen. På den andre siden foreligger det en risiko knyttet til partnerskap dersom partneren ikke evner å oppfylle sin del av samarbeidsavtalen.

OPERASJONELL RISIKO

Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll. Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en tolv måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til 750 millioner kroner eller mer i brutto tap. I 2015 var vår operasjonelle risikoeksponering innenfor styrets risikotoleranse.

Det ble registrert 63 uønskede hendelser knyttet til eiendomsforvaltningen i 2015. Flesteparten av dem fikk ingen finansielle konsekvenser, enten fordi de ble oppdaget i tide, eller fordi de var knyttet til såkalte ikke-finansielle konsekvenser. Ingen av de rapporterte hendelsene ble vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad. Det ble beregnet at hendelsene medførte en finansiell effekt på 350 000 kroner.

Vi arbeider systematisk med å fange opp uønskede hendelser, og vi forbedrer prosessene våre kontinuerlig for å hindre at slike hendelser inntreffer. Rapportering og oppfølging av hendelser er viktig for å forbedre driften.

ETTERLEVELSE AV RETNINGSLINJER

Finansdepartementet har fastsatt regler for forvaltningen av fondet. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2015. Vi mottok i samme periode ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

4.5 ANSVARLIGE INVESTERINGER

Miljøvennlig forvaltning

Vi legger vekt på å forvalte eiendommene vi eier på en ansvarlig og miljøvennlig måte og mener dette støtter opp om målet om høyest mulig avkastning over tid.

Hensynet til en miljøvennlig forvaltning av investeringene er en integrert del av investeringsprosessen og risikohåndteringen. I vårt samarbeid med partnere og eiendomsforvaltere legger vi vekt på energieffektivisering, vannforbruk og avfallshåndtering. En miljøvennlig forvaltning av eiendommer fører til lavere driftskostnader og produktive arbeidslokaler. I tillegg vil eiendommene som regel være bedre posisjonert for eventuelle nye regulatoriske krav.

«Due diligence»-prosessen i forkant av en ny investering omfatter en vurdering av miljøfaktorer. Vi benytter ofte ekstern ekspertise for å avdekke materialer med miljø- og helseskadelige effekter som kan påvirke eiendommens finansielle verdi.

INTERNASJONALE STANDARDER

Det er en utfordring å fremskaffe sammenlignbare data om bærekraftig forvaltning i eiendomsmarkedet. Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) er en investordrevet organisasjon som har utviklet et analyseverktøy som fremmer åpenhet og beste praksis innen området. Norges Bank Real Estate Management er representert i styret til GRESB og har vært medlem siden 2011. Vi har benyttet dette rammeverket til å samle informasjon om våre investeringer og til å sammenligne vårt eget arbeid med ansvarlig eiendomsforvaltning med andre aktørers arbeid. Vi bruker informasjonen systematisk til gradvis å forbedre eiendommenes kvalitet, driftseffektivitet og

miljøtilstand i samarbeid med våre partnere og forvaltere.

I vurderingen av ulike eiendomsporteføljer ser GRESB på to sider ved bærekraftig forvaltning. I kategorien «ledelse og retningslinjer» vurderes arbeid og prosesser rundt bærekraftig drift, mens kategorien «implementering og måling» omfatter aktivitet og resultater. GRESB rangerer porteføljer, forvaltere og selskaper som deltar i en årlig spørreundersøkelse. Ulike resultater gjenspeiler ofte de underliggende bygningenes alder, konstruksjon og tilstand, i tillegg til ulik praksis og forventninger på tvers av internasjonale eiendomsmarkeder.

Fondets GRESB-resultater for 2015 viser forbedring sammenlignet med 2014. Vi mottok GRESB-rapporter for alle investeringer vi har gjort alene eller sammen med en partner. I 2015 rangerte alle våre partnere relativt høyt på «ledelse og retningslinjer» innenfor bærekraft, målt mot andre, sammenlignbare eiendomsforvaltere som rapporterte til GRESB. Vi ser likevel forbedringspotensial når det gjelder å sette opp mål, samle data og måle resultater på energieffektivisering, vannforbruk og avfallshåndtering.

MILJØSERTIFISERING

Eiendommer kan bli miljøsertifisert dersom de oppfyller gitte miljøkrav. Miljøsertifiseringen foretas av ulike tredjeparter. De mest anerkjente miljøsertifiseringsordningene i våre markeder er LEED og BREEAM, som er utviklet av henholdsvis US Green Building Council og BRE Group. LEED-sertifiserte bygg mottar sertifisering på nivåene sertifisert, sølv, gull eller platina. BREEAM-sertifikater utstedes på fem nivåer: Pass, Good, Very Good, Excellent og Outstanding. Klassifiseringen er basert på dokumentert miljøprestasjon i ni kategorier: ledelse, helse- og innemiljø, energi, transport,

vann, materialer, avfall, arealbruk og økologi og forurensning. Disse kategoriene inngår også i store trekk i andre miljøsertifiseringsordninger. Ved å oppgradere eiendommene vi eier slik at de oppfyller anerkjente standarder, kan vi heve kvaliteten, redusere driftskostnadene og gjøre eiendommene mer attraktive for leietakere. Miljøsertifisering krever effektiv bruk av energi og vann, i tillegg til gode systemer for avfallshåndtering. Derfor har vi som et langsiktig mål at alle våre kontorbygg og eiendommer tilknyttet handel skal bli sertifisert.

Vi hadde tiltak for å vurdere eller gjennomføre miljøsertifisering for 19 prosent av våre eiendomsinvesteringer i 2015.

I 2015 var 55 prosent av våre eiendommer på over 2 000 kvadratmeter innen kontor og handel miljøsertifisert, mot 42 prosent i 2014.

13 av våre 630 logistikeiendommer hadde miljøsertifisering i 2015. Miljøsertifisering er generelt mindre utbredt i logistikksektoren og stort sett begrenset til enkelte nye bygg.

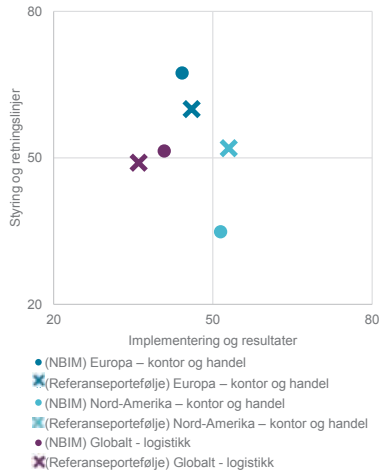
Andelen miljøsertifiserte bygg i porteføljen vil endre seg fra år til år grunnet nye investeringer og sertifisering av eksisterende eiendommer. I 2015 økte antallet miljøsertifiserte bygg i porteføljen med tolv. Av dem ble åtte sertifisert under vårt eierskap, mens fire var eiendommer vi kjøpte, og som hadde miljøsertifisering fra før. I tillegg kjøpte vi tolv bygg som ikke var sertifisert.

MÅLING AV ENERGIFORBRUK

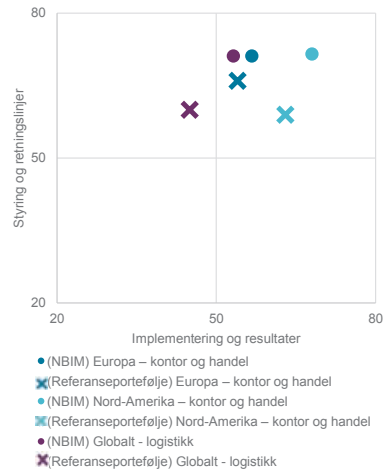
Vi arbeider systematisk med å inkludere miljøtiltak i driftsplaner og budsjetter. I tillegg til miljøsertifisering og rapportering arbeidet vi i 2015 også med å opprette datasystemer for driftsovervåking og installasjon av automatiske strømmålere. Dette gjør det mulig å analysere energiforbruk på kontinuerlig basis på tvers av eiendommer samt identifisere forbedringsmuligheter. Vi har også investert i systemer for energistyring. Tiltak for å oppnå lavere vannforbruk og forbedret avfallshåndtering, inngikk samtidig i driftsplaner for flere eiendommer i 2015.



Figur 17 Resultater fra GRESB-undersøkelsen i 2014. Fondets portefølje målt mot ulike referanseporteføljer



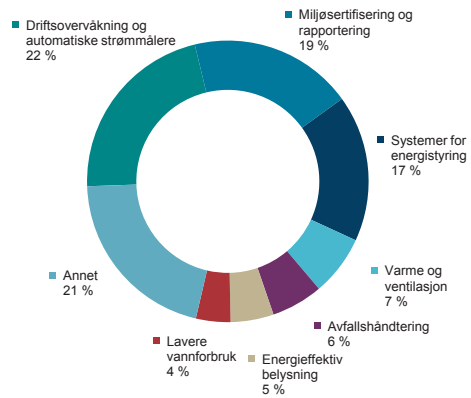
Figur 18 Resultater fra GRESB-undersøkelsen i 2015. Fondets portefølje målt mot ulike referanseporteføljer



Figur 19 Andel av porteføljen med eiendommer tilknyttet kontor og handel over 2 000 m². Prosent m²



Figur 20 Bærekraftstiltak spesifisert i driftsplaner for eiendommer innen kontor og handel



NYE MILJØSERTIFISERINGER I 2015

Adresse	By	Marked	Sertifisering
24-26, rue Le Peletier	Paris	Europa	BREEAM In-Use Very Good
1-3, rue des Italiens	Paris	Europa	BREEAM New Construction Very Good
1 Financial Center	Boston	USA	LEED EBOM Gold
475 Fifth Avenue	New York	USA	LEED BD + C Silver
Meadowhall Shopping Centre	Sheffield	Europa	BREEAM In-Use Excellent
7 Air Street	London	Europa	BREEAM New Construction Excellent
1 New Burlington Place	London	Europa	BREEAM New Construction Excellent
Walmar House, 288-300 Regent Street	London	Europa	BREEAM New Construction Very Good
75 Varick Street ¹	New York	USA	LEED EBOM Silver
345 Hudson Street ¹	New York	USA	LEED EBOM Gold
11 Times Square ¹	New York	USA	LEED BD + C Gold
25 Massachusetts Avenue ¹	Washington, D.C.	USA	LEED EBOM Gold

¹ Nye investeringer i 2015.

Kvartalsvise verdivurderinger

Vi innhenter eksterne verdivurderinger og rapporterer verdien av eiendomsporteføljen hvert kvartal.

Verdien av en eiendomsportefølje er summen av eiendeler og gjeld. Virkelig verdi er prisen man ville fått ved å selge en eiendom eller overføre gjeld mellom to markedsaktører på et gitt tidspunkt.

VERDSETTELSE AV EIENDOM

Verdien av en eiendom før den blir solgt vil være gjenstand for en viss grad av usikkerhet ettersom eiendom er en mindre hyppig omsatt aktivklasse sammenlignet med aksjer og renter. En diversifisert base med flere ulike verdsettere bidrar til å øke kvaliteten på verdiestimatene.

Verdivurderinger gjøres i tråd med internasjonalt anerkjente standarder. Vi kvalitetssikrer informasjonen som verdsettere baserer sin verdivurdering på.

VERDSETTELSE AV GJELD

Ved utgangen av 2015 hadde vi en gjeldsgrad på 8,8 prosent.

På lik linje med eiendom skal gjeld verdsettes til sin virkelige verdi. Der vi ikke har observerbare priser på gjeld, blir den verdivurdert av eksterne verdsettere eller ved hjelp av ulike modeller.

VERDSETTELSESUSIKKERHET

Å verdsette eiendom er basert på framoverskuende vurderinger. Estimaten som benyttes reflekterer vanligvis ferske sammenlignbare transaksjoner for eiendommer med lignende karakteristika.

Utarbeidelse av verdsettelsesestimater er særlig sensitiv for endringer i diskonteringsrente og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Usikkerheten kan tallfestes ved å undersøke effekten av å endre disse. En endring i diskonteringsrenten på 0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på 2,0 prosent, ville redusert eiendomsinvesteringenes verdi med om lag 4,3 prosent sammenlignet med verdien ved årsslutt. En tilsvarende endring i diskonteringsrenten på -0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2,0 prosent, ville øke eiendomsinvesteringenes verdi med 4,8 prosent.

Vi gjennomgår verdsettelsen av porteføljen og rapporterer til Norges Banks hovedstyre ved utgangen av hvert kvartal. Her dokumenterer vi resultatene av kontrollene og vurderingene som er blitt gjort og redegjør for de mest betydelige usikkerhetsmomentene som er knyttet til verdsettelsen.

EKSTERNE VERDSETTERE PER 31. DESEMBER 2015

Verdsetter	Byer
CBRE	Paris, Boston, Frankfurt, Berlin, New York, Washington, D.C., Sheffield, logistikk
Cushman and Wakefield	London, Paris, New York, Boston, Washington, D.C., logistikk
Joseph Blake	Washington, D.C.
Ernst & Young	Zürich
JLL	Logistikk
NPV Advisors	San Francisco
Integra Realty Resources	New York, San Francisco
BNP Paribas Real Estate	München

Tabell 18 Nettoverdi av eiendomsinvesteringene. Millioner kroner

	2015	2014	2013	2012	2011
Bygninger	197 549	118 515	57 329	28 895	11 023
Gjeld	- 17 432	- 11 985	- 6 307	- 4 109	-
Betalbar skatt	- 215	- 98	- 30	- 3	-
Netto utsatt skatt	- 1 048	- 520	- 230	- 2	-
Bankinnskudd	2 491	1 170	695	327	113
Netto andre eiendeler og forpliktelser	- 1 324	- 651	- 424	- 100	- 32
Nettoverdi ¹	180 021	106 431	51 032	25 008	11 104
Netto eiendeler og gjeld ikke allokert til investeringer	1 091	1 199	573	115	25
Netto verdi av konsoliderte datterselskaper	29	-	-	-	-
Netto eiendeler eiendom	181 141	107 630	51 605	25 123	11 129

¹ Se note 6, tabell 6.4 i årsrapporten for Statens pensjonsfond utland 2015.

5.1 INNTEKTER

Stabile inntekter

Eiendomsinvesteringene gir fondet en kontantstrøm i form av leieinntekter.

Eiendomsinvesteringene genererer en kontantstrøm i form av leieinntekter fra en diversifisert leietakerbase med mer enn 3 100 leietakere fra ulike sektorer i Europa og USA. Leieinntektene kommer i hovedsak fra byggene vi eier. I enkelte tilfeller eier vi kun tomten og ikke bygget, og vi får da inntekter på utleie av den.

I 2015 var samlede netto leieinntekter 6 921 millioner kroner.

Norges Bank Real Estate Management investerer i eiendom gjennom datterselskaper, som igjen investerer gjennom underliggende eiendomsselskaper. Datterselskapene finansieres med egenkapital og konserninterne lån. Kontanter generert i eiendomsselskapene fra netto leieinntekter distribueres i form av utbytte eller rente på konserninterne lån mellom selskapene i strukturen og videre opp til fondet. Inntekter generert i eiendoms-selskapene kan også bli distribuert i form av tilbakebetalinger på konserninterne lån og gjennom tilbakebetaling av egenkapital.

I det underliggende selskapet som eier en eiendom, vil utbytte til fondet og renteinntekter fra konserninterne lån utgjøre mindre enn netto leieinntekter. Resten av inntektene brukes til å dekke kostnader i strukturen eller reinvesteres, for eksempel i oppgraderinger av bygg.



Tabell 19 Netto resultat før valuta. Millioner kroner

	2015	2014	2013	2012	2011
Netto leieinntekter	6 921	3 747	2 237	695	243
Realisert gevinst/tap	320	-	-	-	-
Verdiendringer, bygninger	9 265	5 464	1 539	196	138
Verdiendringer, gjeld	435	- 395	336	- 327	-
Transaksjonskostnader	- 320	- 586	- 201	- 126	- 443
Rentekostnader	- 666	- 354	- 239	- 44	-
Skattekostnader	- 552	- 373	- 246	- 7	-
Faste honorarer til eiendomsforvaltere	- 308	- 165	- 94	- 20	- 3
Variable honorarer til eiendomsforvaltere	- 343	- 16	-	-	-
Andre driftskostnader	- 215	- 163	- 96	- 66	- 21
Netto inntekt fra eiendomsinvesteringene ¹	14 537	7 160	3 236	301	- 86
Andre kostnader	- 19	39	- 41	- 5	7
Netto resultat før valuta ²	14 518	7 199	3 195	296	- 79

¹ Se note 6, tabell 6.1 og 6.3 i fondets årsrapport for 2015.

² Kostnader ved forvaltningen omtalt i Tabell 21 er ikke inkludert i «Netto resultat før valuta» da kostnadene er refundert fra Finansdepartementet.





KOSTNADER VED FORVALTNINGEN AV INVESTERINGENE

Formål

Sikre en organisasjon som kan bidra til høyest mulig avkastning på eiendomsinvesteringene gjennom å finne gode investeringsmuligheter, gjennomføre nye investeringer og følge opp eksisterende investeringer.

Kostnader

Personalkostnader, IT-tjenester, juridiske tjenester og konsulenttjenester.



KOSTNADER I SELSKAPSSTRUKTUREN

Formål

Sikre fondets finansielle interesser.
Risikostyring og ansvarsbegrensning.

Kostnader

Revisjon, regnskapstjenester, IT-tjenester, juridiske tjenester og styrehonorarer.



KOSTNADER VED FORVALTNINGEN AV EIENDOMMENE

Formål

Sikre høyest mulig leieinntekter og avkastning gjennom løpende eiendomsforvaltning.

Kostnader

Faste honorarer til eiendomsforvaltere.
Variable honorarer til eiendomsforvaltere.



KOSTNADER VED DRIFT AV BYGG

Formål

Sikre netto leieinntekter fra byggene i porteføljen.

Kostnader

Elektrisitet, forsikringer, vedlikehold, vaktmestertjenester og kostnader knyttet til oppfølging av leietakere.

5.2 FORVALTNINGSKOSTNADER

Kostnader på ulike nivåer

Vi er kostnadsbevisste i forvaltningen av de unoterte eiendomsinvesteringene. Kostnadene påløper på ulike nivåer.

Fondets kostnader ved unoterte eiendomsinvesteringer påløper og fordeles seg på samme måte som hos andre, sammenlignbare organisasjoner som investerer i og forvalter eiendom. Det er hovedsakelig fire ulike typer kostnader knyttet til forvaltningen av fondets unoterte eiendomsinvesteringer, i tillegg til kostnader knyttet til ekstern finansiering, skatt og transaksjonskostnader.

Økningen i totale forvaltningskostnader fra 2014 til 2015 skyldes en betydelig økning i variable honorarer til eiendomsforvaltere. Denne økningen relaterer seg til enkelte investeringer med en partner som har hatt god avkastning over flere år, og hvor taket på honorarene ble nådd. Alle øvrige kostnadselementer er redusert, målt i prosent, fra 2014 til 2015.

Tabell 20 Forvaltningskostnader basert på gjennomsnittlige eiendeler under forvaltning. Prosent

	2015	2014	2013	2012	2011
Totale forvaltningskostnader	0,90	0,80	0,89	1,24	0,91
Kostnader i Norges Bank Real Estate Management	0,24	0,29	0,38	0,55	0,57
Operative driftsselskaper	0,05	0,06	0,10	0,19	0,19
Kostnader i selskapsstrukturen	0,13	0,18	0,16	0,34	0,10
Faste honorarer til eiendomsforvaltere	0,23	0,24	0,25	0,16	0,05
Variable honorarer til eiendomsforvaltere	0,25	0,03	0,00	0,00	0,00





KOSTNADER VED FORVALTNINGEN AV INVESTERINGENE

Vi har kostnader knyttet til organisasjonen som forvalter og investerer i unotert eiendom for fondet. I dette ligger personalkostnader, IT-kostnader, konsulenttjenester og juridiske tjenester, kostnader til kontorlokaler for våre ansatte og en andel av Norges Banks og Norges Bank Investment Managements felleskostnader. Kostnadene påløper på to nivåer i organisasjonsstrukturen. På øverste nivå er kostnadene som påløper i Norges Bank Real Estate Management, som forvalter eiendomsinvesteringene.

I 2015 var kostnadene i Norges Bank Real Estate Management 333 millioner kroner.

På neste nivå er operative driftsselskaper med ansatte i Luxembourg, Tokyo og Singapore. Her er kostnadene av samme type som kostnadene som påløper i Norges Bank Real Estate Management.

I 2015 var forvaltningskostnadene i de operative driftsselskapene 52 millioner kroner.



Tabell 21 Kostnader ved forvaltningen av investeringene i Norges Bank Real Estate Management. Millioner kroner

	2015	2014	2013	2012	2011
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	175	103	78	38	18
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	55	51	35	30	21
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	17	19	6	-	1
Øvrige kostnader	86	26	22	-	1
Totale forvaltningskostnader¹	333	199	141	68	41

¹ Inngår i Tabell 10.1 i årsrapporten for Statens pensjonsfond utland 2015.

Tabell 22 Kostnader ved forvaltning av investeringene, Luxembourg og Asia. Millioner kroner

	2015	2014	2013	2012	2011
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	26	22	18	11	1
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	9	5	3	2	1
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	4	7	6	6	10
Øvrige kostnader	13	9	8	5	2
Totale forvaltningskostnader¹	52	43	35	24	14

¹ Inngår i Tabell 10.2 i årsrapporten for Statens pensjonsfond utland 2015.



KOSTNADER I SELSKAPSSTRUKTUREN

Vi har heleide og deleide eiendomsselskaper uten ansatte. Kostnadene for heleide selskaper består hovedsakelig av revisjons- og regnskapshonorarer. Kostnadene for deleide selskaper består av juridiske honorarer, forsikring og revisjons- og regnskapshonorarer. Øvrige kostnader for deleide selskaper er hovedsakelig kompensasjon til medeiere i USA og kompensasjon til partner i Storbritannia for økte skattekostnader som en følge av selskapsform. Siden selskapene er uten ansatte, påløper det ikke personal- eller kontorkostnader.

I 2015 var kostnadene knyttet til selskapsstrukturen 174 millioner kroner. Kostnadene påløper i de underliggende eiendoms-selskapene.



KOSTNADER VED FORVALTNINGEN AV EIENDOMMENE

Interne eller eksterne eiendomsforvaltere følger opp byggene kommersielt og gjennomfører handlingsplaner for å oppnå høyest mulig avkastning med lavest mulig risiko.

I noen tilfeller har honorarer til eksterne eiendomsforvaltere en variabel komponent. Den er som regel basert på ekstra avkastning over flere år. Kostnadene gjelder i tillegg koordinering av ressurser for eiendomsdriften. I 2015 var kostnadene knyttet til forvaltningen av eiendommene 651 millioner kroner. Disse kostnadene påløper i de underliggende eiendomsselskapene.

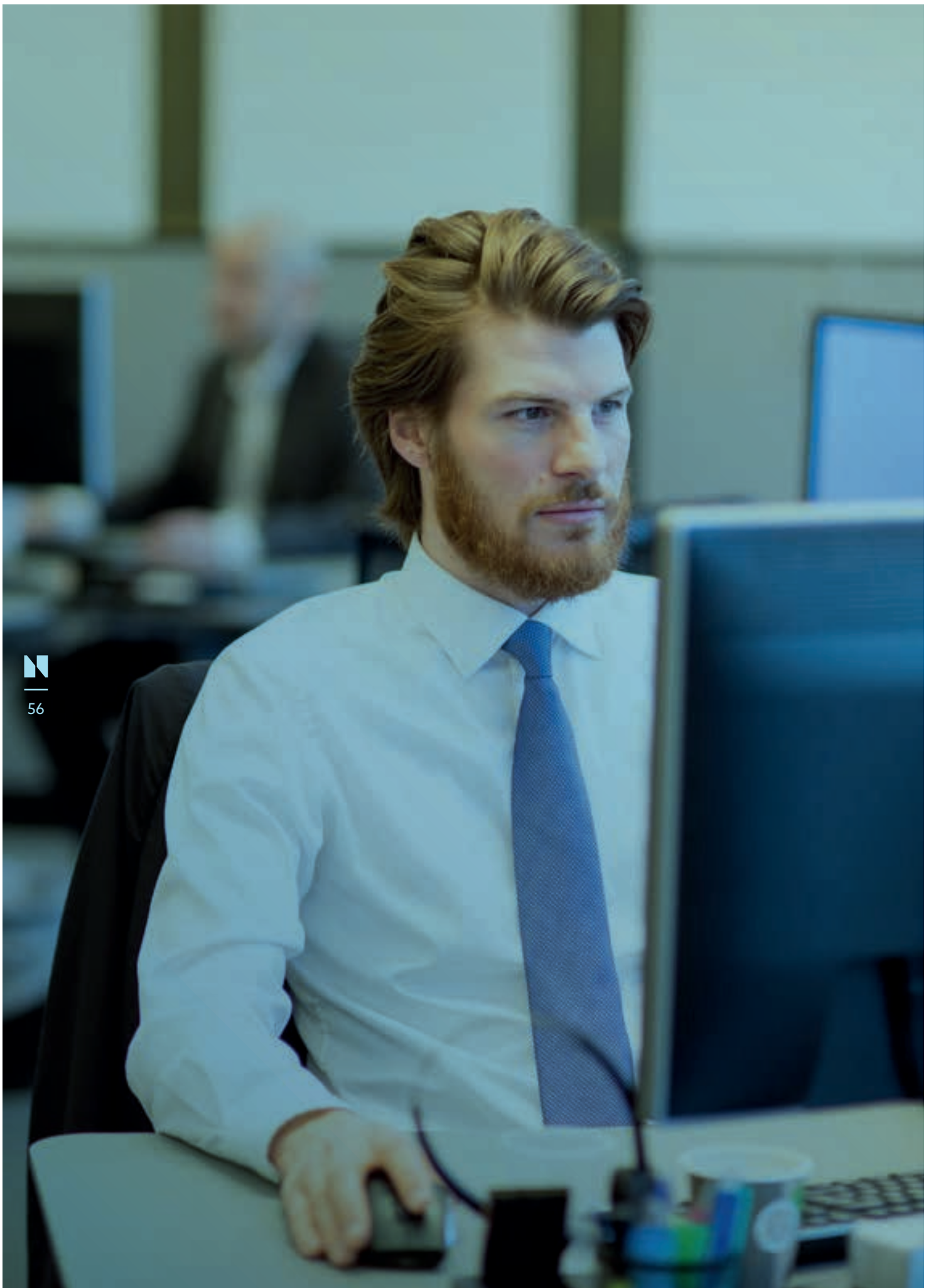
Tabell 23 Kostnader i selskapsstrukturen. Millioner kroner

	2015	2014	2013	2012	2011
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	22	16	13	11	4
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	62	46	31	9	2
Øvrige kostnader	90	58	17	22	1
Totale strukturkostnader¹	174	120	61	42	7

¹ En andel av kostnadene inngår i Tabell 10.2 i årsrapporten for Statens pensjonsfond utland 2015.

Tabell 24 Kostnader ved forvaltningen av eiendommene. Millioner kroner

	2015	2014	2013	2012	2011
Faste honorarer til eiendomsforvaltere	308	165	94	20	3
Variabel honorarer til eiendomsforvaltere	343	16	-	-	-
Totale honorarer til eiendomsforvaltere	651	181	94	20	3





KOSTNADER VED DRIFT AV BYGG

Kostnader knyttet til daglig drift og vedlikehold av byggene i porteføljen påløper i eiendoms-selskapene som eier byggene og er således ikke direkte relatert til investeringsvirksomheten.

I daglig drift og vedlikehold av bygg inngår aktiviteter knyttet til utleie, renhold, elektrisitet, helse, miljø og sikkerhet, vaktmestertjenester, fakturering av leieinntekter og den daglige oppfølgingen av leietakerne. En vesentlig andel av driftskostnadene blir viderefakturert til leietakeren. I enkelte tilfeller dekkes driftskostnadene av leietakeren direkte. I tilfeller

hvor vi eier tomter uten selve bygget, påløper det ikke driftskostnader på bygg.

I 2015 var kostnadene knyttet til drift av bygg 2 224 millioner kroner før viderefakturering til leietakere.

Tabell 25 Kostnader ved drift av bygg. Millioner kroner

	2015	2014	2013	2012	2011
Brutto leieinntekter	7 816	4 132	2 374	712	257
Driftskostnader eiendom	- 2 224	- 948	- 406	- 45	- 14
Viderefakturerte kostnader til leietakere	1 329	563	269	28	-
Netto leieinntekter	6 921	3 747	2 237	695	243

5.3 KONTANTSTRØM

Jevn kontantstrøm

I 2015 ble det overført 41 584 millioner kroner fra fondets renteportefølje til eiendom. I tillegg mottok Norges Bank til sammen 4 186 millioner kroner fra sine datterselskaper.

Disse midlene ble brukt til å finansiere nye eiendomsinvesteringer, med 44 216 millioner kroner. I tillegg ble 1 415 millioner kroner brukt til å betale ned på ekstern gjeld og til å finansiere oppgraderinger av eiendommer.

Samlet kontantbeholdning for eiendom i Norges Bank økte med 138 millioner kroner i 2015.

Samlede netto leieinntekter i eiendoms-selskapene var 6 921 millioner kroner i 2015.

Samlet operasjonell kontantstrøm fra selskapene var 5 000 millioner kroner. Samlet kontantstrøm utbetalt til Norges Bank var 4 186 millioner kroner.

Totalt har datterselskapene reinvestert 207 millioner kroner av sin kontantstrøm fra drift. Dette kommer i tillegg til investeringene som er finansiert av Norges Bank.

Samlet kontantbeholdning i datterselskapene økte med 1 342 millioner kroner i 2015.



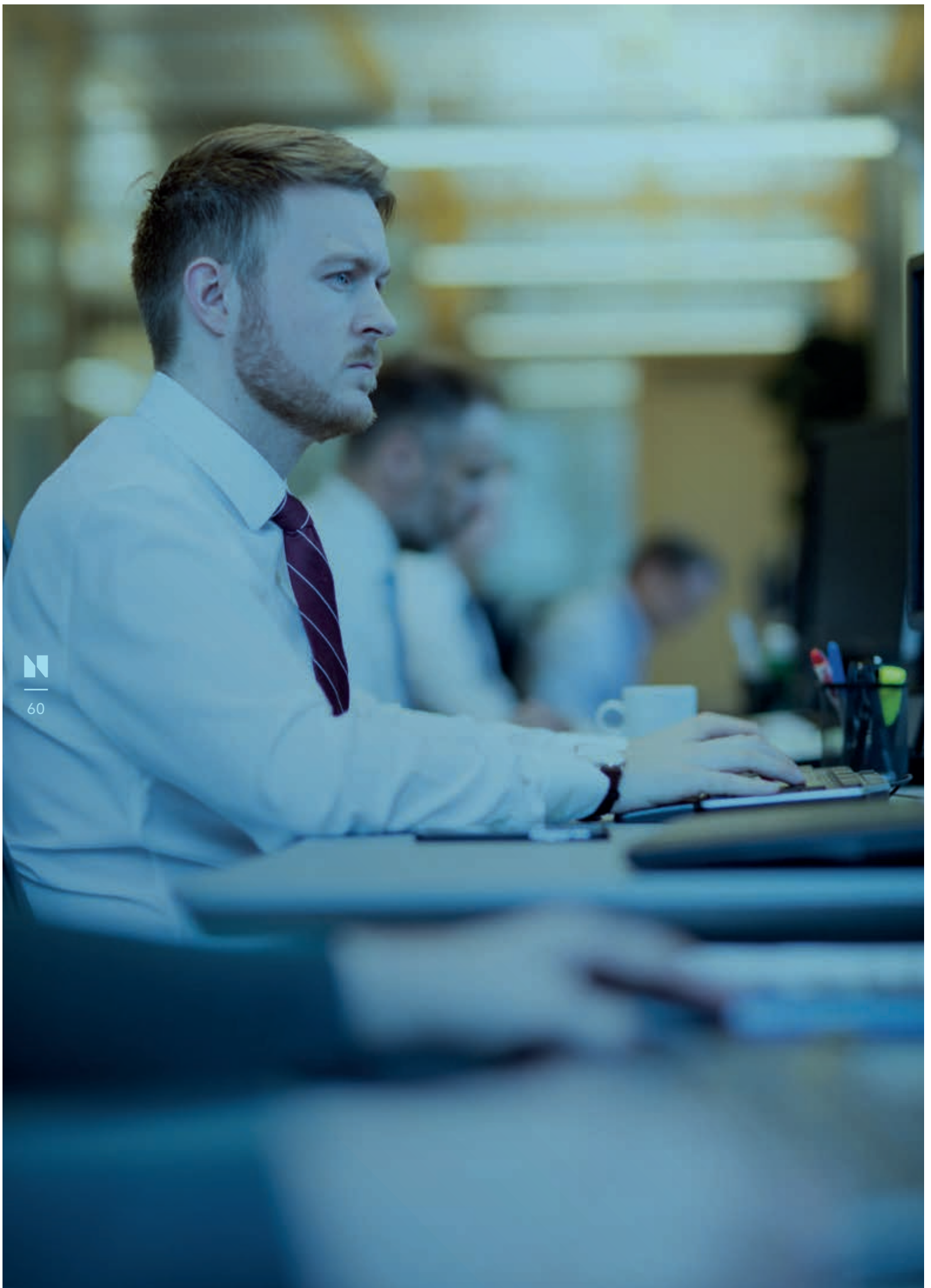
Tabell 26 Kontantstrøm til/fra Norges Bank. Millioner kroner

	2015	2014	2013	2012	2011
Samlet tilførsel fra finansieringsaktiviteter	41 584	36 047	18 951	14 262	11 009
Utbytte fra datterselskaper	1 931	598	259	-	-
Renteinntekter på lån til datterselskaper	1 601	1 368	749	203	25
Nedbetaling av lån fra datterselskaper	654	436	341	240	61
Samlet tilførsel fra operasjonelle aktiviteter	4 186	2 402	1 349	443	86
Utbetalinger til nye investeringer i datterselskaper	- 44 216	- 36 859	- 19 306	- 14 574	- 11 129
Utbetalinger til nedbetaling av eksterne lån og oppgraderinger	- 1 415	- 1 287	- 352	- 26	- 27
Samlede utbetalinger til investeringsaktiviteter	- 45 631	- 38 146	- 19 658	- 14 600	- 11 156
Endring bankbeholdning	138	303	642	105	- 61

Tabell 27 Sammenhengen mellom netto leieinntekter i datterselskapene og midler mottatt i Norges Bank. Millioner kroner

	2015	2014	2013	2012	2011
Netto leieinntekter	6 921	3 747	2 237	695	243
Netto leieinntekter, uten kontantstrøm	- 312	- 97	- 50	- 13	-
Transaksjonskostnader	- 320	- 586	- 201	- 126	- 443
Rentekostnader på lån	- 666	- 354	- 239	- 44	-
Betalte skatter	- 100	- 81	- 64	- 5	-
Forvaltningskostnader	- 308	- 165	- 94	- 20	- 3
Driftskostnader	- 215	- 163	- 96	- 66	- 21
Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	5 000	2 301	1 493	421	- 224
Realiserte gevinster og tap fra salg av eiendom	320	-	-	-	-
Samlet utbetaling fra operasjonelle aktiviteter¹	- 4 186	- 2 402	- 1 349	- 443	- 86
Reinvesteringer	207	575	224	237	364
Endring bankbeholdning	1 342	475	368	214	54

¹ Utbetalt til Norges Bank.



SKATTEKOSTNADER

Fondets skatteposisjon fremgår av lokale bestemmelser og av de skatteavtalene Norge har inngått med vedkommende land.

I 2015 hadde fondet en betalbar skatt knyttet til eiendomsinvesteringene på 100 millioner kroner, samt en endring i utsatt skatt på 452 millioner kroner.

RENTEKOSTNADER

Våre investeringer finansieres i hovedsak med egenkapital og konsernintern gjeld. Enkelte investeringer har imidlertid også ekstern gjeld. Eksterne renteutgifter var på totalt 666 millioner kroner i 2015.

TRANSAKSJONSKOSTNADER

Det påløper transaksjonskostnader ved kjøp eller salg av eiendommer. Transaksjonskostnader inkluderer dokumentavgift samt andre skatter og avgifter til lokale myndigheter.

Kostnadene kan variere betydelig. I 2015 utgjorde disse kostnadene 83 millioner kroner.

Det er også kostnader knyttet til analysen som gjøres i forkant av en investering, såkalt due diligence. Dette er risikoreduserende tiltak og i tråd med mandatet. Analysene og vurderingene gjelder investeringens risiko, herunder markedsrisiko, likviditetsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko og juridisk, skattemessig, teknisk og miljømessig risiko.

I 2015 utgjorde de øvrige transaksjonskostnadene 245 millioner kroner.

Tabell 28 Transaksjonskostnader. Millioner kroner

	2015	2014	2013	2012	2011
Dokumentavgift og andre offentlige avgifter	83	401	73	74	369
Andre transaksjonskostnader	237	185	128	52	74
Transaksjonskostnader kostnadsført i datterselskaper og felleskontrollert virksomhet	320	586	201	126	443
Transaksjonskostnader konsolidert i Norges Bank	8	1	2	1	-
Totale transaksjonskostnader	328	587	203	127	443

Tabell 29 Transaksjonskostnader basert på investert kapital. Prosent

	2015	2014	2013	2012	2011
Transaksjonskostnader i prosent av investert kapital det året	0,73	1,55	1,05	1,08	3,96
Dokumentavgift og andre offentlige avgifter	0,18	1,06	0,38	0,63	3,30
Andre transaksjonskostnader	0,55	0,49	0,67	0,45	0,66

Investeringer gjennom datterselskaper

Fondet investerer i unotert eiendom gjennom datterselskaper for å sikre god risikostyring og beskytte fondets verdier.

Investeringer i eiendom skiller seg fra investeringer i aksjer og rentepapirer. En eiendomstransaksjon vil vanligvis ta uker eller måneder å gjennomføre. Det forhandles om både kjøpekontrakter og samarbeidsavtaler i tråd med gjeldende markedspraksis og lokalt regelverk. Før enhver investering gjør vi grundige analyser av diverse risikofaktorer.

Finansdepartementet har i mandatet for fondet fastsatt et rammeverk for eiendomsinvesteringene. Rammeverket gir Norges Bank Real Estate Management anledning til å foreta eiendomsinvesteringer gjennom norske eller utenlandske selskaper. Unoterte selskaper og fondskonstruksjoner skal være etablert i land som Norge har skatteavtaler med, eller land som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra.

Risikoen ved eiendom er ikke nødvendigvis begrenset til det investerte beløpet. Norges Bank Real Estate Management har vurdert egnede operative modeller for å gjennomføre eiendomsinvesteringer.

Det er god risikostyring og vanlig praksis i eiendomsmarkedet å investere gjennom datterselskaper.

Fondets skatteposisjon fremgår av lokale bestemmelser og av de skatteavtalene Norge har inngått med vedkommende land. Det er sentralt for fondet at investeringene skattlegges på korrekt måte etter lokale lover og regler, men også at vi ikke belastes for større skattekostnader enn nødvendig. Forventede

SENTRALE KRITERIER I VURDERINGEN AV EGNEDE OPERATIVE MODELLER

Ansvarsbegrensning

- beskytte fondet mot krav
- avgrense eventuelle krav til den enkelte eiendom og eiendommens verdi
- sikre risikostyring

God kontroll- og styringsstruktur

- sikre oversikt og kontroll, klare roller og klar ansvarsfordeling

Effektiv operasjonell drift

- begrense kostnader
- sikre operative plattformer for å drifte investeringer
- håndtere kontanter og utbetalinger

skattekostnader er blant faktorene som vurderes når en skal velge struktur.

INVESTERINGER I KONTINENTAL-EUROPA

Norges Bank etablerte i 2011 en plattform i Luxembourg for å samle den operative og administrative forvaltningen av eiendomsinvesteringene i kontinental-Europa, herunder Frankrike, Tyskland og Sveits. I tillegg eies logistikkinvesteringene i Storbritannia gjennom denne plattformen. Viktige hensyn ved valget av lokalisering var sentral geografisk plassering, tilgang til et lokalt arbeidsmarked med høy relevant kompetanse, robuste og velprøvde juridiske rammevilkår, forutsigbar praktisering av lokalt regelverk, inkludert regler



for beskatning, og allment benyttet jurisdiksjon for institusjonelle investorer.

Luxembourg er medlem av OECD og EU. Det foreligger skatteavtaler mellom myndighetene i Luxembourg og i Norge, og mellom Luxembourg og de landene i kontinental-Europa hvor fondet har investert.

Datterselskaper finansieres med egenkapital og konserninterne lån. Finansiering med konserninterne lån bidrar til en effektiv håndtering av kontanter, herunder tilbakeføring av inntekter til fondet. Slike lån vil også redusere grunnlaget for skattbar inntekt. Alle våre strukturer, inkludert bruk av konserninterne lån, er i tråd med relevante lover og regler om fradragsrett, kapitalisering og internprising.

MARKEDSSPESIFIKKE STRUKTURER

Fondets investeringer i Tyskland og Sveits eies direkte av datterselskaper i Luxembourg.

I Frankrike benyttes i tillegg regulerte eiendomsfond (såkalte OPCIs) for eiendomsinvesteringene.

Partnerskapet med Prologis for den europeiske logistikkporteføljen er i et Luxembourg-selskap med mer enn 200 underliggende eierselskaper i Luxembourg, Nederland og flere av de andre markedene vi investerer i.

INVESTERINGER I STORBRITANNIA

Under engelsk rett er utenlandske statlige investorer fritatt for å betale inntektsskatt og skatt av gevinster ved salg av eiendom. Fondet har opprettet en eierstruktur i Storbritannia som ivaretar denne skatteposisjonen. Fondet benytter skattetransparente English Limited Partnerships (ELPs) for eiendomsinvesteringene i Storbritannia.

INVESTERINGER I USA

I USA er fondet unntatt fra beskatning i henhold til amerikansk rett, ettersom det er eid av en utenlandsk stat. Eierstrukturene for fondets eiendommer er etablert i form av lokale skattemessig transparente foretak med begrenset ansvar. Eiendommene eies av såkalte D-REITs (domestically controlled real estate investment trusts). I et slikt foretak må Norges Bank Real Estate Management som utenlandsk investor ha en eierandel på under 50 prosent og for øvrig ikke ha bestemmende eierinnflytelse.

I USA er datterselskapene til fondet etablert i delstaten Delaware. Ettersom fondet er fritatt for beskatning i USA, har ikke dette skattemessig betydning for fondet sammenlignet med en eventuell etablering i andre delstater. Delaware har en velutviklet selskapslovgivning og et effektivt og anerkjent domstolsapparat for håndtering av eventuelle selskapsrettslige tvister. Delaware er derfor allment benyttet i USA som foretrukket stat for opprettelse og registrering av selskaper.

En oversikt over juridiske eierstrukturer i ulike markeder er tilgjengelig på fondets nettside www.nbim.no.

Omfattende investeringsanalyser

Eiendomsinvesteringene følger grundige beslutningsprosesser. Vi gjør omfattende analyser og vurderinger for samtlige investeringer.

Når vi vurderer en investeringsmulighet, bygger vi blant annet på vurderinger og antakelser om utvikling i leiepriser, kapitaliseringsrate, perioder uten leietakere, lengde på leieavtaler og kostnader knyttet til oppgraderinger av bygg.

Vi gjør en grundig analyse som omfatter finansielle, juridiske, regulatoriske, skattemessige, strukturelle, operasjonelle, tekniske, miljømessige og forsikringsmessige vurderinger.

BESLUTNINGSORGANER

Beslutningsprosessen som er knyttet til eiendomsinvesteringene, er regulert gjennom stillingsinstrukser, investeringsmandater og komitémandater.

Norges Banks hovedstyre er øverste beslutningsorgan i forbindelse med eiendomsinvesteringer. Fra 1. januar 2016 må investeringer over 1,5 milliarder dollar vedtas av hovedstyret. Hovedstyrets risiko- og investeringsutvalg (RIU) er et saksforberedende og rådgivende arbeidsutvalg som står til disposisjon for Norges Banks hovedstyre. Utvalget skal bidra til å styrke og effektivisere hovedstyrets arbeid med saker knyttet til overordnet risikostyring, rammer for eiendomsforvaltningen og investeringsbeslutninger av særlig størrelse og betydning. Utvalget består av to av hovedstyrets eksterne medlemmer og ledes av en visesentralbanksjef.

Når en investering utgjør 750 millioner dollar eller mer, skal Real Estate Investment Board (REIB) fatte beslutning. REIB skal også fremme en innstilling til hovedstyret ved investeringsbeslutninger der investeringen overskrider 1,5 milliarder dollar. REIB består av lederen i Norges Bank Investment Management, lederen i Norges Bank Real Estate Management,



risikodirektøren i Norges Bank Investment Management og to eksterne medlemmer.

Alle vesentlige investeringer behandles i komiteer med interne og eksterne medlemmer. Alle prosesser er godt dokumenterte og gjennomføres på en grundig måte.

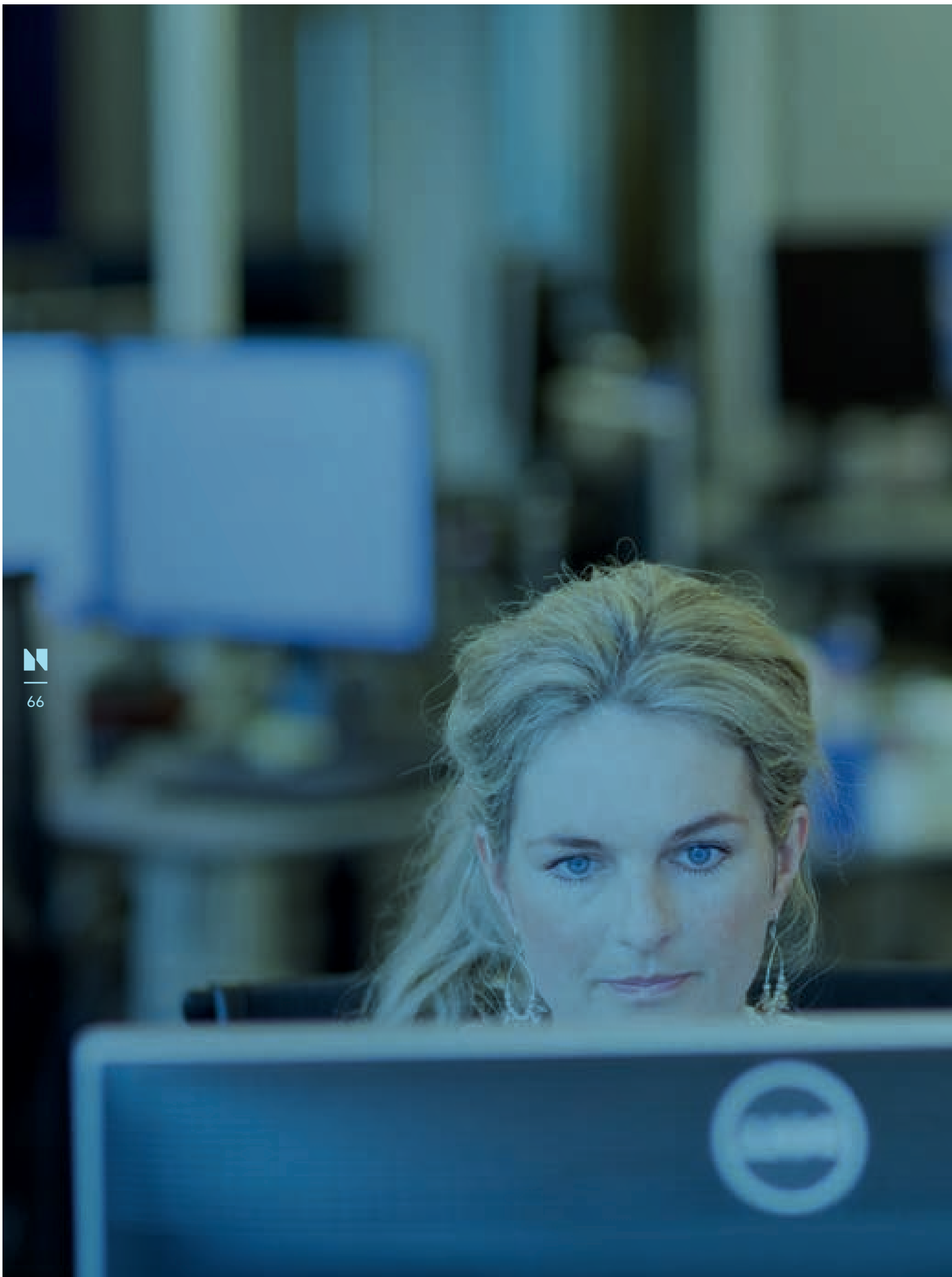
GJENNOMFØRING

Dersom en investeringsbeslutning er blitt godkjent av relevante styrende organer, ferdigstilles transaksjonsdokumentene. Vanligvis vil et datterselskap av Norges Bank inngå en kjøpskontrakt. Hvordan en transaksjon fullføres og hvordan kjøpesummen og

eierskapet blir overført, varierer fra marked til marked.

Det er viktig med åpenhet om forvaltningen av fondet og resultatene som oppnås. Vi rapporterer hvert kvartal avkastningen på eiendomsinvesteringene, og vi annonserer samtlige kjøp og salg over 25 millioner dollar på fondets nettside www.nbim.no. Dette skjer vanligvis etter at kontrakten er signert. I enkelte tilfeller kan spesielle hensyn føre til at annonseringen kommer tidligere eller senere. Samtlige kjøp og salg vil reflekteres i den årlige beholdningslisten som ligger på nettsiden.





6

KONTORER

122

ANSATTE

23

NASJONER

36

PROSENT KVINNER

35

GJENNOMSNITTSALDER

67

47

Oslo

33

London

19

New York

15

Luxembourg

5

Singapore

3

Tokyo



6.3 ORGANISASJONEN

En global organisasjon

I 2015 passerte Norges Bank Real Estate Management 100 ansatte. Vi arbeider med å bygge opp en global organisasjon som kan forvalte fondets unoterte eiendomsinvesteringer.

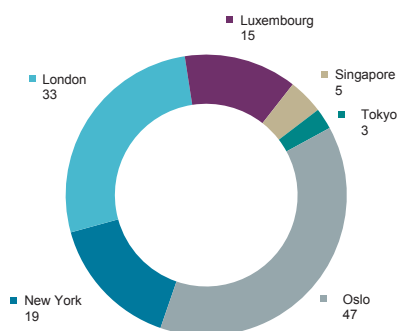
Antallet ansatte i Norges Bank Real Estate Management har økt i takt med flere og større eiendomsinvesteringer. Ved utgangen av 2015 var totalt 122 personer fra 23 ulike nasjonaliteter ansatt i eiendomsorganisasjonen. De ansatte var fordelt på kontorer i Oslo, London, New York, Singapore, Tokyo og Luxembourg.

Eiendomskontoret i Tokyo ble åpnet i oktober 2015. Det ble også opprettet en separat eiendomsavdeling ved Norges Bank Investment Managements kontor i Singapore i løpet av året.

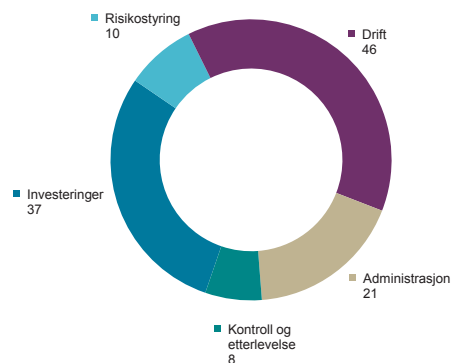
Vi har rekruttert ansatte både til investeringsavdelingen og til de ulike støttefunksjonene. Kontorene i Oslo og London har sett den største veksten i antallet ansatte i 2015.

De ansatte er hovedsakelig blitt rekruttert eksternt, men også internt fra ulike avdelinger i Norges Bank Investment Management og i Norges Bank.

Figur 21 Ansatte fordelt på kontor per 31. desember 2015



Figur 22 Ansatte fordelt på område per 31. desember 2015







ISSN 2464-3238 | Design: Brandlab
Foto: Norges Bank Investment Management/Hans
Fredrik Asbjørnsen, Shutterstock, istock
Getty images, Corbis, Plainpicture/Johner, Wikipedia
Papir: Galerie Art Silk 300 g / Matt 150 g
Produksjon: 07 Media AS | Opplag: 500



NORGES BANK REAL ESTATE MANAGEMENT
Bankplassen 2, P.O. Box 1179 Sentrum, NO-0107 Oslo, Norway
T: +47 24 07 30 00, www.nbim.no