

Kristian Stølen

Oljefondets investeringsstrategi
for eiendom i forhold til
bransjenorm og konkurrerende
statlige investeringsfond, et
litteraturstudie.

Bergen, 22. juni, 2017





Oppgavens tittel: Oljefondets investeringsstrategi for eiendom i forhold til bransjenorm og konkurrerende statlige investeringsfond, et litteraturstudie.	Dato: 22.06.17		
	Antall sider (inkl. bilag): 142		
	Masteroppgave	X	Prosjektoppgave
Navn: Kristian Stølen			
Faglærer/veileder: Geir Hansen, NTNU			
Eventuelle eksterne faglige kontakter/veiledere: Børge Aadland, HIV/HIB			

<p>Ekstrakt:</p> <p>Formålet med oppgaven har vært å undersøke Oljefondets investeringsstrategi for eiendom. Bakteppe for oppgaven er uttalelse fra fondets leder om å trappe ned eiendomskjøp fordi eiendom iht til strategi er blitt for dyrt. Denne uttalelsen gjør det interessant å undersøke hvordan statlige investeringsfond, samt Oljefondet investerer i eiendom, og om Oljefondet har en eiendomsstrategi som er tilpasset den globale markedsutviklingen.</p> <p>Variierende grad av åpenhet i statlige investeringsfond og mangel på intervjuobjekt hos nøkkelpersonell i Oljefondet gjør jeg har valgt litteraturstudie som metode. Oppgaven er løst som et litteraturstudie av teori, bransjepraksis og framtidsutsikter.</p> <p>4 forskningsspørsmål danner rammeverk for oppgaven.</p> <p>Oppgaven konkluderer med at Oljefondets investeringsstrategi for eiendom; investering i eksisterende porteføljer med lav risiko, i et avgrenset eiendomssegment i utvalgte regioner hittil har løst investeringsmandatet på en god måte. Og at dagens strategi er i tråd med bransjenorm og sammenliknbare med investeringsfond i tilsvarende investeringsfase. Videre konkluderes det at Oljefondet bør få muligheten til å investere i infrastruktur, bærekraftig infrastruktur og sektorspesifikk eiendom, for best mulig løse investeringsmandatet. Avslutningsvis konkluderes det at Oljefondet har svært god forutsetninger for å oppfylle sitt investeringsmandat, men at investeringsaktiviteten i Asia er avgjørende for hvor lang tid det tar.</p>

Stikkord:

1. Statlige investeringsfond
2. Oljefondet
3. Eiendomsstrategi
4. Statlige investeringsfonds eiendomsstrategi

Sign.



Thesis title: A literature study of the real estate investment strategy of Norway's Government Pension Fund Global, in comparison to established investment strategies, and other Sovereign Wealth Funds.	Date: 22.06.17
	No.of pages (incl. apex.) 142
	Thesis <input type="checkbox"/>
	X <input checked="" type="checkbox"/>
	Project <input type="checkbox"/>
Name: Kristian Stølen	
Internal advisor: Geir Hansen, NTNU	
External advisor: Børge Aadland, HIV/HIB	

Extract:

Norway's Government Pension Fund Global (NBIM) is still in the phase of building a global real estate portfolio. The CEO of the fund has expressed a concern about inflated real estate prices in the funds core markets, citing the fund will scale back it real estate investments. This literature study aim to review how Sovereign Wealth Funds and Norway' Government Pension Fund Global execute their real estate investment strategies in an every changing market.

Due to varying degree of transparency in Sovereign Wealth Funds (SWF) and limited access to the primary sources within wealth funds, this thesis has been conducted as extensive quantitative literature study.

4 research questions form the framework for this review.

This thesis concludes that the NBIM's investment strategy for real estate; investment in established, low risk portfolios, in a specific property segment and in selected regions, sofare has solved the investment mandate. It is concluded that today's strategy is inline with industry norm, and comparable to investment funds in corresponding investment phases. Furthermore, I concluded that going forward NBIM should have the opportunity to invest in cyclical / opportunsitct real estate, infrastructure, property sectors in order to solve the investment mandate. Finally I conclude that NBIM is dependant on investments in the Asian region to deliver on their mandate.

Keywords:

1. Sovereign Wealth Funds (SWF)
2. Norway's Government Pension Fund Global (NBIM)
3. Real estate investment
4. SWF real estate investment strategies

Sing.

Forord

Denne masteroppgaven er levert til det erfaringsbaserte mastergradsprogrammet ”Master i eiendomsutvikling og – forvaltning, facility management” AAR6690, ved NTNU. Oppgaven teller 30 studiepoeng.

Formålet med oppgaven har vært å foreta et litteraturstudie for å undersøke hvordan Oljefondets investeringsstrategi for eiendom er i forhold til bransjenorm og konkurrerende statlige investeringsfond. Oppgaven har hatt som ambisjon å avdekke sterke og svake sider ved dagens eiendomsstrategi, både isolert sett for oljefondet, men også i forhold til tilsvarende statlige investeringsfond. Videre forventer jeg å avdekke trender i eiendomsmarkedet som har betydning for oljefondets fremtidige eiendomsinvesteringer og allokeringstrategi.

Masterprogrammet på NTNU har gått over 3 år som deltidsstudent. Med fulltidsjobb og 2 start-ups selskap på gang samtidig har det til tider vært krevende å få kabalen til å gå opp. Vil rette en stor takk til svært hyggelig klassekamerater som har bidratt til å holde humøret opp, og til NTNU for ett variert, interessant og lærerikt pensum.

Jeg vil rette en stor takk til min veileder Børge Aadland som har vært en uvurderlig støttespiller og motivator i arbeidet med oppgaven.

Er stor takk til familien min som ikke har sett så mye til faren sin de sist månedene, samt venner og kolleger som har vært meget forståelsesfull og tilpasningsdyktig.

Dette har vært en reise som jeg svært fornøyd med å ha gjennomført.

Jeg håper at oppgaven kan inspirere andre til å gjøre ytterlige undersøkelser som statlige investeringsfond og Oljefondet, det er fremdeles mye å ta tak i.



Kristian Stølen

Bergen, 22.06.17

Sammendrag

Sammendrag funn om statlige investeringsfond

Funn viser at statlige investeringsfond kommer i mange variasjoner og størrelser. Det eneste grunnleggende likheten for alle fond i denne kategorien er at de er statlig eid og skal forvalte nasjonalt budsjettoverskudd. De største og mest dominerende fond har sitt utspring fra olje- og gassproduserende land. Statlige investeringsfond er mangehodet i form av hvordan de er strukturert, tilgang til kapital, krav til avkastning og utbetalinger, samt investering og allokeringsstrategier. Funn viser at eiendom er den meste aktuelle aktiva klassen etter aksjer og obligasjoner og at eiendomsinvesteringer skiller seg betydelig fra investeringer i aksje og obligasjoner. På denne siden er kjøps-, forvaltning- og salgsprosessen tids- og kostnadskrevende, mens på denne andre siden gir langsiktig inflasjonsjustert kontantstrøm.

Til tross for at eiendom er svært egnet aktiva klasse for statlige investeringsfond, viser funn et tydelig skille blant fond som investerer i eiendom, at jo større fondet er desto mer sannsynlig er det for at de investere i eiendom. Videre funn viser at statlige investeringsfond i stor grad praktisere like eiendomsstrategi, spesielt i tidligfasen av portefølje oppbygging. De første eiendomskjøpene skjer, med få unntak, ved å investere i store unoterte eiendomsfond som sitter på store eiendomsporteføljer i global byer. Byer man først investere er byer med kultur og demografi tilsvarende eget land, og ligger geografisk i samme verdensdel.

Videre karaktrestikker viser at eiendomsporteføljene innledningsvis inneholder 3 typer eiendom; kontor, handel og logistikk. Ytterlig funn viser at det er meget stor variasjon mellom statlige investeringsfond praktisere åpenhet og transparens om investeringsstrategier og motiv. Det er ingen entydig funn at statlige fond har politiske motiv for sine investeringer, og skiller seg i liten grad fra andre institusjonelle investorer. Funn viser derimot at manglende åpenhet skaper politisk bekymring i land hvor statlige fond investere, og at statlige investeringsfond med åpenhet og transparens har lettere tilgang til investeringsobjekt i utenlandske markeder.

Oppgaven har sett på utviklingen av statlige investeringsfond, hvilke betydning og posisjon de har/har hatt i globale finansmarkedet. Funn viser at statlige investeringsfond har en relativ kort historikk i det globale finansmarkedene men har fått en dominerende rolle de siste 10 årene. Funn viser videre at eiendom er en relativ ny aktiva klasse for statlige investeringsfond, men at eiendom er den første aktiva klassen man allokere til etter aksjer og obligasjoner. Kombinert med

høy vekst i antall nye statlige investerings fond, og etterspørsel etter eiendom, har skapt prispress og konkurranse om eiendom.

Sammendrag funn Oljefondets eiendomsinvesteringer

Oljefondets overordnede investeringskriterier er diversifisering. Funn viser at Oljefondets allokering til eiendom, i tillegg til diversifisering, er avgjørende for fondets evne til å generere kontantstrøm. Fondet er underlagt Finansdepartementets ”Handlingsregel”, som gir Stortinget muligheten til balansere statsbudsjettet ved å hente ut 4% (nå 3%) av fondskapitalen. For å unngå å måtte selge aksjer og obligasjoner for å møte uttak fra fondet er man avhengig av aktivklasser som generer kontantstrøm. Leieinntekter fra eiendom generer denne kontantstrømmen.

Funn i oppgaven viser at Oljefondet er blant de statlige investeringsfond med størst åpenhet og transparens. Og at denne åpenhet gir tillitt markedet i form av tilgang til eiendom. Begrensning på tilgang til eiendom er en av hovedutfordring for at Oljefondets får løst sitt investeringsmandat.

Funn og tilgjengelig informasjon viser at Oljefondet i likhet med bransjenorm innledningsvis har investert i eiendom ved å kjøpe seg inn i etablerte unoterte eiendomsfond. Oljefondet har investert i eiendom, først europeiske storbyer og deretter i USA, med en langsiktig eiendomsstrategi om å investere i Asia. Avdelingskontor i Tokyo og Singapore er allerede på plass, men Oljefondet sier at det kan ”3 år før man kjøper i eiendom” i disse markedene (NBIM 2017). At Oljefondet først har kjøpt i europeisk storbyer med kulturelle likhet til Norge, er i også i tråd med investeringsstrategi for tilsvarende statlige fond. Funn viser at Oljefondet i analyse av aktuelle markeder/byer legger til grunn færre investeringskriterier enn hva som er bransjenorm. På den andre siden gjennomfører Oljefondet en svært detaljert objekt analyse av det enkelte investeringsobjekt, som iht uttalelser fra Oljefondet (NBIM 2017), ingen andre statlige investeringsfond enn Oljefondet som gjennomfører.

Funn framtidsutsikter

Funn viser at de største truslene mot statlige fonds eiendomsinvesteringer er renteøkning, tilgang til ”prime” eiendom innenfor eksisterende markeder, politiske- og demografiske, samt teknologiske endringer. Økning i e-handel gjør at flere aktører investerer i lager- og logistikk eiendommer knyttet til e-handel. Øvrige investeringstrender blant statlige fond med etablerte eiendomsporteføljer er allokering til spesifikke eiendomssektorer. Spesielt allokering til infrastruktur og ”miljøvennlig eiendom” som solcelle- og vindparker øker og er ettertraktet.

Sektorer som helse og undervisning, herunder sykehus, sykehjem og rehabilitering, studentboliger og -campuser er også etterspurt. Oljefondets mandat tillater ikke investering i denne type aktiva, selv om Oljefondet ønsker å investere i infrastruktur og bærekraftig eiendom.

Oppgaven konkludere med at Oljefondet er avhengig av å investere i ny markeder, les; Asia, og nye eiendomssektorer for å løse sitt investeringsmandat. Som følge av nedskalering i eiendomsinvestering i 2016, har fondet hatt en nedgang i eiendomsinvesteringer fra 3,1% i 2016 til 2,5% mars 2017. Etter mitt syn er at eiendomsinvestering i Asia, vil bidra til å snu den nedadgående trenden samt legger grunnlaget for økt eiendomsinvestering slik at man nærmer seg mandatet på 7%.

FORORD	5
SAMMENDRAG	6
INNHALDSFORTEGNELSE	9
Tabell-diagramoversikt	12
Oppgavens oppbygning og struktur	14
1. Innledning	16
1.1. Introduksjon	16
1.2. Bakgrunn for oppgaven	16
1.3. Aktualitet	17
1.4. Formål	17
1.5. Perspektiv	17
1.6. Problemstilling	18
1.7. Forskningsspørsmål	18
1.8. Avgrensing av problemstilling	18
2. Teori og litteratur	19
2.1. Statlige investeringsfond – hva er det?	20
2.2. Statlige investeringsfond – hvilke oppgave har de?	21
2.3. Statlige investeringsfond – hvem er de?	22
2.4. Statlige investeringsfond – opphavsland og bakgrunn	23
2.5. Statlige investeringsfond – kategorisering	25
2.6. Statlige investeringsfond – investeringsprofil	26
2.7. Statlige fond – åpenhet og transparens	27
2.8. Eiendom som investeringsobjekt	30
2.8.1. Leieinntekt = kontantstrøm	30
2.8.2. Eiendom nedskrives	30
2.8.3. Tilgang til eiendom er begrenset	30
2.8.4. Verdijustering	31
2.8.5. Eiendom – ikke likvid	31
2.8.6. Belåning av eiendom	32
2.8.7. Eiendom – sikring mot inflasjon	32
2.8.8. Sikring mot valutasvingninger	32
2.8.9. Eiendom er syklisk	33

2.9. Teori porteføljevaltning	34
2.10. Postmoderne portefølje teori for eiendomsinvesteringer	36
2.11. Oppsummering teori og litteratur	37
3. Metode	38
3.1. Definisjon	38
3.2. Kvantitativ og kvalitativ metode	39
3.3. Intervju	40
3.4. Litteraturstudie	41
3.5. Kvalitet i forskningen	42
3.6. Utvikling valg av metode for oppgaven	43
3.7. Valgte metode	44
3.8. Litteratursøk	45
3.9. Litteratursøk – norsk	46
3.10. Litteratursøk – Engelsk	47
3.11. Oppsummering metode	48
4. Funn	49
4.1. Litteratur oversikt – kategorisering av funn	49
4.2. Statlige investeringsfond – investeringsstrategi eiendom	50
4.3. Statlige fond – eiendomsinvestering	50
4.4. Statlige investeringsfond eiendomsinvesteringer - regionale forskjeller	52
4.5. Statlige investeringsfond – portefølje sammensetning	53
4.6. Statlige investeringsfond – vektning av eiendom	55
4.7. Statlige investeringsfond – investeringsstrategier eiendom	56
4.8. Investeringskriterier for eiendom – bransjenorm	57
4.9. Norges Bank Investment Management (NBIM) – ”Oljefondet”	58
4.10. Norges Bank Real Estate Management	58
4.11. Mandat	59
4.12. Oljefondets investeringsunivers	59
4.12.1. Muligheter	60
4.12.2. Begrensninger	60
4.13. Oljefondets investeringskriterier – eiendom	61
4.14. Oljefondets åpenhet – transparens	61
4.15. Investeringsstrategi	61
4.16. Oljefondet investeringspartnerne	63
4.17. Investeringskontor og handel- ”Globale byer”	64
4.18. Investering logistikk eiendommer	65

4.19.	Avkastning	65
4.20.	Oppsummering Oljefondet	66
5.	Drøfting	67
5.1.	Hvilke investeringskriterier har Oljefondet for eiendomsinvesteringer?	67
5.2.	Hvordan skiller Oljefondets eiendomsinvesteringer seg ifht til andre SWF	70
5.2.1.	Government Investment Corporation – GIC Singapore	70
5.2.2.	GIC – Investeringsstrategi	71
5.2.3.	GIC – Eiendomsinvesteringer	72
5.2.4.	Kuwait Investment Authority (KIA)	74
5.2.5.	Future Generations Fund (FGF) – Investeringsstrategi	74
5.2.6.	FGF – Investeringsstrategi eiendom	75
5.3.	Hvordan vil globale trender påvirke Oljefondets fremtidige eiendomsinvesteringer?	77
5.3.1.	Demografiske trender	80
5.4.	Hvilke strategi bør oljefondet velge for å kunne ivareta sitt mandat?	82
	Konklusjon	84
	Videre undersøkelser	86
	Refleksjoner	87
	Begrepsliste	88
	Referanser	89
	Internett kilder	92
	Vedlegg	93
Vedlegg 1	Definisjon/oversikt investeringsformål statlige investeringsfond	94
Vedlegg 2	Organisasjonsstruktur eiendomsinvesteringer - Oljefondet	95
Vedlegg 3	Mandat for forvaltning - Oljefondet	98
Vedlegg 4	Eiendomsportefølje - Oljefondet	111
Vedlegg 5	Strategidokument Oljefondet 2017-2019	126

Diagram oversikt

Figur 1 – Mindmap oppgavestruktur.....	17
Figur 2 - Sovereign Wealth Funds: More layers than an onion. Aquilera, Capapé, Santiso (2016).	20
Figur 3 - Graf historisk utvikling Statlige Investeringsfond.....	22
Figur 4 - Opprettelsestidspunkt Statlige investeringsfond.....	23
Figur 5 - Størrelse, opphavsland og ikke-/råvarer. www.swfinstitute.org.....	23
Figur 6 - Kart - Fordeling av Statlige investeringsfond 2015 (ESADEgeo SWF tracker 2015).....	24
Figur 7 - Tabell oljeproduserende land med Statlige investeringsfond.....	25
Figur 8 - Diagram investeringsprofil for Statlige investeringsfond (PWC market 2016).....	26
Figur 9 - Åpenhet og demokrati ranking statlige investeringsfond (PWC 2016).....	27
Figur 10 - Kriterier for åpenhet statlige investeringsfond - Linaburg-Maduell Transparency Index	27
Figur 11 - Rangering av åpenhet for Statlige investeringsfond. SWFI (2017).....	28
Figur 13 -Yield utvikling kontor, JLL (2016).....	31
Figur 14 - Riskio/avkastning - effekten av belåning i eiendomsportefølje. Arnott (2012).....	32
Figur 15 - Eiendomssyklus global kontormarked . CBRE (2016).....	33
Figur 16 - Eiendomssyklus globale byer - JLL (2016).....	34
Figur 17 – Teoretisk portefølje allokering. Markowitz (1952).....	35
Figur 18 - Kritikk av Markovitz - efficient frontier. Scott (2012).....	35
Figur 19 - Eiendom i en post-moderne portefølje . Souza (2014).....	36
Figur 20 - Begrensninger diversifiisering - moderne eiendomsportføljer. Souza (2012).....	37
Figur 21 - Metodeoversikt - kvantitative og kvalitativ metoder. Marhaug (2015).....	39
Figur 22 - potensiell intervju kandidater. Egen oversikt.....	41
Figur 23 - Kategorisering av kilder. Holme, Solvang (1996).....	41
Figur 25 - Oversikt litteratursøk - Norsk. Egen liste.....	46
Figur 26 - Oversikt litteratursøk - Engelsk. Egen liste.....	47
Figur 27 - Litteratur oversikt – Endelig Funn (Egen list).....	49
Figur 28 - Oversikt global eiendomsverdi. Savills.com (2016).....	50
Figur 29 - Andel av statlige investeringsfond som har investert i eiendom. Prequin (2016) ..	50
Figur 30 - Oversikt andel eiendomsinvestering ifht til fondets størrelse. SWF Review (2016)	51
Figur 31 - Statlige investeringsfond eiendomsinvesteringer ifht region. Prequin (2016).....	52
Figur 32 - Veien inn i eiendomsmarkedet.....	52
Figur 33 - Global Multi Asset Market Portfolio. Doeswijk, Lam og Swinkels (2014).....	54
Figur 34 - Regional oversikt over andel eiendom av total portefølje. (IPD.com 2014).....	55
Figur 35 - Statlige investeringsfonds eiendomsstrategier - egen figur etter Sharma, Jeon (2010)....	56
Figur 36 - Kriterier for globale eiendomsinvestering ,11 markedsvARIABLE. JLL (2015).....	57

Figur 37 - Definisjon markedsvariabler global eiendomsmarkder. JLL City Cobwebs (2015) .	57
Figur 38 - Organisasjonsstruktur Oljefondet. NBIM.no (2017)	58
Figur 39 - Oljefondets allokering. NBIM (2017)	61
Figur 40 - Eiendom Oljefondet UK 2010-15. NBIM (2016).....	60
Figur 41 - Eiendom Oljefondet USA 2013-15. NBIM (2016)	62
Figur 42 - Investeringsstrategi – adgang til eiendomsmarkedet.....	62
Figur 43 - Oljefondets investeringspartnere. NBIM (2017)	63
Figur 44 - Kart globale byer Oljefondets investeringsstrategi. NBIM (2016).....	64
Figur 45 - Kart over Oljefondets investering i logistikk eiendommer. NBIM (2016).....	65
Figur 48 - Spindelnev diagram investeringskriterier 30 byer - JLL (2016).....	69
Figur 49 - GIC Risiko/avkastning – aktivaklasser. GIC (2017).....	70
Figur 50 - Kart over GIC eiendomsinvesteringer. GIC.com (2017).....	71
Figur 51 - Aktivaklasser GIC. GIC.com (2016)	71
Figur 52 - Investeringsstrategi GIC. GIC (2016)	72
Figur 53 - Kart over GIC lokal kontor. GIC.com (2017)	73
Figur 54 - GIC investeringskategorier eiendom. GIC (2017).....	73
Figur 56 - Fremtidstrender for eiendomsinvesteringer. Egen oppstilling.....	77
Figur 57 - Markedsutfordringer forvaltning. Prequin (2016)	78
Figur 58 - Markedsyn på tilgang til eiendom. Prequin (2016).....	78
Figur 59 - Markedsutvikling for eiendom "Global Cities" JLL (2016)	79
Figur 60 - Demografiske megatrender - KPMG (2014)	80
Figur 61 - Kart over verdens største byer i 2030 - KPMG (2014).....	81

Oppgavens oppbygning og struktur

Oppgaven er strukturert med utgangspunkt i Olssons “Praktisk Rapportskriving” (2011), og er delt i 6 hovedkapitler, hvor hovedkapitlene har ytterlig underkapitler. Oppgaven har følgende hovedkapitler;

1. Innledning

Her presenteres av bakgrunn for oppgaven, aktualitet, tema og formål. I innledningen beskrives problemstilling, samt hvilke avgrensninger oppgaven legger til grunn.

2. Teori og litteratur

Oppgaven er en litteraturstudie hvor gjennomgang av litteratur er hovedaktiviteten. Jeg velger å følge (Olsson, 2011) og legger begreper og terminologi til teorikapittelet. I kapitlet presenteres teori og forskning om eiendomsinvestering, forvaltning av statlige investeringsfond, eiendomsinvestering i statlige investeringsfond. Teori om eiendom, eiendomsinvestering, statlige investeringsfond er svært omfattende. Teori er forsøkt begrenset til å være relevant ifht oppgavens problemstilling. Ettersom statlige investeringsfond og eiendomsfond ikke har vært en del av undervisningsfag er teori i svært liten grad hentet fra pensum. Litteraturen er strukturert etter traktprinsippet ved at jeg først ser overordnet på statlige investeringsfond, deretter på eiendom som investeringsklasse, for så å spisse teori og litteratur til eiendomsinvestering i statlige investeringsfond.

3. Metode

Her beskriver jeg hvordan jeg har tilnærmet meg problemstilling og hvilke metoder og fremgangsmåte som er benyttet for å besvare problemstillingen. Først presenteres de mest vanlige forskningsmetodene, deretter beskrivelse av min valgte metode; litteraturstudie og sammenstilling av informasjonssøk på internett.

4. Funn og analyse – Oljefondet og andre fond

Presentasjon av Oljefondets eiendomsstrategi sammenliknet mot funn hentet fra akademiske oppgave, statistikk, publiserte artikler fra fagmiljø, samt nasjonale og samt internasjonale organisasjoner. Kapitlet innleder med funn og forskning om eiendomsinvestering, forvaltning av statlige investeringsfond, eiendomsinvestering i statlige investeringsfond, samt framtidsutsikter for SIF. Sammenlikningen til Oljefondets eiendomsstrategi gjøres fortløpende underveis i kapitlet.

5. Drøfting og diskusjon

I dette kapitlet vil jeg drøfte forskningsspørsmålene i forhold funn fra kapitel 4. Her drøftes forskningsspørsmålene i forhold teori og litteratur, herunder analyse av Oljefondets eiendom strategi. Kapitlet vil også diskutere alternativ praksis, med sammenliknbare statlige investeringsfond.

6. Konklusjon

Kapitlet søker å konkludere problemstillingen.

7. Anbefaling for videre litteraturstudier.

Med utgangspunkt i de foregående kapitler gis det avslutningsvis anbefaling for hvilke tema som kan være interessant for videre studier rundt Oljefondets eiendomsstrategi, samt refleksjon over erfaringer fra oppgaven.

Oppgavestruktur – tidlig fase



Figur 1 – Oppgavestruktur tidligfase

1. Innledning

Her beskrives bakgrunn for oppgaven, aktualitet, tema og problemstilling, samt hvilke avgrensninger oppgaven legger til grunn.

1.1 Introduksjon

Norges Bank har med mandat fra Finansdepartementet som oppgave å forvalte Statens Pensjonsfond Utlandet, populært kalt Oljefondet. Fondet har som oppgave å forvalte overskudd fra den norsk olje og gassutvinning, og har anledning til å investere i utenlandske aksjer, obligasjoner og eiendom. Overskuddet kan heller ikke investeres i Norge eller norske selskap, men skal i sin helhet investeres internasjonalt. Fondet har investert i aksjer og obligasjoner siden oppstarten, men har kun investert i eiendom siden 2011. Oljefondet eiendomsinvesteringer har de siste 3 årene hatt en vesentlig større avkastning og vesentlig mindre volatilitet enn aksje- og renteinvesteringene. Oljefondets eiendomsstrategi har vært/er å kjøpe ferdigutviklede ”prime” eiendommer i forhåndsdefinerte ”global” byer ved å kjøpe seg inn eksisterende eiendomsporteføljer. Mandatet sier at oljefondets skal plassere inntil 7% av fondets investeringskapital i unotert eiendom. På kun 6 år er det investert ca. NOK100 mrd. i eiendom. Oljefondet har pr. 31.12.16 plassert ca. 3,1% i eiendom, dette har falt til 2,5% i mars 2017.

1.2 Bakgrunn for oppgaven

Ved tidspunktet for valg av tema for oppgaven, April 2016, uttalte Oljefondets sjef Yngve Slyngstad (Dagens Næringsliv, mars 2016), dette om dagens situasjonsbilde for oljefondets eiendomsinvesteringer ”jeg har begrenset entusiasme for eiendomsmarkedet nå”, ”...eiendomsprisene er blitt så høye at fondet må drøye med å kjøpe mer...”. Situasjonsbilde beskrives ytterlig i detalj i rapport avlagt av ekspertgruppen, (Stanton, Van Nieuwerburgh, De Bever) nedsatt av Finansdepartementet (2015), at “dagens verdivurderinger og risikonivå innen eiendom, særlig sentrale eiendeler i store byer, synes å være oppblåst sammenlignet med historisk prising. Vi anbefaler forsiktighet når det gjelder nye investeringer innen eiendom”. Videre sier (NBIM 2017) at økningen i oljefondets verdi de siste årene i skyldes styrking av den norske krone mot utenlands valuta.

1.3 Aktualitet

Disse uttalelsene gjør at jeg ønsker å gå dybden på Oljefondet investeringsstrategi for eiendom. Oljefondets størrelse og betydning for norsk økonomi gjør at forvaltning av fondet har stor nasjonale så vel internasjonal interesse.

1.4 Formål

Uttalelsene over gir inntrykk av at Oljefondets eiendomsstrategi kan ha en investeringsstrategi som begrenser investeringsaktiviteten ved konjunktur endringer i markedet, og dermed står i fare for å ikke å kunne oppfylle sitt investeringsmandat. Formålet med oppgaven er å undersøke Oljefondets eiendomsstrategien og om investeringsstrategien skiller seg fra bransjenorm hos tilsvarende statlige investeringsfond.

Oppgaven har som ambisjon å avdekke sterke og svake sider ved dagens eiendomsstrategi, både isolert sett for oljefondet, men også i forhold til tilsvarende statlige investeringsfond. Videre forventer jeg å avdekke trender i eiendomsmarkedet som har betydning for oljefondets fremtidige eiendomsinvesteringer og allokeringstrategi.

Metode; For å løse oppgaven har jeg av grunner som blir beskrevet i metode kapitlet valgt å gjennomføre et litteraturstudie. Litteraturstudie har gitt den nødvendig bredden til at oppgaven har fått den nødvendig relabilitet, validitet og generaliser barhet. Hovedtema i litteraturstudiet har vært, statlige investeringsfond, eiendomsinvestering, Oljefondet og statlige investeringsfonds eiendomsstrategier, herunder framtidutsikter for eiendomsinvesteringer, hvor litteraturen er kategorisert i 3 grupper.

1.5 Perspektiv

Videre er det ønskelig å undersøke eiendomsinvesteringer ifht global trender. Her er tema som grønt skifte, sustainability, e-commerce dagsaktuelle tema. Perspektiv til problemstillingen vil utvikle seg basert på funn fra litteraturstudiet, dokumentgjennomgang og intervjuene.

1.6 Problemstilling

Oljefondets investering i eiendom; har fondet den nødvendige eiendomsstrategi for å oppfylle sitt mandat?

Problemstilling bygger innledningsvis på min interesse for globale eiendomsinvesteringer. Oljefondet har ved Norges Bank mandat fra Finansdepartementet om plassering av oljefondetsmidler i eiendom (eiendomsstrategi). Oljefondets størrelse gjør at forvaltning av fondet har stor nasjonale interesse. Videre bygger problemstillingen på de overnevnte uttalelsene fra (Slyngstad 2016) og Stanton mfl (2016), og undersøke om fondets investeringsstrategi gjør at oljefondet ikke er i stand til oppfylle sitt mandat.

1.7 Forskningsspørsmål:

For å kunne besvare problemstillingen har jeg definert følgende forskningsspørsmål.

1. Hvilke investeringskriterier har Oljefondet for eiendomsinvesteringer, finnes det andre investeringskriterier i bransjen?
2. Hvordan skiller Oljefondets eiendomsinvesteringer seg ifht andre statlige investeringsfond?
3. Hvordan vil globale trender påvirker Oljefondets fremtidige eiendomsstrategi og -investeringer
4. Hvilke strategi bør oljefondet velge for å kunne ivareta sitt mandat?

1.8 Avgrensing av problemstilling

Oljefondet forvaltes av Norges Bank etter mandat fra Finansdepartementet. Den politiske styringen av oljefondet vil i begrense omfanget bli omtalt i denne oppgaven. Den politiske styringen, herunder etiske retningslinjer og overordnet forvaltningsstrategi vil være ett området for videre forskning. Siden oppstarten på oppgaven har store geopolitiske endringer i Europa og USA hatt påvirkning på Oljefondets eiendomsportefølje. Storbritannias vedtak om utmeldelse fra det europeiske samarbeidet i EU, har gitt store utslag både i eiendomsverdiene og valutakurser. Geopolitiske konsekvenser blir heller ikke undersøkt i detaljen i oppgaven. For 2016 melder Oljefondet en nedgang på 16% av verdien av eiendomsporteføljen. Teoridelen er forsøkt spisset og begrenset ifht oppgavens problemstilling. For å kunne gå enda mer i dybden om statlige investeringsfond generelt og Oljefondet spesielt er man avhengig av tilgang til bedre data. Ettersom tema ikke har vært en del av ett fag i denne masterutdannelsen er teori i liten grad hentet fra pensum.

2. Teori og Litteratur

Dette kapitlet omhandler litteratur og teori om forvaltning av statlige pensjonsfond investering i eiendom og danner grunnlaget for oppgavens analyse, funn og diskusjoner.

Litteratur og teori er hentet fra forskning-, diskusjonsnotater, statistikk og bransjepraksis.

Kapitlet begynner med presentasjon av statlige investeringsfond; historikk, formål og posisjon i markedet.

Videre presenteres teori og litteratur om eiendom som aktiva klasse, porteføljeteori, og eiendomsinvestering.

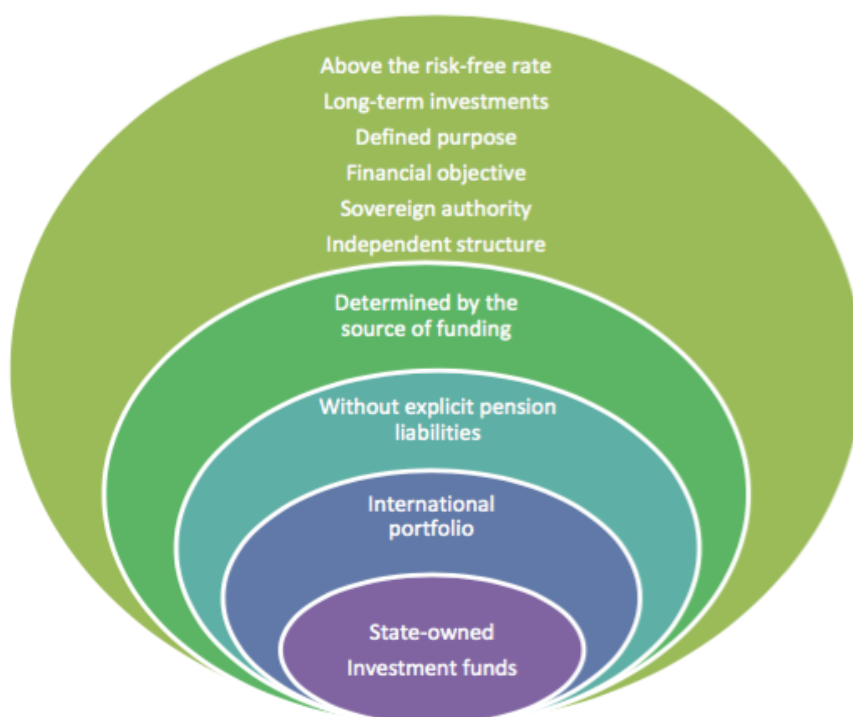
Avslutningsvis presenteres teori om statlige investeringsfonds eiendomsinvesteringer.

“...dagens verdivurderinger og risikonivå innen eiendom, særlig sentrale eiendeler i store byer, synes å være oppblåst («elevated») sammenlignet med historisk prising. Vi anbefaler forsiktighet når det gjelder nye investeringer innen eiendom...”.

(Stanton, Van Nieuwerburgh, De Bever) for Finansdepartementet (2015)

2.1 Statlige investeringsfond – hva er det?

Statlige investeringsfond (Sovereign Wealth Fund) er en betegnelse på statlige investeringsfond som har som oppgave å forvalte en stats eiendeler. Blundell-Wignall, Hui, Yermo (OECD 2008) definerer statlige investeringsfond som; *”a pool of assets owned and managed directly or indirectly by governments to achieve national objectives”*. Butt S. mfl. (2008) definerer statlige investeringsfond som investeringsfond som har sitt utspring fra *“...commodity export revenues or the transfer of assets directly from official foreign exchange reserves”*. Aguilera, Capapé, Santiso (2016) skriver at en gjennomgang av 30 akademiske analyser om statlige investeringsfond viser at kun 2 kjennetegn er felles for alle statlige investeringsfond.



Figur 2 - Sovereign Wealth Funds: More layers than an onion. Aguilera, Capapé, Santiso (2016)

Statlige investeringsfond omtales i analysen å ha 11 forskjellige kjennetegn. Dette illustreres i diagrammet over. Jo lenger ut i man kommer i diagrammet, desto færre ganger er kjennetegnet omtalt som definisjon på statlige fond.

Statlige fond har mange forskjellige kjennetegn, men fellesnevnerne som går igjen er at statlige fond er *...”state-owned and they are investment units”*. Videre finner de at ett flertall av statlige investeringsfond er fond med internasjonal portefølje uten pensjonsforpliktelser eller krav til årlig utbetalinger.

2.2 Statlige investeringsfond – hvilke oppgave har de?

Blundell-Wignall mfl. (2008) sier videre at Statlige investeringsfond ikke har en ensbetydende definisjon, men alle har som oppgave å “*diversify and improve the return on foreign exchange reserves or commodity (typically oil) revenue, and sometimes to shield the domestic economy from (cycle inducing) fluctuations in commodity prices*”. Denne oppgaven løses fortrinnsvis via utenlandske investeringer. Denne definisjon støttes av Urban (2011) som viser til Griffith-Jones, Ocampo (2008) sin beskrivelse av hvilke motiv statlige investeringsfonds har for etablering av fond. 4 hovedmotiv beskrives som;

1. *Wealth substitution motive*
2. *Resilient motive*
3. *Counter-cyclical motive*
4. *Self-insurance motive*

”**Wealth substitution motive**” er karakteristisk for land som generer store overskudd ved å utvinne ikke-fornybare råvare som olje og gass. Ved å flytte overskudd over i andre aktiva, markeder og valuta, søker man å redusere risiko ved diversifisering.

”**Resilient motive**” er karakteristisk for land som generer store overskudd fra produksjon av eksportrelaterte varer og tjenester. For å kunne ivareta konkurranseevnen, plasseres overskudd fra produksjonen i andre aktiva, markeder og valuta.

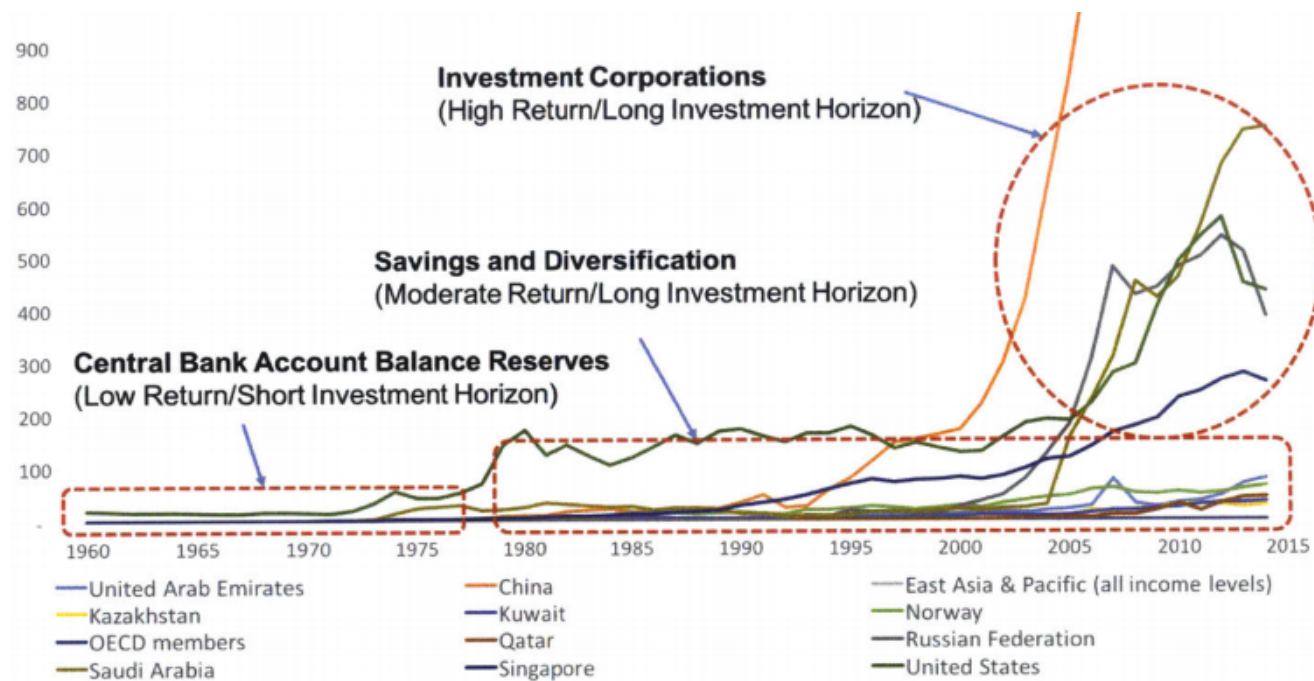
”**Counter-cyclical motive**” er karakteristisk for land som ved å plasser overskudd i utenlandske fond for å sikre seg mot valutasvingninger og inflasjon som følge av oppheting av egen økonomi.

”**Self-insurance motive**” er karakteristisk for land med høy markedsrisiko. Dette gjelder spesielt utviklingsland med ustabil politisk system og pengemarked. Behovet for å sikre tilgang til kapitalmarkedet gjør at land etablerer fond utenfor egen økonomi.

2.3 Statlige investeringsfond – hvem er de?

Statlige investeringsfond fikk først på 1990-tall sin oppblomstring og markedseksposering, til tross for at Kuwait allerede i 1953 som første land etablerte et statlig investeringsfond. Fondet ble opprettet med et kontor i London med formål om å forvalte overskudd fra landets oljeproduksjon og er et tidlig eksempel på klassisk ”Wealth Substitution Motive”.

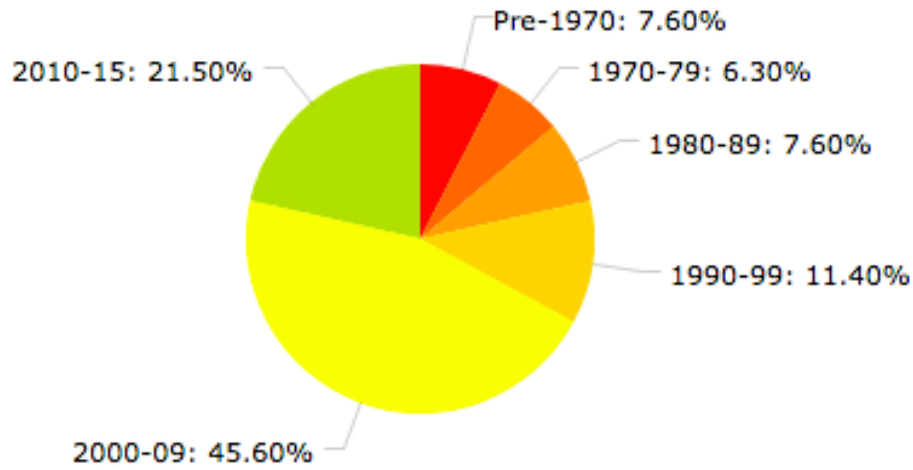
KPMG Sovereign Wealth Fund (2014) illustrerer utvikling i investeringsstrategi og verdi til Statlige fond med denne grafen;



Figur 3 - Graf historisk utvikling Statlige Investeringsfond

Grafen viser modningsfasene til statlige fond fra 60-tallet frem til i dag. På 60- og 70-tallet plasserte Kuwait som første fond sentralbank reserver. Fra begynnelsen av 80-tallet og frem til i dag har fond i tillegg til reserver også foretatt diversifisering i andre aktiva klasser.

Av grafen ser vi et skifte tidlig på 2000-tallet konsekvensen av at land som Kina, Norge og Saudi-Arabia skiller fond fra sentralbanken og danner investeringsfond med investeringsmandat. Denne utviklingen økt som følge av finanskrisen i 2008, hvor statlige investeringsfond kom i søkelyset som følge av at kinesiske og investeringsfond i Midtøsten tok en viktig rolle i å redde det vestlige banksystemet.



Figur 4 - Opprettelsestidspunkt Statlige investeringsfond

Diagrammet over viser hvilken økning det har vært i opprettelse av statlige investeringsfond. Oversikten viser at 45% av alle statlige investeringsfond ble opprettet i 10-årsperioden fra perioden 2000-09, og at 21% av alle fond ble opprettet i en 6-års periode fra 2010-15. Jo flere fond desto større konkurranse er det om spesielt eiendom. Dette har konsekvenser for Oljefondet som vi skal se senere i oppgaven.

2.4 Statlige investeringsfond – opphavsland og bakgrunn



Figur 5 - Størrelse, opphavsland og ikke-/råvarer. www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html

Oversikten fra The Sovereign Wealth Fund Institute viser fordeling mellom fond som har sitt opphav fra råvarer og ikke-råvare. Råvarer i denne sammenheng er olje og gass (rød). Vi ser at de største fondene er lokalisert i Midtøsten og i Norge. Fond markert med blått er ikke råvare basert.

Dette er asiatiske fond i Kina, Japan og Singapore med store handelsoverskudd fra eksport av industri og varer.



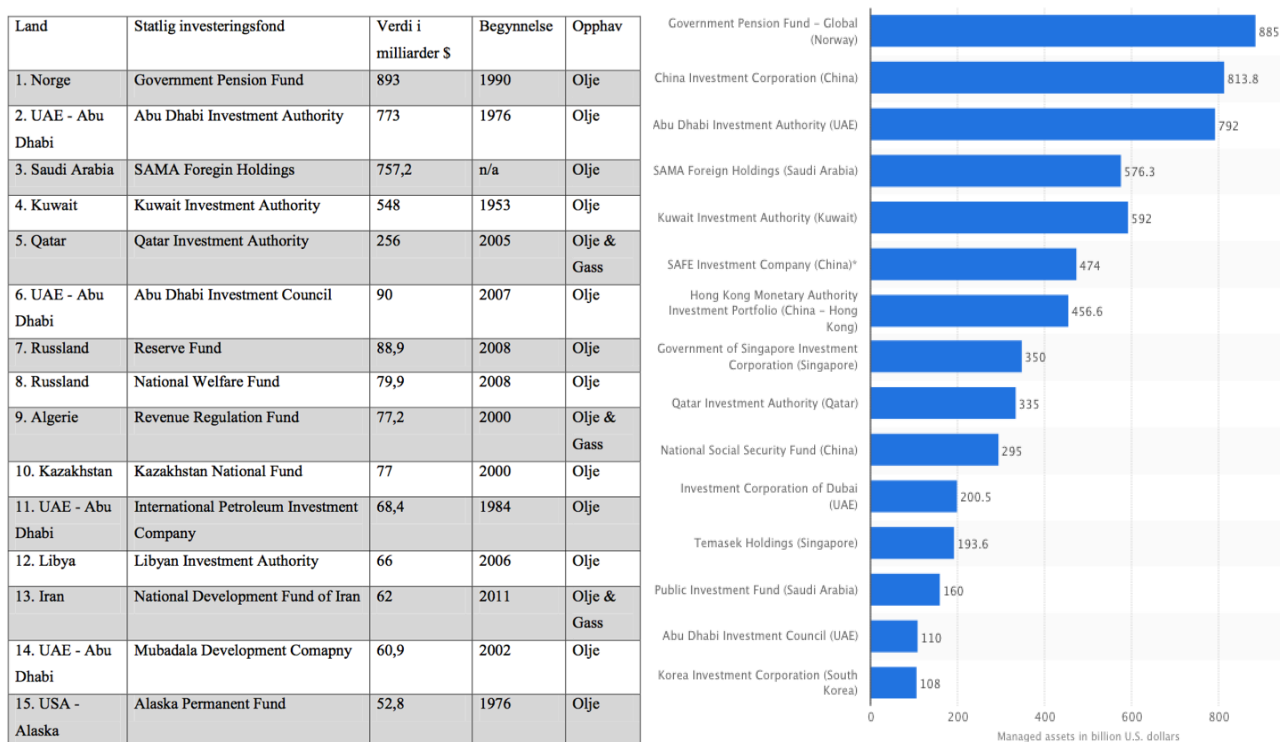
Figur 6 - Kart - Fordeling av Statlige investeringsfond 2015 (ESADEgeo SWF tracker 2015)

Blå ring = Fond etablert før 2010, (Hel blå = Medlem av International Forum for SWF.)
 Rød ring = Fond etablert 2010-2014, (Hel rød = Medlem av International Forum for SWF.)
 Gul ring = Land som vurderer å etablerer fond.

ESADEgeo SWF Tracker (2015) viser at det pr. 2015 er 92 aktive statlige investeringsfond, hvorav 32 er medlem av det internasjonale forum for statlige investeringsfond. Av 92 har 55 land etablert mer enn ett fond, en følge av behov for ytterlig diversifisering, samt nasjonale og regionale omveltninger. Norge, Kina og Midtøsten dominere både i størrelse og utvikling. Etablering av statlige fond har siden 2010 hatt en stor økning. 22 fond er etablert og flere afrikanske og latin-amerikanske land rik på råvarer, vurderer etablering av fond. Denne veksten i statlige investeringsfond har betydning for Oljefondet, ettersom etterspørsel om ettertraktede eiendomsobjekt øker.

2.5 Statlige investeringsfond - kategorisering

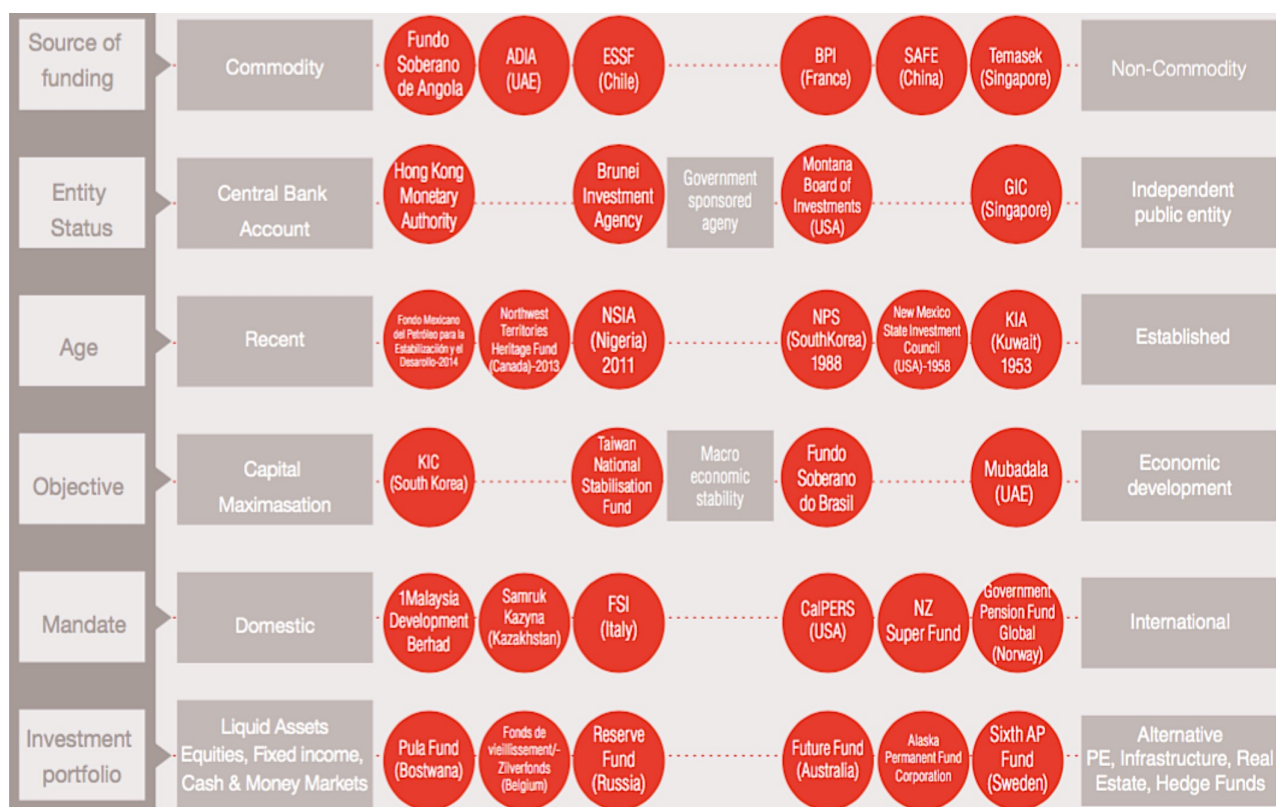
I forlengelse av hvilke motiv de enkelte land har for å opprette fond, kategoriseres Statlige investeringsfond som stabiliseringsfond, pensjonsfond, generasjonsfond, sparingsfond, utviklingsfond eller statsreserver. Aguilera, Capapé & Santiso (2016) De fleste etablerte fond har en struktur som holder seg innenfor en kategori, og i liten grad sprer investeringene utover flere sektorer. Land som utvinner olje og gass har uten unntak etablert statlige investeringsfond. I tillegg har eksportland med store handelsoverskudd i Asia etablert statlige investeringsfond.



Figur 7 - Tabell oljeproduerende land med Statlige investeringsfond

Formål med etablering av fond er avkastning, diversifisering og redusere sårbarhet i svingninger i råvarepriser. Dette løses ved å investere globalt i aksjer, obligasjoner, eiendom, infrastruktur, teknologi og råvarer. I tillegg til statlige investeringsfond, har også andre institusjonelle og private investeringsfond tilsvarende investeringsprofil.

2.6 Statlige investeringsfond – investeringsprofil



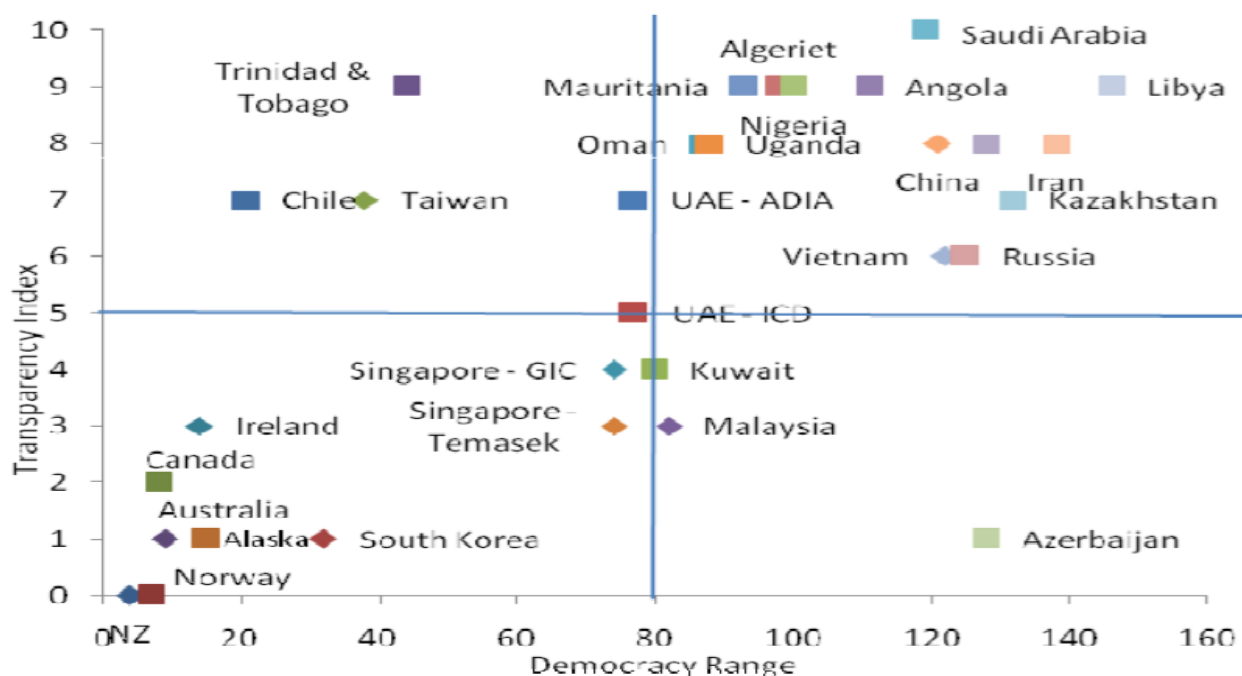
Figur 8 - Diagram investeringsprofil for Statlige investeringsfond (PWC market research centre 2016)

Statlige investeringsfond er mangehodet. PWC (2016) sier at fond ofte har flere investeringsmål, og at fond etterhvert beveger seg fra sitt opprinnelig investeringsmål til nye investeringsmål o forhold markedsutsikter. Dette kan skyldes nasjonale kriser, global finanskriser, samt krig.

Det kan være vanskelig å skille mellom statlige investeringsfond og tradisjonelle pensjonsfond, men hovedskille går typisk ved at tidshorisont for fondets forpliktelser (Baum&Harzel, 2012).

Pensjonsfond har på den ene siden løpende forpliktelser om utbetaling, mens statlige investeringsfond har som oppgave å forvalte statens petroleumsinntekter og kategoriseres primært som et generasjonsfond (Vedlegg 1). Vi skal senere se at Oljefondet ikke har direkte utbetalingsforpliktelser tilsvarende pensjonsfond, men at ”handlingsregelen” tillater at Stortinget årlig kan ...”bruk 3 prosent av fondskapitalen for å skape balanse i statsbudsjettet” (Garvik, 2017). Fond som i liten er underlagt utbetalingsforpliktelser er premissgivende for eiendomsinvesteringer, ettersom eiendom kategoriseres som il likvid, og er ett langsikt aktiva som passer best for investorer uten kortsiktig utbetalingsforpliktelser (Baum&Harzel 2012). Vi skal senere i oppgaven se at eiendom er spesielt egnet for generasjonsfond som Oljefondet.

2.7 Statlige fond – åpenhet og transparens



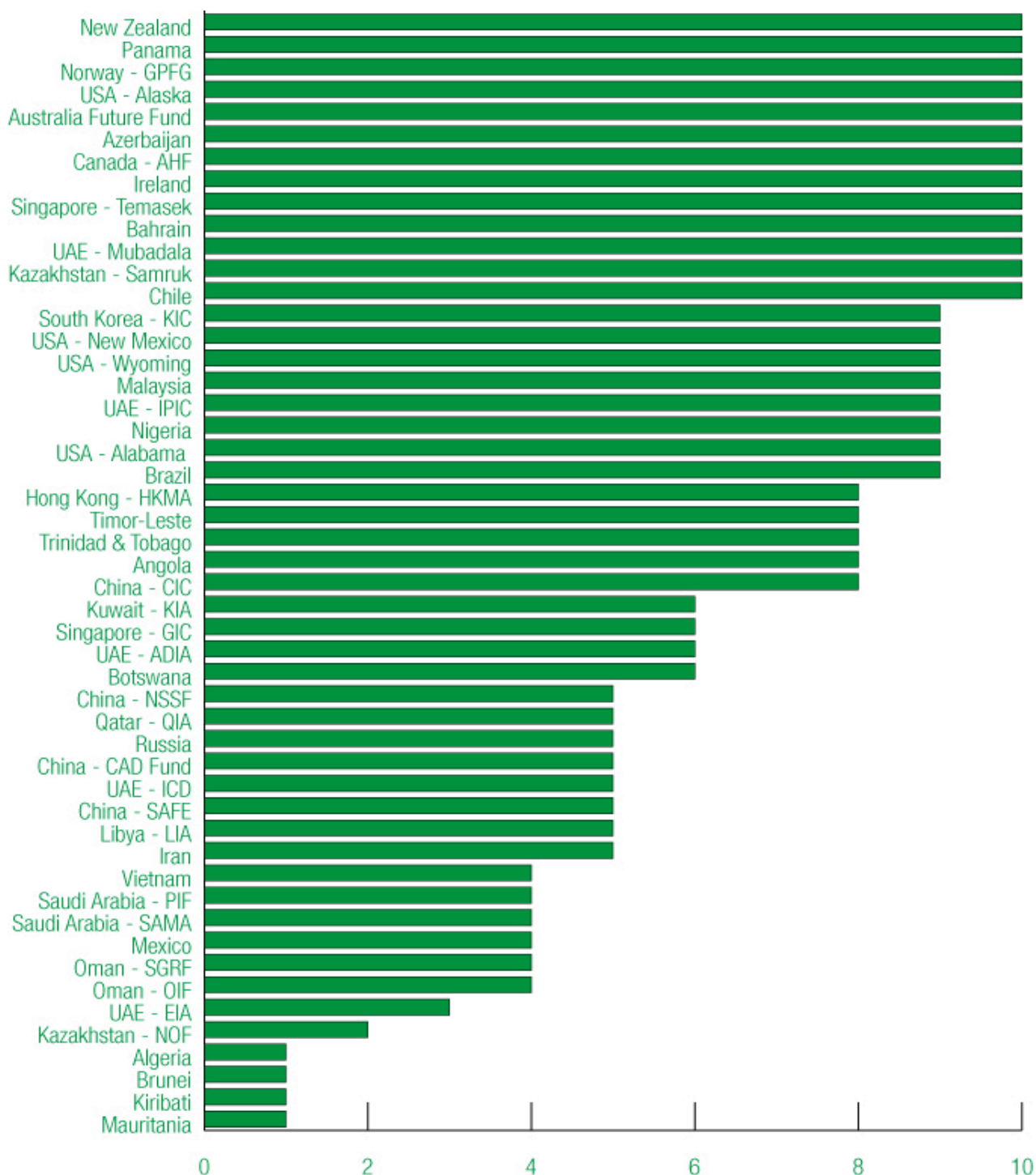
Figur 9 - Åpenhet og demokrati rangering statlige investeringsfond (PWC 2016)

Statlige investeringsfond har svært liten åpenhet rundt sin aktivitet og investeringer. Utfordringen med dette blir beskrevet i metoden delen. Oljefondet skiller seg vesentlig fra tilsvarende statlige fond når det gjelder åpenhet og transparens. PWC (2016) vurderer Norge og New Zealand som land med størst åpenhet, utviklet demokrati og styresett. På den andre siden av skalaen plasseres Saudi Arabia, Libya og Kina. Denne vurdering underbygges av den globalt anerkjente bransjeindeks for statlige investeringsfond "Linaburg-Maduell Transparency Index" (Linaburg 2009). The Sovereign Wealth Fund Institutes vurdering av fond er basert på en 10 punkts skala utarbeidet av Linaburg og Maduell. Kriteriene er;

Point	Principles of the Linaburg-Maduell Transparency Index
+1	Fund provides history including reason for creation, origins of wealth, and government ownership structure
+1	Fund provides up-to-date independently audited annual reports
+1	Fund provides ownership percentage of company holdings, and geographic locations of holdings
+1	Fund provides total portfolio market value, returns, and management compensation
+1	Fund provides guidelines in reference to ethical standards, investment policies, and enforcer of guidelines
+1	Fund provides clear strategies and objectives
+1	If applicable, the fund clearly identifies subsidiaries and contact information
+1	If applicable, the fund identifies external managers
+1	Fund manages its own web site
+1	Fund provides main office location address and contact information such as telephone and fax

Figur 10 - Kriterier for åpenhet statlige investeringsfond - Linaburg-Maduell Transparency Index

The Sovereign Wealth Fund Institutes anbefaler "...a minimum rating of 8 in order to claim adequate transparency...". (SWFI, 2017). Vi skal se senere at åpenhet er av stor betydning for Oljefondets tilgang til eiendom i de markedene de ønsker å gå inn i.

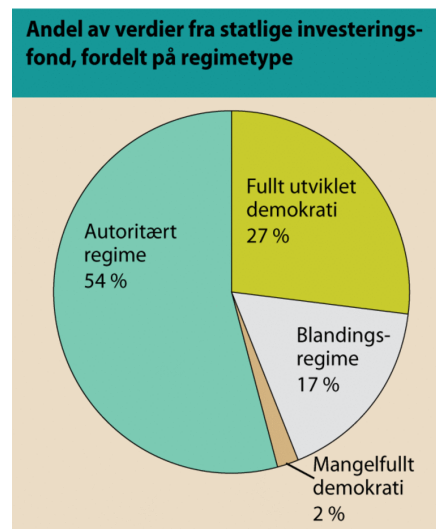


Figur 11 - Rangering av åpenhet for Statlige investeringsfond. SWFI (2017)

Oversikt ovenfor er siste tilgjengelig rangering Q1 2017, og viser varierende grad av åpenhet. Oversikt gir ingen klar regional forskjeller av typen øst mot vest, men viser at fond praktisere forskjellig grad av åpenhet, selv om de tilhøre samme land. Temasek og GIC, begge fra Singapore har forskjellig grad av åpenhet hhv. 10 og 6.

Manglende åpenhet har bidratt til en ”frykt for at statlige investeringsfond skal ønske å fremme nasjonale interesser, har bidratt til fremprovosere proteksjonistiske beskyttelse av egne næringer” (NUPI, 2012).

Gilson og Mailhaupt (2008) fremhever at det er to motstridende forhold som skaper denne frykten; ”State capitalism” og ”market capitalism”. Mens ”market capitalism” fremmer verdiskapning for individer og private selskap, fremmer ”state capitalism” verdiskapning for landet og regimer. Sverdrup (2016) viser til NUPI (2012) at over halvparten av alle statlige investeringsfond er autoritære regimer, og frykten for at fondene har politiske motiver er stor i den vestlige verden. Gilson og Mailhaupt (2008) mener denne frykten er overdrevet og at de fleste land som er ettertraktet for statlige investeringsfond har vedtatt regelverk som legger begrensninger for utenlandske oppkjøp.



Figur 12 - Oversikt statlige investeringsfond fordelt på regimetype. (NUPI 2012)

Europeisk land i EU har bl.a. innført regelverk som enten hindrer eller begrenser muligheten for utenlandske investeringsfond å investere i infrastruktur, råvarer og eiendom. Gilson og Mailhaupt (2008) sier videre at dette regelverket lett omgås ved at oppkjøp skjer ”...*acquisition of significant, but non- controlling, stakes in domestic companies by portfolio investors affiliated with foreign governments*” En slik indirekte investering er ikke underlagt regelverk om direkte investering. Mattoo og Subramanian (2008) støtter Gilson & Mailhaupt, ved å peke på 2 forhold som skaper frykt. Som Gilson og Mailhaupt, fremheves nasjonal sikkerhet som trussel fra utenlandske statlige fond, ettersom motiv for investeringene ikke alltid er tydelig. Johan, Gnill og Mauck (2013) finner derimot at statlige investeringsfond helst investerer i land hvor det liten grad har politisk forbindelser og historikk.

2.8. Eiendom som investeringsobjekt

Eiendom som investeringsobjekt skiller seg vesentlig fra aksjer og obligasjoner. Eiendom som aktiva klasse har flere egenskaper som gjør at de er spesielt interessant for statlige investeringsfond med behov for differensiert investering og risiko. Eiendom har følgende kjennetegn som avviker ifht aksjer og obligasjoner.

2.8.1 Leieinntekter = kontantstrøm

I motsetning til aksjer er kontantstrøm fra eiendomsinvesteringer og eiendomsverdi knyttet til leieavtale mellom huseier og leietaker. I motsetning til obligasjoner og aksjer er kontantstrøm fra eiendom "evigvarende" så lenge eiendommen er utleid. Kontantstrømmen indeksreguleres samt potensielt økes ved reforhandling av leieavtaler eller utskiftning av leietaker. Lengden på leieavtaler sikre forutsigbarhet for kontantstrømmen. Baum&Harzel (2012) sier at kontraktlengder i USA vanligvis er 3-5 år, som enten KPI reguleres, eller avtalt fast leie økning. På Europa, utenom UK, har leieavtalene kontrakts lengder på 3-10år, som indeksreguleres men ikke nødvendigvis 100% av KPI. Leiekontrakter i UK har typisk kontrakts lengder på 3-10 år, der de 3-5 første årene er fast uten KPI regulering, deretter KPI reguleres husleie kun opp. I de Asiatiske markedene er leieavtaler kortere med kun 2-3 års varighet. Dette reflekterer i hovedsak markedets volatilitet. Leiekontraktene er heller ikke indeksregulert. Fellesnevner for alle overnevnte markeder er det vanlig med omsetning/volums basert leiekontrakter med en minimums basisleie. Vi skal senere se på betydning av kontantstrøm for Oljefondet.

2.8.2 Eiendom nedskrives

Eiendom brukes og slites ned over tid. Det gjør at eiendom som aktiva nedskrives/avskrives iht. regnskapsmessig avskrivningsregler for bruk, alder, teknisk stand.

2.8.3 Tilgang til eiendom er begrenset

Det totale globale eiendomsmarkedet har anslagsvis en verdi på USD 217 trillioner. Av dette er anslagsvis "kun" USD 81 trillioner omsettelig (Savills.com 2016). Alle etablerte eiendomsmarkeder er regulert av nasjonale- og lokale bygningsmyndigheter. Eiendom er med få unntak kategorisert og regulert iht. reguleringsplan. Tiden det tar å møte ny etterspørsel og behov prises derfor inn i markedets eksisterende eiendom, jf. f.eks. "Rikspolitiske bestemmelser for kjøpesenter" i Norge, samt omregulering av kontoreiendommer til bolig i sentrale strøk.

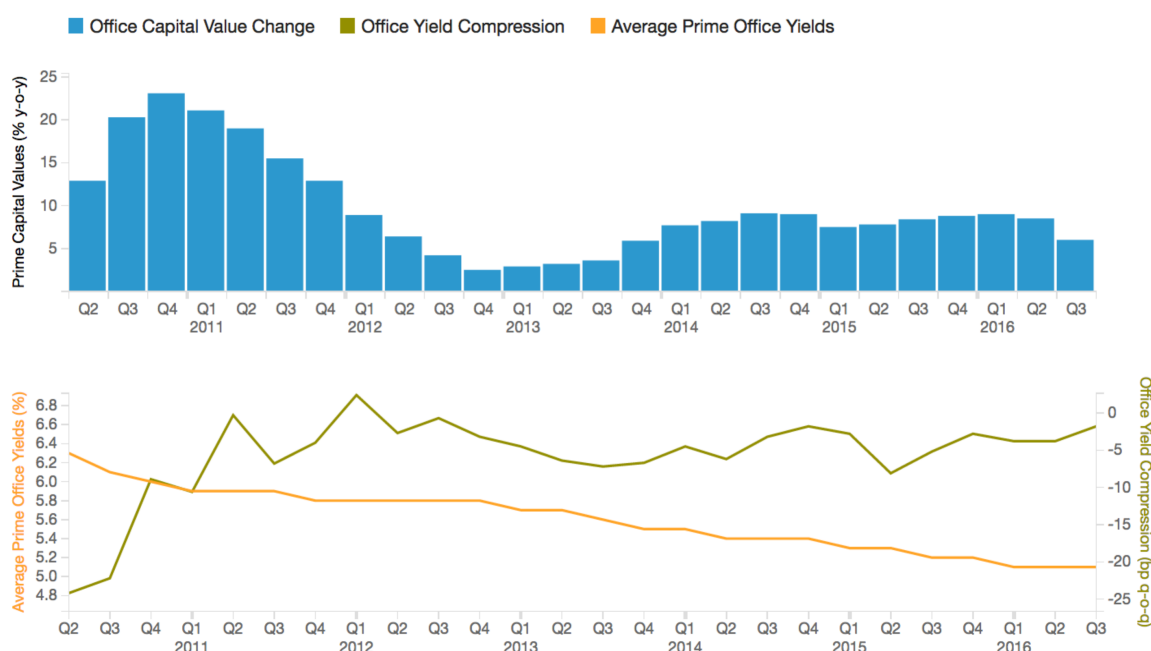
Planprosess, byggingen og ferdigstillelse av eiendom er kostnads- og tidkrevende og medfører begrenset tilgang på eiendom. Tilgang på eiendom varierer fra by til by og land til land. Dette legger begrensninger for eiendomsinvesteringer. Byer kan også ha varierende tilgang på eiendom

innenfor forskjellig bydeler og eiendomssegment, eksempelvis ”The City” og ”West End” i London for det er store forskjeller på muligheten for utvidelser og nybygg. (Dahl, 2017).

2.8.4. Verdijustering

Leiemarkedet og finansmarkedene er i kontinuerlig bevegelser og gir utslag i yield/avkastning. Endringer i finansmarkedet har en større og raskere påvirkning på eiendommens verdi enn endringer i markedspriser for eiendom. Større eiendomsselskap som foretar kvartalsvis verdjustering av egenkapitalen. Denne verdjusteringer foretas f.eks. i England av eksterne aktører, og for at det skal skje verdjustering kreves det ”proven evidence” (Dahl, 2017).

Office Capital Values and Yields



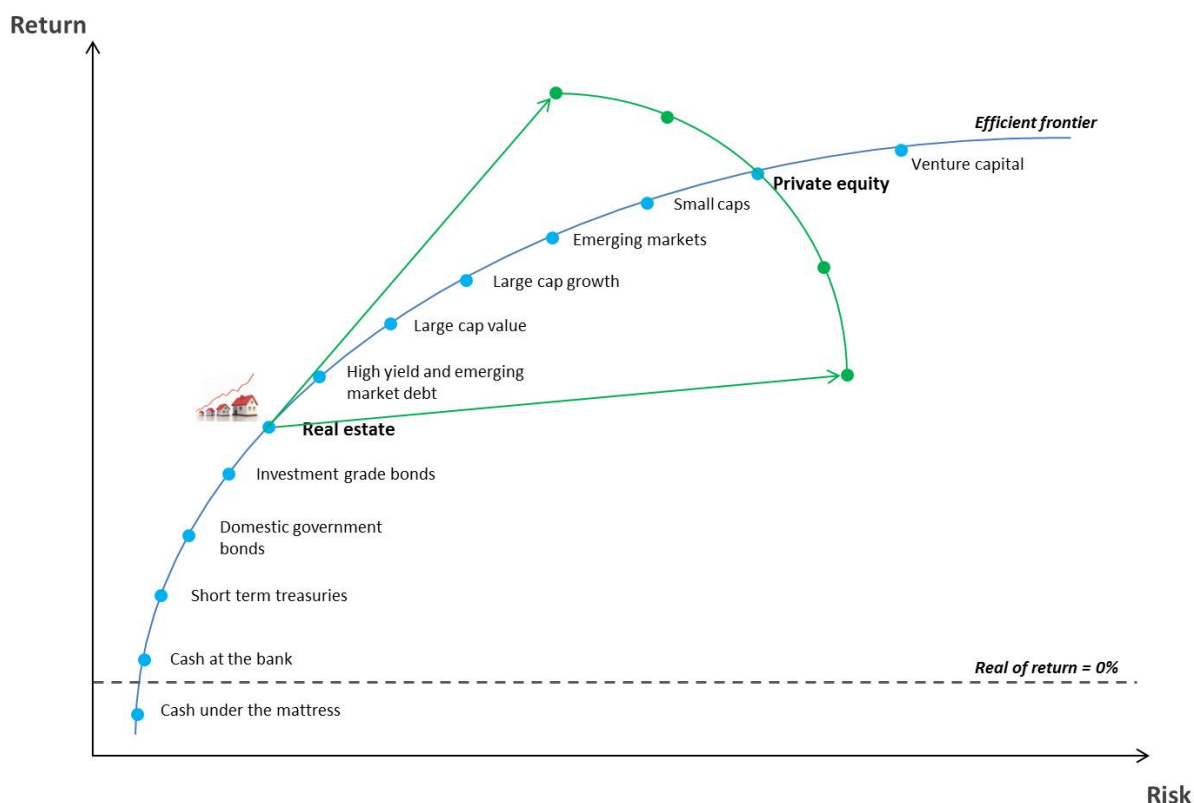
Figur 13 -Yield utvikling kontor, JLL (2016)

2.8.5. Eiendom – ikke likvid

Unotert eiendom er svært dyrt å omsette ifht øvrige aktiva som aksjer og obligasjoner. Kjøps- og salgsprosessen er tids- og kostnadskrevende, og det påløper både direkte og indirekte kostnader, samt evt. beskatning av gevinst avhengig av hvordan transaksjonen gjennomføres. I en eiendomstransaksjon er det heller ikke gitt hvilke pris man oppnår, og avstand mellom kjøper og selger kan innledningsvis være stor i motsetning til aksjer og obligasjoner hvor det kontinuerlig stilles priser.

2.8.6. Belåning av eiendom

Ved eiendomskjøp er det normalt å finansierer kjøpet med egenkapital + ekstern finansiering. Baum&Crosby (2014) sier at eiendomsporteføljer med 70% belåning, har en høyere avkastning på IRR enn en portefølje uten belåning. I tillegg sier de at ”jo høyere belåning desto høyere er risiko for at investor taper sin egenkapital.”



Figur 14 - Risiko/avkastning - effekten av belåning i eiendomsportefølje. Arnott (2012)

Robert Arnott (2012) underbygger dette ved å illustrere effekten av belåning. Den grønne kurven illustrerer effekten av belånt eiendomsportefølje. Porteføljer som ligger under den blå ”effektiv frontier” er ikke optimal, siden de ikke gir tilstrekkelig avkastning ifht risiko. Derfor er det nødvendig å effektivt organisere eiendomstransaksjonen med bruk av belåning slik at IRR avkastning står ifht risiko. Noen statlige investeringsfond belåner eiendomsinvesteringene, andre gjør det ikke.

2.8.7. Eiendom – sikring mot inflasjon

Leieinntekter indeksreguleres årlig iht. konsumprisindeks. Dette gjør at leieinntektene korrelerer med inflasjon. Inflasjonssikring er av et de overordnede investeringsmålene for statlige investeringsfond.

2.8.8. Sikring mot valuta svingninger

For nasjonale eiendomsinvesteringer er valuta sikring ikke relevant. Investering, finansiering og leieinntekter skjer vanligvis i lokal valuta, selv om en del aktører benytter valutalån som

finansiering av eiendom. For internasjonal eiendomsinvesteringer har valuta stor betydning ettersom kjøpesum og finansiering er utenlandsk valuta mens bokføring og verdivurdering skjer i nasjonal valuta. Valutasvingninger kan derfor ha en større påvirkning på underliggende eiendomsverdier, enn det endringer i leieinntekter og renteutgifter kan ha.

2.8.9. Eiendom er syklisk

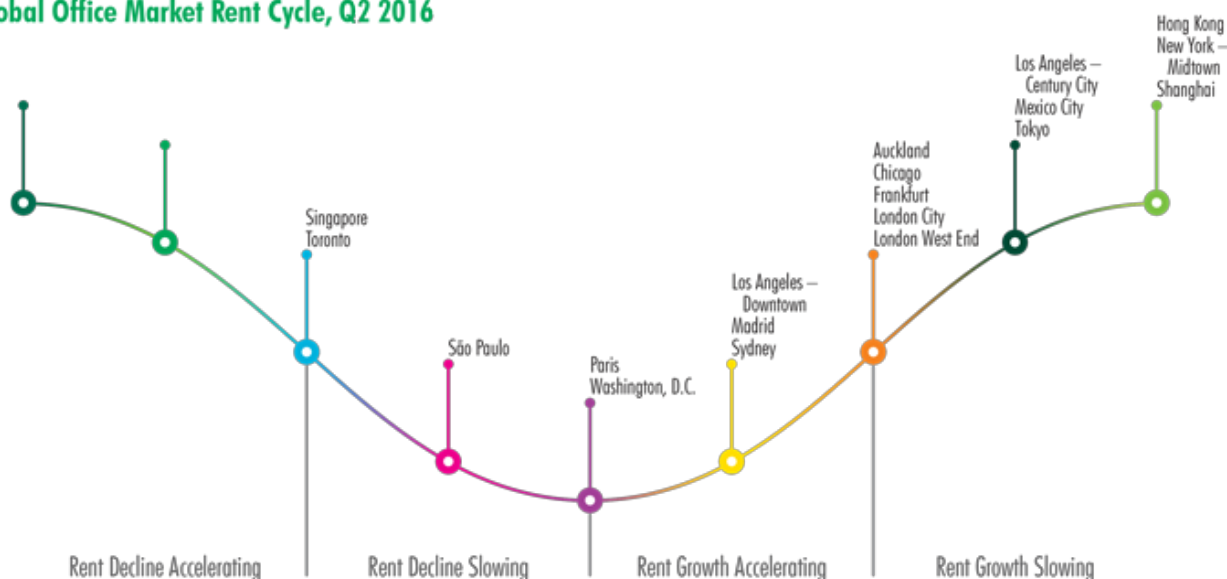
I motsetning til aksjer og obligasjoner viser statistikk at eiendom historisk sett er syklisk. Eichholz, Hoesli mfl. (1995) fremhever sammenhengen mellom markedstrender, byggeaktivitet, leienivåer og rentenivåer, som igjen påvirker yield og verdivurderinger. Barrars m.fl (1996) og Wheaton m.fl (1997) som definerer følgende sykliske svingninger i Londons kontormarked.

4-5 år "short cycles"	Klassiske markedssyklisk, basert på etterspørsel fra leietakere
9-10 år "long cycles"	Over supply av eiendom som følge av forventet trender /etterspørsel
20 år "long swings"	Endringer som følge av byutvikling
50 år "long waves"	Endring som følges av teknologisk utvikling.

I dag kategoriseres utviklingen i de globale eiendomsmarkedet i 4 forskjellige sykler.

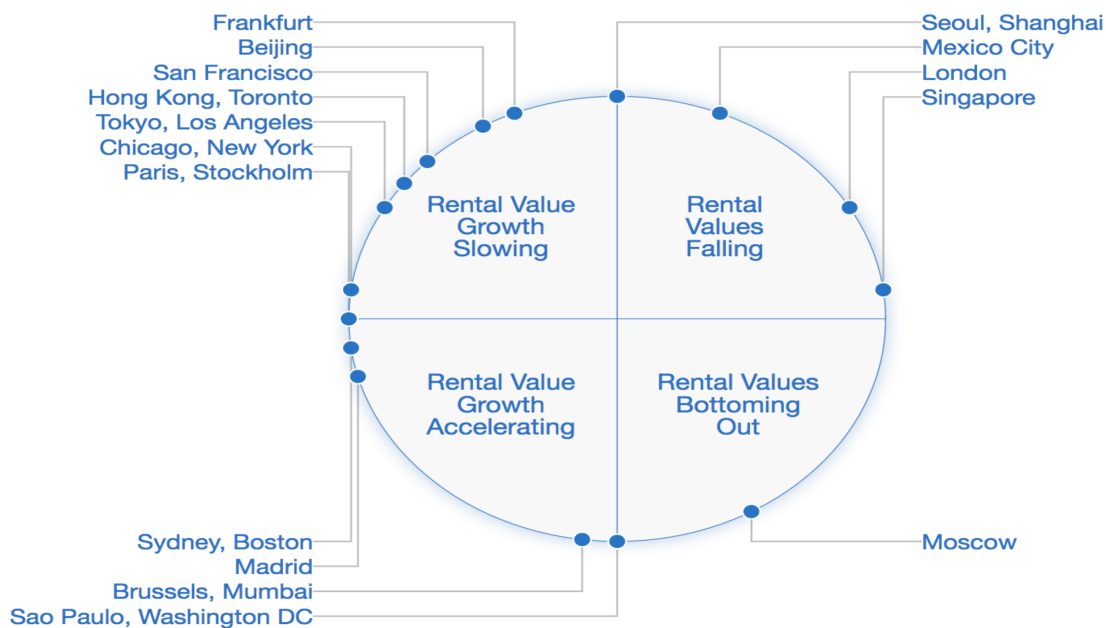
1. Økning i markedsleie
2. Avtagende vekst i leiepriser
3. Nedgang i leiepriser
4. Leiepriser bunner ut

Global Office Market Rent Cycle, Q2 2016



Figur 15 - Eiendomssykler global kontormarked . CBRE (2016)

CBRE (2016) viser sykler for leiepriser i det global kontormarkedet i Q2. 2016. I Hong Kong, sentrale deler av New York og Shanghai er i en avtagende pris sykle mens Paris og Washington DC plasseres i bunnen av pris sykle. Med få unntak, Toronto og Paris, bekrefter JLL (2016) CBREs utviklingen i eiendomssyklus i det globale kontormarkedet med vurderinger for Q3. 2016.

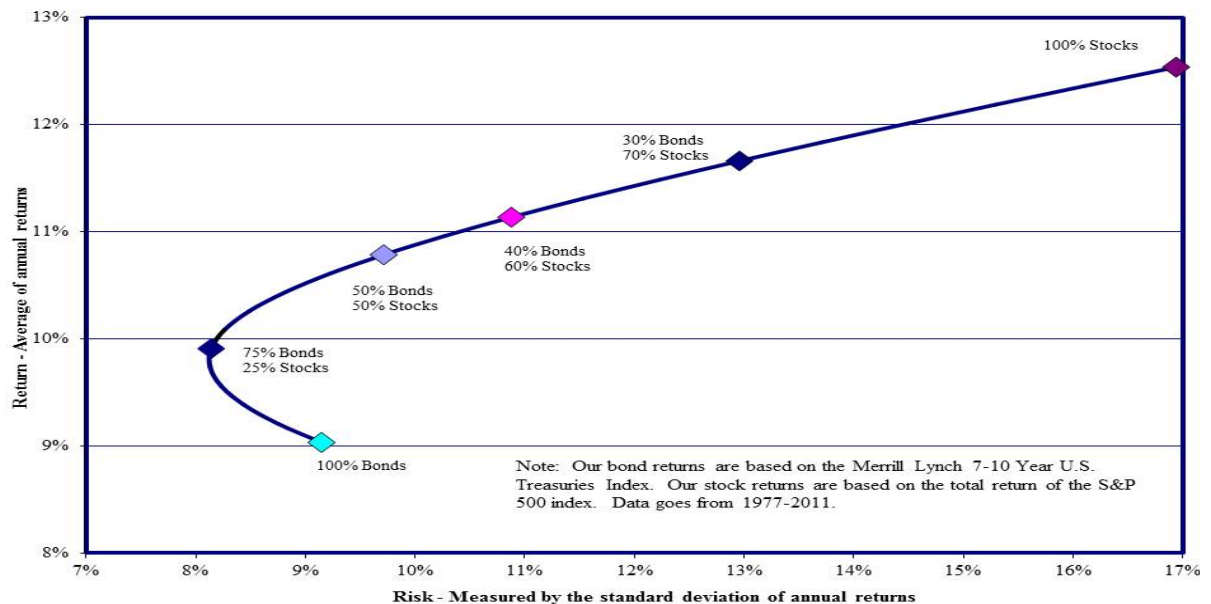


Figur 16 - Eiendomssyklus globale byer - JLL (2016)

Oversikten viser ingen klare tegn på at markeder i samme regioner følger de samme syklene. Dette viser at globale byer lever i sine egne sykler og underbygger behovet for å skille mellom at sykler varierer fra marked til marked. JLL (2016) underbygger dette i sin oversikt for 3.kv 2016. Konsekvensen av geopolitiske endringer kan påvirke eiendomssyklusene i markedet det

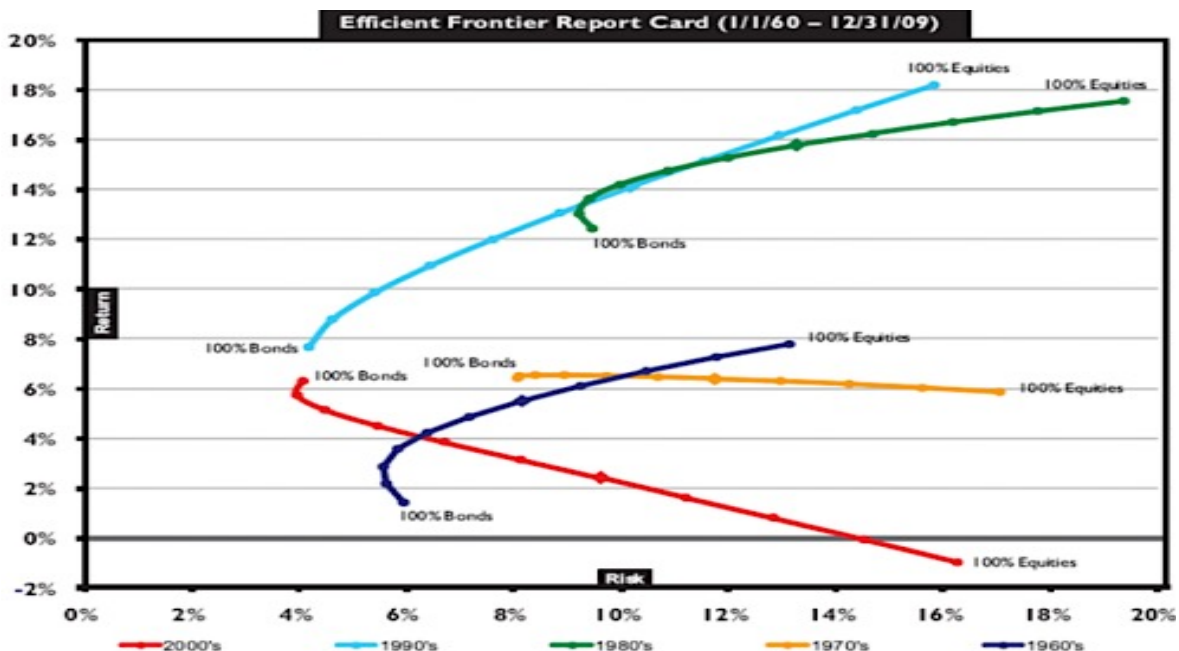
2.9 Teori porteføljevaltning.

Ved allokering og diversifisering av aktiva benyttes porteføljeteori. Porteføljevaltning er meget kompleks og jeg vil kunne se på overordnet teori. Moderne porteføljeteori ble først beskrevet av Markowitz (1952) der han gjennom sine studier så på effekten av ”..risiko, avkastning, korrelasjon og diversifisering” i forskjellig investeringsporteføljer. Markowitzs utgangspunkt er at investorer har følgende målsetning; ”..achieve a positive expected return by investing in the safest possible portfolio..” (Duggan 2016).



Figur 17 - Teoretisk portefølje allokering. Markowitz (1952)

Markowitz demonstrerte at investeringsporteføljer ikke bør bestå av homogene aktiva, men at målsetning om høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko oppnås best ved blandede aktiva. Betydningen av dette har for Oljefondet skal vi komme tilbake til senere i oppgaven. Markowitz definerer "The Efficient Frontier" som det optimale forhold mellom avkastning og risiko. Optimal diversifisering i blandede aktiva klasser (aksjer & obligasjoner) fremkommer i grafen over.

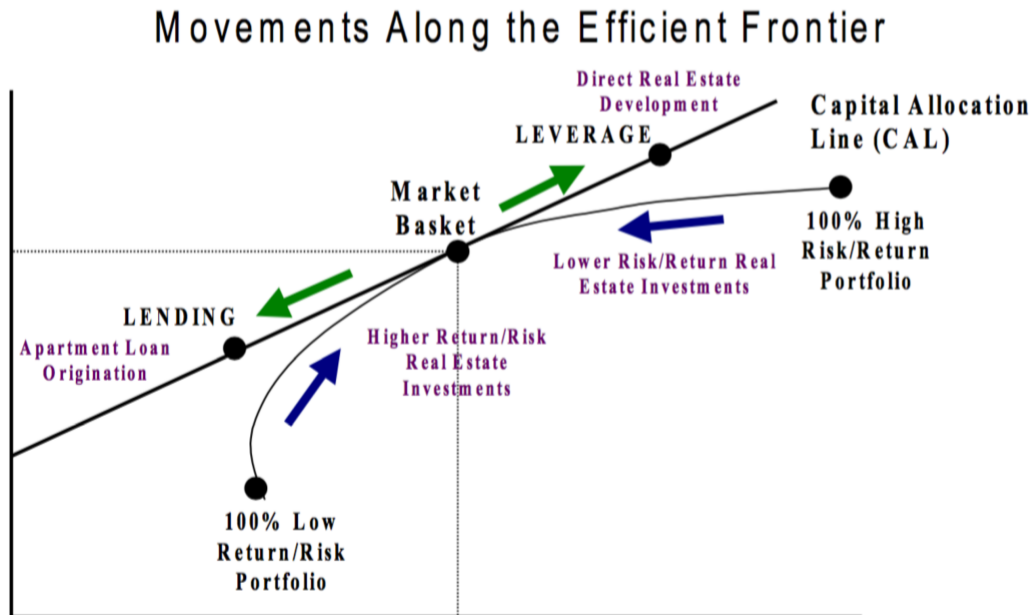


Figur 18 - Kritikk av Markowitz - efficient frontier. Scott (2012)

Markowitz kurveteori legger til grunn at markedet alltid er i ekvilibrium. Scott (2010) derimot viser at "efficient frontiers" for aksjer og obligasjoner siden 60-tallet ikke underbygger Markowitz funn. Avkastning for 60-, 80- og 90-tallet underbygger Markowitz teori, mens 70- og 2000-tallet avviker fra Markowitz teorier.

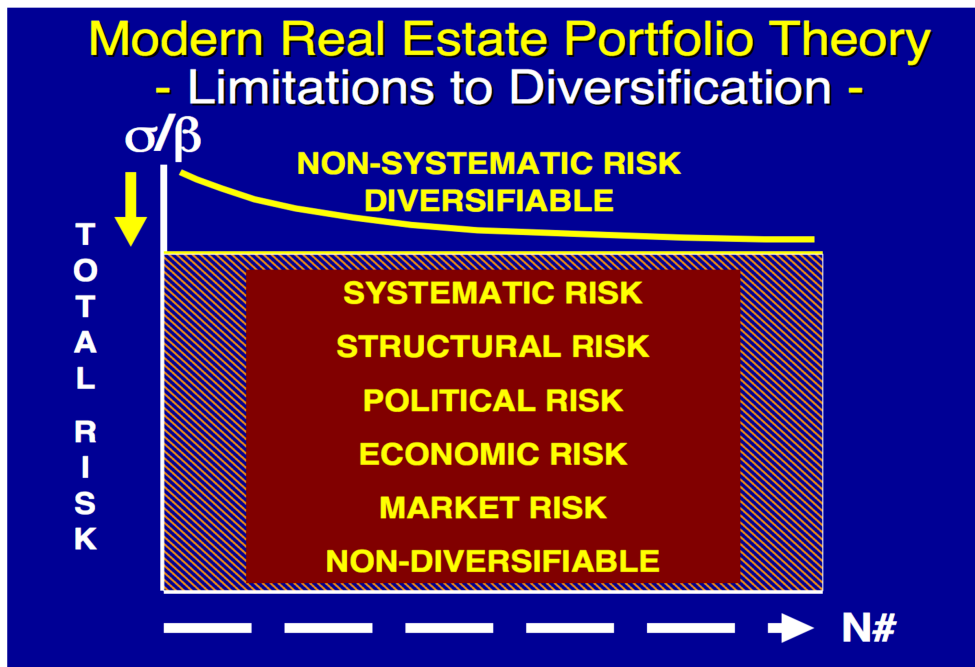
2.10 Post-moderne portefølje teori for eiendomsinvesteringer

Souza (2014) bygger videre på Markowitz sitt arbeid og plasserer eiendom langs effektivitetskurven. Souza viser at jo høyere porteføljen er belånt og grad av direkte investering i eiendom jo høyere er avkastningen.



Figur 19 - Eiendom i en post-moderne portefølje . Souza (2014)

Souza (2015) plasserer eiendom langs ”the efficient frontier” og argumenterer for at lav belåning/risiko gir lav avkastning og motsatt, høy belåning/risiko gir høyere avkastning. Dette er ett interessant felt for Oljefondets eiendomsstrategi ettersom de ikke belåner eiendomsinvesteringene de gjør.



Figur 20 - Begrensninger diversifisering - moderne eiendomsporteføljer. Souza (2012)

Souza (2015) viser samtidig til følgende begrensning ved diversifisering i moderne eiendomsporteføljer. Han sier at det er kun usystematisk risiko som kan diversifiseres. Markedsrisiko, makro økonomisk risiko, politisk risiko, strukturell og system risiko mener han at man ikke diversifiseres bort. Denne risiko vil alltid være tilstede uansett om portefølje er diversifisert eller ikke. Porteføljeteori er ett tema som anbefales å undersøke videre.

2.11 Oppsummering teori og litteratur

Vi har i dette kapitlet først sett på hva som kjennetegner statlige investeringsfond. Her fremkommer det at fond kommer i mange type strukturer og med forskjellige investerings motiv. Vider finner vi at det mange trekke som kjennetegner statlige fond, med nå få klare likhetstrekk som er til felles for alle fond. Statlige investeringsfond er relativt ung fondsstruktur, men som på kort tid har fått svært dominerende rolle i global finansmarkedet. Åpenhet og transparens varierer fra fond til fond, der manglende åpenhet ofte oppfattes som en trussel av land hvor utenlandske fond investerer.

Vi har også sett på hva som kjennetegner eiendom som aktiva klasse. Vi ser at eiendom som aktiva avviker fra aksjer og obligasjoner, og har en viktig rolle i sammensatt investeringsportefølje. Eiendom egner seg godt for investorer med lovpålagte utbetalingsforpliktelser, og da spesielt statlige investeringsfond med langsiktig investeringshorisont.

Vi kommer tilbake til teori og litteraturen i kapitel 5. Drøfting.

3. Metode

Formålet med dette kapitlet er å beskrive hvordan jeg har gått frem for å svare på oppgavens problemstilling. Her beskriver jeg hvordan jeg har tilnærmet meg problemstilling og hvilke metoder og fremgangsmåte som er benyttet for å besvare problemstillingen.

3.1 Definisjon

Dalland (2012) definerer metode som *”en fremgangsmåte, et middel til å løse problemer og komme frem til ny kunnskap. Et hvilket som helst middel som tjener formålet, hører med i arsenalet av metoder”*. Halvorsen (2008) sier at *”Metode er læren om å samle inn, organisere, bearbeide, analysere og tolke data om virkeligheten på en så systematisk måte at andre kan kikke oss i kortene”*

Først presenteres de mest vanlige forskningsmetodene, deretter beskrivelse av min valgte metode. Metode har som oppgave å legge rammen for at forskningen som utføres besvarer forskningsspørsmål, Larsen (2007).

Jacobsen (2005) definerer 4 tilnærminger for fremgangsmåte;

1. Intensiv tilnærming – gå i dybde
2. Ekstensive tilnærming – gå bredde
3. Beskrivende tilnærming
4. Forklarende tilnærming

Jacobsen (2005) beskriver videre at *”det ene opplegget ikke er bedre enn det andre, men de egner seg til å belyse ulike problemstillinger.”* Hvilke type problemstilling og hvilke forskning som skal utføres vil bestemme hvilke retning man må/bør velge.

3.2 Kvantitativ og kvalitativ metode

Hovedretningene for valg metode er vanligvis kvalitative eller kvantitative metoder.

Marhaug (2015) har laget denne oversikten hvor han sammenlikner kvantitative og kvalitative metoder;

	Kvantitative metoder	Kvalitative metoder
Problemstilling	Spørsmål og hypoteser	Spørsmål og temabeskrivelser
Enheter og variabler	Bredde: få opplysninger om mange enheter	Dybde: mange opplysninger om få enheter
Innsamlingsmetoder	Systematisk og strukturert (faste spørsmål i samme rekkefølge). Eks. spørreskjema	Ustrukturert (eller mindre strukturert). Eks. uformelle intervjuer
Presentasjon av data	Tall i form av tabeller og figurer	Illustrasjoner ved sitater
Arbeidsform	Forholdsvis liten fleksibilitet. Arbeider med fasene nokså adskilt.	Stor fleksibilitet. Fasene er ikke så adskilte, det er ofte slik at utviklingen av problemstillingen, datainnhenting og analysen foregår til dels samtidig i flere runder.
Nytte	Kan generalisere.	Kan ikke generalisere, men undersøkelsen har overførbarhet.
Type informasjon	Kan sammenligne. Systematisk klassifisering og opptelling av noen utvalgte egenskaper.	Helhet og fullstendighet, ønsker å se mønster i helheten og egenskaper.
Mål ved undersøkelsen	Ønsker å forklare.	Ønsker å oppnå forståelse.

Figur 21 - Metodeoversikt - kvantitative og kvalitativ metoder. Marhaug (2015)

Marhaug (2015) viser i sin oversikt forskjellene mellom kvantitativ og kvalitativ metode, og hva som skiller mellom disse metoden og hvilke metodene. Problemstilling og forskningsspørsmålene i min oppgave, samt de øvrige kriteriene i oversikten, kolonne 1, henleder mot at oppgaven bør løses med kvalitative metoder, dersom jeg klarer å få tilgang til relevante intervjuobjekt som kan gi dybde informasjon om Oljefondet.

Kvantitative undersøkelser vil i bli benyttet, dersom jeg ikke får tilgang til intervjuobjekt og heller vil ha en men ettersom utgangspunktet for problemstillingen bl.a. er knyttet til høy pris og lav avkastning på eiendomskjøpene vil kvantitative metoder rundt statistikk og markedsdata også ble utført i analyse delen av oppgaven.

3.3 Intervju

Både kvantitative og kvalitative metode legger opp til bruk av intervju og spørreskjema som innsamlingsmetode.

Lilledahl (2001) sier at man kan legge opp til bruk av 3 ulike typer intervju:

1. *I et USTRUKTURERT intervju har man et på forhånd gitt tema, men spørsmålene tilpasses den enkelte intervjusituasjon.*
2. *I et STRUKTURERT intervju har man i forveien fastlagt både tema og spørsmålsformuleringer.*
3. *Den vanligste typen intervju (ofte bare kalt kvalitativt intervju), er HALV-STRUKTURERT. Denne typen forutsetter en intervjuguide som utgangspunkt for intervjuet, mens spørsmålsstilling, tematisering og rekkefølge kan varieres. Man pendler frem og tilbake.*

Dybdeintervju av nøkkelpersonell i Oljefondets eiendomsavdeling, forfattere av strategidokumentet (Stanton mfl., 2015) samt eksterne kompetente fagmiljø er det optimale kildene for oppgaven. Medarbeiderne i Oljefondet som har utarbeidet NBIMs diskusjonsnotat 1 og 2/2015, er også svært interessante intervjuobjekt. Diskusjonsnotatene analysere Oljefondets eiendomsinvesteringer nåværende situasjon og framtidsutsikter for fondet.

I en evt intervjusituasjon vurderer jeg halvstrukturert intervjutype som den mest hensiktsmessig. Som Lilledahl (2001) fremhever; halvstrukturert intervjuet gir fleksibilitet i den grad at man kan ta tema litt som det faller seg og at man derved får mer ut av intervjuobjektet. Intervjuobjektene forventes videre primært å respondere med subjektive oppfatninger, sekundert objektiv. Variasjon i bakgrunn fra intervjuobjektene krever til en hvis grad fleksibilitet i intervjusituasjonen. Med halvstrukturert intervjutypen vil man kunne tilpasse intervjuet ifht til svarene man får underveis.

Intervju av toppledelsen og forvaltere i Oljefondets eiendomsavdelingen er etter min mening den foretrukne metoden for å få den nødvendig dybdeforståelse av oljefondet. Bruk av kvalitative metode vil krever tilgang til nøkkelpersonell i fondet. Utvalget består av nøkkelpersonell hos Oljefondet, samt rådgivere rundt fondet.

Potensielle intervju kandidater	Kontaktform	Rolle	Stilling	Firma	Land
Karsten Kallevig	Eget nettverk	Sjef eiendomsinvest...	CEO	NBIM	Norge
Nina Hammerstad	Eget nettverk	Investeringsjef eien...	CIO	NBIM	Norge
Lars Dahl		Chief Risk Officer Re...		NBIM	Norge
Ole Christina Bech-Moen		Chief Investment Off...		NBIM	Norge
Øyvind Schanke		Chief Investment Off...		NBIM	Norge
Morten Kampli		Head of Europe - Re...		NBIM	Norge
Richard Stanton	Via NTNU?	Forfatter ekspertrap...	Professor	University of Berkeley	US
Alan Meakin	Ingen - cold calling	Samarbeidspartner ...	Investment Strategy ...	The Crown Estate tr...	UK
Halvor Hoddevik	https://www.linkedin...	Rådgiver til Siv Jens...	Rådgiver til Siv Jens...	RANN	Norge
Richard Priestley	Ingen - cold calling	Rådgiver til Siv Jens...	Rådgiver til Siv Jens...	BI-Norge	Norge
Stijn Van Nieuwerburgh	Ingen - cold calling	Forfatter ekspertrap...	Professor	NYU	US
Leo de Bever	Ingen - cold calling	Forfatter ekspertrap...	ex. CEO AIMCo	AIMCo	US

Figur 22 - potensiell intervjukandidater. Egen oversikt

3.4 Litteraturstudie

Øvern (2014) og Walker (2015) referer til Aveyard (2014) som beskriver ett litteraturstudie som *”the comprehensive study and interpretation of literature that relates to a particular topic.*

Litteraturstudie om Oljefondets eiendomsstrategi defineres som et ”particular topic”.

I et litteraturstudie studerer og analyserer man tilgjengelig kildemateriell. En kilde er *”et dokument som er forfattet med en bestemt hensikt og innenfor en gitt kontekst, som ikke bare gjenspeiler forståelse og kunnskap som var rådende i opphavssituasjonen, men også den hensikt kilden var ment å tjene”* Alvheim (2015).

Holme, Solvang (1996) understreker viktigheten av å ha klart for seg hvilke type dokumentasjon man bygger forskningen på, og ikke minst ”den tidshistoriske situasjonen” kilden er blitt til, og at det vil være vanskelig å forstå betydningen av kilden dersom man ikke kan tidfeste den.

Holme, Solvang (1996) kategorisering først kildene som Kognitiv og Normativ, der Kognitive kilder defineres som berettende kilder, mens Normative kilder defineres som vurderende kilder.

	Fortidsrettet	Fremtidsrettet
KOGNITIV	Berettende	Forutsigende
NORMATIV	Vurderende	Programmatisk

Figur 23 - Kategorisering av kilder. Holme, Solvang (1996)

De fremhever at en kilde aldri kun er det ene, men en blanding av de to der den ene dominere mer enn den andre. Videre defineres kildene som enten ”fortidsrettet” eller ”fremtidsrettet”. Her viser Holme, Solvang (1996) til ”...tidspunktet kilden ble opprettet på” har avgjørende betydning for kildens relevans. En kilde som er fortidsrettet er i hovedtrekk enten Berettende eller Vurderende. Mens en fremtidsrettet kilde vil være Forutsigende eller Programmatisk dvs. ”gi uttrykk for visse ønsker eller retninger for fremtiden”.

Et litteraturstudie om Oljefondets eiendomsstrategi vil kunne ha som målsetning å undersøke og analysere oljefondets strategi opp mot etablerte praksis for eiendomsinvestering for tilsvarende statlige investeringsfond. Litteraturstudier vil også kunne undersøke hvordan bransjen ser på framtidsutsiktene for eiendomsinvesteringer, og om Oljefondet ser andre utsikter enn sine konkurrenter.

Dersom litteraturstudie velges som metode er det avgjørende å gå i bredden, innhentet informasjon fra flere uavhengige kilder, nasjonalt og internasjonalt. Statlige investeringsfond er, som navnet tilsier, underlagt statlige kontroll, med stor varierende grad av åpenhet og transparens fra land til land. Tilgang på litteratur fra fond med lav grad av åpenhet vil være en utfordring. Oljefondet skiller seg betydelig ifht til andre fond ved å ha en svært åpen og transparent forvaltning.

Faglitteratur og teori om eiendom, investeringer og porteføljeforvaltning som er relevant for oppgaven vil i størst mulig grad bygge på akademiske funn.

Kilder om Oljefondets eiendomsstrategi er både fortidsrettet og fremtidsrettet, kognitiv og normativ. Det er vesentlig flere fortidsrettede kilder enn fremtidsrettede kilder innenfor alle søkebegrep benyttet i oppgaven. Det vil på den ene siden gi ett god kildegrunnlag for å vurdere Oljefondets etablerte praksis i eiendomsinvesteringer ifht andre tilsvarende fond, mens oppgaven på den annen side vil ha ett svakere kildegrunnlag om fremtidsrettede scenarier.

3.5 Kvalitet i forskningen

Holme & Solvang (1996) referer til 6 typer kilder;

1. Personlige
2. Institusjonelle
3. Konfidensielle
4. Offentlige
5. Førstehånds
6. Andrehånds

Det er spesielt skille mellom personlige og konfidensielle, og offentlig og institusjonelle kilder som fremheves av Holme & Solvang (1996). Har kilden uttalt seg personlig og konfidensielt eller har kilden uttalt seg offentlig, på vegne av en institusjon? Kildens ståsted og utgangspunkt vil reflekteres av bruk eller mangel på formelt språk og referanser. Videre er det av betydning om kilden er førstehåndskilde eller andrehåndskilde til forskningen som presenteres. Førstehåndskilder har større tyngde enn andrehåndskilder, ettersom det utelukker muligheten for tolkninger og ordlegging som andrehåndskilder utgjør.

For å sikre den nødvendige kvalitet i forskningen og metodetriangulering, er det avgjørende at kildene oppfyller 3 kriterier;

Måloppnåelse av følgende punkter er forutsetning for kvalitet i kvalitativ forskning;

1. Pålitelighet – Reliabilitet
2. Gyldighet – Validitet
3. Generaliserbart

3.6 Utvikling valg av metode for oppgaven

Med utgangspunkt i oppgavens tema ville det vært naturlig å velge en metode som bygger på en kombinasjon av litteraturstudie, dokumentgjennomgang samt intervju av nøkkelpersonell i NBIMs eiendomsavdeling. 3 ulike metoder vil kunne gi den nødvendig triangulering for oppgaven.

Svak tilknytning til Oljefondet, det er verken min arbeidsplass eller oppdragsgiver, kan være en utfordring for å få tilgang til intervjuobjekt og åpenhet rundt strategibeslutninger. Dette er en svakhet og trussel til ovennevnte utgangspunkt for metodevalget som bygger på kvalitativ intervju. Risiko knyttet usikker tilgang til intervjuobjekt er innledningsvis likevel vurdert som akseptabel for valg av metode.

De aktuelle intervjuobjektene i NBIMs eiendomsavdeling er lokalisert i Oslo og London, noe som gjør at de er geografisk innenfor rekkevidde. Intervju over bordet har vært ambisjonen, med telefonintervju som utfallsplan. Forespørsel om intervju er sendt direkte til intervjuobjektene, samt generell henvendelse til HR avdeling.

I arbeidet med å skaffe intervju objekt ble det klart at NBIM, verken på ledelsesnivå og forvaltningssiden, kan bidra med intervjuobjekt. Intervjuobjekt som ga tilbakemelding sa at NBIM

på grunn av kapasitetsmangel har som policy å ikke stille til intervju. På oppfølgingsspørsmål om telefonintervju har det ikke kommet tilbakemeldinger.

Den manglende tilgang til intervjuobjekt gjør at jeg må gå bort i fra min intervju som metode.

Jeg vurderte å finne andre intervjuobjekt utenfor Oljefondet, men innenfor tilsvarende fond.

På den ene siden ville intervjuobjekt utenfor Oljefondet kunne gi den nødvendige metode/intervju trianguleringen, men det forutsetter at man får intervju med Oljefondet.

I løpet av denne oppgaven har jeg deltatt på foredrag av nøkkelpersonell i Oljefondet. Dette har gitt oppdatert og nyttig informasjon om oljefondets eiendomsforvaltning.

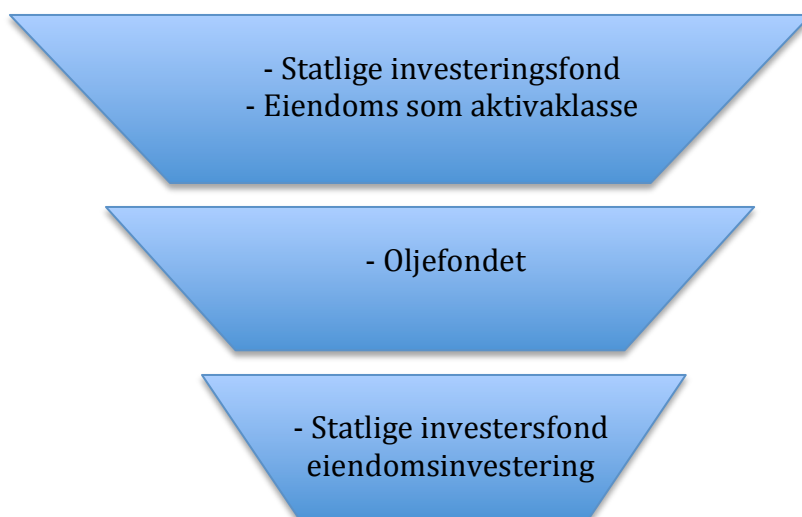
3.7 Valgte metode

For å løse oppgaven har jeg valgt kvantitativ forskningsmetode; litteraturstudie og dokumentgjennomgang av teori og tidligere forskning på området.

Metoden er valgt som følge av at jeg ikke har fått tilgang til personlig og konfidensielle kilder i Oljefondet.

Et litteraturstudie om statlige investeringsfond eiendomsinvesteringer og Oljefondet vil likevel få den nødvendige bredden ved å søke både norsk og utenlandsk litteratur. Institusjonell og offentlige kilder og både første- og andrehånds kilder vil gi den nødvendige pålitelighet, gyldighet og generaliserbarhet.

Litteraturstudiet benytter trakt prinsippet om å gå bredt ut, for deretter spise studiet i henhold til problemstilling og forskningsspørsmål.



Figur 24 - Trakt litteraturstudiet - Eget oppsett

3.8 Litteratursøk

Oljefondet er som begrepet svært utbredt i Norge. Det må likevel utføres utallige søk, både på norsk og engelsk, som inkluderer det formelle navnet "Statens Pensjonsfond Utland" og NBIM (Norges Bank Investment Management), samt "Statlige investeringsfond". Oljefondets noe korte investeringstid i eiendom (oppstart 2010/11) gjør at litteratur om fondets investeringer har kort historikk. Oppgaven krever derfor studie av internasjonal litteratur og teori. På engelsk tilsvarer dette søk på "Sovereign Wealth Fund, forkortet SWF i bransjen.

Innledende søk på Google Scholar, med søkeord "oljefondets eiendoms strategi" gir funn av overordnet interesse, men lite konkret ifht problemstilling og forskningsspørsmål. Tilsvarende søk på Google gir tilsvarende mange treff, og det er i hovedsak nyheter og artikler fra nettsteder som er resultatet. Det er tidlig klart at litteratursøk må utføres på engelsk for å få den nødvendig kvaliteten og dybden i kildene.

- Dyrdal, Dag. *"Oljefondet og utenrikspolitikken: Tverrpolitisk pensjonskasse eller aktivt politisk verktøy?." Internasjonal Politikk 74.1 (2016).*
- Isachsen, Arne Jon. *"Noen betraktninger om Oljefondet." (2014).*
- Bjerkan, Gøril. *"Oljefondet og utenrikspolitikken: Rettslig grunnlag, demokratisk forankring og politiske grenseflater." Internasjonal Politikk 74.1 (2016).*
- Liepelt, Joachim. *"Ansvarlig bruk av petroleumsinntekter: finner vi den norske handlingsregelen eller tilsvarende i andre internasjonale oljefond?." (2015).*
- Torkehagen, Mats. *"En passiv investeringsstrategi: hvordan konstruere en modell for en passiv og kostnadseffektiv investeringsstrategi?." (2010).*

Videre er SCOPUS, Retriever Research og Elsevier, Village primer søkemotorer for litteratursøket til oppgaven. I tillegg er det flere bransjedatabaser som benyttes. Dette gjelder spesielt; Sovereign Wealth Fund Institute, Property Market Analysis, UK (PMA.co.uk), CBRE og Prequin. Innledende søk gjør at jeg i stor grad vil bruke econpapers.repec.org sin database over akademisk rapporter om statlige investeringsfond.

For å spisse litteraturstudiet har jeg sett på kildemateriell som fremkommer i NBIM diskusjonsnotat 1 og 2. Kildematerialet er svært omfattende, men meget spisset ifht oppgavens problemstillingen og forskningsspørsmål. En overordnet gjennomgang av innhold, tema, spørsmålstilling og retning i kildematerialet, danner grunnlag for litteratursøket.

Som nevnt tidligere er Google, Google Scholar, Scopus og Oria primær søkesteder. Søk er utført på norsk og engelsk med følgende søkeord.

Søk i econpapers.repec.org databasen har gitt gode relevante funn om internasjonal faglitteratur. Her er søk utført på engelsk. Videre har søk i SSRN, ssn.com også gitt god tilgang på internasjonal faglitteratur. Her er også søk utført på engelsk.

3.9 Litteratursøk – Norsk

	Søk	Antall funn Totalt	E. 2013	E. 2016	E. 2017
"Oljefondet eiendomsinvestering"	Google	2 030	51	-	-
Statlige investeringsfond eiendom	Google Scholar	1 990	489	96	9
Statens pensjonsfond utland	Google Scholar	667	204	43	3
Statens pensjonsfond utland eiendom	Google Scholar	300	85	15	1
Statens pensjonsfond utland eiendoms strategi	Google Scholar	180	57	10	-
Statens pensjonsfond utland eiendom strategi trend	Google Scholar	162	43	7	-
Statlige investeringsfond investeringsstrategi eiendom	Google Scholar	125	36	6	-
Investeringsstrategi eiendom for Statens pensjonsfond utland	Google Scholar	78	26	7	-
NBIM investeringsstrategi for eiendom	Google Scholar	51	21	7	0
Oljefondets investeringsstrategi for eiendom	Google Scholar	43	17	6	0
"Eiendomsinvestering"	Google Scholar	41	16	3	-
NBIM investeringsstrategi for eiendom porteføljeteori	Google Scholar	27	3	-	-
NBIM eiendomsinvestering	Google Scholar	21	9	1	-
Statens pensjonsfond utland eiendom	Oria	21			
NBIM eiendomsinvestering strategi	Google Scholar	19	8	-	-
Oljefondet eiendom	Oria	19			
statens pensjonsfond utland eiendom investeringsstrategi	Oria	10			
Statlige investeringsfond eiendomsstrategi	Google Scholar	7	4	1	-
Statlige investeringsfond eiendomsstrategi trend	Google Scholar	4	2	1	-
SIF investeringsstrategi eiendom	Google Scholar	2	1	-	-
Oljefondet	Scopus	-	-	-	-
Oljefondet eiendomsstrategi	Oria	-			
NBIM eiendomsinvestering	Oria	-			
Statlige investeringsfond eiendomsstrategi trend oljefondet	Google Scholar	-	-	-	-

Figur 25 – Oversikt litteratursøk - Norsk. Egen liste

3.10 Litteratursøk – Engelsk

Søkeord	Søk	Funn	E. 2013	E. 2016	E. 2017
Sovereign Wealth Fund real estate	Google	2 040 000	n.a	n.a	n.a
Sovereign Wealth Fund real estate investment strategies	Google	427 000	n.a	n.a	n.a
Sovereign Wealth Fund investment trends	Google Scholar	71 000	16 600	8 530	823
Sovereign Wealth Fund real estate	Google Scholar	70 200	16 100	4 890	486
Sovereign Wealth Fund real estate investment	Google Scholar	57 700	16 500	8 190	780
The rise of sovereign wealth Fund real estate investments	Google Scholar	41 100	17 100	10 600	1 040
Sovereign Wealth Fund comparison on real estate	Google Scholar	38 900	13 200	3 420	356
Sovereign Wealth Fund real estate investment strategies	Google Scholar	38 500	17 000	9 320	899
The rise of sovereign wealth Fund real estate investments strategies	Google Scholar	31 700	17 000	9 160	890
Sovereign Wealth Fund real estate investment strategies trends	Google Scholar	29 200	16 700	6 650	645
Sovereign Wealth Fund real estate NBIM	Google	9 020	n.a	n.a	n.a
NBIM real estate investment strategies	Google Scholar	855	458	108	13
NBIM real estate strategy	Google Scholar	834	439	92	14
NBIM real estate investment strategies allocation	Google Scholar	535	276	75	8
Sovereign Wealth Fund real estate investment strategies NBIM	Google Scholar	455	227	57	5
Sovereign Wealth Fund real estate investment strategies trends NBIM	Google Scholar	348	178	48	4
Sovereign Wealth Fund real estate investment strategies NBIM interviews	Google Scholar	154	78	18	1
Sovereign Wealth Fund investment trends Kalter	Google Scholar	94	27	6	-
NBIM real estate investment strategies allocation	Oria	60			
Eliott Kalter PHD sovereign wealth Fund real estate	Google Scholar	8	6	1	-
Sovereign Wealth Fund real estate investment	Scopus	8	4	-	-
"SWF real estate investment"	Google Scholar	2	1	-	-

Figur 26 - Oversikt litteratursøk - Engelsk. Egen liste.

Som tabellene over viser er det raskt klart at Scopus, Retriever og Oria ikke egnet seg som søkested for oppgaven. Både Google og Google Scholar gir resultat, der Google leverer svært bredt med funn som domineres innledningsvis av artikler fra nettaviser og tidsskrifter. Google Scholar gir søkeresultat både i bredde og dybde, i tillegg er funn i stor grad akademiske artikler, forskning, masteroppgaver og doktorgradsavhandlinger fra renommerte nasjonale og internasjonal universitet.

3.11 Oppsummering metode

I dette kapitlet har jeg beskrevet de mest vanlig forskningsmetodene, samt beskrevet prosessen for valg av metode. Jeg har redegjort og begrunnet hvorfor jeg velger litteraturstudie som metode, og at valget skyldes manglende tilgang til intervjuobjekt. Videre har ja beskrevet fordelene og ulempene ved valgte metode, og hvilke forventinger jeg har til funn. Jeg har argumentert for at litteraturstudiet vil gi den nødvendige dybden og kvalitet fra et bredt utvalg første- og andrehåndskilder, som styrkes ved at tilgangen til internasjonal litteratur fra renommerte undervisningsinstitusjoner har vært god. Dette gir høy relabilitet og validitet.

4. Funn

Dette kapitelet omhandler funn fra litteraturstudiet. Først presenteres funn om statlige investeringsfond, deretter presenteres funn om Oljefondets eiendomsinvesteringer, samt konkurrerende fond GIC og FGF. Kapitelet avsluttes med funn om hvordan framtidsutsiktene for statlige investeringsfond ser ut.

4.1 Litteratur oversikt – kategorisering av funn

Litteraturoversikten er delt i 3 hovedgrupper. Det betyr ikke at enkelt av kildene også berører de andre kategoriene. Det største forskjellen er at det er lite internasjonal litteratur om Oljefondet i forhold til generelt om statlige investeringsfond og statlige investeringsfonds eiendomsstrategi.



Figur 27 - Litteratur oversikt – Endelig Funn (Egen list)

4.2 Statlige investeringsfond – investeringsstrategi eiendom

Verdien av det globale eiendomsmarkedet svært vanskelig å nøyaktig anslå (De Bever, Stanton, Van Nieuwerburgh, 2015). Savills (2016) har anslår at det globale eiendomsmarkedet i 2015 var verdt \$217 trillioner.

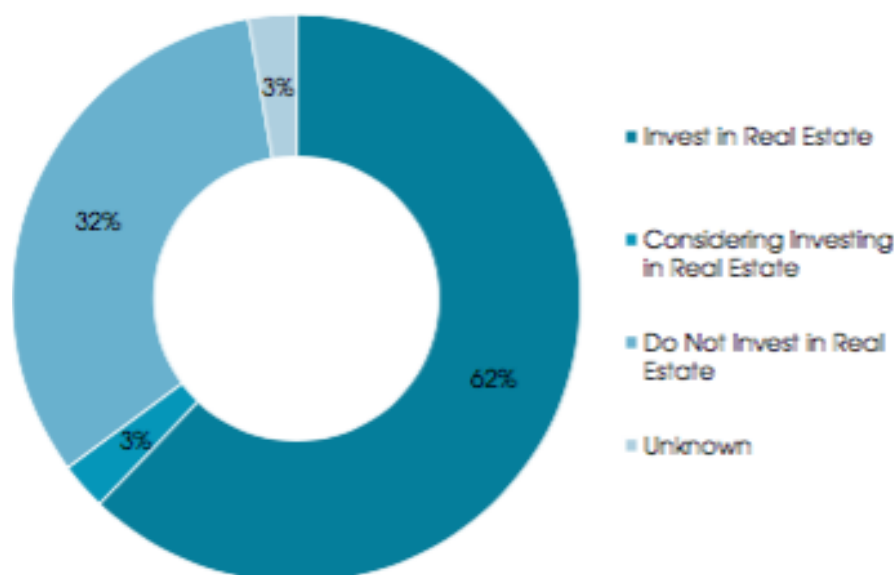
Asset *	Investable (trillions)	Non Investable (trillions)	All (trillions)
ALL REAL ESTATE	\$81	\$136	\$217
Residential	\$54	\$108	\$162
High quality, global, commercial	\$19	\$10	\$29
Agricultural and forestry land	\$8	\$18	\$26

Figur 28 Oversikt global eiendomsverdi. Savills.com (2016)

Til tross for markedets størrelse utgjør 62% ikke invester-bar eiendom. Dette er eiendom som aldri kommer på markedet. Dette er typisk stats- og kommuneid eiendom knyttet til statsforvaltning. Eksempler er militær anlegg, sykehus og flyplasser. I Norge er denne type eiendom forvaltet av Statsbygg og Forsvarsbygg. Av det totale eiendomsmarkedet er ”kun” 38% invester bart, dvs tilgjengelig og omsettelig i markedet.

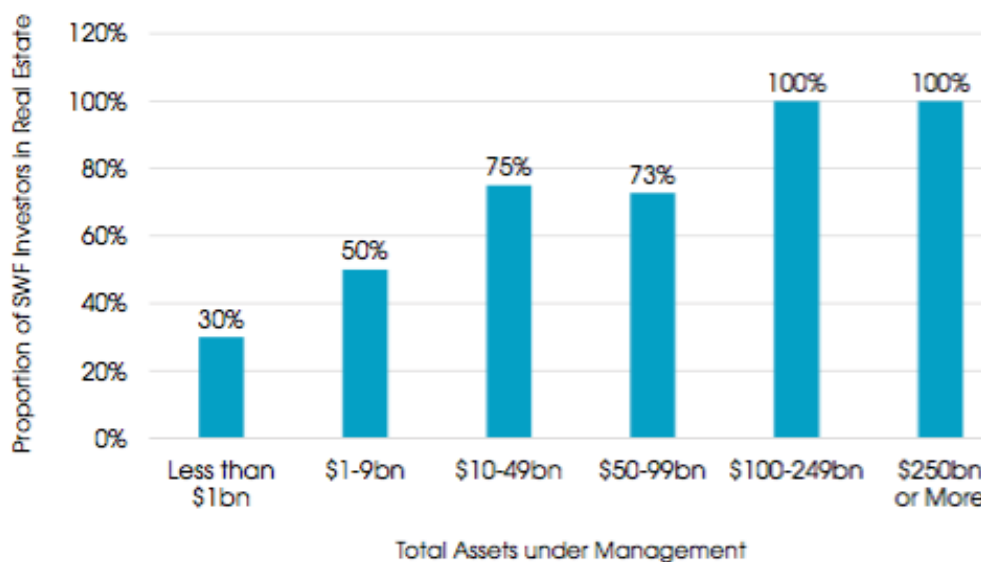
4.3 Statlige fond - eiendomsinvestering

Prequin (2016), viser at 62% av alle statlige investeringsfond har plassert kapital i eiendom.



Figur 29 Andel av statlige investeringsfond som har investert i eiendom. Prequin (2016)

Funn viser at statlige investeringsfond uavhengig av forvaltningskapital investerer i eiendom, men at investering i eiendom øker i takt med fondets størrelse. Statistikk fra Sovereign Wealth Fund Institute viser at for statlige investeringsfond med mindre enn \$1 milliard i forvaltningskapital er det kun 30% som har investert i eiendom. Dette øker til 50% når forvaltningskapitalen i fond øker til \$1-9 milliarder. Først når forvaltningskapitalen overstiger \$100+ milliarder har alle fond eiendom som aktiva klasse. Dette er sammenfallende med at forvaltning- og administrasjonskostnadene for eiendomsinvesteringer er vesentlig dyrere enn forvaltning aksje og obligasjoner.

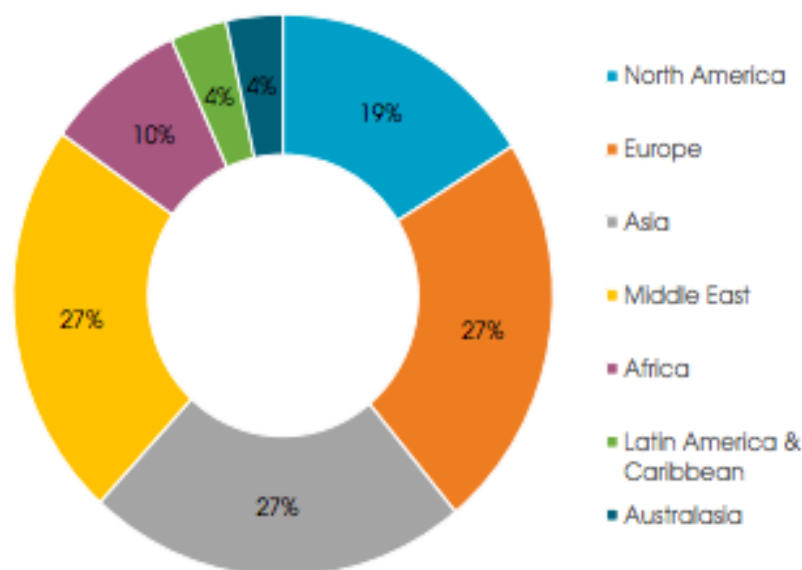


Figur 30 Oversikt andel eiendomsinvestering i forhold til fondets størrelse. Sovereign Wealth Fund Review (2016)

Mindre statlige investerings fond som ikke har ressurser eller tilgang til eiendom investere gjerne i private eiendomsfond "...the €7.5bn Ireland Strategic Investment Fund has its entire real estate portfolio invested in private real estate funds..." Prequin (2016),

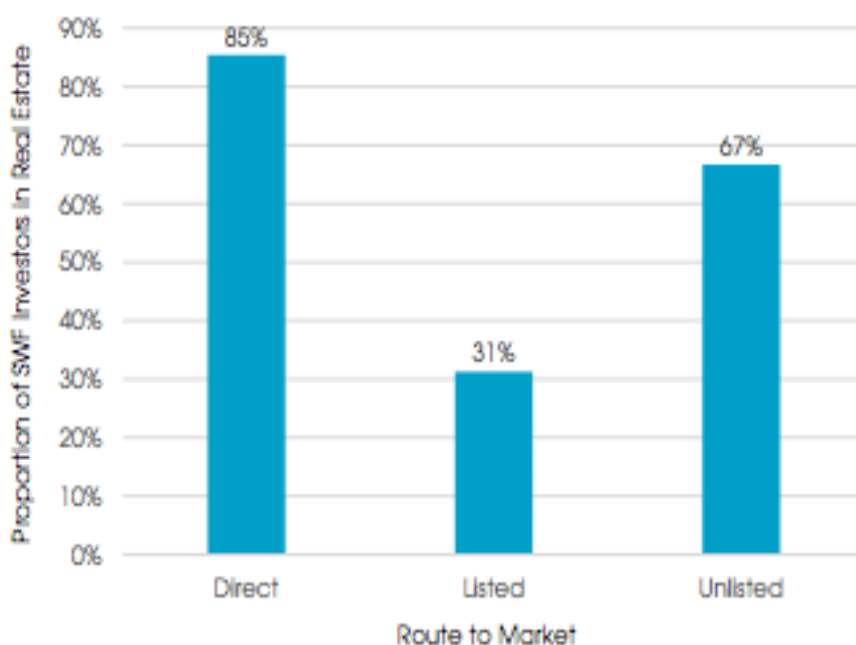
4.4 Statlige investeringsfond eiendomsinvesteringer - regionale forskjeller

Til tross for at statlige investeringsfond har plassert enorme summer i eiendom er det store variasjoner fra fond til fond og ikke minst fra region til region.



Figur 31 – Statlige investeringsfond eiendomsinvesteringer ifht region. Oversikt kjøpsstrategi. Prequin (2016)

Ca. 1/3 av alle statlig investeringsfond fra Asia, Midtøsten og Europa investerer i eiendom. Dette synker til under 5% for fond med opphav i Latin Amerika og Austral-Asia. Videre finner man at fond som er basert på overskudd fra råvarer har en høyere og tidligere eksponering mot eiendom, Prequin (2016). Ser vi tilbake til hvilke motiv land kan ha for å opprette statlige investeringsfond, ser man dette som bevis på ”Wealth Substitution motive” s.15.



Figur 32 Veien inn i eiendomsmarkedet

Prequin (2016) understreker også at det er forskjeller på hvordan fond strukturere eiendomskjøp. 85% av statlige fond investere direkte i eiendom, mens 67% investere i unotert eiendom via private eiendomsfond. Det fremheves at direkte investering i eiendom gir større direkte kontroll over forvaltning av eiendommen, mens investering i unoterte eiendomsfond/porteføljer gir tilgang til eiendom uten at man nødvendigvis har lokal markedskompetanse. Vi skal senere se hvordan dette gjelder for Oljefondet.

4.5 Statlige investeringsfond – portefølje sammensetning

De fleste statlige investeringsfond har, med noen få unntak lav grad av åpenhet rundt porteføljeallokering og investeringsstrategi, hvor investeringsmandat og -formål legger overordnede rammer for allokeringsstrategi. Mangel på åpenhet og transparens gjør at det er vanskelig vurdere om investeringer som er foretatt av statlige investeringsfond har økonomisk eller politiske motiv (Dyck og Morse, 2011). Chhaochharia og Laeven (2008) gjør en undersøkelse om beslutningsgrunnlaget til 4 statlige investeringsfond over en periode fra 1999-2007. Oljefondet er inkludert i studien, men jeg påpeker at undersøkelsen er gjort før fondet investerte i eiendom, og den gjelder aksjeinvesteringer. Det kan argumenteres for at undersøkelsen er mangelfull i forhold til denne oppgaven uten eiendomsinvesteringer, men på den andre siden gir tidshorisonten på 7 år ett godt bilde av det generelle beslutningsgrunnlaget for statlige investeringsfond. Oljefondet skiller seg også fra de øvrige fondene i undersøkelsen ved at de kun investere utenlands.

Fond i undersøkelsen er;

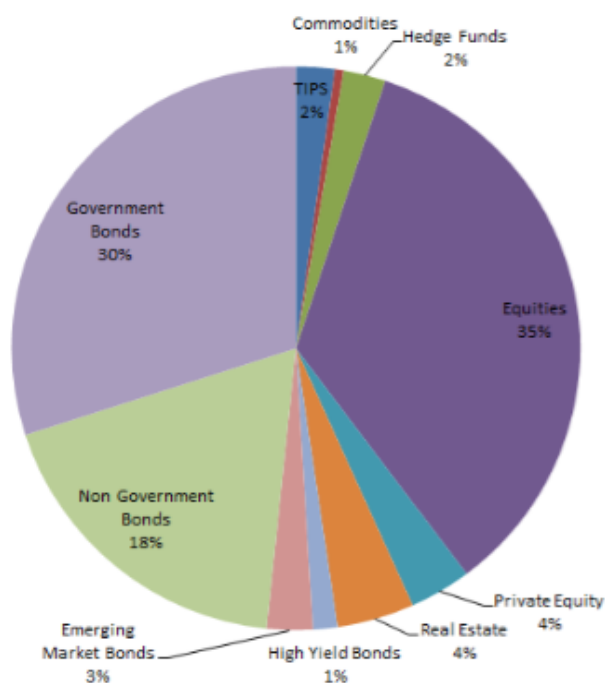
1. Norway's Government Pension Fund Global (NBIM) - Oljefondet
2. New Zealand Superannuation Fund
3. Alaska Permanent Fund
4. National Pension Reserve Fund of Ireland

Chhaochharia og Laeven undersøker 30.000 aksjeinvesteringer og finner store likheter mellom fondene, og med tilsvarende institusjonelle fond. Det overordnede funn er at det primært investeres i de meste utviklede vestlige markedene, UK og USA. Det er overvekt av investering i selskap i eller tilknyttet finanssektoren, samt produksjonsselskap innenfor mat og farmasi. De har begrenset investering i selskap knyttet til råvarer som olje og gass. Fondene investere også i liten grad i industrier med dårlig og mangelfull etikk som våpen, tobakk og forurensende. Dyck og Morse (2011) gjør en undersøkelse av 28 fond som understøtter Chhaochharia og Laeven. Undersøkelsen styrkes ved at den omfatter alle aktiva klasser, også eiendomsinvesteringer.

Doeswijk, Lam og Swinkels (2014) definerer ”Global multi-asset market Portfolio” som den optimale allokering for globale investorer som søker avkastning etter indeks, basert på fordeling av all globale aktiva. Her defineres 8 aktiva klasser som allokeringsområder;

1. Equities
2. private equity
3. listed and unlisted real estate,
4. high-yield bonds,
5. emerging-market debt,
6. investment-grade credits,
7. government bonds
8. inflation-linked bonds

Den globale fordeling iht. aktiva klasse så i 2014 slik ut

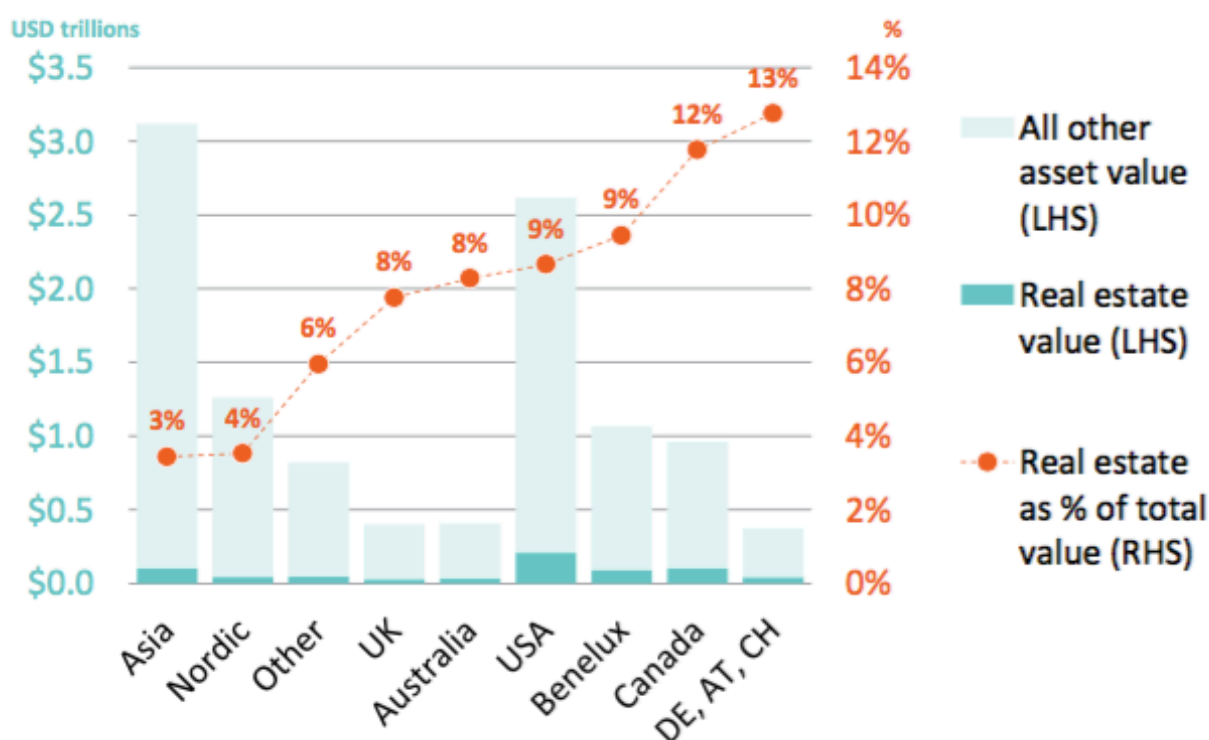


Figur 33 Global Multi Asset Market Portfolio. Doeswijk, Lam og Swinkels (2014)

4.6 Statlige investeringsfond – vekting av eiendom

Når det gjelder vekting av eiendom i en sammensatt investeringsportefølje med andre aktiva så er det også her stor forskjeller fra region til region. (Baum&Harzel 2012) sier at eiendom frem til år 2000, er for lavt vektet i portefølje sammensetning av følgende grunner;

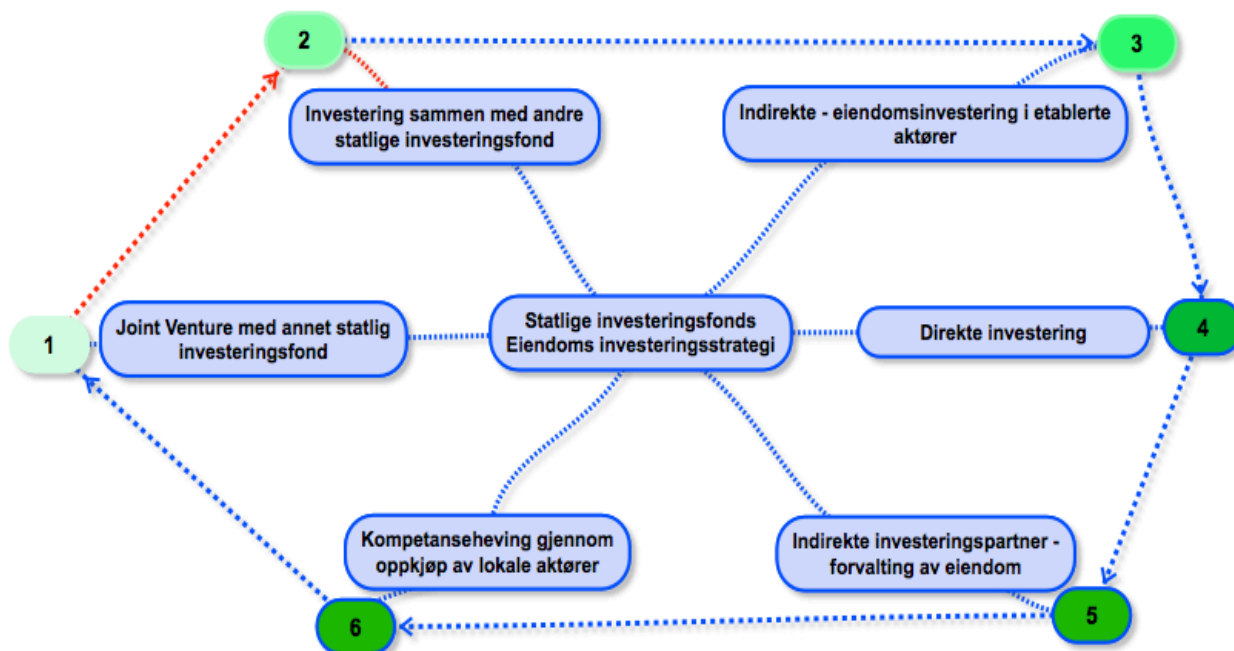
1. Forvaltning, drift og vedlikehold av eiendom har ikke vært profesjonalisert før mot slutten av 90-tallet. Det har vært vanskelig å få synergier ved å samle eiendom og aksjer i samme fond.
2. Mangelfull eiendomsdata og transparens i eiendomsmarkedet. Unøyaktig verdivurdering og får lite transaksjon statistikk.
3. Bruk av andre aktiva enn eiendom har bidra til en risikospredning. Spesielt indeksfond, hedge fond og råvarer har vært benyttet.



Figur 34 Regional oversikt over andel eiendom av total portefølje. Asset Survey (IPD.com 2014)

IPDs "Asset Survey" (2014) viser store forskjeller i det forskjellige regionene. Asiatisk og nordiske fond (Oljefondet) har hhv. kun investert 3% og 4% fondets totalkapital i eiendom. Det er verdt å merke seg at høy andel investert i eiendom ikke nødvendigvis betyr høy verdi på fondet eller eiendomsporteføljen jf. Tyskland (DE), Østerrike (AT) og Sveits (CH) som har plassert 13% i eiendom med total fondsverdi på ca. USD 0,3 trillion. For fond med svært høy forvaltningskapital; asiatisk og nordisk, krever svært store eiendomsinvesteringer for at dette skal gi utslag fondets andel i eiendom. Vi skal senere se at tilgang til eiendom er en utfordring også for Oljefondet.

4.7 Statlige investeringsfond – investeringsstrategier eiendom



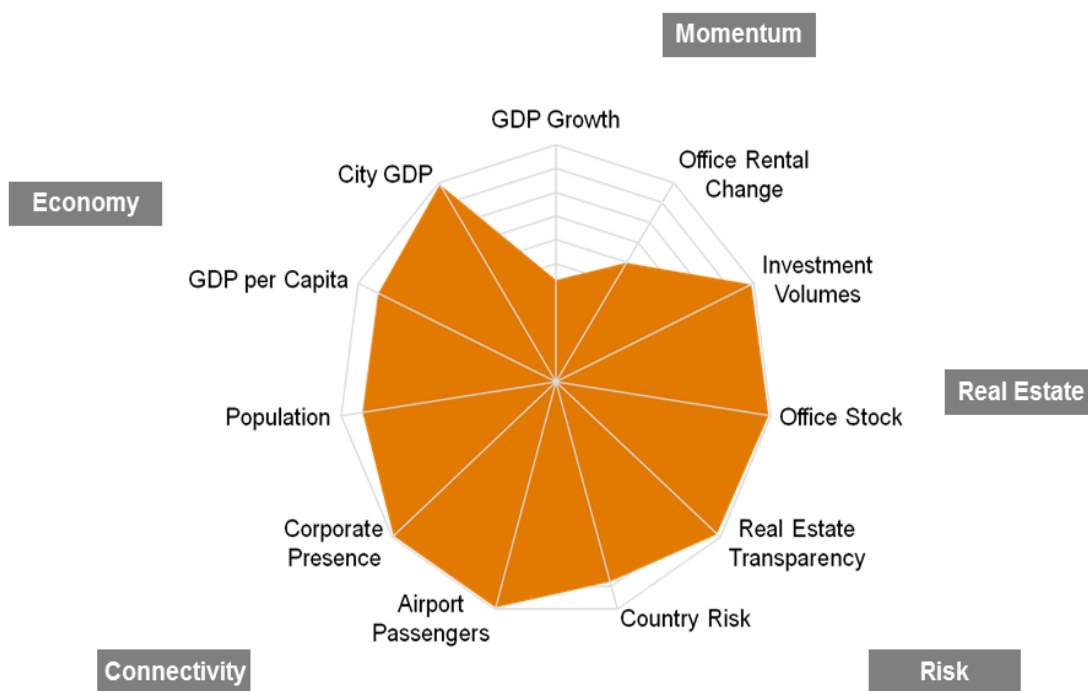
Figur 35 - Statlige investeringsfonds eiendomsstrategier - egen figur etter Sharma, Jeon (2010)

Sharma, Jeon (2010) beskriver hvilke investeringsstrategier statlige investeringsfond benytter når de kjøper eiendom. Mangel på lokal markedskunnskap gjør at førstgangsinvesteringer i nye markeder gjøres som joint venture enten med andre statlige investeringsfond eller store eiendomsselskap med god lokal markedskunnskap og etablerte eiendomsporteføljer. Diagrammet over viser de forskjellige modeller som er vanligst blant statlige fond. De fleste fond starter i kategori 1, 2 eller 3, eller en kombinasjon av disse, for deretter bevege/supplere med andre investerings modeller etter hvert som fondet vokser og tilegner seg markedskunnskap.

Kategori 4, direkte investering, er typisk neste steg i vekstfasen for fondet, og praktiseres først når fond vurderer å ha god lokal markedskunnskap. Kategori 5 og 6 er modeller som etablerte og velutviklede fond anvender for å oppnå operasjonelle synergier, generell kompetanse heving og spisskompetanse. Fond med som også har utviklingsprosjekter/opportunistisk eiendom som investeringsstrategi samt investerer i spesifikke eiendomssektorer benytter seg av kategori 5-6.

4.8 Investeringskriterier for eiendom – bransjenorm

JLL har sin oversikt over Global Top 30 Cities ytterlig spesifisert 11 variabler i gradering områder som variabler i rangering av byene ifht diversifisering, eiendom



Figur 36 - Kriterier for globale eiendomsinvestering ,11 markedsvariabler. JLL (2015)

OFFICE RENTAL CHANGE	Latest annual percentage change in rents for prime office assets
INVESTMENT VOLUMES	USD value of direct commercial real estate investment over a three-year period
OFFICE STOCK	Volume in square metres of the total office stock of the city
REAL ESTATE TRANSPARENCY	Score of the level of real estate transparency at a country level derived from JLL's Global Real Estate Transparency Index
COUNTRY RISK	Score of political, economic, security, legal and operational risk at a country level (Source: Oxford Economics)
AIRPORT PASSENGERS	Total number of air passengers passing through a city's airports (Source: ACI)
CORPORATE PRESENCE	Score based on the presence (number and revenue) of the Forbes Global 2000 companies
POPULATION	Latest population of a city's metropolitan region
GDP PER CAPITA	Latest estimate of GDP per head of the population of a city's metropolitan area
CITY GDP	Latest estimate of the total annual output (GDP) of a city's metropolitan area
GDP GROWTH	Forecast of average annual percentage GDP change to 2019

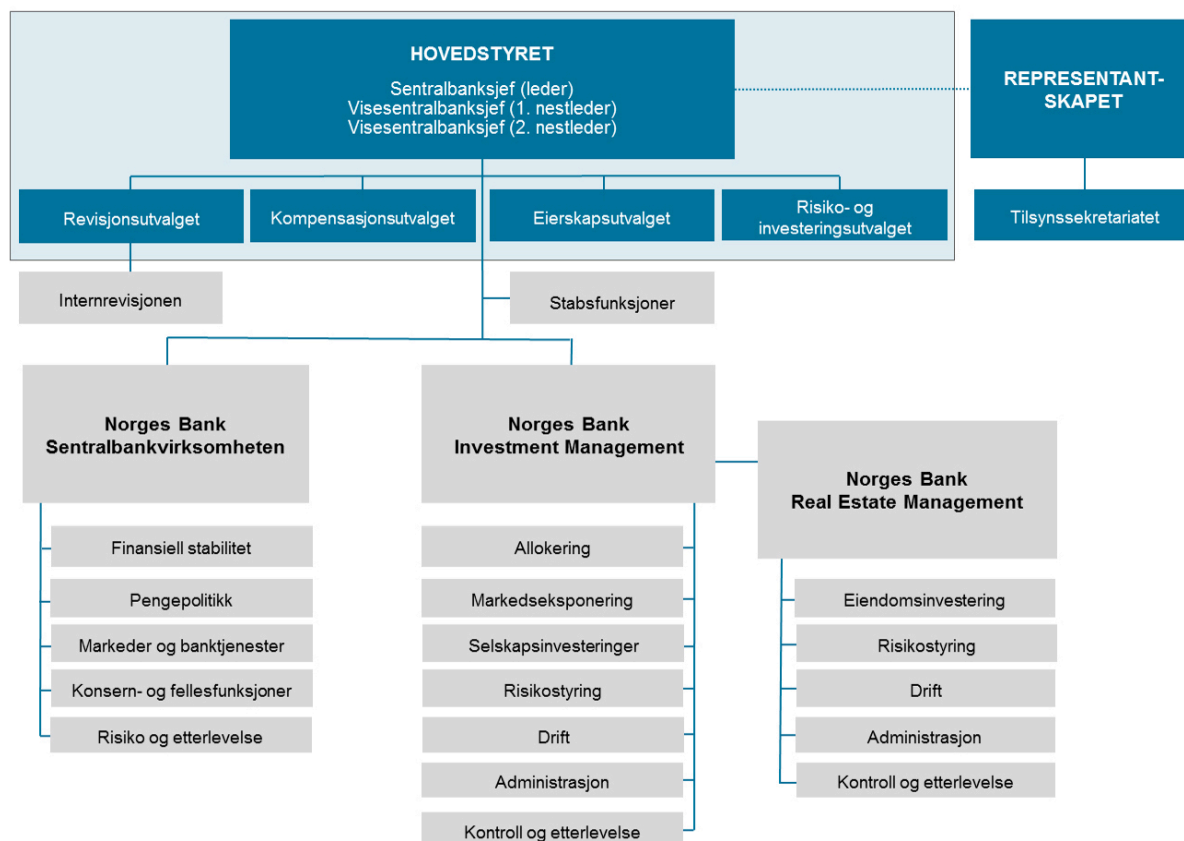
Figur 37 - Definisjon markedsvariabler global eiendomsmarkeder. JLL City Cobwebs (2015)

Investeringskriteriene kommer jeg tilbake til i kapittel 5.

4.9 Norges Bank Investment Management (NBIM) – ”Oljefondet”

The Government Pension Fund Global

Oljefondet ble opprettet i 1996 og fikk i 2006 den første anbefalingen om å ta inn eiendom i fondet. Eiendom som investeringsobjekt ble diskutert helt frem til 2010 da Finansdepartementet vedtok at fondet kunne investere inntil 5% i eiendom. Den første eiendommen ble kjøpt i London i 2011.



Figur 38 Organisasjonsstruktur Oljefondet. NBIM.no (2017)

4.10 Norges Bank Real Estate Management

Oljefondets eiendoms avdeling Norges Bank Real Estate Management, ledet av Karsten Kallevig CEO, har ansvaret for fondets eiendomsinvesteringer. Oljefondet har valgt å organisere eiendomsforvaltning som en uavhengig enhet. De operasjonelle forskjellene mellom eiendom og forvaltning av aksjer og obligasjoner gjør at det er få synergier å hente ved ha felles forvaltning. Samtidig sier (Slyngstad 2015) ”Stordriftsfordeler i den operative forvaltningen tilsier at økningen i antall ansatte vil være mindre enn økningen i investeringene”. Oljefondet har samtidig organisert alle unotert investering i datterselskap (Vedlegg 2). Datterselskap ivaretar risikospredning samt gjør det lettere å avhende enkelte eiendommer ved behov.

Eierskapsstruktur for eiendomsinvesteringer er 3-delt; Europa, UK og USA. (Vedlegg 2)
Datterselskap er registrert i Luxembourg avhengig av hvilket land eiendommene ligger i.
”Banken utreder for tiden muligheten for å gruppere datterselskapene i regionale holding-strukturer for henholdsvis Europa, USA og Asia. Vi vurderer i den forbindelse om det kan være hensiktsmessig å benytte norske i stedet for utenlandske holdingselskaper.” (Slyngstad 2015).

4.11 Mandat

Oljefondet skal ”ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner”. (Vedlegg 1)
Målet for forvaltningen er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et akseptabelt risikonivå. Dette gjenspeiler Markowitzs definisjon for porteføljeforvaltning.

Oljefondet har definert 3 overordnede mål ved forvaltningsoppdraget. Arbeidet er basert på 3 bærebjelker som beskriver Oljefondet hvordan vil utføre sitt mandat. (Vedlegg 3). Denne oppgaven begrenser seg ved omtale oljefondets investeringsunivers, og anbefaler ”Oljefondets mandat” som særskilt tema for videre undersøkelser.

4.12 Oljefondets investeringsunivers

Oljefondet eiendomsinvesteringer reguleres av mandat fastsatt av Finansdepartementet 8. november 2010, med hjemmel i lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd og § 7. og beskriver i detalj ”Oljefondet investeringsunivers”.

Finansdepartementet regulerer også krav til avkastning i sitt mandat til Oljefondet. Avkastningsmål for eiendomsporteføljen er beskrevet i §3.4

”§ 3-4. Avkastningsmål for eiendomsporteføljen

Banken skal søke å oppnå en nettoavkastning av eiendomsporteføljen som minst tilsvarer avkastningen av Investment Property Databank (IPDs) Global Property Benchmark med unntak for Norge, justert for den faktiske effekten av gjeldsfinansiering og faktiske forvaltningskostnader.

”... Eiendomsporteføljen skal være vel diversifisert geografisk, over sektorer og over eiendommer og instrumenter...”

For å løse Oljefondet har følgende vilkår for eiendomsinvestering;

4.12.1 Muligheter:

§ 3-1. Investeringsunivers

”c) Eiendomsporteføljen kan investeres i fast eiendom, egenkapital og rentebærende instrumenter utstedt av noterte og unoterte selskaper, fondskonstruksjoner og andre juridiske personer som har kjøp, utvikling og forvaltning eller finansiering av fast eiendom som hovedvirksomhet.

Investeringene kan foretas gjennom norske eller andre juridiske personer. Investeringer i noterte egenkapitalinstrumenter skal gjennomføres på regulert og anerkjent markedsplass. Med fast eiendom menes rettigheter til grunn og eventuell bebyggelse som finnes på denne.” (NBIM)

4.12.2 Begrensninger

Videre gir mandatet følgende begrensninger for eiendomsinvesteringer.

§ 3-2. Investeringsunivers

”(4) Eiendomsporteføljen kan ikke investeres i infrastruktur slik som veier, jernbane, havner, flyplasser og annen grunnleggende infrastruktur.”

(2) Banken skal i tillegg begrense risikoen i eiendomsporteføljen gjennom rammer for:

- a) investeringer i land*
- b) investeringer i sektorer*
- c) investeringer i framvoksende markeder*
- d) investeringer i eiendom under utvikling*
- e) investeringer i eiendom som ikke er utleid*
- f) investeringer i et enkelt år (vintage)*
- g) investeringer i rentebærende instrumenter*
- h) investeringer i noterte egenkapitalinstrumenter*
- i) samlet gjeldsgrad og maksimal gjeldsgrad på enkeltinvesteringer.*

Kilde: NBIM.no

4.13 Oljefondets investeringskriterier – eiendom

Oljefondet legger til grunn færre kriterier i sin vurdering av investeringskriterier.

De benytter 4 overordnede kriterier i sitt analysearbeid (Dahl 2017).

1. Scale
2. Population/employment growth
3. Economic growth
4. Supply of properties / stock

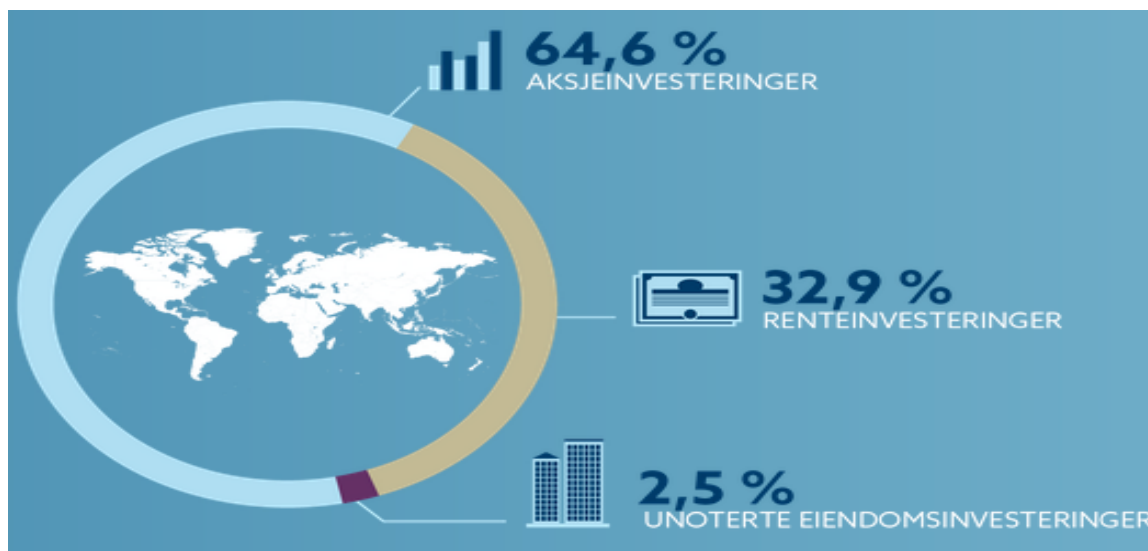
Som vi vil se senere i kapitel 5. Drøfting, har Oljefondet sammenliknet med GIC – Singapore og FGF – Kuwait, forskjellige investeringskriterier.

4.14 Oljefondets åpenhet - transparens

Oljefondets mandat krever en stor grad av åpenhet og transparens i forvaltning av fondet. Fondet skiller seg fra sammenliknbare fond, s. Vi vet fra tidligere at fondet er best i klassen og får full score, 10 poeng, på Linaburg-Manduell skalaen. Dette gir tillitt i markedet og en viktig faktor for å få markedstilgang.

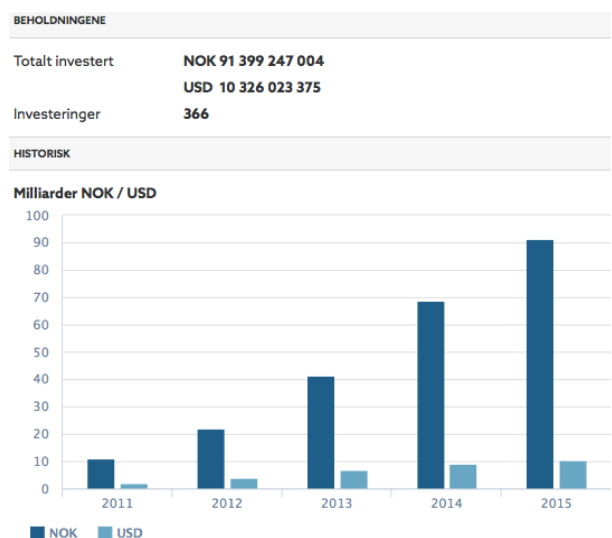
4.15 Investeringsstrategi

Eiendomsavdeling har Oljefondet har mandat om å at opptil 7% av fondets forvaltningskapital kan plasseres i eiendom iht §3.1 Investeringsunivers. Ved utgangen av mars 2017 utgjorde fondets eiendomsinvesteringer 2,5% av total investeringen, ned fra 3,1% i 2016.

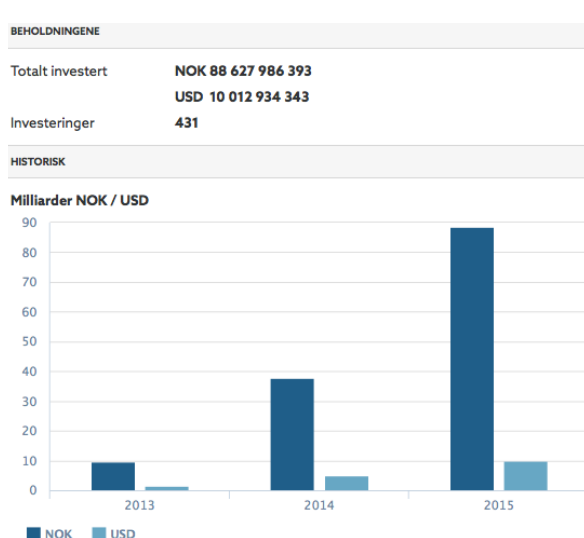


Figur 39 Oljefondets allokering. NBIM (2017)

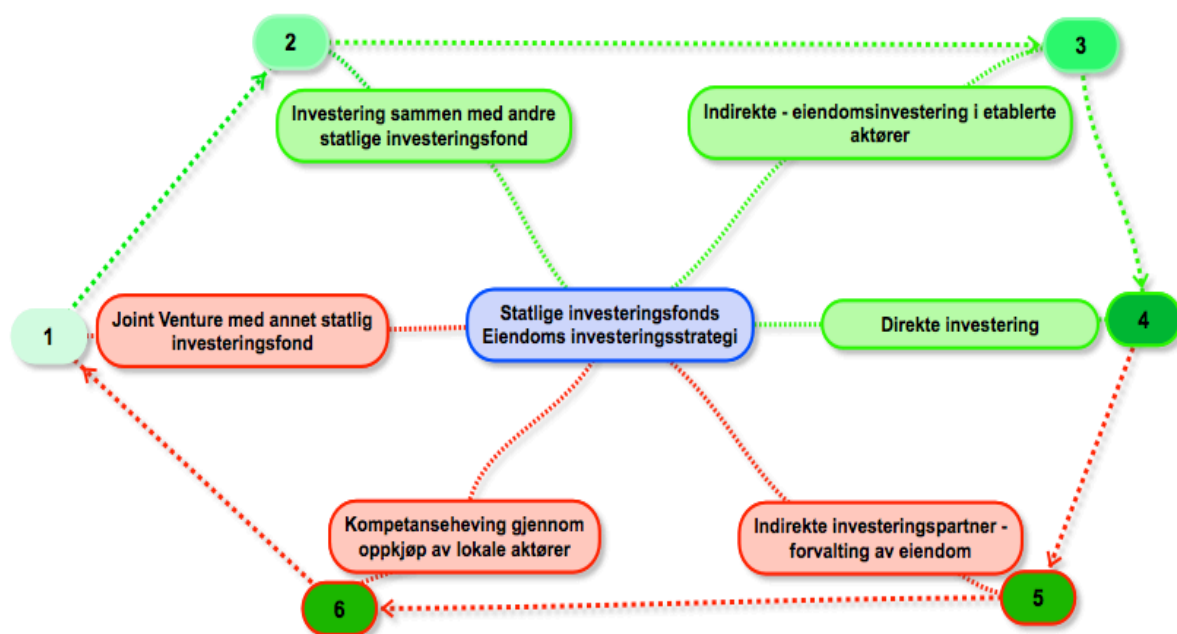
Oljefondet har på kort tid bygget en betydelig eiendomsportefølje. I 2011 investerte man for første gang i eiendom, da man investerte ca. NOK 10 mrd. i London (75%) og Paris (25%). Eiendommene (andel av eiendomsporteføljer) ble kjøp av hhv. The Crown Trust Estate og AXA Partners. De første investeringene i USA ble først gjennomført i 2013. Siden oppstarten har fondet hatt en stor vekst.



Figur 40 - Eiendom Oljefondet UK 2010-15. NBIM (2016)



Figur 41 - Eiendom Oljefondet USA 2013-15. NBIM (2016)



Figur 42 Investeringsstrategi - adgang til eiendomsmarkedet.

Oljefondets overordnede investeringsstrategi innenfor eiendom har historisk vært å kjøpe andeler i eksisterende eiendomsporteføljer i ett begrenset antall storbyer. Fondet investert både i USA og Europa, fremdeles som andelseier i eksisterende fond, men også 100% egneide eiendommer. I tillegg til unotert eiendom har fondet også investert i børsnotert eiendom. Diagrammet over viser de

6 overordnet investeringsstrategien for statlige investeringsfond, med Oljefondets strategier i grønt. Oljefondet har ved å kjøpe seg inn etablerte eiendomsporteføljer fått tilgang til lokal kompetanse, markeds- og forvaltningskunnskap. (Vedlegg 2) Ved å gå i partnerskap med erfarne lokale aktører og tilgang til kompetanse har man også fått redusert transaksjonsrisiko. ”Uten partnerskap med lokale aktører, får man ikke tilgang til markedet” Dahl (2017).

Denne strategien er til sammenligning helt på linje med tilsvarende statlige investeringsfond. GIC beskriver ”boots on the ground” (GIC, 2015) som kritisk suksessfaktor.

4.16 Oljefondet investeringspartnerne

<u>Investeringspartnerne</u>	<u>Type eiendom</u>	<u>Region</u>	<u>Andel av totalportefølje</u>
Prologis	Logistikk	US	12,8 %
Boston Properties	Kontor	US	10,7 %
The Crown Estate	Handel og Kontor	UK	9,5 %
Prologis	Logistikk	Europa	9,3 %
Trinity Church Wall Street	Kontor	US	8,2 %
TIAA	Kontor	US	8,1 %
MetLife	Kontor	US	5,3 %
AXA Real Estate	Handel og Kontor	Frankrike	4,6 %
British Land	Handel	UK	2,8 %
AXA Real Estate	Handel og Kontor	Tyskland	2,5 %
Kilroy Realty	Kontor	US	2,1 %
PGIM Real Estate	Kontor	US	1,9 %
Generali Real Estate	Handel og Kontor	Frankrike	1,6 %
Øvrige			20,6 %

Figur 43 Oljefondets investeringspartnerne. NBIM (2017)

Oljefondet har en klar overvekt amerikanske investeringspartnerne, spesielt innenfor kontor markedet. Dette har betydning for Oljefondet ettersom det å få innpass og tilgang til internasjonale eiendomsmarkeder. ”Oljefondet er helt avhengig av å inngå investerings samarbeid med lokale aktører” (Dahl, 2017), og har vært en overordnet investeringsstrategi for Oljefondets investeringer. Ved å investere i eksisterende fond unngår man de begrensninger som nasjonal regelverk legger på utenlandsk investeringer, omtalt i teorikapittelet, og drar nytte av lokal markedskompetanse. Investerings samarbeid bidrar på den ene siden til å redusere investeringsrisiko knyttet til lovgivning, marked og objekt, og på den andre siden kompetanse overføring til Oljefondet.

Man ser også at Oljefondet investerer i forskjellige regioner og markeder med samme de samme partnere, for eksempel Prologis i det amerikanske kontormarkedet og europeiske logistikk markedet (Vedlegg 4). Vedlegg 4 viser videre at Oljefondet samarbeider tett med ett fåtall partnere i flere markeder gir på den ene siden trygghet i motpartens kompetanse og gjennomføringsevne. På den andre siden kan det tenkes at ett begrenset antall investeringspartnere også begrenser den umiddelbare tilgangen til attraktiv eiendom. Begrenset tilgang til eiendom er en grunnleggende utfordring med tanke på at man skal oppfylle investeringsmandatet. Den oppgaven vil ikke analysere hvorvidt Oljefondet har den nødvendige tilgang til eiendom gjennom sine investeringspartnere, og anbefales som område for videre forskning.

4.17 Investeringer kontor og handel- ”Globale byer”

Oljefondets strategi for kontor og handel, defineres til; å investere i begrenset antall storbyer i utviklede markeder og kontinenter. De har pr. 2016, definert følgende byer;

I USA: New York, San Francisco, Boston og Washington D.C.

I Europa: London, Paris, Berlin, München

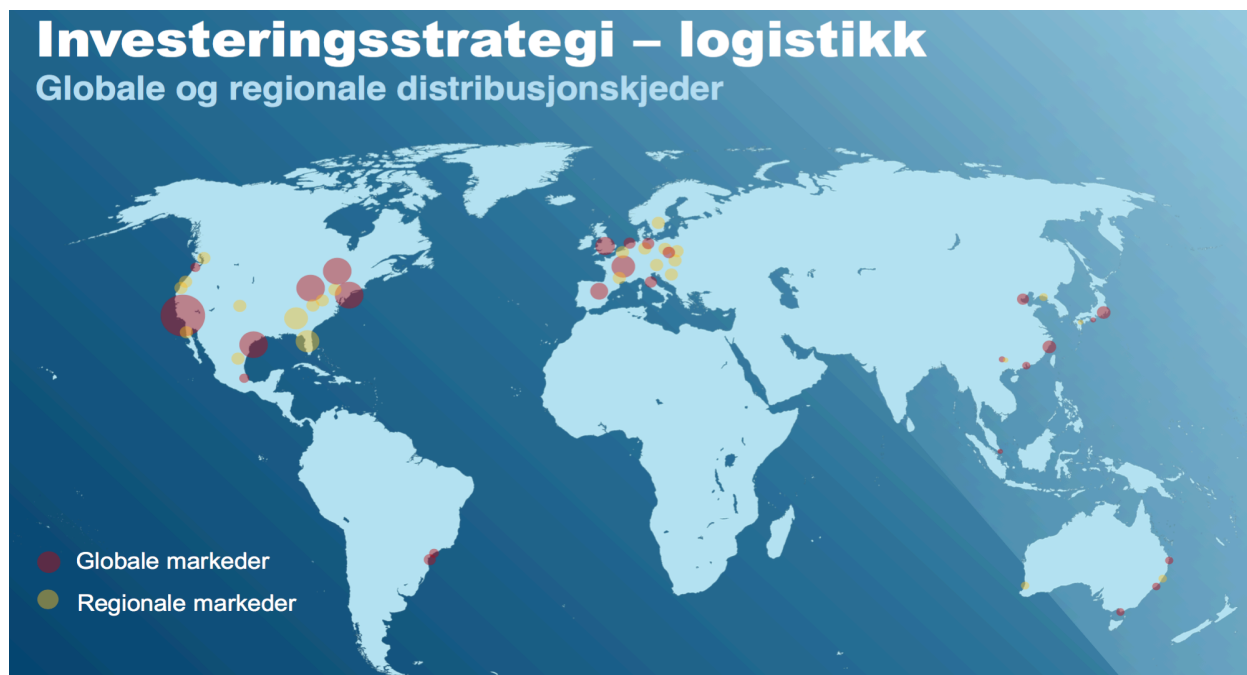
Asia: Singapore, Tokyo



Figur 44 Kart globale byer - Oljefondets investeringsstrategi, kontor og handel. NBIM (2016)

4.18 Investering logistikk eiendommer

Investeringsstrategi for logistikk eiendommer skiller seg fra kontor og handel ved at de i mindre grad er begrenset til ett fåtall byer. Beliggende til disse eiendommene strekker seg utover de globale markedet for kontor og handel, både som eiendomstype og -marked.



Figur 45 Kart over Oljefondets investering i logistikk eiendommer. NBIM (2016)

4.19 Avkastning

	2015	2014	2013	2012	2011
Avkastning målt i fondets valutakurv					
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	3,83	7,90	26,28	18,06	-8,84
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	0,33	6,88	0,10	6,68	7,03
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	10,00	10,42	11,79	5,77	-4,37
Fondets avkastning (prosent)	2,74	7,58	15,95	13,42	-2,54

Figur 46 Avkastning alle aktiva klasser Oljefondet 2011-15. NBIM (2015)

Oljefondet rapportere at avkastningen på eiendomsporteføljen årlig har vært 6,4% siden oppstart. ”Eiendomsavkastningen består av leieinntekter og verdiendringer, og prosentfordelingen mellom disse to har siden oppstart vært om lag 45/55.” (NBIM 2015). I teori kapitlet beskrives

kontantstrøm som en av de største forskjellene mellom eiendom, og aksjer og obligasjoner. Oljefondets verdi svinger mye, og har de siste årene har økt i verdi som følge av styrket kronekurs. For Oljefondet har kontantstrømmen ekstra stor betydning ettersom Oljefondet er underlagt Finansdepartementets ”handlingsregel”. Handlingsregelen definerer hva fondet kan belastes med, og er knyttet opp til verdien av Oljefondet. Dette gjør at Oljefondet har behovet for fortusigbar kontantstrøm som gjør det mulig å belaste fondet uten å måtte selge aksjer og obligasjoner. Oljefondet eiendomsinvestering generer kontantstrøm på ca. NOK 200 mrd, 2,8% av fondets verdi, som gjør det mulig å belaste fondet (Dahl, 2017).

4.20 Oppsummering Oljefondet

I dette kapitlet har vi sett at Oljefondet i likhet med bransjenorm innledningsvis har investert i eiendom ved å kjøp seg inn i etablerte fond med unotert eiendom. Oljefondet har investert først europeiske storbyer og deretter i USA, med en langsiktig eiendomsstrategi om å investere i Asia. Avdelingskontor i Tokyo og Singapore er allerede på plass. Oljefondet har ført kjøpt eiendom i europeisk storbyer med kulturelle likheter til Norge, en strategi i tråd med investeringsstrategi for tilsvarende statlige fond. Funn viser at Oljefondet i analyse av aktuelle markeder/byer legger til grunn færre investeringskriterier enn hva som er bransjenorm. På den andre siden gjennomfører Oljefondet en svært detaljert objekt analyse av det enkelte investeringsobjekt, som iht uttalelse fra Oljefondet (Dahl 2017), ingen andre statlige investeringsfond enn Oljefondet som gjennomfører.

5. Drøfting

I dette kapitlet drøftes forskningsspørsmålene basert på funn og teori. Oppgaven har hatt følgende forskningsspørsmål.

1. Hvilke investeringskriterier har Oljefondet for eiendomsinvesteringer, finnes det andre investeringskriterier i bransjen?
2. Hvordan skiller Oljefondets eiendomsinvesteringer seg ifht andre Statlige pensjonsfond?
3. Hvilke globale trender vil påvirke Oljefondets fremtidige eiendomsinvesteringer?
4. Hvilke strategi bør oljefondet velge for å kunne ivareta sitt mandat?

5.1. Hvilke investeringskriterier har Oljefondet for eiendomsinvesteringer?

Funn viser at Oljefondet siden oppstarten har hatt en eiendomsstrategi som sørger for god tilgang til eiendom investere i etablerte eiendomsporteføljer. En slik strategi har gjort det mulig for fondet å raskt bygge en eiendomsportefølje i definerte markedsområder.

Det er åpenbart at kompetanse om lokalt eiendomsmarked, ”feet on the ground”, er avgjørende for lykkes med investeringene. Oljefondet har fortløpende bygget egen organisasjon i UK og USA. Oljefondet har valgt å investere i vestlig verdensmetropoler og global byer med kulturell og demografisk likheter til Norge. At man har begynt å investere i de nær markedene synes åpenbar.

Oljefondet vektlegger 4 investeringskriterier for eiendom

1. Scale
2. Population/employment growth
3. Economic growth
4. Supply of properties / stock

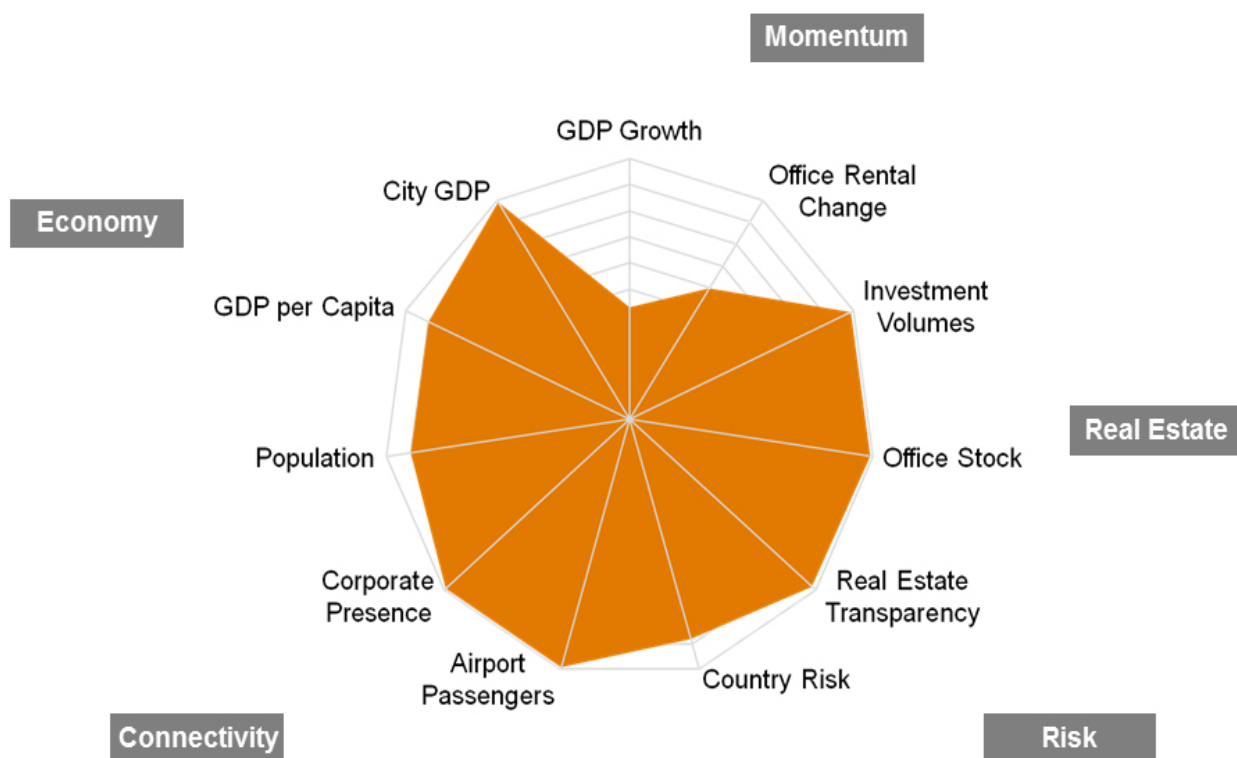
Disse kriteriene må anses som minimumskriterier for en hver langsiktig investor. Kriteriene er få men grunnleggende viktig; Store eiendomsmarkeder, markeder med befolkningsvekst og økonomisk vekst, samt tilgang til invester bar eiendom. Komornik, Vozar (2015) beskriver til sammenlikning Temasek Holding (Singapore SWF) overordnede investeringskriterier som følgende:

1. Fremvoksende økonomier – som (BRICS), innenfor eiendom, infrastruktur og logistikk
2. Økonomier med vekst i middelklasse – investere i selskap og eiendom i regioner som er

posisjonert til å vokse som følge av vekst i etterspørsel og forbruk fra middelklasse. Spesielt i bransjer som eiendom, teknologi, og konsum.

3. Konkurransetrinn – søker investering i regioner, sektorer og selskap som har en grunnleggende konkurransefortrinn eller konkurransefortrinn via patenter og åndsverk.
4. Fremtidens vinnere – søker investering i selskap/aktører med en sterk nasjonal/regional markedsposisjon, og som har potensial til å bli en global ledende aktør.

Det kan stilles spørsmål om disse kriteriene blir for lite spesifikke når eiendomsbransjen bruker 11 kriterier i sine analyser. JLL (2016) har definert 11 kriterier for å klassifisere og kategorisere globale byer i Asia, Europa og USA. Diagrammet over viser detaljert edderkoppdiagram for New York som eksempel. I forhold til Oljefondets kriterier ser vi at det som trekker i negativ retning i New York er lav økonomisk vekst og lav vekst i leiepriser. På den andre siden scorer byen svært høyt på alle andre områder, også i kriterier Oljefondet vektlegger; tilgang til eiendom, befolkningsvekst og investeringsvolum.



Figur 47 - Investeringskriterier. JLL (2016)

I oversikten nedenfor viser JLL vurdering av verdens 30 største byer. Det er svært stor variasjon fra by til by. Asiatiske byer, (svart) har de største variasjonen innenfor kriteriene, mens amerikanske byer er mye mer homogen, med få avvik. Kun 3 europeiske byer er på listen, Paris, London og Frankfurt. (Istanbul er plassert i kategori Asia)

Investeringsrisiko i USA vurderes derfor som lav og vil være ettertraktet for fond med lav risikoprofil. Byer i Asia scorer høyt på økonomisk vekst og befolknings vekst.

Gjennomgående svakhet i disse byene er ”office rental changes”, ”investment volumes”, ”Office Stock”, ”Real Estate Transperancy”. Disse svakhetene synliggjør utfordringene Oljefondet møter når de skal investere i denne region. De understreker at behovet for lokale markedskunnskap.



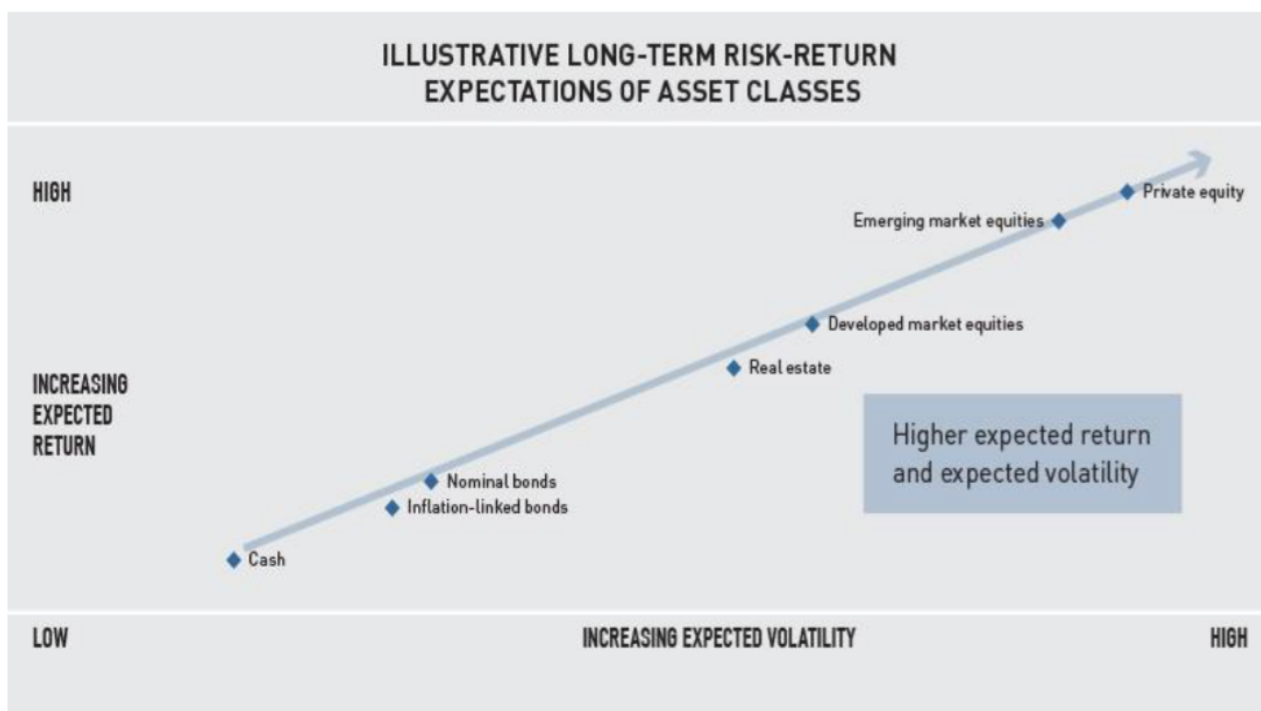
Figur 48 - Spindelnev diagram investeringskriterier 30 byer - JLL (2016)

5.2. Hvordan skiller Oljefondets eiendomsinvesteringer seg ifht andre SWF?

Jeg har valgt å sammenlikne Oljefondet med GIC- Singapore og FGF – Kuwait. Dette er fond med lang fartstid og velutviklet eiendomsstrategi og eiendomsporteføljer.

5.2.1 Government Investment Corporation – GIC Singapore

GIC ble etablert i 1981 av sentralbanken i Singapore (MAS), som konsekvens av at Sentralbankenes reserver hadde vokst som følge av overskudd i offentlig sektor siden 1970-tallet. Formålet med GICs var å investere den delen av valutareserver som var overskudd i langsiktige eiendeler.



Figur 49 - GIC Risiko/avkastning – aktiva klasser. GIC (2017)

GICs mandat er å bevare den internasjonale kjøpekraften for sine eiendeler. Her ser man at GIC faller inn under motivet "Resilient Motive" jf. s. 12., og skiller seg fra Oljefondet motiv om inflasjonssikring og global valutarisiko. Selv om fondet ble etablert så tidlig som i 1981, er "Resilient Motive" fremdeles gjeldende nyere statlige investeringsfond.

5.2.2 GIC – Investeringsstrategi



Figur 50 - Kart over GIC eiendomsinvesteringer. GIC.com (2017)

Geografisk sett er investeringene spredt over hele verden med hovedtyngde i USA og Asia. I motsetning til Oljefondet praktiserer GIC liten grad av åpenhet og transparens. Til forskjell fra Oljefondets 3 aktiva klasser, investerer GIC i 6 aktiva klasser.

GIC - Aktiva klasser

1. Aksjer i etablerte markeder
2. Aksjer i fremvoksende økonomier
3. Obligasjoner og pengemarked
4. Realrenteobligasjoner
5. Eiendom og infrastruktur
6. Private equity

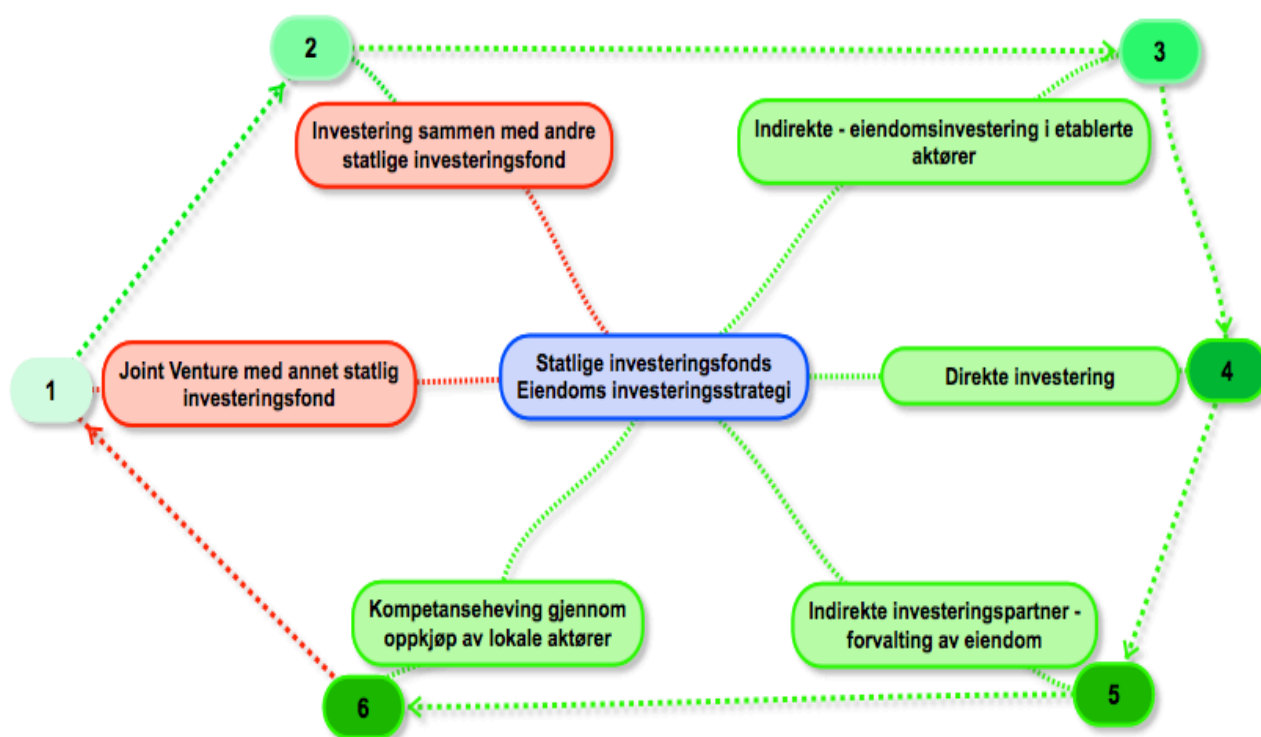
Asset mix	31 March 2016 (%)
Developed Market Equities	26
Emerging Market Equities	19
Nominal Bonds and Cash	34
Inflation-Linked Bonds	5
Real Estate	7
Private Equity	9
Total	100

Figur 51 - Aktiva klasser GIC. GIC.com (2016)

I motsetning til Oljefondet som har investert 3% av porteføljen i eiendom, ser vi at GIC ved utgangen av 2016 har investert 7%. Dette er likt Oljefondet investeringsmål for eiendom. eiendom. GIC har over 32 års erfaring med eiendomsinvesteringer som er vesentlig lengre enn Oljefondets 6 år (2011). Man kan argumentere for at ”ting tar tid” når det gjelder å bygge og utvikle en global eiendomsportefølje.

5.2.3 GIC - Eiendomsinvesteringer

GIC var tidlig ut med å etablere lokal kontor for eiendomsinvestering. Som Oljefondet vektlegger GIC lokal tilstedeværelse og kompetanse som forutsetning for eiendomskjøp. GIC har 9 kontor på 4 kontinent. I motsetning til Oljefondet har GIC en sterk tilstedeværelse i ASIA og Japan, kanskje naturlig ettersom de er etablert i Singapore. Med kontor over hele verden har GIC markedskompetanse og tilgang til eiendom.



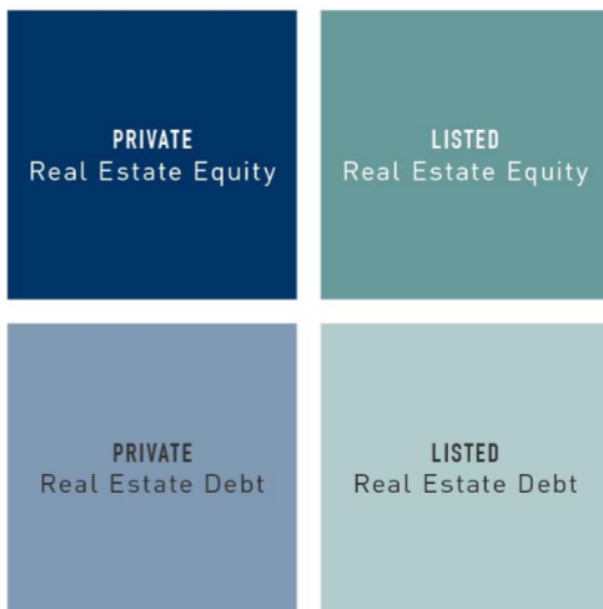
Figur 52 - Investeringsstrategi GIC. GIC (2016)

Denne tilstedeværelsen må tillegges fondets levetid, som er vesentlig lenger enn Oljefondet. I motsetning til Oljefondet offentlig gjør ikke GIC detaljert oversikt over eiendomsporteføljen, men oppgav 350 eiendomsinvestering i 40 land ved utgangen av 2015.



Figur 53 - Kart over GIC lokal kontor. GIC.com (2017)

GIC – Investeringsstrategi eiendom



Figur 54 - GIC investeringskategorier eiendom. GIC (2017)

Fondet investerer til forskjell fra Oljefondet i både notert og unotert eiendom, og i notert og unotert eiendomsgjeld. GIC har med dette en vesentlig større marked å plassere pengene i. Forskjellene til Oljefondet er her større en likhetene, men viser hvilke retning Oljefondet investeringsstrategi over tid kan bevege seg.

5.2.4 Kuwait Investment Authority (KIA)

KIA er verdens eldste statlige investeringsfond opprettet i 1953. Forvaltningskapitalen til fondet er vesentlig mindre enn Oljefondet, men fondets fartstid og likheter til Oljefondet gjør det interessant å sammenlikne investeringsstrategi Oljefondet.

FGF ble opprett i 1976 ved at man splittet opp GRF og etablert FGF som fond for investeringer utenfor Kuwait. I likhet med Oljefondet er også KIA oljebasert, men motsetning til Oljefondet og GIC som vi har sett på over, styres FGF kun fra Kuwait og London.

I likhet med Oljefondets kapital tilførsel, overføres 10% av Kuwaits årlige statsinntekter til FGF. Den største forskjellen er at FGF ikke er underlagt en handlingsregel/tapping av fondet. Alt av overskudd skal reinvesteres.

Fra tidligere funn (Vedlegg 1) vet vi at KIA kategoriseres likt med Oljefondet. Det overordnet mandat er “...*building a risk adjusted capital base for the growth and preservation for national wealth...*” Konkret betyr det “... *transforming non-renewable assets into diversified financial assets for future generations...*” Likheten til Oljefondet mandat er tydelig. KIA er organisert i 2 fond, General Reserve Fund (GRF) og Future Generations Fund (FGF). Forvaltningskapitalen til fondet er vesentlig mindre enn Oljefondet. Men likheter gjør at det er interessant å sammenlikne investeringsstrategi.

5.2.5 Future Generations Fund (FGF) – Investeringsstrategi

1. Aksjer i etablerte markeder
2. Aksjer i fremvoksende økonomier
3. Obligasjoner og pengemarked
4. Realrenteobligasjoner
5. Eiendom og infrastruktur
6. Private equity

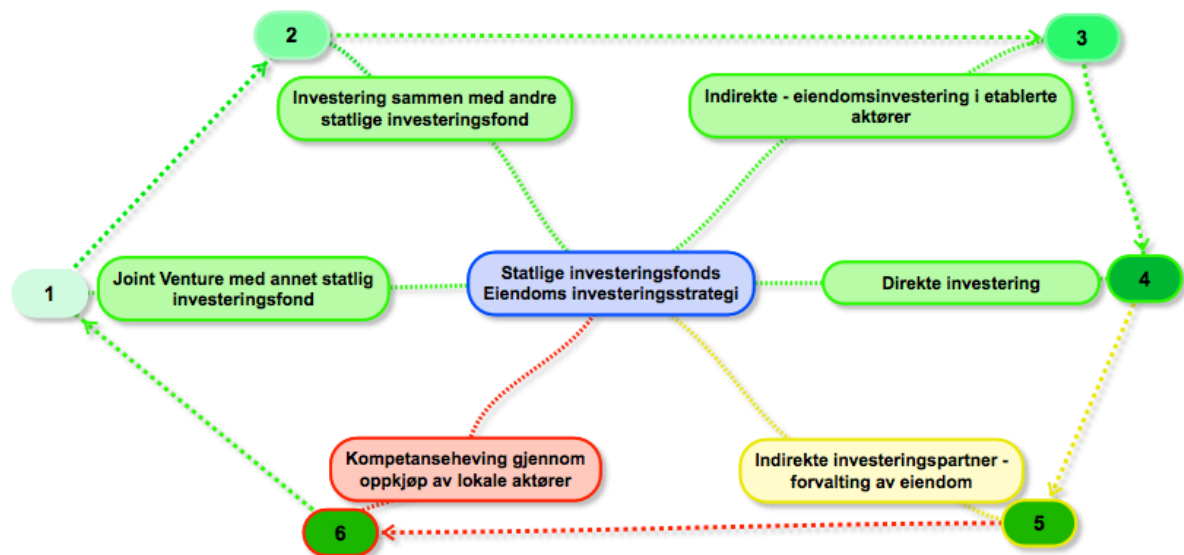
FGF har i likhet med GIC mandat som sier at de skal investere utenlands i 6 aktiva klasser, basert på en “Strategic Asset Allocation”. Oversikten viser at FGF i likhet med GIC, men til forskjell fra Oljefondet, også kan investere infrastruktur. Dette indikere at etablerte fond over tid investere i flere aktiva klasser for å diversifisere porteføljen. Her kan man trekke parallellen til figur 32. Global Multi Asset Market Portfolio, og se at både GIC og FGF ligger mye nærmere denne allokeringstrategien. Dette underbygges av Santiso (2012) som sier at flere statlige

investeringsfond i Asia har begynt å gjøre investeringer i Private Equity, infrastruktur og teknologiske start-up selskap. Oljefondet har på nåværende tidspunkt kun aksjer, obligasjoner og eiendom i sin portefølje. I forhold til en den optimale ”Global multi-asset market portfolio” kan man på den ene siden argumentere for at Oljefondet ikke har foretatt en den optimale portefølje allokeringen for å reduseres sin global eksponering. På den andre siden kan man argumentere for at en optimal ”Global multi-asset market portfolio” gjenspeiler avkastning iht. indeks. Som vi vet har Oljefondet en overordnet strategi om ”høy langsiktig avkastning” (Dahl 2017)., og høy langsiktig avkastning oppnås ikke ved allokering iht. indeks. Denne oppgaven går ikke i videre detalj om overordnet portefølje allokering, men vil forslå dette som tema for videre forskning. Det har ikke latt seg gjør å finne informasjon om avkastning/kostnader på eiendom innenfor den enkelte investeringsstruktur.

5.2.6 FGF – investeringsstrategi eiendom

FGF har lav transparens og åpenhet, tilgang til detaljert informasjon om eiendomsstrategier er svært begrenset. De score 6 på Linaburg-Maduell Transparency index hvor minimum score på 8 er anbefalt Sovereign Wealth Fund Institute.

Investeringsstrategien til FGF er utformet av ”The Real Estate Department (RE)”. De har som oppgave og tilrettelegge en investeringsstrategi som sikrer stabile og forutsigbare inntekter, fra en vel-diversifisert eiendomsportefølje. FGF investeringsformål er lik Oljefondet og GIC formål. Eiendomsinvestering på USD 1 milliard+ forvaltes av egne team over hele verden . Investering på under USD 1 milliard er satt ut til ekstern forvalter som på eget initiativ investerer i til gjeldende investeringsstrategi. I motsetning til både GIC og Oljefondet kan FGF finansiere eiendom og infrastruktur investering med 50% belåning.



Figur 55 - Investeringsstrategi FGF. FGF.com (2017)

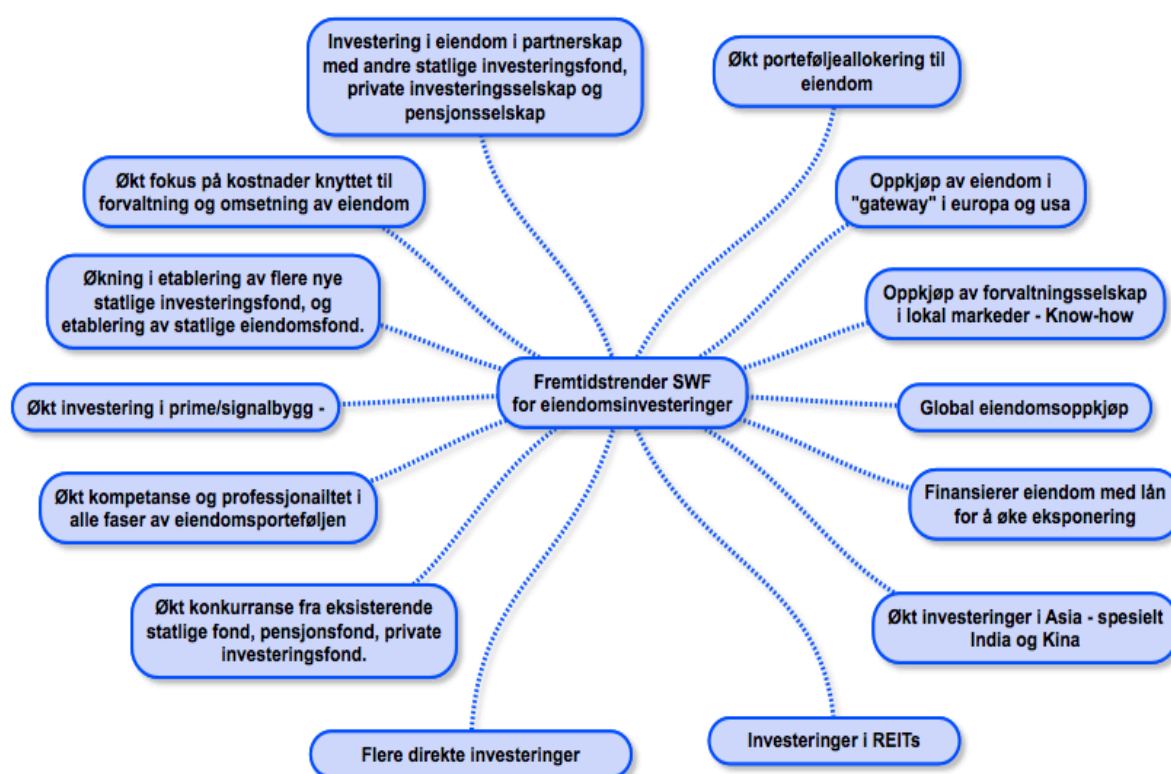
Fondet har en velutviklet og variert tilnærming til investering i eiendom. Som diagrammet under viser benytter de flere strukturer for å løse sitt investeringsmandat. Det er tilsvarende GICs metode men avviker med Oljefondet. FGF avviker ytterligere ifht til Oljefondet ved at de kan investere globalt i;

1. Unotert eiendom
2. Eiendomsrelatert infrastruktur.
3. Prime eiendom – sentrale knutepunkt
4. Prestige og signal bygg – sentral byer og knutepunkt
5. Utviklingsprosjekt - eiendom
6. Spekulasjon og sykliske eiendomskjøp – med risiko.

Her ser vi en mye mer fleksibel investeringsstrategi i forhold til Oljefondet, og tildeles GIC. Denne fleksibiliteten gjør at FGF har mye større tilgang til investerbar eiendom. Spørsmålet som blir hengende i luften er hva kunne Oljefondet oppnå med ett slikt investeringsunivers.

5.3. Hvordan vil globale trender påvirke Oljefondets fremtidige eiendomsinvesteringer?

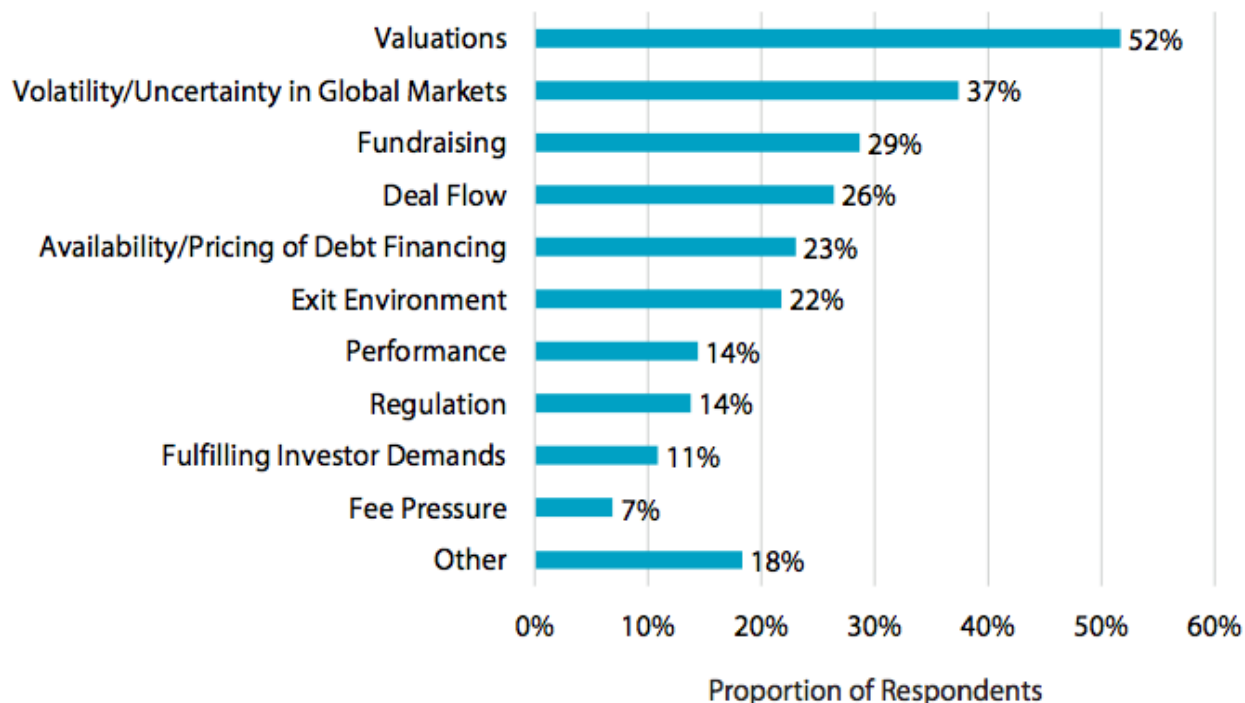
Som beskrevet i teori og funn delen er det omfattende strukturelle, teknologisk og demografiske endringer på gang. Oljefondet strategidokument for 2017-19 (Vedlegg 5) har en kort tidshorisont med tanke på at investeringene er svært langsikt. Samtidig kan det argumenteres for at strategiplaner i dagens marked bør ha kort tidshorisont slik at organisasjonen får korrigere strategien med jevne mellom i forhold til skiftende markedsutvikling og –forutsetninger. Tatt i betraktning de endringene og utfordringene som er på gang, gjør Oljefondet det lurt i å ha en 2-års plan selv om eiendom er langsikt investeringer.



Figur 56 - Fremtidstrender for eiendomsinvesteringer. Egen oppstilling.

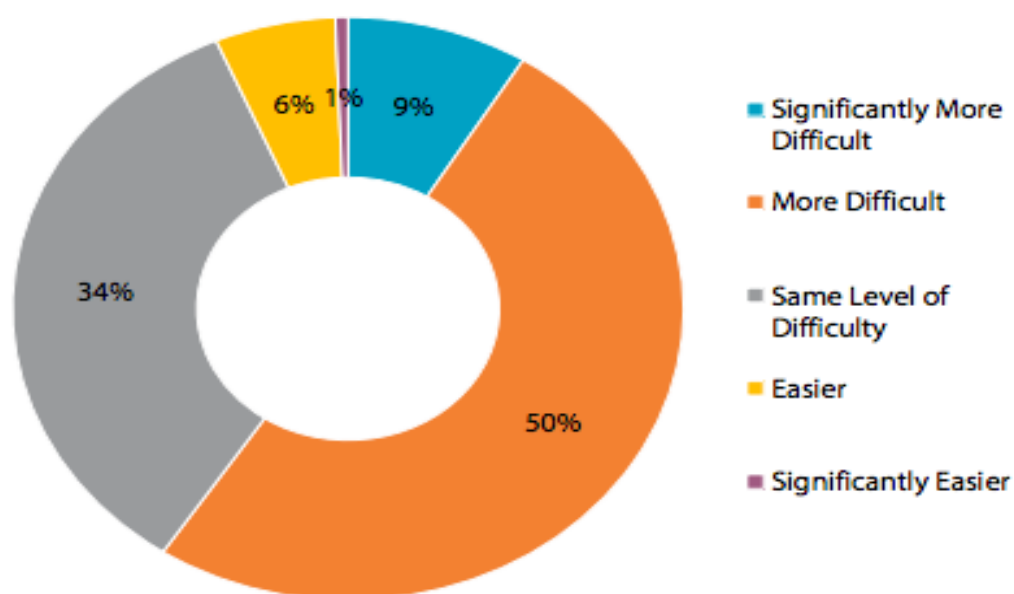
Diagrammet viser pågående og kortsiktige investeringstrender som jeg har funnet omtalt i litteraturen. Det vil variere fra fond til fond hvilke strategi de velger, men oversikten er dekkende for en del av de grep statlige investeringsfond tar. Overordnede trender som vil påvirke Oljefondets eiendomsinvesteringer bør kategoriseres i tidsperspektiv.

Fra nærstående/pågående markedstrender til mer langsikt fundamentale samfunnstrender. Vi vet fra tidligere at Slyngstad (2016) har vært bekymret for prisutviklingen for eiendom. Det er markedstrendene som allerede preger Oljefondet. En undersøkelse blant 180 institusjonelle eiendomsfond utført av Prequin (2016), viser at Slyngstads bekymring ikke er unik for Oljefondet.



Figur 57 - Markedsutfordringer forvaltning. Prequin (2016)

I undersøkelsen til Prequin svarer hele 52% av respondentene at økende eiendomspriser utgjør den største utfordringen i ett 12 mnd. perspektiv. De historisk lave rentenivåene gjør at yield på eiendom er svært lav, og prisene tilsvarende høy. Usikkerhet knyttet til fremtidig renteøkninger gjør at dagens priser kan virke høy, med frykt for verditap når rente går opp. I tillegg ser man at volatilitet og global politisk endringer i markedet utgjør betydelig usikkerhetsfaktor. Videre svarer 26% av respondentene at tilgang til eiendom (dealflow) er en utfordring.



Figur 58 - Markedssyn på tilgang til eiendom. Prequin (2016)

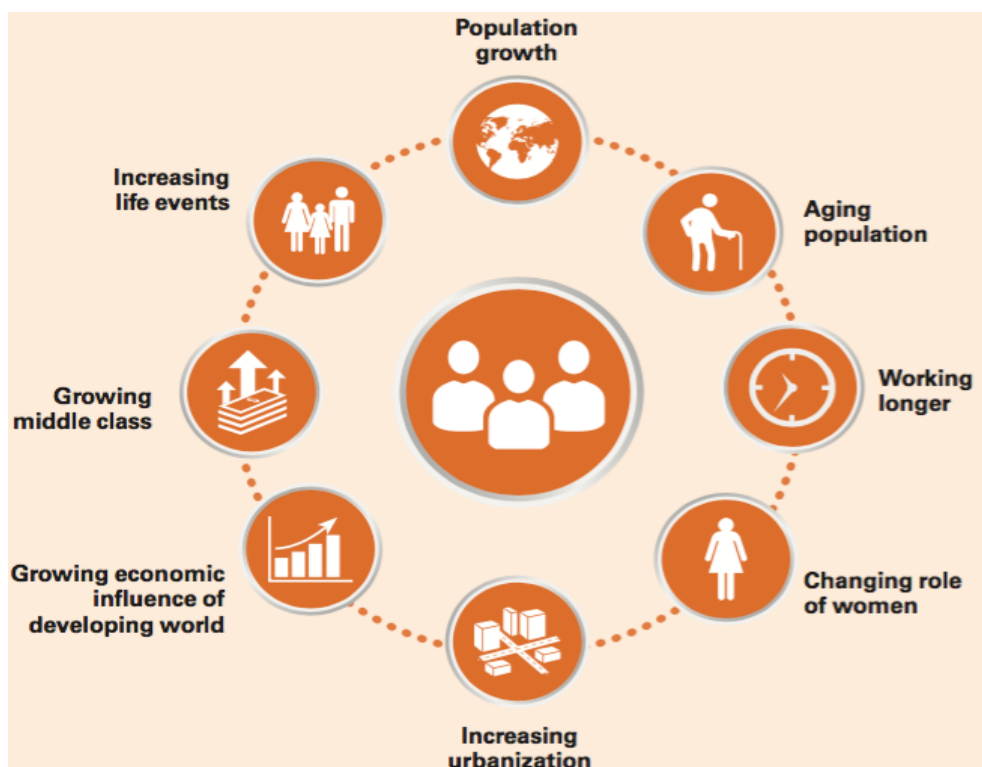
Samtidig svarer 59% av de spurt at det er ”betydelig-/mer” vanskelig å finne attraktive investeringsobjekt. 55% av de spurte følger opp med å si at det er spesielt i premium segmentet at det er vanskelig. 42% av de spurte sier at markedsbetingelser fører til at de må endre investeringsstrategi, ved at de ”...flytter investeringene til andre land...”...vurderer andre markeder...” og ”...vurderer å ta høyere risiko...” Fra foregående funn ser vi at disse utfordring også reflekteres hos Oljefondet, men det er ikke sannsynlig at Oljefondet vurderer andre land, nye markeder eller høyere risiko en det strategiplanen for 2017-19 legger til grunn. Statistikk fra JLL (2016) viser at ny-tilgang ”Supply Pipeline” har store variasjoner i verdens største byer. Oversikten viser at vestlige verdens metropoler har en forventet lav ny-tilgang på rundt 1-3%, London er unntaket med 6%. Byer i Asia har derimot en forventet økning i ny-tilgang på over 10%, hvor Shanghai har høyest ny-tilgang på 41,5%. Som i alle andre markeder defineres eiendomspriser av tilbud og etterspørsel. Den forventet ny-tilgang kan også være tegn på eiendomsbobler, uten at denne oppgaven vil gå i dybden på dette. Det som overrasker er at JLL statistikken viser ingen korrelasjon mellom ledighet, økonomisk vekst, (Economic Growth) utvikling i leienivå (Rental Change) og ledighet (Vacancy Rate.) Vi har tidligere i oppgaven sett at eiendomsmarkedene er syklisk og at vi byer i samme land kan har forskjellige sykler. Dette understreker nødvendighet å benytte flere kriterier i analyse av eiendomsmarkedene.



Figur 59 - Markedsutvikling for eiendom "Global Cities" JLL (2016)

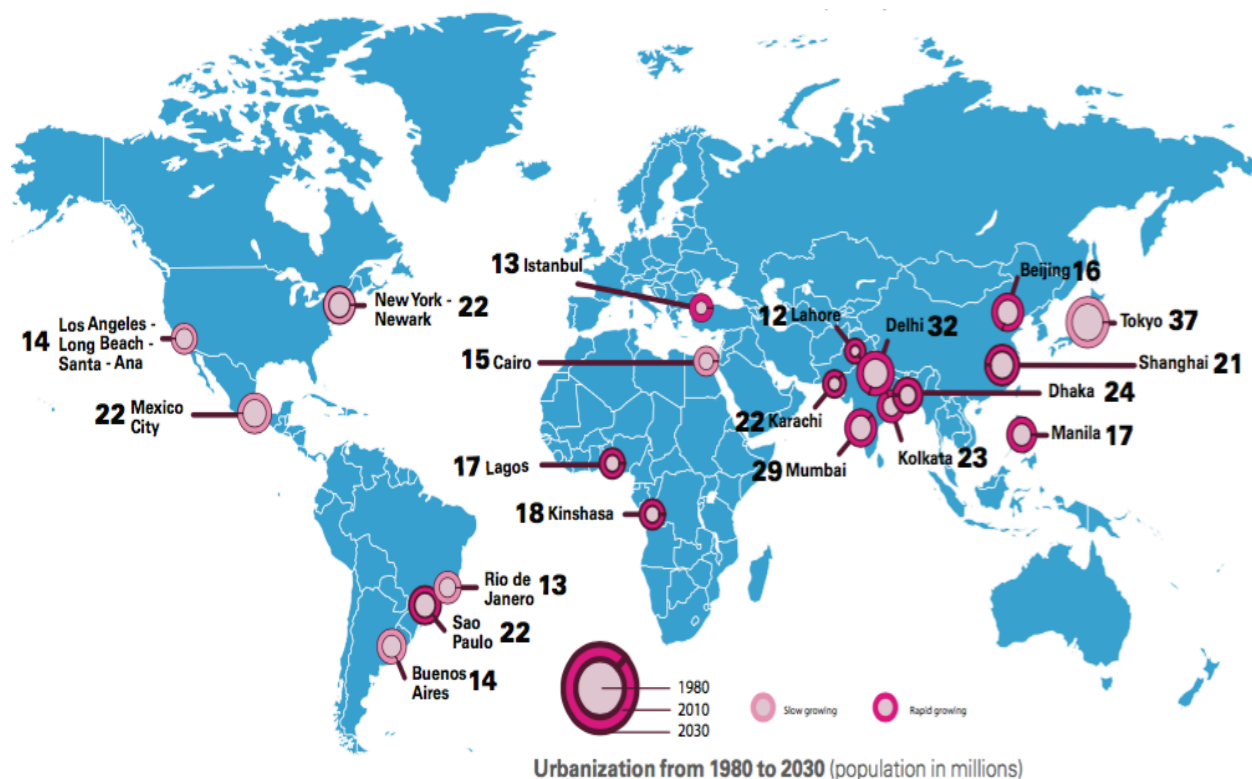
De store forskjellene i ny-tilgang av eiendom mellom ”Østen” og ”Vesten” gjør at det er naturlig for Oljefondet å investere i Asiatiske markeder som har desidert størst tilgang på eiendom, høyest økonomisk vekst.

5.3.1. Demografiske trender



Figur 60 - Demografiske megatrender - KPMG (2014)

KPMG (2014) bruker uttrykket ”demografiske megatrender” om 8 overordnede trender som vil påvirke utviklingen globale eiendomsmarkedene. Av de 8 områdene legger de mest vekt på sosiale og demografi endringer med 3 hovedområder; teknologi, geografisk emigrasjon/urbanisering og råvaremangel. I et langsiktig perspektiv vil samfunnsmessig trender og endringer definere investeringsstrategien til Oljefondet. Den teknologiske utvikling flytter handel fra butikker og kjøpesenter til netthandel. Man ser allerede en trend i USA at kjøpesenter og kjeder legges ned. Credit Suisse (2017) melder at 20-25% av kjøpesenter i USA vil bli stengt som følge av endret handlemønster og demografi de neste 5 årene. Dette vil medføre store omveltninger i butikk/retail markedet. Logistikk og distribusjonseiendomer, samt datasentre vil sannsynligvis få økt etterspørsel fra investorer. Videre har geografisk emigrasjon og urbanisering betydelig påvirkning på eiendomsmarkedet.



Figur 61 - Kart over verdens største byer i 2030 - KPMG (2014)

KPMG (2014) definerer følgende byer som de største i 2030. Kartet viser at av Oljefondets nåværende investeringsmarkeder er det kun New York som er på listen.

Byene med mørk rosa ring har hurtig vekst, mens byer med lys rosa ring har sakte vekst. Vi ser at samtlige asiatiske byer på kartet, bortsett fra Tokyo, har hurtig vekst. Ingen byer i Europa eller USA har hurtig vekst. Dette vekstanslaget forsterker argumentet for at Oljefondet må prioritere/fremskynde investeringer i Asia.

Går vi tilbake til 5.1 og ser på analysen av de 30 største byene forsterkes bilde av at fremtidig vekst blir størst og kraftigst i indiske og kinesiske byer.

5.4 Hvilke strategi bør oljefondet velge for å kunne ivareta sitt mandat?

”...i tillegg til å se videre på muligheter i et begrenset antall andre europeiske byer. Vi vil samtidig fortsette å gjøre investeringer i logistikkeiendommer både i Europa og USA. I løpet av de neste årene vil vi også vurdere investeringer i storbyer utenfor Europa og USA, fortrinnsvis i Asia.” (NBIM 2016)

Sammenliknet med GIC og FGF kan man argumentere for at Oljefondet fremdeles er oppbyggingsfasen generelt sett, og i etableringsfasen i Asia. Som nevnt tidligere sier Oljefondets strategidokument for 2017-19 at fondet tar sikte på nå 4% eiendomsinvesteringer ved utgangen av perioden (NBIM 2017). Denne målsetning virker realistisk med tanke på at Oljefondet har etablert 2 kontor. På den andre siden kan man sette spørsmålstegn til Oljefondets strategi og Asia etablering når strategidokumentet for 2017-19 innleder med å si at eiendomsinvesteringene for perioden vil bli fordelt jevnt mellom USA og Europa. Man kan spekulere i om dette er en uttalelse egnet til å dempe forventningene om snarlig eiendomskjøp i Asia. De asiatiske globale byene har høy befolkningsvekst, høy økonomisk vekst og god tilgang på eiendom, og treffer Oljefondets overordnede investeringskriterier svært bra. Sett utenfra og basert på investeringspraksis hos bl.a. GIC burde markedsforsholdene i denne region gjøre at man prioriterer investeringer i Asia høyere enn det strategidokumentet sier. Representant for Oljefondet uttalte i mars 2017 i et lukket forum at det kan ta opptil 3 år før man kjøper noe i Asia. Det virker fryktelig lenge, og man kan stille spørsmål om hvor det tar så lang tid. Det fremkommer i (Vedlegg 4) at ingen av Oljefondets investeringspartnere har hovedbase i Asia. Man kan selvfølgelig ikke utelukke at eksisterende investeringspartnere ikke har avdelingskontor i Asia. Det er lite sannsynlig at Oljefondet skal endre investeringsstrategi og ikke inngå partnerskap når man investerer i Asia. På den andre siden kan man spekulere i om Oljefondet sitter på erfaringer fra partnerskapsinvesteringer i Europa og USA som man ikke ønsker å gjenta i Asia. Det kan være kulturforskjeller, uenighet om forvaltning, prising og verddivurderinger. Kan det være at partnerskapsmodellen har fungert for dårlig, og ønsker man som følge av dette heller å investere direkte og alene? Uten å ha svarene kan dette være en forklaring på hvorfor det har gått så lang tid uten at man har kjøpt noe i regionen.

Funn viser at de største truslene mot statlige fonds eiendomsinvesteringer er renteøkning, tilgang til ”prime” eiendom innenfor eksisterende markeder, politiske- og demografiske, samt teknologiske endringer. Økning i e-handel gjør at flere aktører investerer i lager- og logistikk eiendommer knyttet til e-handel. Øvrige investeringstrender blant statlige fond med etablerte eiendomsporteføljer er allokering til spesifikke eiendomssektorer. Spesielt allokering til infrastruktur og ”miljøvennlig eiendom” som solcelle- og vindparker øker og er ettertraktet.

Sektorer som helse og undervisning, herunder sykehus, sykehjem og rehabilitering, studentboliger og -campuser er også etterspurt.

Oljefondets mandat tillater ikke investering i denne type aktiva, selv om Oljefondet har uttalt ønske om investering i infrastruktur og miljøvennlig teknologi er ønskelig.

Konklusjon

Problemstilling i oppgaven har vært;

Oljefondets investering i eiendom; har fondet den nødvendige eiendomsstrategi for å oppfylle sitt mandat?

Basert på teori, litteratur og funn fra denne oppgave konkludere jeg med at Oljefondet har en eiendomsstrategi som historisk sett har løst investeringsmandatet, men at eiendomsstrategien må utvikles for å kunne møte de globale markedsendringene og –utfordringene.

Konklusjonen er at Oljefondets eiendomsstrategi er helt i tråd med eiendomsstrategien til tilsvarende statlig investeringsfond i tidlig fase. Funn viser at statlige investeringsfond i stor grad praktiserer like eiendomsstrategi, spesielt i tidligfasen av portefølje oppbygging. De første eiendomskjøpene skjer, med få unntak, ved å investere i partnerskap med store unoterte eiendomsfond som sitter på eiendomsporteføljer i global byer. Byer man først investere er byer med kultur og demografi tilsvarende eget land, og ligger geografisk i samme verdensdel.

Det er tegn som likevel tyder på at dagens strategien kan ha flere svakheter når man i store deler av 2016 velger å sette investeringene på vent for det det er blitt for dyrt. Konsekvensen av dette er at fondet i dag kun har 2,5 % av fondet total kapital investert i eiendom, ned fra 3,1% i 2016.

Konklusjonen er at når fondet stopper å investere får man en dobbel negativ effekt ved at eiendoms andelen synker når/hvis verdien på Oljefondets i samme periode øker.

Av Oljefondets investeringskriterier er diversifisering det overordnede kriteriet. Funn viser at Oljefondets allokering til eiendom, i tillegg til diversifisering, er avgjørende for fondets evne til å generere kontantstrøm. Fondet er underlagt Finansdepartementets ”Handlingsregel”, som gir Stortinget muligheten til balansere statsbudsjettet ved å hente ut 4% (nå 3%) av fondskapitalen. For å unngå å måtte selge aksjer og obligasjoner for å møte uttak fra fondet er man avhengig av aktivklasser som generer kontantstrøm. Konklusjonen er at Oljefondet er avhengig av få økt tilgang til nye markeder, porteføljer og eiendom segment dersom det skal klare oppfylle sitt mandat på langsikt. Lav rente, økt etterspørsel etter eiendom, har skapt prispress og konkurranse om de meste ettertraktede eiendomsobjektene. Det lite sannsynlig at konkurransen om eiendom i Oljefondet hovedsegment ”prime/+” vil avta i den nærmeste fremtid.

Funn i oppgaven viser også at Oljefondet er blant de statlige investeringsfond med størst åpenhet og transparens. Og at denne åpenhet gir tillitt markedet i form av tilgang til eiendom. Begrensning på tilgang til eiendom er en av hovedutfordring for at Oljefondets får løst sitt investeringsmandat. Konklusjonen må være at åpenhet og transparens er et konkurranse fortrinn, og vil ha betydning for tilgang til eiendom i nye markeder.

Funn og tilgjengelig informasjon viser at Oljefondet i likhet med bransjenorm innledningsvis har investert i eiendom ved å kjøp seg inn i etablerte fond med unotert eiendom. Oljefondet har investert i eiendom, først europeiske storbyer og deretter i USA, med en langsiktig eiendomsstrategi om å investere i Asia. Avdelingskontor i Tokyo og Singapore er allerede på plass, men Oljefondet sier at det kan ”3 år før man kjøper i eiendom” i disse markedene (Dahl 2017). Strategidokumentet for 2017-19 befester dagens eiendomsstrategi uten store endringer, og sier at all investering i perioden forventes i USA og Europa.

Avslutningsvis konkluderes det med at strategidokumentets korte tidshorisont signaliserer at Oljefondet er på ballen. Basert på funn i oppgaven foreslås følgende grep for å styrke investeringsstrategien. All den tid Oljefondet ikke kan investere i infrastruktur, er forslagene nedenfor gjennomførbar innenfor dagens mandat. Konklusjonen er likevel at en fremtidsrettet investeringsstrategi inneholder lik eller tilsvarende kriterier.

1. Utvide antall investeringspartnere i USA, UK og Europa.
2. Øke direkte investering i de markedene og eiendomssektorene man har best kunnskap og lengst erfaring, UK og USA.
3. Definere industri som egen kategori i tillegg til kontor, handel, logistikk
4. Øke investeringer i Europeisk industriområder med utviklet infrastruktur.
5. Selge ned US retail eiendom og spesielt kjøpesentre som ikke er ”prime+” eller A-senter.
6. Selge ned retail eiendom i USA og UK som er knyttet til store tradisjonelle kjeder.
7. Øk investering innen for alle segment rundt trafikk knutepunkt i globale byer.
8. Etablere porteføljer med sektorspesifikk eiendom som;
 - a. Logistikk eiendom knyttet til trafikk knutepunkt; havner, flyplasser, stasjonsbygg
 - b. Datalagringscenter og distribusjonscenter knyttet til E-commerce
 - c. Bærekraftig eiendom – BREAM, A-merket eiendom etc.
 - d. Sale-lease-back avtaler med global aktører innenfor kjernemarkeder
 - e. Helsereelatert eiendom; sykehus
9. Inngå avtaler med investeringspartnere i Asia.

Videre undersøkelser

I arbeidet med denne oppgaven er det flere områder og tema som bør/kan undersøkes videre for å få en bedre forståelse av statlige investeringsfond og hvor disse investerer i eiendom.

Den grunnleggende utfordringen rundt åpenhet og manglende tilgang til informasjon er en utfordring. Tema som likevel er av interesse og som anbefales er;

- a. Undersøkelser om kortsiktige og langsiktig markedsutfordringer i eiendomsmarkedet.
- b. Videre undersøkelser om hvordan statlige investeringsfond løser sine mandat, og om mandatene er tilpasset framtidsutsiktene.
- c. Avkastning i statlige investeringsfond. Vi vet fra denne oppgaven at Oljefondets avkastning de siste årene skyldes valutaendringer. Videre undersøkelser om hvordan statlige fond skal kunne levere avkastning til sin "eier" i fremtidsperspektiv innenfor eksisterende mandat.
- d. Det vil være av interesse og sammenlikne avkastning og kostnader innenfor de forskjellige forvaltningsmetodene; direkte-, indirekte-, fund-in-funds-, ekstern/intern forvaltning/investering.
- e. Undersøke om statlige investeringsfond har en større avkastning på eiendomsporteføljer som er lånefinansiert, ref. FGF mandat om mulighet til 50% belåning.
- f. Foreta undersøkelser hvorvidt Oljefondet har den nødvendige tilgang til eiendom gjennom sine investeringspartnere. Styrker og svakheter med å ha fast investeringspartnere.

Refleksjoner

Statlige investeringsfond som temaet og hvordan de investerer i eiendom som problemstilling er interessant både i nasjonalt og internasjonalt perspektiv. Jeg føler at jeg så vidt har skrappt i tematikken og problemstillingen med dette litteraturstudie.

Ville jeg valgt Oljefondets investeringsstrategi for eiendom som tema på nytt?

Ja.

Men jeg ville før oppstart og allerede i metodefaget til masterstudiet sørget for å avklare om Oljefondet stiller til intervju, ettersom tilgang til personlig kilder har vært fraværende. Som oppgaven belyser, praktiserer statlige investeringsfond varierende grad av åpenhet, og de fleste praktiserer svært lav grad av åpenhet rundt investeringsstrategier og investeringsprosesser. At denne type informasjon er konfidensiell og unntatt offentlighet er naturlig, ettersom konkurransesituasjonen i de global eiendomsmarkedet er sterkt økende.

Denne oppgaven har vært interessant og utfordrende. Jeg er mest fornøyd med kvaliteten på litteratursøket, spesielt de internasjonale akademiske kildene. Det har samtidig vært en utfordring å begrense litteratursøket, da det fortløpende har dukket opp interessant litteratur helt frem til innleveringstidspunktet for oppgaven. Det har også vært en utfordringen å spisse problemstilling og forskningsspørsmålene, samt holde adskilt kapitelene Funn og Drøfting, ettersom fortløpende drøfting av funn muligens vil ha styrket leserens forståelse av et kanskje ukjent tema. Samtidig tror jeg strukturen på oppgaven har gitt leserne en tydelig rød tråd. Ved å gå bredt ut om statlige investeringsfond generelt, så kjennetegn ved eiendom som aktiva klasse, deretter om hvordan statlige investeringsfond investerer i eiendom for så å beskrive Oljefondets eiendomsstrategi.

Jeg håper oppgaven kan være til inspirasjon for videre undersøkelser om eiendomsinvesteringene til statlige investeringsfond.

Begrepsliste

Allokering	Å fordele de midler som skal investeres på ulike markeder og aktiva klasser.
”prime”	Her; førsteklasses, høy standard, signal bygg
Diversifisering	Plassering av forvaltningskapitalen i mange ulike verdipapirer.
BRICS	Fellesbetegnelse for Brasil, Russland, India, Kina og Sør-Afrika – fremvoksende økonomier.
Counter-Cyclical Motive	Sikring mot valutasvingninger og inflasjon som følge av oppheting av <u>egen økonomi</u> .
Emerging-Market Debt	Obligasjoner utstedt i utviklingsland.
Equities	Aksjer
Government Bonds	Statsobligasjoner
Handlingsregelen	Regelen innebærer at Stortinget ikke skal bruke mer oljepenger på statsbudsjettet enn det som tilsvarer den årlige avkastningen vi ved inngangen av året kan regne med å få fra SPU. I utgangspunktet betyr det at Stortinget ikke skal bruke mer enn fire prosent av fondskapitalen for å skape balanse i statsbudsjettet. I februar 2017 foreslo regjeringen å sette ned anslaget for fondsavkastningen til tre prosent.
High-Yield Bonds,	Høy-rente obligasjoner
HR	Human Resources / Personal
Inflation-Linked Bonds	Inflasjonsobligasjoner – Realrenteobligasjoner
Investment-Grade Credits	Rating system for obligasjoner – AAA til JUNK
Listed and Unlisted Real Estate	Notert og unotert eiendom – dvs handles på børs.
Market Capitalism	Markedskapitalisme
NBIM	Norges Bank Investment Management
Oecd	Organisation for Economic Co-operation and Development Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling
Private Equity	Investerer i aksjer og egenkapitalinstrumenter i unoterte selskaper.
REITs	Real Estate Investment Trusts – den største gruppen av noterte eiendomsselskaper i USA.
Resilient Motive	For å ivareta konkurranseevnen, plasseres overskudd fra produksjonen i andre aktiva, markeder og valuta.
Self-Insurance Motive	Behovet for å sikre tilgang til kapitalmarkedet ved å etablerer fond utenfor egen økonomi
SIF	Statlige investeringsfond
Slyngstad	Yngve Slyngstad – CEO Oljefondet
Sovereign Wealth Funds	Statlige investeringsfond
State Capitalism	Stats kapitalisme
SWF	Sovereign Wealth Funds
Wealth Substitution Motive	Flytting av overskudd over i andre aktiva, markeder og valuta for å fordele risiko.

Referanser

AGUILERA, R. V., CAPAPÉ, J. & SANTISO, J. 2016. Sovereign wealth funds: A strategic governance view. *The Academy of Management Perspectives*, 30, 5-23.

ARNOTT, R. 2012. The efficient frontier.

BARRAS, R. 1994. Property and the economic cycle: Building cycles revisited*. *Journal of Property Research*, 11, 183-197.

BARRAS, R. & CLARK, P. 1996. Obsolescence and performance in the Central London office market. *Journal of property valuation and investment*, 14, 63-78.

BAUM, A. E. & CROSBY, N. 2014. *Property investment appraisal*, John Wiley & Sons.

BAUM, A. E. & HARTZELL, D. 2012. *Global property investment: strategies, structures, decisions*, John Wiley & Sons.

BEFRING, E. 2007. *Forskningsmetode med etikk og statistikk*, Oslo, Samlaget.

BILLINGTON, A. R. & FLAA, T. M. 2013. Alternative aktivaklasser i Statens Pensjonsfond Utland : En evaluering av eiendom og Private Equity.

BJERKAN, G. 2016. Oljefondet og utenrikspolitikken: Rettslig grunnlag, demokratisk forankring og politiske grenseflater. *Internasjonal Politikk*, 74.

BLUNDELL-WIGNALL, A., HU, Y.-W. & YERMO, J. 2008. Sovereign wealth and pension fund issues.

BUTT, S., SHIVDASANI, A., STENDEVAD, C. & WYMAN, A. 2008. Sovereign Wealth Funds: A Growing Global Force in Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20, 73-83.

CHHAOCHHARIA, V. & LAEVEN, L. 2008. Sovereign wealth funds: Their investment strategies and performance.

DALLAND, O. 2012. *Metode og oppgaveskriving for studenter*, Oslo, Gyldendal akademisk.

DE BEVER, L., STANTON, R. & VAN NIEUWERBURGH, S. 2015. A review of real estate and infrastructure investments by the Norwegian Government Pension Fund Global (GPF).

DEWENTER, K. L., XI, H. & MALATESTA, P. H. 2010. Firm values and sovereign wealth fund investments. *Journal of Financial Economics*, 98, 256-78.

DYCK, I. & MORSE, A. 2011. Sovereign wealth fund portfolios.

DYRDAL, D. 2016. Oljefondet og utenrikspolitikken: Tverrpolitisk pensjonskasse eller aktivt politisk verktøy? *Internasjonal Politikk*, 74.

EICHHOLTZ, P. M., HOESLI, M., MACGREGOR, B. D. & NANTHAKUMARAN, N. 1995. Real estate portfolio diversification by property type and region. *Journal of Property Finance*, 6, 39-59.

- ESPEN, E., PÅL, H. & TOM, A. F. 2010. Strategien for forvaltningen av Statens pensjonsfond. *Praktisk økonomi & finans*, 27, 20-30.
- FINNESTRAND, H. O. 2016. Kvalitative forskningsmetode.
- GARVIK, O. 2017. *Handlingsregelen* [Online]. Available: <https://snl.no/handlingsregelen>. [Accessed].
- GILL, A. K. 2010. Statens pensjonsfond utland-en samfunnsansvarlig investor: hva er konsekvensen av å bli utlukket fra fondets investeringsunivers?
- GILSON, R. J. & MILHAUPT, C. J. 2008. Sovereign wealth funds and corporate governance: A minimalist response to the new mercantilism. *Stan. L. Rev.*, 60, 1345.
- GRIFFITH-JONES, S. & OCAMPO, J. A. 2008. Sovereign wealth funds: A developing country perspective. Columbia University, February.
- HILDEBRAND, P. M. & STUDIES, B. 2007. *The challenge of sovereign wealth funds*, SNB.
- HOLME, I. M. & SOLVANG, B. K. 1996. *Metodevalg og metodebruk*, Oslo, TANO.
- ISACHSEN, A. J. 2014. Noen betraktninger om Oljefondet.
- JACOBSEN, D. I. 2015. *Hvordan gjennomføre undersøkelser? : innføring i samfunnsvitenskapelig metode*, Oslo, Cappelen Damm akademisk.
- KABIR, G., SADIQ, R. & TEFAMARIAM, S. 2014. A review of multi-criteria decision-making methods for infrastructure management. *Structure and Infrastructure Engineering*, 10, 1176-1210.
- KALLEVIG, K. 2016. Eiendomsinvesteringer, Statens pensjonsfond utland. Oslo: NBIM.
- KALTER, E. & SCHENA, P. J. Into the Institutional Void: Managing the Sovereign Wealth of Emerging Economies.
- KEENAN, J. M. 2015. From sustainability to adaptation: Goldman Sachs corporate real estate strategy.
- KOMORNIK, J. & VOZAR, M. 2012. Investment Strategy of the Temasek Holding. Comenius University, Bratislava.
- LARSEN, A. K. 2007. *En enklere metode : veiledning i samfunnsvitenskapelig forskningsmetode*, Bergen, Fagbokforl.
- LEEGAARD, M. 2015. *Kvaliteten på kvalitativ forskning - et spørsmål om god smak?* [Online].
- LIEPELT, J. 2015. *Ansvarlig bruk av petroleumsinntekter: Finner vi den norske handlingsregelen eller tilsvarende i andre internasjonale oljefond?* Statsvitenskap, NTNU.
- LILLEDAHL, G. & HEGNES, A. W. 2000. Kvalitativ metode. UOI.
- MARHAUG, P. 2015. Kirkebyggforvaltning i framtidig kirkeordning.
- NBIM 2015. The diversification potential of real estate. *Diskusjonsnota 1- 2015*.

- NBIM 2015. Global trends and their impact on real estate. *Diskusjonsnotat 2-2015*.
- NERHEIM, R. G. 2012. Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland.
- OLSSON, N. 2011. *Praktisk rapportskrivning*, Trondheim, Tapir akademisk.
- SKRETTING, S. 2007. Forvaltningen av statens pensjonsfond - utland : en vurdering av investeringsstrategi og aktivaallokering.
- SLYNGSTAD, Y. 2015. *Seminar on infrastructure and real estate* [Online]. Available: <https://www.nbim.no/en/transparency/news-list/2015/seminar-on-infrastructure-and-real-estate/>
- SOUZA, L. A. 2014. Modern real estate portfolio management (MREPM). Special Research Consultant, BRE Properties, Inc. Doctoral Candidate, Corporate Finance, Golden Gate University,
- SVERDRUP, U. 2016. - Oljefondet og utenrikspolitikken: Gorillaen i rommet. *Internasjonal Politikk*, 74.
- TORKEHAGEN, M. 2010. En passiv investeringsstrategi: hvordan konstruere en modell for en passiv og kostnadseffektiv investeringsstrategi?
- TROND, D. 2010. Investeringsstrategien til Sovereign Wealth Funds. *Praktisk økonomi & finans*, 27, 33-40.
- URBAN, D. 2011. The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Management of Excess Foreign Exchange Reserves. *Comparative Economic Research*.
- VAN DEN BREMER, T., VAN DER PLOEG, F. & WILLS, S. 2016. The Elephant In The Ground: Managing Oil And Sovereign Wealth. *European Economic Review*, 82, 113-131.
- VOSGRAFF, S. K. 2016. *Oljefondsjeften: - Jeg har begrenset entusiasme for eiendomsmarkedet akkurat nå* [Online]. Hagnar.no. [Accessed].
- WHEATON, W. C., TORTO, R. G. & EVANS, P. 1997. The cyclic behavior of the Greater London office market. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 15, 77-92.

Internett kilder

<https://www.nbim.no/no/fondet/styringsmodellen/mandat-for-forvaltningen-av-statens-pensjonsfond-utland/>

<https://www.nbim.no/no/organisasjonen/strategiplan/>

http://www.remarkits.com/image/efficient_frontier.png

<http://www.benzinga.com/general/education/14/11/4980296/nobel-prize-winners-perfect-portfolio-the-secret-ingredient-revealed>

http://londonpropertyanalyst.co.uk/investing_concepts/basics/real-estate/

<http://www.nupi.no/Skole/HHD-Artikler/2012/Oljefondet-en-internasjonalt-storinvestor>

<http://www.jll.com/gmp/global-office-rental-clock>

http://www.jll.com/cities-research/Documents/cities_research/global-top-30-city-cobwebs.html

<https://www.nbim.no/no/ansvarlighet/ansvarlig-forvaltning2/>

<https://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2015/statens-pensjonsfond-utland--investeringer-i-eiendom/>

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2015/04/28/a-view-to-the-future-changes-in-the-investment-industry/>

<http://www.pionline.com/article/20160613/ONLINE/160619969/sovereign-wealth-funds-favor-real-estate-and-the-us-invesco-report-finds>

<https://www.ft.com/content/9016ae44-8bd4-11e6-8cb7-e7ada1d123b1>

<http://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/emerging-trends-real-estate/global-outlook-2016/download.html>

<http://econpapers.repec.org/>

<http://www.gic.com.sg/newsroom?id=514>

<http://www.straitstimes.com/business/gic-builds-up-real-estate-assets-for-steady-returns>

<https://www.preqin.com/item/2017-preqin-global-real-estate-report/3/16506>

<https://www.statista.com/statistics/276617/sovereign-wealth-funds-worldwide-based-on-assets-under-management/>

<http://www.valuwalk.com/2016/01/global-real-estate-value/>

<https://www.preqin.com/docs/newsletters/re/Preqin-RESL-May-16-Sovereign-Wealth-Funds.pdf>

<http://www.swfinstitute.org/swfs/government-of-singapore-investment-corporation/>

<http://www.kia.gov.kw/en/ABOUTKIA/Pages/FGF.aspx>

VEDLEGG

Economic Objectives	Specific Objectives	Description	Examples
Capital maximisation Building a risk-adjusted capital base for the growth and preservation of national wealth	Balancing intergenerational wealth	Investing to create intergenerational equity e.g. transforming non-renewable assets into diversified financial assets for future generations	NBIM, Kuwait Investment Authority
	Funding future liabilities	Growing and preserving the real value of capital to meet future liabilities, such as contingent liabilities like pensions	Australia Future Fund, New Zealand Super Fund
	Investing reserves	Investing excess reserves in potentially higher-yielding assets via financial strategies aiming at higher long-term returns, and reducing the negative carry costs of holding reserves	China Investment Corporation Korea Investment Corporation
Stabilisation Macroeconomic management and economic smoothing	Facilitating fiscal stability	Using counter-cyclical fiscal tools to insulate the economy from internal and /or external shocks, e.g. changes in commodity prices to smooth consumption	Chile Economic and Social Stabilisation Fund
	Stabilising the exchange rate	Using the fund's resources to balance large capital inflows and outflows in the short term (which may be caused by commodity price volatility) to prevent asset price bubbles and reduce price volatility	Russia Reserve Fund
		Using the fund to manage the amount of capital entering the domestic economy over the long run to ensure the exchange rate is maintained at a level that allows for other export activities, e.g. to prevent Dutch Disease	Mexico Oil Income Stabilisation Fund
Economic development Investment to boost a country's long-term productivity	Investing in hard infrastructure	Domestic development in capital assets, including but not limited to transport, energy, water management and communications	Nigeria Infrastructure Fund
	Investing in social infrastructure	Domestic development in soft infrastructure: human capital and the institutions that cultivate it. This includes socio-economic projects such as education and health	Mubadala Development Company
	Pursuing industrial policy	Creating a diversified economy in order to reduce dependency on one resource or source of funding. Official, strategic efforts by governments to boost productivity in specific sectors	Temasek, BPI (France)

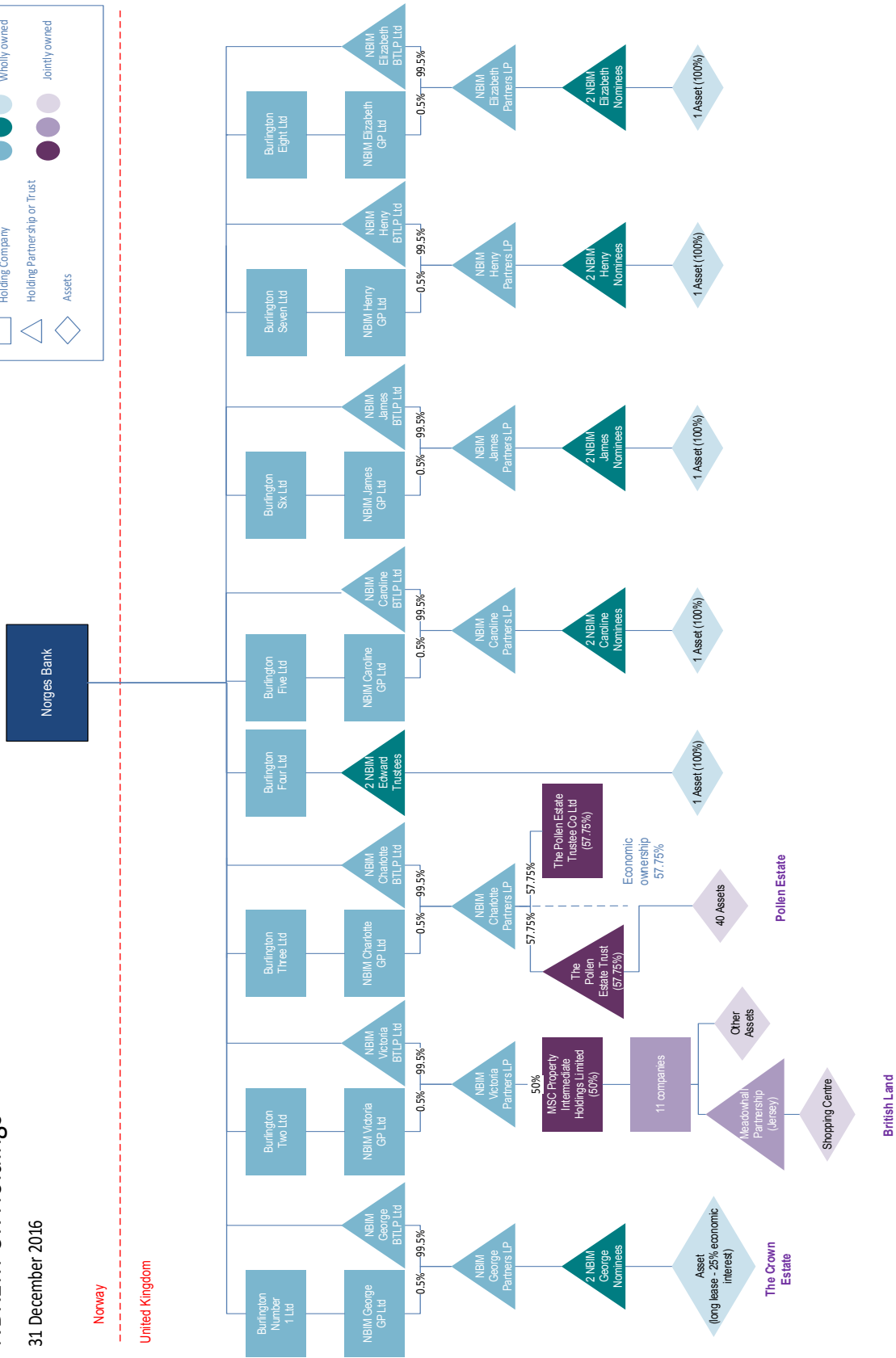
NBREM UK Holdings

31 December 2016



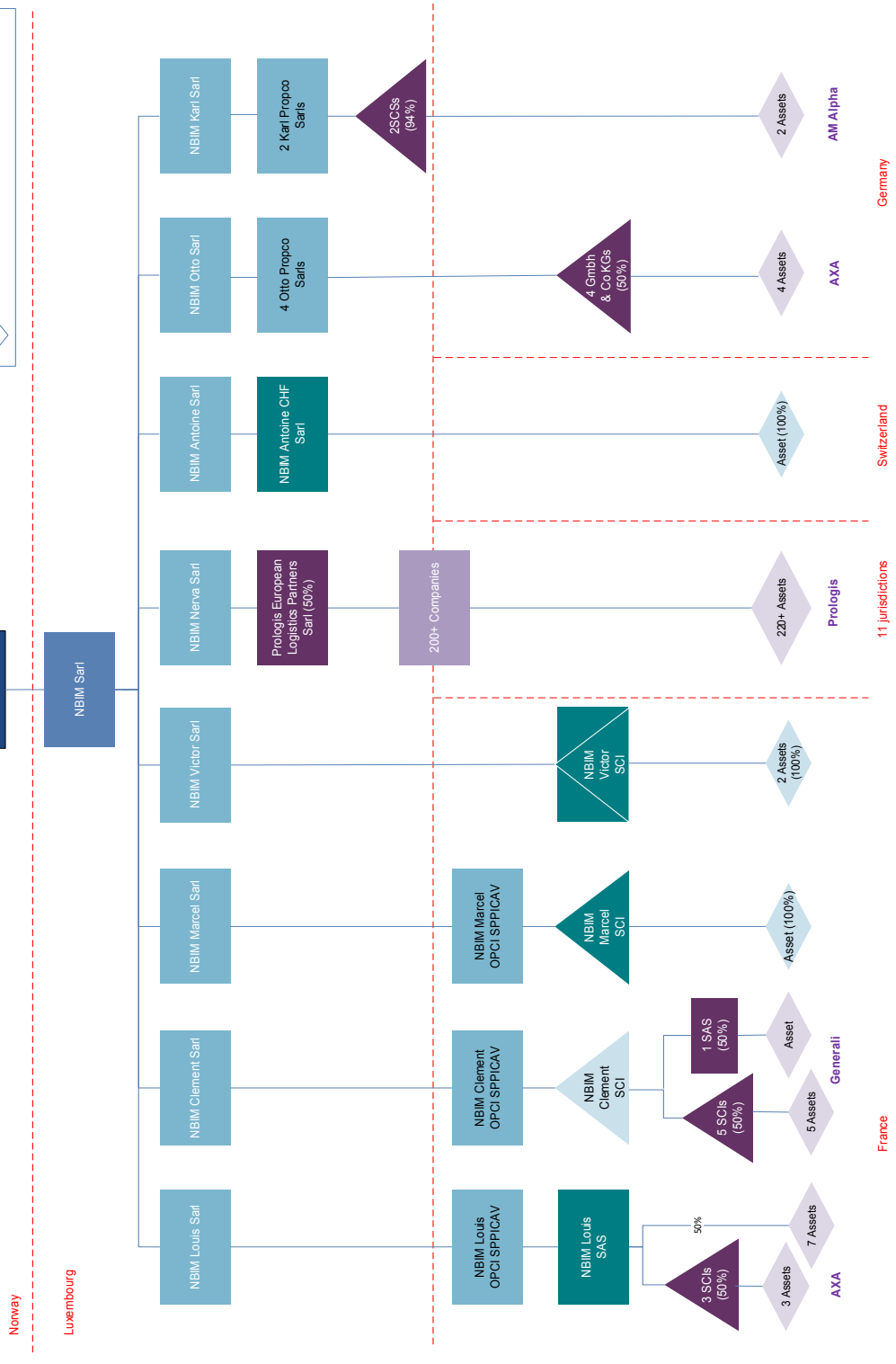
Norway

United Kingdom



NBREM Continental Europe Holdings

31 December 2016



Norway

Luxembourg

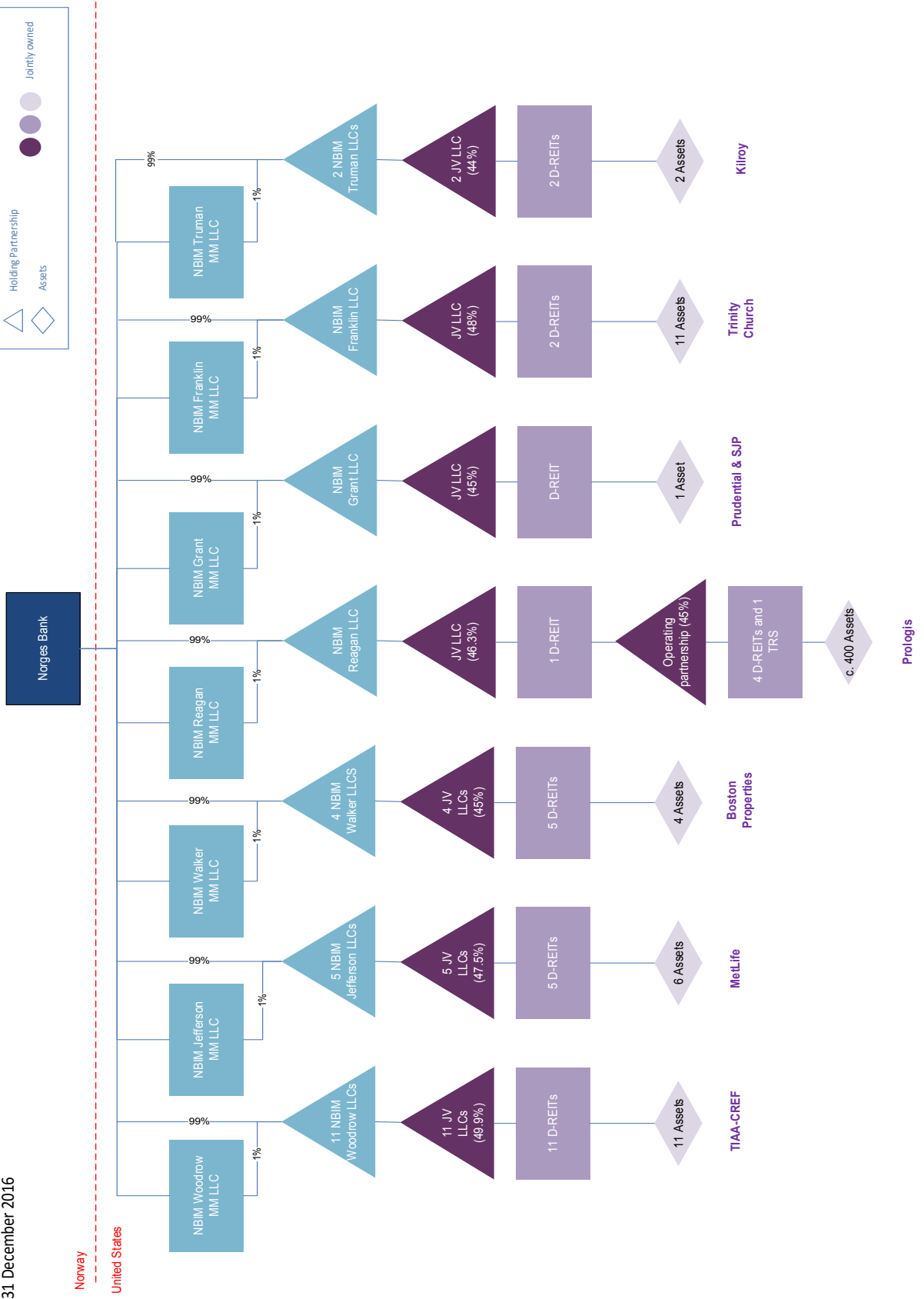
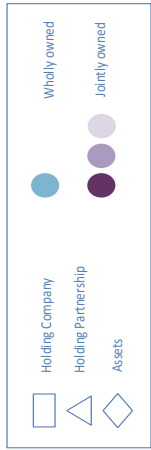
France

Switzerland

Germany

NBREM US Holdings

31 December 2016



Mandat for forvaltningen - OLJEFONDET

Hjemmel: Fastsatt av Finansdepartementet 8. november 2010 med hjemmel i lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd og § 7.

Endringer: Endret ved vedtak 21 des 2010 nr. 1792, 5 sep 2011 nr. 901, 27 juni 2012 nr. 689, 4 okt 2012 nr. 943, 18 des 2012 nr. 1338, 15 april 2013 nr. 383, 25 mars 2014 nr. 401, 18 des 2014 nr. 1783, 7 jan 2015 nr. 15, 26 juni 2015 nr. 773, 30 nov 2015 nr. 1367, 1 feb 2016 nr. 78, 5 sep 2016 nr. 1036, 30 sep 2016 nr. 1164, 20 des 2016 nr. 1781.

Kapittel 1. Alminnelige bestemmelser

§ 1-1. Norges Banks forvaltningsoppdrag

Departementet plasserer Statens pensjonsfond utland (SPU) som et kroneinnskudd i Norges Bank (banken) i henhold til lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd. Banken skal forvalte innskuddet etter bestemmelsene i dette mandatet og bestemmelser gitt i medhold av § 8-1 og § 8-2 tredje ledd.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), 4 okt 2012 nr. 943 (i kraft 8 okt 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013), 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015).

§ 1-2. Plassering av kapitalen

(1) Departementets kroneinnskudd skal være plassert på særskilt konto i banken. Banken skal i eget navn videreplassere kroneinnskuddet i en portefølje av finansielle instrumenter, fast eiendom, kontantinnskudd og andre eiendeler og finansielle forpliktelser som banken forvalter i henhold til dette mandatet (investeringsporteføljen), jf. kapittel 3.

(2) Verdien av kronekontoen skal svare til netto bokført verdi av investeringsporteføljen. Investeringsporteføljens regnskapsmessige avkastning fratrukket bankens forvaltningskostnader og justert i henhold til de til enhver tid gjeldende regnskapsbestemmelser for banken, tillegges kronekontoen.

(3) Banken skal foreta investeringsbeslutninger og utøve eierrettigheter uavhengig av departementet.

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013), 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015), 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 1-3. Målsetting for forvaltningen

(1) Banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i investeringsporteføljens valutakurv, jf. § 4-2 første ledd, og innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen.

(2) Fondet skal ikke være investert i selskaper som er utelukket etter bestemmelsene i retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU.

(3) Banken skal integrere arbeidet med en ansvarlig forvaltningsvirksomhet i forvaltningen av SPU, jf. kapittel 2. God avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, samt av velfungerende, legitime og effektive markeder.

Tilføyd ved vedtak 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015).

§ 1-4. Bankens rådgivningsplikt og uttalellesrett

(1) Banken skal gi departementet råd om investeringsstrategien for investeringsporteføljen. Råd kan gis av eget tiltak eller etter anmodning fra departementet.

(2) Banken skal gi departementet råd om behov for endringer i mandatet. Råd kan gis av eget tiltak eller etter anmodning fra departementet.

(3) Banken skal ha anledning til å uttale seg før det foretas vesentlige endringer i mandatet, og skal ha varsel i rimelig tid forut for iverksettelse av endringene.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012, tidligere § 1-5), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 1-7), 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015, tidligere § 1-3), 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 1-5. Strategisk referanseindeks

(1) Den strategiske referanseindeksen for investeringsporteføljen består av:

a. Referanseindeks for aksjeporteføljen, jf. § 3-3.

b. Referanseindeks for obligasjonsporteføljen, jf. § 3-2.

(2) Referanseindeksen for aksjeporteføljen utgjør 62,5 prosent av den strategiske referanseindeksen. Referanseindeksen for obligasjonsporteføljen utgjør 37,5 prosent av den strategiske referanseindeksen.

Tilføyd ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 1-3), 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015, tidligere § 1-4), 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§1-6. Faktisk referanseindeks

(1) Andelene aksjer og obligasjoner i den faktiske referanseindeksen beregnes daglig, og følger av avkastningen av referanseindeksene for aksje- og obligasjonsporteføljene.

(2) Verdien av den faktiske referanseindeksen skal svare til den totale markedsverdien av investeringsporteføljen ved hver månedsslutt.

(3) Overføringer til og fra kronekontoen, jf. § 1-2 første ledd, skjer normalt siste handledag i hver måned. Departementet fastsetter overføringsbeløpet i norske kroner innen fjerde siste handledag i måneden. Overføringer påvirker ikke forholdet mellom aksjer og obligasjoner i den faktiske referanseindeksen. Banken orienterer departementet andre handledag i påfølgende måned om sammensetningen av ny faktisk referanseindeks.

(4) Dersom aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen siste handledag i måneden avviker med mer enn fire prosentpoeng fra vekten i den strategiske referanseindeksen, skal rebalansering igangsettes siste handledag i påfølgende måned. Departementet fastsetter nærmere bestemmelser om rebalansering av faktisk referanseindeks.

(5) Banken skal orientere departementet umiddelbart dersom betingelsen for rebalansering i fjerde ledd er oppfylt. Banken skal rapportere om gjennomføringen av rebalanseringer, herunder anslåtte kostnader forbundet med rebalansering.

Tilføyd ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), endret ved vedtak 4 okt 2012 nr. 943 (i kraft 8 okt 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 1-4), 15 april 2013 nr. 383, 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015, tidligere § 1-5), 26 juni 2015 nr. 773 (i kraft 29 juni 2015), 1 feb 2016 nr. 78, 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 1-7. Strategisk plan for bankens forvaltning av investeringsporteføljen

(1) Hovedstyret skal ha en strategisk plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses. Planen skal oppdateres regelmessig og ved vesentlige endringer i forvaltningen.

(2) Hovedstyret skal regelmessig evaluere i hvilken utstrekning målene i den strategiske planen er nådd.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012, tidligere § 1-3), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 1-5), 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015, tidligere § 1-6), 1 feb 2016 nr. 78.

§ 1-8. Eksterne forvaltere og tjenesteytere (utkontraktering)

- (1) Banken kan benytte eksterne forvaltere og utkontraktere operasjonelle funksjoner, jf. forskrift 17. desember 2009 nr. 1630 om risikostyring og internkontroll i Norges Bank § 5.
- (2) Banken skal ha retningslinjer for når utkontraktering kan finne sted.
- (3) Godtgjøringsstrukturen i avtaler med eksterne forvaltere skal være utformet slik at den ivaretar SPUes økonomiske interesser, herunder tar hensyn til tidshorizonten for de aktuelle investeringsstrategiene. De enkelte avtalene med forvaltere om avkastningsavhengige honorarer skal struktureres slik at den vesentligste delen av positiv differanseavkastning beholdes, herunder ha bestemmelser om tak på honorarer til eksterne forvaltere.

Endret ved vedtak 5 sep 2011 nr. 901, 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012, tidligere § 1-4), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 1-6), 15 april 2013 nr. 383, 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015, tidligere § 1-7).

Kapittel 2. Ansvarlig Forvaltningsvirksomhet

Overskriften endret ved vedtak 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015).

§ 2-1. Arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet

Banken skal søke å etablere en kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013), 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015).

§ 2-2. Prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet

- (1) Banken skal fastsette et bredt sett av prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet for investeringsporteføljen.
- (2) Ved utformingen av prinsippene etter første ledd skal banken vektlegge at forvaltningen av investeringsporteføljen har en lang tidshorizont, og at investeringsporteføljen skal være bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset.
- (3) Prinsippene skal baseres på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.
- (4) Prinsippene, og bruken av virkemidler for å understøtte disse, skal offentliggjøres, jf. § 2-1 og § 6-2 tredje ledd bokstav h.
- (5) I forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen skal banken innenfor miljøområdet vektlegge hensyn til blant annet energieffektivitet, vannforbruk og avfallshåndtering.

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013), 15 april 2013 nr. 383, 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015), 7 jan 2015 nr. 15 (i kraft 1 jan 2015), 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 2-3. Bidrag til forskning og utvikling av gode internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet

(1) Banken skal bidra til forskning innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet med sikte på å øke kunnskapen om forhold som er relevante for investeringsporteføljens avkastning og risiko på lang sikt.

(2) Banken skal aktivt bidra til utviklingen av relevante internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

Endret ved vedtak 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015).

§ 2-4. Miljørelaterte investeringer

Banken skal, innenfor rammene i § 3-4, etablere mandater som er miljørelaterte. Markedsverdien av de miljørelaterte investeringene skal normalt være i intervallet 30–60 mrd. kroner.

Tilføyd ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), endret ved vedtak 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015), 26 juni 2015 nr. 773 (i kraft 1 sep 2015), 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 2-5. Beslutninger om utelukkelse og observasjon

Banken treffer beslutninger om observasjon eller utelukkelse av selskaper, samt opphevelse av slike vedtak, i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU. Banken skal informere departementet om beslutninger om utelukkelse av selskaper og om opphevelse av slike vedtak, jf. § 3-1 tredje ledd.

Tilføyd ved vedtak 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015), endret ved vedtak 1 feb 2016 nr. 78.

Kapittel 3. Forvaltningen av investeringsporteføljen

Overskrift endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013).

§ 3-1. Investeringsunivers

(1) Banken kan plassere investeringsporteføljen i finansielle instrumenter, fast eiendom og kontantinskudd som er godkjent i henhold til § 4-10, men med følgende begrensninger:

a) Aksjeporteføljen kan investeres i aksjer notert på regulert og anerkjent markedsplass, noterte verdipapirer som kan sidestilles med noterte aksjer, depotbevis for slike aksjer og i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass.

b) Obligasjonsporteføljen kan investeres i omsettelige obligasjoner og andre omsettelige gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike obligasjoner.

c) Den unoterte eiendomsporteføljen kan investeres i fast eiendom, egenkapital og rentebærende instrumenter utstedt av unoterte selskaper, fondskonstruksjoner og andre juridiske personer som har kjøp, utvikling og forvaltning eller finansiering av fast eiendom som hovedvirksomhet.

Investeringene kan foretas gjennom norske eller andre juridiske personer. Med fast eiendom menes rettigheter til grunn og eventuell bebyggelse som finnes på denne.

d) Finansielle derivater og fondsandeler kun når disse henger naturlig sammen med investeringene i aksje-, obligasjons- og den unoterte eiendomsporteføljen.

e) Øvrige finansielle instrumenter kun når disse tilfaller investeringsporteføljen som følge av selskapshendelser.

(2) Banken kan ikke plassere investeringsporteføljen i:

a) Verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner, fast eiendom lokalisert i Norge eller i eiendomsselskaper, eiendomsfond eller liknende konstruksjoner som har som primært formål å investere i Norge. Tilsvarende gjelder obligasjoner med fortrinnsrett med pantesikkerhet i Norge. Med norsk foretak menes foretak med hovedkontor i Norge.

b) Verdipapirer banken har utelukket fra investeringsporteføljen, jf. § 2-5 og retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU.

c) Rentebærende instrumenter utstedt av stater eller statsrelaterte utstedere i de unntakstilfeller der departementet har avskåret slike investeringer på bakgrunn av at det er vedtatt særlig omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang rettet mot et bestemt land og Norge har sluttet opp om tiltakene.

d) Unoterte selskaper og fondskonstruksjoner i land Norge ikke har skatteavtale med eller andre land enn de som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra.

e) Unotert infrastruktur slik som veier, jernbane, havner, flyplasser og annen grunnleggende infrastruktur.

(3) Banken skal ha retningslinjer for utelukkelse og gjeninkludering av selskaper i fondets investeringsunivers og referanseindeks i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU, jf. § 2-5. Departementet fastsetter datoer for utelukkelse og gjeninkludering av verdipapirer i fondets referanseindeks.

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013), 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015), 30 nov 2015 nr. 1367, 1 feb 2016 nr. 78, 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 3-2.Referanseindeks for obligasjonsporteføljen

(1) Referanseindeksen for obligasjonsporteføljen har faste vekter med månedlig rebalansering til følgende delindekser:

a) Statsdel: 70 pst.

b) Selskapsdel: 30 pst.

(2) Statsdelen av referanseindeksen for obligasjonsporteføljen består av:

a) alle verdipapirer som inngår i Bloomberg Barclays Global Inflation-Linked (Series-L) Bond Index

b) alle verdipapirer som inngår i Bloomberg Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country Bond Index

c) alle verdipapirer som inngår i undergruppen internasjonale organisasjoner (innenfor delmarkedet statsrelatert) av Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index.

(3) Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner tilordnes land i statsdelen i henhold til valutaene som verdipapirene er utstedt i. Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner i euro tilordnes kategorien «Internasjonale organisasjoner (EUR)».

(4) Landvekter i statsdelen beregnes i henhold til reglene for Bloomberg Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country Bond Index, men BNP-vektene skal justeres i henhold til følgende vektingsfaktorer:

a) Chile, Hong Kong og Russland tilordnes en faktor på 0,25

b) Tyrkia tilordnes en faktor på 0,5

c) Øvrige land tilordnes en faktor på 1.

Samtlige vekter i statsdelen normaliseres slik at de summerer seg til 1. I tillegg gjelder særskilte bestemmelser for land i eurosonen som beskrevet i femte ledd.

(5) Landvekter for eurosonen justeres for allokeringen til «Internasjonale organisasjoner (EUR)» etter følgende regler:

a) Andel «Internasjonale organisasjoner (EUR)» i eurosonen = X

b) Allokering til «Internasjonale organisasjoner (EUR)» = X * samlet BNP-vekt for landene i eurosonen i henhold til vekter beregnet på grunnlag av metoden fastsatt i fjerde ledd.

c) For alle land i eurosonen: Landvekt = (1-X) * BNP-vekt for landet i henhold til vekter beregnet på grunnlag av metoden fastsatt i fjerde ledd.

X fastsettes for en periode på 12 måneder med virkning fra indeksleverandørens årlige justering av BNP-vektene som forholdet mellom markedsverdien av «Internasjonale organisasjoner (EUR)» og markedsverdien av alle eurodenominerte obligasjoner som inngår i statsdelen. Markedsverdiene beregnes per utgangen av oktober, én måned før indeksleverandørens årlige justering av BNP-vektene, basert på indeksdata publisert av Bloomberg L.P.

- (6) Innenfor hvert land i statsdelen vektes inkluderte obligasjoner i henhold til metodikken til Bloomberg Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country Bond Index.
- (7) Selskapsdelen av referanseindeksen for obligasjonsporteføljen består av alle verdipapirer som inngår i delmarkedet selskapsobligasjoner og i undergruppen obligasjoner med fortrinnsrett (innenfor delmarkedet pantesikrede) av Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index. Delindeksen for selskapsobligasjoner er avgrenset til følgende tillatte valutaer: USD, CAD, EUR, GBP, SEK, DKK, CHF.
- (8) Innenfor selskapsdelen vektes obligasjoner i henhold til metodikken til Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index.
- (9) Verdipapirer utstedt i norske kroner eller klassifisert av Bloomberg L.P. med Norge som utstederland skal utelukkes fra referanseindeksen for obligasjonsporteføljen. Det samme gjelder verdipapirer utstedt av selskaper som banken har utelukket etter bestemmelser i retningslinjer om observasjon og utelukkelse fra SPU. Når obligasjoner utelukkes fra referanseindeksen, skal øvrige obligasjoner innen samme delindeks vektes opp. Ved gjeninkludering etter ovennevnte retningslinjer, skal verdipapirene tas inn igjen i referanseindeksen, jf. § 3-1 tredje ledd. Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012, tidligere § 3-3), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013), 25 mars 2014 nr. 401, 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015), 30 nov 2015 nr. 1367, 5 sep 2016 nr. 1036.

§ 3-3. Referanseindeks for aksjeporteføljen

(1) Referanseindeksen for aksjeporteføljen er satt sammen med utgangspunkt i FTSE Global All Cap Index.

(2) Aksjene i referanseindeksen tilordnes følgende faktorer avhengig av landtilhørighet:

a. Europa utviklede markeder ex. Norge: 2,5

b. USA og Kanada: 1

c. Øvrige utviklede markeder: 1,5

d. Framvoksende markeder: 1,5

Land- og regiontilhørighet samt skillet mellom utviklede og framvoksende markeder følger av FTSE Global All Cap Index.

(3) Hvert land inngår i referanseindeksen med vekt i henhold til følgende formel:

$$\frac{\text{Markedskapitalisering}_i \times \text{faktor}_i}{\sum_i \text{Markedskapitalisering}_i \times \text{faktor}_i}$$

der i representerer landene med tilhørende faktor, jf. § 3-3 andre ledd. Beregningen av markedskapitaliseringen følger metodikken til FTSE Global All Cap Index og justeres for fri flyt.

(4) Referanseindeksen justeres for bankens skatteposisjon.

(5) Verdipapirer utstedt av selskaper som banken har utelukket etter bestemmelser i retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU skal ikke inngå i referanseindeksen for aksjeporteføljen.

Ved gjeninkludering etter ovennevnte retningslinjer, skal verdipapirene tas inn igjen i referanseindeksen, jf. § 3-1 tredje ledd.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012, tidligere § 3-4), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013), 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015).

§ 3-4. Rammer for forvaltningen

(1) Aksjeporteføljen, jf. § 3-1 første ledd bokstav a, skal utgjøre mellom 50 og 70 prosent av investeringsporteføljen.

(2) Obligasjonsporteføljen, jf. § 3-1 første ledd bokstav b, skal utgjøre mellom 30 og 50 prosent av investeringsporteføljen.

(3) Den unoterte eiendomsporteføljen, jf. § 3-1 første ledd bokstav c, kan utgjøre inntil 7 prosent av investeringsporteføljen.

(4) Netto markedsverdi skal benyttes til å beregne andeler i første til tredje ledd. I beregningen skal derivater avbildes med den underliggende økonomiske eksponeringen.

- (5) Banken skal legge opp forvaltningen med sikte på at det forventede annualiserte standardavviket til differanseavkastningen mellom investeringsporteføljen og den faktiske referanseindeksen (forventet relativ volatilitet) ikke skal overstige 1,25 prosentenheter, jf. § 4-3 annet ledd.
- (6) Aksje- og obligasjonsporteføljen skal søkes sammensatt på en slik måte at den forventede differanseavkastningen er eksponert mot flere systematiske risikofaktorer.
- (7) Banken skal søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene.
- (8) Banken skal legge opp forvaltningen med sikte på at høyrisiko obligasjoner (kredittvurdering lavere enn «investment grade») ikke utgjør mer enn 5 prosent av markedsverdien av obligasjonsporteføljen.
- (9) For investeringer i gjeldsinstrumenter skal det foreligge en kredittvurdering. Alle interne kredittvurderinger skal dokumenteres.
- (10) Banken skal ikke eie mer enn 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap. Eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskap er unntatt fra dette.
- (11) Den unoterte eiendomsporteføljen skal være veldiversifisert geografisk, over sektorer og over eiendommer.
- (12) Gjeldsfinansiering kan benyttes med sikte på effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget, men ikke med sikte på å øke investeringsporteføljens eksponering mot risikable aktiva i aksje- og obligasjonsporteføljen. Gjeldsfinansiering kan også benyttes i fondskonstruksjoner, og av andre juridiske personer med sikte på effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget, men gjeldsfinansiering kan ut over dette ikke gjøres med sikte på å øke investeringsporteføljens eksponering mot risikable aktiva.
- (13) Reinvestering av kontantsikkerhet skal ikke gjøres med sikte på å øke investeringsporteføljens økonomiske eksponering mot risikable aktiva.
- (14) Salg av verdipapirer banken ikke eier (short salg) kan bare foretas dersom banken har tilgang til verdipapirene gjennom en etablert låneordning.
- Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012, tidligere § 3-7), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013), 15 april 2013 nr. 383, 1 feb 2016 nr. 78, 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017, tidligere § 3-5).

§ 3-5. Rammer for forvaltningen som skal fastsettes av hovedstyret

- (1) Hovedstyret skal fastsette supplerende risikorammer for å fange opp risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av forventet relativ volatilitet, herunder:
- Rammer for minste sammenfall mellom aksje- og obligasjonsporteføljene og tilsvarende faktiske referanseindekser.
 - Rammer for kredittrisiko, både på enkeltutstedernivå og samlet for investeringsporteføljen.
 - Rammer for likviditetsrisiko.
 - Rammer for motpartseksponering.
 - Rammer for gjeldsfinansiering.
 - Rammer for reinvestering av mottatt kontantsikkerhet.
 - Rammer for innlån av verdipapirer.
 - En ramme for store forventede negative avvik mellom avkastningen av investeringsporteføljen og den faktiske referanseindeksen (forventet ekstremavviksrisiko).
- (2) Hovedstyret skal i tillegg begrense risikoen i den unoterte eiendomsporteføljen gjennom rammer for bl.a.:
- investeringer i land
 - investeringer i sektorer
 - investeringer i framvoksende markeder
 - investeringer i eiendom under utvikling
 - samlet gjeldsgrad og maksimal gjeldsgrad på enkeltinvesteringer.
- (3) Hovedstyret skal fastsette en ramme for hvor stor andel fondet kan eie av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt, notert eiendomsselskap.

(4) Hovedstyret skal fastsette en ramme for hvor stor del av investeringsporteføljen én enkelt ekstern forvalter kan forvalte.

(5) Rammene nevnt i første til fjerde ledd og senere endringer i disse skal legges fram for departementet minst fire uker før planlagt ikrafttredelse, med mindre særlige forhold tilsier kortere frist.

Tilføyd ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013), endret ved vedtak 15 april 2013 nr. 383, 1 feb 2016 nr. 78, 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017, tidligere § 3-6).

Kapittel 4. Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere kapittel 5).

§ 4-1. Innledende bestemmelser

(1) Banken skal fastsette prinsipper for verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko som minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Banken skal evaluere sitt arbeid og sin kompetanse knyttet til bankens risikostyring og internkontroll minst én gang årlig, jf. forskrift 17. desember 2009 nr. 1630 om risikostyring og internkontroll i Norges Bank § 3 nr. 7.

(2) Banken skal ha rutiner for rapportering av risiko og eksponeringer på de områder som dekkes av dette kapitlet. Målemetodene skal utfylle hverandre.

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 5-1).

§ 4-2. Verdivurdering og avkastningsmåling

(1) Avkastningen av investeringsporteføljen skal måles i valutasammensetningen til den faktiske referanseindeksen (valutakurven for investeringsporteføljen), jf. § 1-6. For den unoterte eiendomsporteføljen skal avkastningen i tillegg måles i valutasammensetningen til den faktiske unoterte eiendomsporteføljen.

(2) Nettoavkastningen av den unoterte eiendomsporteføljen skal beregnes etter fradrag for alle kostnader, som drifts-, transaksjons-, forvaltnings-, og skattekostnader.

(3) Avkastningsberegningene skal utarbeides i samsvar med metodikken i Global Investment Performance Standards (GIPS).

(4) Banken skal fastsette prinsipper for prising og avkastningsmåling av de finansielle instrumentene som inngår i porteføljen.

(5) Metoden for å fastsette verdien av finansielle instrumenter skal være etterprøvbar og med rimelig sikkerhet uttrykke den virkelige verdien av investeringsporteføljen på måletidspunktet.

(6) Banken skal minst én gang i året innhente en ekstern, uavhengig verdivurdering av de unoterte eiendomsinvesteringene, fortrinnsvis per 31. desember.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 5-2), 15 april 2013 nr. 383, 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 4-3. Måling og styring av markedsrisiko

(1) Banken skal fastsette prinsipper for måling og styring av markedsrisiko i forvaltningen, herunder relevante kilder til systematisk risiko, jf. § 3-4 og § 3-5. Målingene skal søke å fange opp all relevant markedsrisiko knyttet til de finansielle instrumentene som brukes i forvaltningen. Risikoen skal anslås ved hjelp av flere forskjellige metoder. Det skal gjennomføres stresstester basert på blant annet historiske hendelser og scenarier for framtidig utvikling i systematiske risikofaktorer.

(2) Banken fastsetter en metode for beregning av forventet relativ volatilitet som må godkjennes av departementet.

(3) Analyser av ekstremhendelsesrisiko skal være en integrert del av risikostyringen av investeringsporteføljen.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 5-3), 15 april 2013 nr. 383, 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 4-4. Måling og styring av kredittrisiko

Banken skal fastsette prinsipper for måling og styring av kredittrisikoen, jf. § 3-5. Målingene av kredittrisiko skal søke å fange opp all relevant kredittrisiko knyttet til de finansielle instrumentene som brukes i forvaltningen.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 5-4), 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 4-5. Måling og styring av motpartseksposering

(1) Banken skal fastsette prinsipper for måling og styring av motpartseksposering, jf. § 3-5.

(2) Banken skal ha betryggende rutiner og systemer for utvelgelse og evaluering av motparter.

Banken skal fastsette maksimumsrammer for eksposering, minstekrav til kredittvurdering og standarder for sikkerhetsstillelse, håndtering av sikkerheter og ordninger for motregning. Samlet motpartseksposering skal beregnes i henhold til internasjonalt anerkjente metoder.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 5-5), 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 4-6. Måling og styring av gjeldsfinansiering

Banken skal fastsette prinsipper for måling og styring av gjeldsfinansiering av investeringsporteføljen, jf. § 3-5. Prinsippene skal omfatte implisitt gjeldsfinansiering som oppnås gjennom derivater og reinvestering av kontanter som blir stilt som sikkerhet ved verdipapirutlån eller gjenkjøpsavtaler.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 5-6), 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 4-7. Innlån og utlån av verdipapirer og salg av verdipapirer banken ikke eier

Banken skal fastsette retningslinjer for innlån og utlån av verdipapirer og for salg av verdipapirer banken ikke eier.

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 5-7).

§ 4-8. Reinvestering av mottatt kontantsikkerhet

Banken skal fastsette retningslinjer for reinvestering av mottatt kontantsikkerhet, jf. § 3-5.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 5-8), 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 4-9. Måling og styring av operasjonell risiko

(1) Banken skal nærmere definere og avgrense innholdet i begrepet operasjonell risiko.

(2) Operasjonelle risikofaktorer skal identifiseres, vurderes etter sannsynlighet og konsekvens, overvåkes og håndteres.

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 5-9).

§ 4-10. Godkjenning av instrumenter og investeringsgjennomgang

- (1) Før investeringer foretas skal banken godkjenne alle finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen og alle markeder som det investeres i.
 - (2) Bankens godkjenning skal avhenge av at instrumentet bidrar til en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget, og at banken kan sikre en helhetlig styring, kontroll og oppfølging av all relevant investeringsrisiko og operasjonell risiko.
 - (3) Godkjenningen skal dokumenteres.
 - (4) Banken skal ha retningslinjer som sikrer en grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i den unoterte eiendomsporteføljen. Gjennomgangen skal inkludere vurderinger av ulike sider ved investeringens risiko, herunder markedsrisiko, likviditetsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko, juridisk, skattemessig og eventuell teknisk og miljømessig risiko. Gjennomgangen skal dokumenteres.
- Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 5-10), 15 april 2013 nr. 383, 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

Kapittel 5. Rammer for forvaltningskostnader og for en godtgjørelsesordning

Overskriften endret ved vedtak 21 des 2010 nr. 1792 (i kraft 1 jan 2011). Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere kapittel 6).

§ 5-1. Ramme for forvaltningskostnader

- (1) Banken skal innen 1. desember hvert år sende departementet et begrunnet forslag til ramme for kostnadene ved å forvalte investeringsporteføljen basert på overslag over neste års forvaltningskostnader.
- (2) Departementet fastsetter rammen for forvaltningskostnadene som andel av forvaltet kapital. Banken godtgjøres for kun faktiske kostnader innenfor den fastsatte rammen. Kostnader utover den fastsatte rammen blir ikke dekket. Del av honorar til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning, dekkes utenfor den fastsatte rammen for forvaltningskostnader.
- (3) Totale faktiske kostnader kan trekkes direkte fra departementets særskilte konto før netto avkastning tilføres kronekontoen, jf. § 1-2 annet ledd. Banken skal oversende sin beregning av totale forvaltningskostnader så tidlig som mulig og senest én uke før endelig regnskapsoppstilling. Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 6-1).

§ 5-2. Retningslinjer og rammer for en godtgjørelsesordning

- (1) Hovedstyret skal fastsette retningslinjer og rammer for en godtgjørelsesordning. Godtgjørelsesordningen skal inneholde særskilte bestemmelser for ledende ansatte, for andre ansatte og tillitsvalgte med arbeidsoppgaver av vesentlig betydning for foretakets risikoeksponering og for andre ansatte og tillitsvalgte med tilsvarende godtgjørelse, samt for andre ansatte og tillitsvalgte med kontrolloppgaver.
 - (2) Godtgjørelsesordningen skal bidra til å fremme og gi insentiver til god styring av og kontroll med risikoen for forvaltningen, motvirke for høy risikotaking, og bidra til å unngå interessekonflikter.
 - (3) Forskrift 1. desember 2010 nr. 1507 med senere endringer om godtgjørelse i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond gjelder tilsvarende med nødvendige tilpasninger.
- Tilføyd ved vedtak 21 des 2010 nr. 1792 (i kraft 1 jan 2011). Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 6-2).

Kapittel 6. Offentlig rapportering

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere kapittel 7).

§ 6-1. Formål

(1) Det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

(2) Den offentlige rapporteringen skal gi en rettvise og utfyllende oversikt over hvordan banken løser forvaltningsoppdraget, herunder de valg og prioriteringer banken gjør, resultater som oppnås og hvordan rammene gitt i dette mandatet utnyttes.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 7-1), 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015), 1 feb 2016 nr. 78.

§ 6-2. Rapporteringskrav

(1) Banken skal regelmessig og minst hvert tredje år rapportere om valg av investeringsstrategier for henholdsvis aksje-, obligasjons- og eiendomsforvaltningen fastsatt av hovedstyret (strategirapportering), jf. § 1-7. Det skal redegjøres særskilt for:

a) Overordnede prinsipper for valg av strategier, avkastnings- og risikoegenskaper ved strategiene, og hvordan strategiene tar sikte på å utnytte fondets særtrekk og bankens fortrinn i kapitalforvaltningen.

b) Ulike investeringsstrategier innenfor henholdsvis aksje- og obligasjonsforvaltningen som kan påvirke markedsrisiko og ekstremavviksrisiko i investeringsporteføljen samlet sett, og for aksje- og obligasjonsporteføljene separat.

c) Rammeverk for styring og kontroll av risiko.

d) Organiseringen av kapitalforvaltningen, herunder bruk av datterselskaper og eksterne forvaltere.

(2) Banken skal kvartalsvis rapportere om og redegjøre særskilt for (kvartalsrapportering):

a) Verdiutvikling, resultater og risiko i investeringsporteføljen samlet, i aksje-, obligasjons- og den unoterte eiendomsporteføljen separat og i tilhørende referanseindekser.

b) S sammensetningen av differanseavkastningen for investeringsporteføljen og innenfor henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen.

c) Utnyttelsen av rammene gitt i dette mandatet.

Kvartalsrapporteringen skal videre inneholde utdrag av de deler av bankens regnskap som vedrører forvaltningen av investeringsporteføljen, fastsatt i henhold til de til enhver tid gjeldende regnskapsregler for banken.

(3) I tillegg til krav i § 6-2 annet ledd skal banken årlig rapportere om og redegjøre særskilt for følgende (årsrapportering):

a) Resultater i eiendomsforvaltningen og av ulike investeringsstrategier innenfor henholdsvis aksje- og obligasjonsforvaltningen, herunder andel av differanseavkastningen og utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet, ekstremavviksrisiko og forvaltningskostnader. Med ulike investeringsstrategier menes investeringsstrategier som vektlegges i utnyttelsen av enkeltrammer, bl.a. rammen for forventet relativ volatilitet, ekstremavviksrisiko og forvaltningskostnader.

b) Hovedstyrets vurderinger av resultatene.

c) Forholdet mellom avkastning og risiko i investeringsporteføljen samlet, i aksje- og obligasjonsporteføljen separat og i tilhørende referanseindekser. Banken skal benytte flere metoder og måltall for å rapportere risikojustert avkastning.

d) Inntekter fra verdipapirutlån, interne og eksterne forvaltningskostnader, skattekostnader og anslag på transaksjonskostnader for investeringsporteføljen og for henholdsvis aksje-, obligasjons- og den unoterte eiendomsporteføljen uttrykt som andel av forvaltet kapital.

e) Forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen, herunder vurderinger av resultatene sammenliknet med et bredt sett av avkastningsmål.

f) Miljørelaterte investeringer, jf. § 2-4. Redegjørelsen for de miljørelaterte investeringene skal omfatte blant annet omfang, strategi, aktivatype og en beskrivelse og vurdering av hvordan en ivaretar intensjonen med disse investeringene.

g) Investeringer i framvoksende markeder og fornybar energi.

h) Arbeidet med ansvarlig forvaltning, jf. kapittel 2, herunder bruken av virkemidler og virkningen av eierskapsarbeidet, samt hvordan prinsippene for ansvarlig forvaltning er integrert i forvaltningen.

(4) I forbindelse med kvartals- og årsrapporteringen skal banken redegjøre for beslutninger i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU og oppdatere den offentlige listen over selskaper som er utelukket eller satt til observasjon etter retningslinjene.

(5) Kvartalsrapporteringen skal offentliggjøres senest én måned etter utløp av kvartalet.

Årsrapporteringen skal offentliggjøres senest tre måneder etter utløp av året. Hovedinnholdet i årsrapporteringen skal gjøres tilgjengelig i trykt form. Øvrig rapportering kan skje i elektronisk form.

Tilføyd ved vedtak 1 feb 2016 nr. 78, endret ved vedtak 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 6-3. Offentliggjøring av beregningsmetoder og data

(1) Data og metoder som benyttes i den offentlige rapporteringen skal så langt som mulig, innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget og lovbestemt taushetsplikt, beskrives og offentliggjøres i datalesbar form.

(2) Dersom beregningsmetodene som ligger til grunn for rapportering av avkastning og risiko er endret siden siste rapportering, skal det redegjøres for hvorfor metodene er endret og det skal gis opplysninger om eventuelle effekter av dette. Det skal videre gis proformatall i henhold til tidligere beregningsmetoder i to påfølgende år.

Opphevet ved forskrift 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 7-3), tilføyd igjen ved vedtak 1 feb 2016 nr. 78.

§ 6-4. Offentliggjøring av hovedstyrets retningslinjer

Prinsipper, retningslinjer og rammer fastsatt av hovedstyret som følge av dette mandatet, skal offentliggjøres.

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 7-2), 1 feb 2016 nr. 78 (tidligere § 6-2).

Kapittel 7. Forholdet mellom departementet og banken

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere kapittel 8).

§ 7-1. Orienteringsplikt

(1) Banken skal oversende departementet sin strategiske plan for forvaltningen av investeringsporteføljen, jf. § 1-7.

(2) Banken skal orientere departementet dersom verdien av investeringsporteføljen endrer seg vesentlig og om andre vesentlige forhold i forvaltningen. Orientering skal skje uten ugrunnet opphold etter at forholdet som utløser orienteringsplikten, har oppstått.

(3) Banken skal gi departementet de opplysninger departementet ber om, herunder opplysninger til selskap eller personer som bistår departementet i vurderingen av bankens forvaltning av investeringsporteføljen. Data som ligger til grunn for den offentlige rapporteringen, jf. § 6-2, herunder data banken ikke offentliggjør i henhold til § 6-3 første ledd, skal systematiseres og kunne leveres i datalesbar form.

(4) Bankens avtaler med dataleverandører skal sikre departementet, herunder også selskap eller personer som bistår departementet i vurderingen av bankens forvaltning av investeringsporteføljen, tilgang til data i datalesbar form.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 8-1), 15 april 2013 nr. 383, 1 feb 2016 nr. 78.

§ 7-2. Bankens plikter ved overskridelse av rammer for forvaltningen

(1) Dersom det oppstår situasjoner der rammene i § 3-4 eller § 3-5 blir overskredet, skal banken uten ugrunnet opphold foreta en vurdering av hvordan forvaltningen kan bringes innenfor rammene på en hensiktsmessig og kostnadseffektiv måte.

(2) Departementet skal orienteres ved vesentlige brudd på rammene i § 3-4 eller § 3-5.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 8-2), 20 des 2016 nr. 1781 (i kraft 1 jan 2017).

§ 7-3. Kvartalsmøter

(1) Det skal avholdes møter mellom departementet og banken minst hvert kvartal. Møtene finner sted etter innkalling fra departementet. Departementet utarbeider nærmere spesifisering av hvilke data som skal oversendes som grunnlag for departementets forberedelse til kvartalsmøtet, format og tidspunkt for oversendelsen.

(2) På møtet skal følgende behandles:

a) resultatene for siste kvartal

b) hovedpunkter i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet siste kvartal

c) andre saker departementet eller banken har meldt opp for behandling.

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 8-3), 18 des 2014 nr. 1783 (i kraft 1 jan 2015).

Kapittel 8. Adgang til å fravike bestemmelsene, overgangsbestemmelser og ikrafttredelse

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere kapittel 9).

§ 8-1. Adgang til å fravike bestemmelsene

Departementet kan i særlige tilfeller tillate banken å fravike bestemmelsene i dette mandatet.

Endret ved vedtak 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 9-1).

§ 8-2. Ikrafttredelse

(1) Kapittel 6 trer i kraft straks. Øvrige bestemmelser trer i kraft 1. januar 2011.

(2) Forskrift 22. desember 2005 nr. 1725 om forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (utfyllende bestemmelser til lov om Statens pensjonsfond og forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond utland), regler 24. februar 2010 nr. 242 om forvaltningen av eiendomsporteføljen i Statens pensjonsfond utland og retningslinjer 1. mars 2010 for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse i Statens pensjonsfond utland oppheves 1. januar 2011. Fra samme dato opphører forvaltningsavtale 12. februar 2001 med senere endringer mellom departementet og banken.

(3) Departementet kan fastsette særskilte overgangsbestemmelser.

Endret ved vedtak 27 juni 2012 nr. 689 (i kraft 29 juni 2012, tidligere § 9-3), 18 des 2012 nr. 1338 (i kraft 1 jan 2013, tidligere § 9-2).

Vedlegg 4 - Eiendomsportefølje Oljefondet 31.12.16

Industry	Region	Country	Tot. country value	Partnership	Address	Ownership
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Limesweg 6 Tongeren 3700	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Heesterveldweg 14 Tongeren 3700	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Pedro Colomalaan 11, Bornem	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Na Dlouhém 79 Říčany-Jažlovice CZ 251 01	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Na Dlouhém 80 Říčany-Jažlovice CZ 251 01	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Na Dlouhém 82 Říčany-Jažlovice CZ 251 01	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Na Dlouhém 83 Říčany-Jažlovice 251 01	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Na Dlouhém 88 Říčany-Jažlovice CZ 251 01	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Na Dlouhém 86 Říčany-Jažlovice 251 01	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Na Dlouhém 85 Říčany-Jažlovice CZ 251 01	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Na Dlouhém 91 Říčany-Jažlovice CZ 251 01	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Na Dlouhém 90 Říčany-Jažlovice CZ 251 01	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Úžice Úžice 277 45	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Dobřanská Štěnovice 332 09	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Dobřanská 537 Štěnovice 332 09	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Dobřanská 538 Štěnovice 332 09	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	17. listopadu 3/6204 Ostrava 708 00	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	17. listopadu 3a/6205 Ostrava 708 00	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Poděbradská 607, Jirny Prague 250 90	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	hrsz 7100 Gyal 2360	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Seregély utca 8 Budaors 2040	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Campona u. 1. Budapest 1225	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Hrsz.1073 Hegyeshalom 9222	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Iparos u.4. Százhalombatta 2440	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Iparos u.4. Százhalombatta 22440	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Via Carlo Strinati, 15/17 Località Le Mose Piac	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Strada Statale 234 nr. 17-19 Somaglia (LO) 268	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Via Carlo Strinati 19/21 Localita' Le Mose Piac	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Via Carlo Strinati, 23/25 Localita' Le Mose Piac	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Via Carlo Strinati, 27/29 Localita' Le Mose Piac	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Tangenziale Nord Ticino nr 4 Romentino (No) 2	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Bologna Interporto Edificio 9.3 Bentivoglio (Bo	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Strada Statale 234 Casalpusterlengo (LO) 26841	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Strada Statale 234 nr. 1-3 Somaglia (LO) 26867	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Via Mulino della Splua, 2 Trofarello (TO) 10028	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	14 via E. Mattei Cortemaggiore 29016	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Bosporusstraat 42-50 Rotterdam 3199 LJ	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Bosporusstraat 32-40 Rotterdam 3199 LJ	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Hainanstraat 1 Maasvlakte Rotterdam 3199 LT	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Brandpuntlaan 3 - 5 Bleiswijk 2665 NN	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Singaporestraat 1-11 Lijnden 1175 RA	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Theseusstraat 11-19 Tilburg 5047 RH	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Theseusstraat 21-29 Tilburg 5047 RH	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	De Amert 603 Veghel 5462GH	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Columbusweg 33a, Venlo	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Seattleweg 1-5 , Eemhaven	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Amundsensweg 2, Venlo	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Den Brak 2 & Rietschotten 2, Roosendaal	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Holtum Noordweg 5 + 11, Born	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Hekven 6 A-D, Breda	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Kopytow 44d Błonie 05-870	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Al. Generała Sikorskiego 79 Piotrków Trybunał	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul. Graniczna 8d Wrocław 54-610	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul. Graniczna 8e Wrocław 54-610	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul.Graniczna 8b Wrocław 54-610	50%

Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul.Graniczna 8c Wrocław 54-610	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Kopytów 44a Błonie 05-870	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Kopytów 44b Błonie 05-870	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Kopytów 44c Błonie 05-870	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul. Poznanska 16A Poznan 62-080	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul. Poznańska 16c Sady, Tarnowo Podgórne 62-	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul. Poznańska 16d Sady, Tarnowo-Podgórne 62-	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul. Poznanska 16b Poznan 62-080	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Al. XX-Lecia 23A Teresin 96-515	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Rokszyce II 10a Wola Krzysztoporska, Piotrkow	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Al. Generała Sikorskiego 81 Piotrków Trybunał	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul. Niedźwiedziniec 10 Chorzów 41-506	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Łozienica, ul. Prosta 16 Goleniów 72-100	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul. Stefana Batorego 6 Błonie 05-870	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Ryszarda Chomicza 13A Nowa Wieś Wrocławsl	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Dirk Hartogweg 14 Venlo 5928 LV	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Tasmanweg 9-11 Venlo 5928 LH	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Stanleyweg 8-10 Venlo 5928 LR	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	C/ Montmell, Parcelas 1, 2 y 3 Santa Oliva 4371	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Parcela 195, Manzana 13A PI La Garena Madrid	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Francisco Rabal n°3 Alcalá de Henares Madrid	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Francisco Rabal n°5 Alcalá de Henares Madrid	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	PoLigono Industrial La Garena Francisco Rabal	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Francisco Rabal n°9 Alcalá de Henares Madrid	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	C/Batan 2-8 Sant Boi de Llabregat 8830	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	C/Cotó 2-4-6-8 Sant Boi de Llabregat 8830	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Poligono Industrial de Valls Calle Artesans Valls	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	C/Cotó 1-7 Sant Boi de Llabregat 8830	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Carrer Filats 2-8 Sant Boi de Llobregat 8830	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	C/Filats 11 Sant Boi de Llobregat 8830	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Polígono Industrial Senda de los Pastores Cuenc	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	CL Salerno Zaragoza 50197	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Pol. Ind. Plans de la Sala Sallent 8650	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Avenida Industria 22,Coslada	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Avenida Fuentemar 21,Coslada	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	DS Can Bosch,Subirats	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Las Carboneras,Camarma de Esteruelas	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	PJ Poligono 2,San Fernando de Henares	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Hanholmsvagen 50 Norrkoping 60103	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Vastra Bravikenvagen 10 Norrkoping 60119	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Tahevägen 151 Taberg 562 42	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Ul. Ryszarda Chomicza 13A, Nowa Wieś Wrocl	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Ul. Ryszarda Chomicza 13B, Nowa Wieś Wrocl	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	Ul. Ryszarda Chomicza 13C, Nowa Wieś Wroc	50%
Logistics	Europe	Other	17 523 178 967	Prologis Europe	ul. Graniczna 8a, Wrocław	50%
Logistics	Europe	Germany	6 058 469 650	Prologis Europe	Am Eifeltor 16 Köln 50997	50%
Logistics	Europe	Germany	6 058 469 650	Prologis Europe	Raffineriestrasse 120 Neustadt 93333	50%
Logistics	Europe	Germany	6 058 469 650	Prologis Europe	Am Eifeltor 18 Köln 50997	50%
Logistics	Europe	Germany	6 058 469 650	Prologis Europe	Industriegebiet Süd B40 Alzenau 63755	50%
Logistics	Europe	Germany	6 058 469 650	Prologis Europe	Industriegebiet Sued B 30 Alzenau 63755	50%
Logistics	Europe	Germany	6 058 469 650	Prologis Europe	Marie-Curie-Str. 1 Gernsheim 64579	50%
Logistics	Europe	Germany	6 058 469 650	Prologis Europe	Willy-Brand-Allee 1 Grolsheim 55459	50%
Logistics	Europe	Germany	6 058 469 650	Prologis Europe	Freiburger Straße 5 Augsburg 86156	50%
Logistics	Europe	Germany	6 058 469 650	Prologis Europe	Freiburger Straße 3 Augsburg 86156	50%
Logistics	Europe	Germany	6 058 469 650	Prologis Europe	Freiburger Straße 7 Augsburg 86156	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Rue du Chemin Vert Centre Gros - No.3 Fretin	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	3, rue des Chapelles Parc d'Activites des Chesne	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	43, rue des Chapelles Parc d'Activités des Chesr	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Avenue de l'EpINETTE ZAC de L'EpINETTE Seclin :	50%

Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Rue des Hauts de Sainghin Centre de Gros - No	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	23, rue des Combes Parc d'Activites des Chesne	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	23, rue des Combes Parc d'Activites de Chesnes	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Parc de Activites Clesud Miramas 13140	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Parc du Hode Route industrielle Saint-Vigor d'Y	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Route Industrielle Parc du Hode Saint Vigor d'Y	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Parc du Hode Route Industrielle St Vigor d'Ymc	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Rue des Galardières Pôle 45 ZAC des Varannes	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Rue des Galardières-Pôle 45 ZAC des Varannes	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	ZAC de Cabedan Cavaillon 84300	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	ZI des Jonquieres Ban Argancy 57000	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Rue de Passee à Balance Parc d'Activites Indust	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	1 rue du Chrome ZAE du Bois des Saint Pères S	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Chemin Vicinal 4 ZAC la Tremblaie Le Plessis l	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Rue de la Mare à Blot Le Plessis Paté 91220	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Lieudit 'Piece de la Remise' - Lisses BP 111 Evr	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Rue Copernic LA CHAUSSEE SAINT VICTOI	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	30-32 rue de la Maison Rouge ZA du Mandinet	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	25, Rue des Mollarets Saint Quentin Fallavier 31	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	135 Rue de Brisson Satolas et Bonce 38290	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	135 Rue de Brisson Parc d'Activites de Chesnes	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Aéroparc de Fontaine Belfort 90000	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Lieu dit Piece de la Remise EVRY LISSES 9109	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Prologis Dist.Ctr.-Parc Synergie Val de Loire 6°	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Parc Synergie Val de Loire 6ème avenue Meung	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Zac de la Piece de la Remise Evry Lisses 91090	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Rue des Combes Satolas et Bonce 38290	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	ZAC du Haut Montigné Ouest Les Portes de Br	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	9, rue de Chalon-sur-Saône Strasbourg Neudorf	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	ZA Porte de Vémars Vémars 95470	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	116 route de Thionville, Woippy	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	Route de Mirlibut Etainhus 76430	50%
Logistics	Europe	France	19 830 304 847	Prologis Europe	ZA Porte de Vémars	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	6, ProLogis Park Marston Gate Station Road Ri	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	2, ProLogis Park, Marston Gate Station Road Ri	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	8 ProLogis Park, Marston Gate Station Road Ri	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	5, ProLogis Park, Marston Gate Station Road Ri	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	1, ProLogis Park,Bromford Gate Bromford Lan	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	3, ProLogis Park,Bromford Gate Bromford Lan	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	4, ProLogis Park,Bromford Gate Bromford Lan	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	1, ProLogis Park, Leicester Scudamore Road Le	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	8, ProLogis Park, Coventry West Avenue Coven	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	1, Tuscany Park Express Way, Wakefield WF10	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	1, ProLogis Park, Marston Gate Station Road Ri	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	3, ProLogis Park, Marston Gate Station Road Ri	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Plot 33, Midpoint 18 Pochin Way Middlewich C	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Unit 2, Apex Park Drayton Way Daventry NN11	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	ProLogis Park Kerseley Coventry CV6 4QD	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Unit 1, Apex Park Drayton Way Daventry NN11	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	ProLogis Park, 3 Wingfoot Close Erdington Bir	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Unit 2, 5 Castle Mound Way Central Park Rugb	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Nasmyth Road Drayton Way Daventry NN11 5T	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Plot 4 Apex Park Daventry NN11 8NF	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	11, ProLogis Park, Coventry Central Boulevard	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Unit 6, Zone A Grange Park Northampton NN4	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Glendon Road North Kettering Business Park K	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Unit 12, Hamilton Way Bermuda Park Nuneator	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Off Waterorton Lane Minworth Sutton Coldfiel	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Midpoint Park Birmingham B46 GBR	50%

Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	2, ProLogis Park, Bromford Gate Bromford Lane	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Drayton Fields Industrial Estate Drayton Way D	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Fleming Road, Waltham Abbey, Essex	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	5, ProLogis Park, Bromford Gate Bromford Lane	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Dolphin Way Thurrock	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Cheaney Drive Grange Park	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Eastman Way Hemel Hempstead	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Unit 1 Boundary Way Hemel Hempstead	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Unit 2 Boundary Way Hemel Hempstead	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Unit 1, Godfrey Way Heathrow Gateway	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Unit 2, Godfrey Way Heathrow Gateway	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Unit 3, Polar Park Harmondsworth	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	325-367 Oldfield Lane Greenford	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Castle Mound Way, Central Park Rugby	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Midpoint Way, Minworth, Birmingham, B76 9E	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Old Wolverton Road, Wolverton, Milton Keynes	50%
Logistics	Europe	UK	47 987 293 540	Prologis Europe	Dirft II, Daventry	50%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	400 Touhy Avenue, Des Plaines, IL 60018	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3635 Southside Industrial Parkway, Atlanta, GA	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3301 NW 107th Street, Miami, FL 33167	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3435 NW 112th Street, Gratiigny, FL 33167	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	100 Amor Avenue, Carlstadt, NJ 07072	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	110 Amor Avenue, Carlstadt, NJ 07072	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	140 Grand Street, Carlstadt, NJ 07072	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	525 Dell Road, Carlstadt, NJ 07072	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	640 Dell Road, Carlstadt, NJ 07072	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	725 Dell Road, Carlstadt, NJ 07072	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	75 Amor Avenue/600 Dell Road, Carlstadt, NJ 0	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1511 Tonnelle Avenue, N. Bergen, NJ 07047	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1 Castle Road, Secaucus, NJ 07094	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	90 Triangle Boulevard, Carlstadt, NJ 07072	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2400 69th Sreet, N. Bergen, NJ 07047	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	275 North Street, Teterboro, NJ 07608	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	40 Triangle Boulevard, Carlstadt, NJ 07072	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1010-1012 SW 41st Street, Renton, WA 98055	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	800-820 SW 41st Street, Renton, WA 98055	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	700 SW 41st Street, Renton, WA 98055	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	616 SW 41st Street, Renton, WA 98055	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1840 South 144th Street, SeaTac, WA 98168	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	595-597 Brennan, San Jose, CA 95131	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	250 Utah/229 Littlefield, South San Francisco, C	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2430-2600 East Del Amo Boulevard, Carson, C.	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	22673 S Watson Center Road, Carson, CA 9074	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6213-6241 Randolph Street, Commerce, CA 900	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6141-6195 Randolph Street, Commerce, CA 900	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6201-6211 Randolph Street, Commerce, CA 900	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6001-6049 Slauson Avenue, Commerce, CA 900	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4901-5361 Alexander Street, Commerce, CA 90	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5951-5989 Rickenbacker Road, Commerce, CA	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4901-5349 Zambrano Street, Commerce, CA 90	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4820 Eastern Avenue, Commerce, CA 90040	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5733-5741 Rickenbacker Road, Commerce, CA	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5747-5751 Rickenbacker Road, Commerce, CA	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5759-5771 Rickenbacker Road, Commerce, CA	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4830-4854 Eastern Avenue, Commerce, CA 900	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3051 N. Marion Drive, Las Vegas, NV 89115	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2951 N. Marion Drive, Las Vegas, NV 89115	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2861 N. Marion Drive, Las Vegas, NV 89115	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1140 Commerce Boulevard, Logan Township, N	46.3%

Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2821 N. Marion Drive, Las Vegas, NV 89115	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2880 N. Lamb Boulevard, Las Vegas, NV 89115	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2970 N. Lamb Boulevard, Las Vegas, NV 89115	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	100 Quality Circle, Harrisburg, PA 17112	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	300 Quality Circle, Harrisburg, PA 17112	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	401 Quality Circle, Harrisburg, PA 17112	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1490 Nitterhouse Drive, Chambersburg, PA 172	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4950 & 4930 Hanoverville Road, Bethlehem, PA	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4820 Hanoverville Road, Bethlehem, PA 18020	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1501 Distribution Drive, Carlisle, PA 17013	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1200 Distribution Drive, Carlisle, PA 17013	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1301 Distribution Drive, Carlisle, PA 17013	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1400 Distribution Drive, Carlisle, PA 17013	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1600 Distribution Drive, Carlisle, PA 17013	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	400-440 York Road, Bensenville, IL 60106	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	450-480 York Road, Bensenville, IL 60106	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	201 Hansen Court, Wood Dale, IL 60191	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2600 Elmhurst Rd, Elk Grove Village, IL 60007	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1100-1250 Arthur Ave and 2125 Lively Blvd, El	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	105 E Oakton St, Des Plaines, IL 60018	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	200 E Oakton St, Des Plaines, IL 60018	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	100 W Whitehall Dr, Northlake, IL 60164	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	280-290 Gerzevske Ln, Carol Stream, IL 60188	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1301 Tower Rd, Schaumburg, IL 60173	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5619-5625 W 115th St, Alsip, IL 60803	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	342-346 Carol Ln, Elmhurst, IL 60126	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	200 Regency Dr, Glendale Heights, IL 60139	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	210 Windy Point Dr, Glendale Heights, IL 6013	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1115 Hosler Dr, Bolingbrook, IL 60440	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	254 Internationale Dr, Bolingbrook, IL 60440	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	595 Territorial Dr, Bolingbrook, IL 60440	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	605 Territorial Dr, Bolingbrook, IL 60440	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	700 Gateway Dr, Bolingbrook, IL 60440	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	11200 88th Ave, Pleasant Prairie, WI	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1053 N Schmidt Rd, Romeoville, IL 60446	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	140-148 Pinnacle Dr, Romeoville, IL 60446	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	152-162 Pinnacle Dr, Romeoville, IL 60446	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1100 Lakeside Dr, Gurnee, IL 60031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1810 Northwestern Dr, Gurnee, IL 60031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1433 Internationale Pkwy, Woodridge, IL 60517	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	535 Shingle Oak Dr, West Chicago, IL 60185	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	900 W University Dr, Arlington Heights, IL 600	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	200 S Mitchell Ct, Addison, IL 60101	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1120-1140 N Ellis St, Bensenville, IL 60106	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2407-2457 W North Ave, Melrose Park, IL 6016	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2121 Diehl Rd, Aurora, IL 60502	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2605 White Oak Cir, Aurora, IL 60502	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2640 White Oak Cir, Aurora, IL 60502	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3557 Butterfield Rd, Aurora, IL 60502	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3565 Butterfield Rd, Aurora, IL 60502	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3920 Enterprise Ct, Aurora, IL 60502	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6006 W 73rd St, Bedford Park, IL 60638	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	7447 S Central Ave, Bedford Park, IL 60638	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	513 Express Center Dr, Chicago, IL 60666	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3100-3250 S Central Ave, Cicero, IL 60804	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1111 Bowes Rd, Elgin, IL 60123	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	10800-10900 Belmont Ave, Franklin Park, IL 60	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3710 N River Rd, Franklin Park, IL 60131	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3720 N River Rd, Franklin Park, IL 60131	46.3%

Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	600 Rose Rd, Lake Zurich, IL 60047	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9480 W 55th St, McCook, IL 60525	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1660 Wall St, Mount Prospect, IL 60056	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	514-532 S Hicks Rd, Palatine, IL 60008	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1900 N 5th Ave, River Grove, IL 60171	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	10415 United Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	10501-10505 Delta Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	10507 Delta Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	10509-10521 United Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	10516 United Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	10524 United Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	10525 Delta Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4136 United Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4205-4321 United Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4210 Transworld Rd, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4250-4306 United Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4310 Transworld Rd, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4328 United Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4346 Transworld Rd, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4347 United Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4350 United Pkwy, Schiller Park, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	625 Willowbrook Center Pkwy, Willowbrook, IL 60176	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	11211 Burlington Rd, Kenosha, WI 53144	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3501 120th Ave, Kenosha, WI 53144	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8635 W Washington Ave, Racine, WI 53406	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5650 Green Pointe Dr N, Groveport, OH 43125	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5765 Green Pointe Dr N, Groveport, OH 43125	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5820 Opus Dr, Groveport, OH 43125	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	14900 Frye Rd, Fort Worth, TX 76155	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5425 FAA Blvd, Irving, TX 75061	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	600 109th St, Arlington, TX 76011	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5401 N Riverside Dr, Fort Worth, TX 76137	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1100 S Kimball Ave, Southlake, TX 76092	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1000 Nolen Dr, Grapevine, TX 76051	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1001 Nolen Dr, Grapevine, TX 76051	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	801 Industrial Blvd, Grapevine, TX 76051	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	900 Nolen Dr, Grapevine, TX 76051	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	800 Industrial Blvd, Grapevine, TX 76051	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	720 Industrial Blvd, Grapevine, TX 76051	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	620 Westport Pkwy, Grapevine, TX 76051	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1601 Waters Ridge Dr, Lewisville, TX 75057	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6225 W Sam Houston Pkwy N, Houston, TX 77060	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9010 W Little York Rd, Houston, TX 77040	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9020 Jackrabbit Rd, Houston, TX 77095	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5202 Exploration Dr, Indianapolis, IN 46241	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5450 Kraft Ave SE, Grand Rapids, MI 49512	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3212 E Blue Lick Rd, Shepherdsville, KY 40165	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	300 Omicron Ct, Shepherdsville, KY 40165	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	659 Park Loop Rd, Shepherdsville, KY 40165	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	900 Patrol Rd, Jeffersonville, IN 47130	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	104 Challenger Rd, Portland, TN 37148	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1042 Fred White Blvd, Portland, TN 37148	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1115 Vaughn Pkwy, Portland, TN 37148	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1125 Vaughn Pkwy, Portland, TN 37148	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4601 Gold Spike Dr, Fort Worth, TX 76106	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1080 S Kimball Ave, Southlake, TX 76092	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1070 S Kimball Ave, Southlake, TX 76092	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	Greens Parkway, Houston, TX 77060	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	Danielsdale Rd and Polk St, DeSoto, TX 75232	46.3%

Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	14931 North Freeway, Houston, TX 77090	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6600 Governors Lake Pkwy, Norcross, GA 3036	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6047 Fulton Industrial Blvd SW, Atlanta, GA 30	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6049 Fulton Industrial Blvd SW, Atlanta, GA 30	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6555 Fulton Industrial Blvd SW, Atlanta, GA 30	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1500 Distribution Ct, Lithia Springs, GA 30122	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1575 Distribution Ct, Lithia Springs, GA 30122	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	660 Campbell Ct, Lithia Springs, GA 30122	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1650 Horizon Pkwy, Buford, GA 30518	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	125 Horizon Dr, Suwanee, GA 30024	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	220-230 Greenwood Ct, McDonough, GA 3025	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1020 Morgan Pkwy, Pooler, GA 31322	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1024 Morgan Pkwy, Pooler, GA 31322	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4868 Georgia Hwy 85, Forest Park, GA 30297	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3605 Royal S Pkwy, Atlanta, GA 30349	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3620 Royal S Pkwy, Atlanta, GA 30349	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3630 Royal S Pkwy, Atlanta, GA 30349	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	7900 E Riverside Dr, Austin, TX 78744	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	200 Old Iron Ore Rd, Windsor, CT 06095	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3000 SW 42nd St, Hollywood, FL 33312	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3026 SW 42nd St, Hollywood, FL 33312	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2800 N Andrews Ave, Pompano Beach, FL 3306	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3201 SW 22nd St, Pembroke Park, FL 33023	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3375 SW 24th St, Pembroke Park, FL 33023	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2301 SW 32nd Terrace, Pembroke Park, FL 330	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5553 Anglers Ave Bldg 1, Dania Beach, FL 3300	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5553 Anglers Ave Bldg 2, Dania Beach, FL 3300	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5553 Anglers Ave Bldg 3, Dania Beach, FL 3300	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5553 Anglers Ave Bldg 4, Dania Beach, FL 3300	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5555 Anglers Ave, Dania Beach, FL 33004	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1901-1949 Tigertail Blvd, Dania Beach, FL 330	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1951-1991 Tigertail Blvd, Dania Beach, FL 330	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2860-2872 Pershing St, Hollywood, FL 33312	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3401 N 29th Ave, Hollywood, FL 33312	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3601-3613 N 29th Ave, Hollywood, FL 33312	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3700 N 29th Ave Bldg 1, Hollywood, FL 33312	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3700 N 29th Ave Bldg 2, Hollywood, FL 33312	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3850 N 29th Terrace, Hollywood, FL 33312	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3301-3309 NW 55th St, Fort Lauderdale, FL 33	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3323-3339 NW 55th St, Fort Lauderdale, FL 33	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3347-3355 NW 55th St, Fort Lauderdale, FL 33	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3361-3375 NW 55th St, Fort Lauderdale, FL 33	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3403-3411 NW 55th St, Fort Lauderdale, FL 33	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3421-3435 NW 55th St, Fort Lauderdale, FL 33	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3437-3453 NW 55th St, Fort Lauderdale, FL 33	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3467-3475 NW 55th St, Fort Lauderdale, FL 33	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3600 NW 54th St, Fort Lauderdale, FL 33309	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5201-5209 NW 33rd Ave, Fort Lauderdale, FL 3	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5211-5219 NW 33rd Ave, Fort Lauderdale, FL 3	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5221-5229 NW 33rd Ave, Fort Lauderdale, FL 3	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5231-5237 NW 33rd Ave, Fort Lauderdale, FL 3	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5241-5249 NW 33rd Ave, Fort Lauderdale, FL 3	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5251-5255 NW 33rd Ave, Fort Lauderdale, FL 3	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5400 NW 35th Ave, Fort Lauderdale, FL 33309	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5535-5545 NW 35th Ave, Fort Lauderdale, FL 3	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	251 International Pkwy, Sunrise, FL 33325	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9439 W Commercial Blvd, Tamarac, FL 33351	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4801 Johnson Rd, Coconut Creek, FL 33073	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3001 Woodbridge Ave, Edison, NJ 08837	46.3%

Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3003 Woodbridge Ave, Edison, NJ 08837	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	50 New Canton Way, Robbinsville, NJ 08691	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	147 W Manor Way, Robbinsville, NJ 08691	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	111 Interstate Blvd, South Brunswick, NJ 08816	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	113 Interstate Blvd, South Brunswick, NJ 08816	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	115 Interstate Blvd, South Brunswick, NJ 08816	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	301 Blair Rd, Woodbridge, NJ 07001	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	275 Omar Ave, Woodbridge, NJ 07001	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6595 Pritchard Rd, Jacksonville, FL 32219	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1904 NW 97th Ave, Miami, FL 33172	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2000 NW 97th Ave, Miami, FL 33172	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2100 NW 97th Ave, Miami, FL 33172	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	11000 NW 29th St, Miami, FL 33172	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1900 NW 132nd Pl, Miami, FL 33182	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1111 NW 165th St, Miami, FL 33169	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	14101 SW 119th Ave, Miami, FL 33186	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1000 Castle Rd, Secaucus, NJ 07094	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	600 Meadowlands Pkwy, Secaucus, NJ 07094	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	580 Port Carteret Dr, Carteret, NJ 07008	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	380 Middlesex Ave, Carteret, NJ 07008	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8001 Industrial Ave, Carteret, NJ 07008	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8003 Industrial Ave, Carteret, NJ 07008	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	100 Hollister Rd, Teterboro, NJ 07608	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	38 Skyline Dr, Lake Mary, FL 32746	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	7000 Kingspointe Pkwy, Orlando, FL 32819	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1001 Broken Sound Pkwy NW, Boca Raton, FL	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1155 Broken Sound Pkwy NW, Boca Raton, FL	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1225 Broken Sound Pkwy NW, Boca Raton, FL	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4935 Park Ridge Blvd, Boynton Beach, FL 3342	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	430 S Congress Ave, Delray Beach, FL 33445	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1395 NW 17th Ave, Delray Beach, FL 33445	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1335 W 53rd St, Mangonia Park, FL 33407	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3700 Industrial Rd, Harrisburg, PA 17110	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1700 Ritner Hwy, Carlisle, PA 17013	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	950 Centerville Rd, Carlisle, PA 17013	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	651 NW Enterprise Dr, Port St. Lucie, FL 34986	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	645 NW Enterprise Dr, Port St. Lucie, FL 34986	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4023 Tampa Rd, Oldsmar, FL 34677	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4025 Tampa Rd, Oldsmar, FL 34677	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4027 Tampa Rd, Oldsmar, FL 34677	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4029 Tampa Rd, Oldsmar, FL 34677	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4033 Tampa Rd, Oldsmar, FL 34677	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4035 Tampa Rd, Oldsmar, FL 34677	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5201 Tampa W Blvd, Tampa, FL 33634	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	SW 32nd Ave and Hallandale Beach Blvd, Pengl	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	Interstate Blvd, South Brunswick, NJ 08816	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	New Commerce Blvd and Hanover St, Hanover	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	30526 San Antonio St, Hayward, CA 94544	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	31775 Hayman St, Hayward, CA 94544	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20919-20923 Cabot Blvd, Hayward, CA 94544	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20929 Cabot Blvd, Hayward, CA 94544	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20939-20943 Cabot Blvd, Hayward, CA 94544	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20949-20957 Cabot Blvd, Hayward, CA 94544	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20963-20983 Cabot Blvd, Hayward, CA 94544	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20991 Cabot Blvd, Hayward, CA 94544	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2368 Lincoln Avenue, Hayward, CA 94544	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1400 Factor Ave, San Leandro, CA 94577	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1401 Factor Ave, San Leandro, CA 94577	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1700 Fairway Dr, San Leandro, CA 94577	46.3%

Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3050 Teagarden St, San Leandro, CA 94577	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1964 Williams St, San Leandro, CA 94577	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1976 Williams St, San Leandro, CA 94577	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	555 Milan Dr, McCarran, NV 89434	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9085 Moya Blvd, Reno, NV 89506	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1381 Capital Blvd, Reno, NV 89502	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8000 Central Ave, Newark, CA 94560	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8100 Central Ave, Newark, CA 94560	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8200 Central Ave, Newark, CA 94560	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3245 Victor St, Santa Clara, CA 95054	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	100 E Grand Ave, South SF, CA 94080	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	105 Associated Rd, South SF, CA 94080	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	175 Sylvester Rd, South SF, CA 94080	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	451-455 Eccles Ave, South SF, CA 94080	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	430 Rozzi Pl, South SF, CA 94080	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	437 Rozzi Pl, South SF, CA 94080	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	12855 48th Ave S, Tukwila, WA 98168	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	27232 72nd Ave S, Kent, WA 98032	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	19801-19821 85th Ave S, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20003-20021 85th Ave S, Kent, WA 98032	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20008-20024 85th Ave S, Kent, WA 98032	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	19801-19821 87th Ave S, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20001-20021 87th Ave S, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	19002-20026 87th Ave S, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	19809-20021 89th Ave S, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20201-20413 87th Ave S, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20206-20422 87th Ave S, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20201-20213 89th Ave S, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20608 87th Ave S, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20834-20848 84th Ave S, Kent, WA 98032	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8427-8441 S 208th St, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8451-8467 S 208th St, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8609-8637 S 208th St, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8661 S 208th St, Kent, WA 98031	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	20860-20866 84th Ave S, Kent, WA 98032	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8610-8810 S 212th St, Kent, WA 98032	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6000 Giant Road, Richmond, CA 94806	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6015 Giant Road, Richmond, CA 94806	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	385 Milan Dr, McCarran, NV 89434	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6025 Giant Road, Richmond, CA 94806	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	434-436 Rozzi Pl, South SF, CA 94080	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	21020-21040 84th Ave S, Kent, WA 98032	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8599 Rochester Ave, Rancho Cucamonga, CA 9	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9059 Hermosa Ave, Rancho Cucamonga, CA 91	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	14800 Meridian Pkwy, Riverside, CA 92518	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	700 Malaga Pl, Ontario, CA 91761	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3855 E Jurupa St, Ontario, CA 91761	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1175 E Francis St, Ontario, CA 91761	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1460 S Hofer Ranch Rd, Ontario, CA 91761	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1851 S Cucamonga Ave, Ontario, CA 91761	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1990 S Cucamonga Ave, Ontario, CA 91761	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	13003 Slover Ave, Fontana, CA 92337	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	13083 Slover Ave, Fontana, CA 92337	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	13169 Slover Ave, Fontana, CA 92337	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	10661 Etiwanda Ave, Fontana, CA 92337	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9425 Nevada St, Redlands, CA 92374	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6280 S Pecos Rd, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6290 S Pecos Rd, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3550 E Post Rd, Las Vegas, NV 89120	46.3%

Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3585 E Patrick Ln, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3595 E Patrick Ln, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6275 S Pearl St, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6295 S Pearl St, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3655 E Patrick Ln, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6180 S Pearl St, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3650 E Post Rd, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6155 S Sandhill Rd, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6175 S Sandhill Rd, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6255 S Sandhill Rd, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6275 S Sandhill Rd, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3755 E Post Rd, Las Vegas, NV 89120	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5220 Cameron St, Las Vegas, NV 89118	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2628 E Lone Mountain Rd, Las Vegas, NV 89008	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6365 Montessouri St, Las Vegas, NV 89113	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1385 Pama Ln, Las Vegas, NV 89119	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	7350 Dean Martin Dr, Las Vegas, NV 89139	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	7370 Dean Martin Dr, Las Vegas, NV 89139	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	7440 Dean Martin Dr, Las Vegas, NV 89139	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	7470 Dean Martin Dr, Las Vegas, NV 89139	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	7540 Dean Martin Dr, Las Vegas, NV 89139	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	7570 Dean Martin Dr, Las Vegas, NV 89139	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	601 S Acacia Ave, Fullerton, CA 92831	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	8110 Sorensen Ave, Santa Fe Springs, CA 90670	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3777 Workman Mill Rd, Whittier, CA 90601	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2201 E Dominguez St, Carson, CA 90746	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	24760 S Main St, Carson, CA 90746	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1501 E Victoria St, Carson, CA 90746	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	201 W Manville St, Compton, CA 90221	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	220 W Manville St, Compton, CA 90221	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3090 E Via Mondo, Compton, CA 90221	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	350 W Manville St, Compton, CA 90221	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	675 W Manville St, Compton, CA 90221	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	775 W Manville St, Compton, CA 90221	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5560-5564 E 61st St, Commerce, CA 90040	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5603 Randolph St, Commerce, CA 90040	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5636 E 61st St, Commerce, CA 90040	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	5650-5668 E 61st St, Commerce, CA 90040	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	12524 Cerise Ave, Hawthorne, CA 90250	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	3690 Redondo Beach Ave, Redondo Beach, CA 90260	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6100 Garfield Ave, Commerce, CA 90040	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2601 S Malt Ave, Commerce, CA 90040	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2550 E 28th St, Vernon, CA 90058	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1601 W Mission Blvd Bldg 1, Pomona, CA 91768	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	1801 S Standard Ave, Santa Ana, CA 92707	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	425 Quay Ave, Wilmington, CA 90744	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6101 W Washington St, Phoenix, AZ 85043	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9020 Activity Rd, San Diego, CA 92126	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9040 Activity Rd, San Diego, CA 92126	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9060 Activity Rd, San Diego, CA 92126	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	9080 Activity Rd, San Diego, CA 92126	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	26759 Almond Ave, Redlands, CA 92374	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	27517 Pioneer Ave, Redlands, CA 92374	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	27050 Olive Ave, Redlands, CA 92374	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	Graham Street and Brodiaea Ave, Moreno Valley, CA 92553	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	Heacock Street and Brodiaea Ave, Moreno Valley, CA 92553	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	6111 W Washington, Phoenix, AZ 85043	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2100 E 223rd St, Carson, CA 90746	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	2250 E Dominguez St, Carson, CA 90746	46.3%

Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	800 Veterans Parkway, Bolingbrook, IL 60440	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	850 Veterans Parkway, Bolingbrook, IL 60440	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4201 6th Avenue, Seattle, WA 98108	46.3%
Logistics	US	U.S	88 627 986 393	Prologis US	4601 6th Avenue, Seattle, WA 98108	46.3%
Office	Europe	France	19 830 304 847	AXA France	16, avenue Matignon, 75 008 Paris	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	AXA France	12-14 Rond Point des Champs Elysées, 75 008 Paris	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	AXA France	79, Avenue du General de Gaulle, Place de la Py	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	AXA France	31-33, rue de Verdun (Bâtiments C and D), 92 1	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	AXA France	1-2-3, rue des Italiens, 75 009 Paris	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	AXA France	24-26, rue Le Peletier, 75 009 Paris France	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	AXA France	2- 14 Route de Vaugirard, 92 120 Meudon	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	AXA France	28,30 et 32 avenue Victor Hugo, 75 016 Paris	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	AXA France	109-111-113, avenue de France et 1-3, rue de To	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	AXA France	22-27 ter, avenue du Général Leclerc et 2-4, rue	50%
Office	Europe	Germany	6 058 469 650	AXA Germany	Die Welle 1, An der Welle 3, Frankfurt	50%
Office	Europe	Germany	6 058 469 650	AXA Germany	Die Welle 3, An der Welle 2, Frankfurt	50%
Office	Europe	Germany	6 058 469 650	AXA Germany	Neues Kranzler Eck, Kurfuerstendamm 19-24, I	50%
Office	Europe	Germany	6 058 469 650	AXA Germany	SZ Tower, Hultschiner Straße 8, Munich	50%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Boston Propertie	7 Times Square, NY, NY	45%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Boston Propertie	601 Lexington Avenue, NY, NY	45%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Boston Propertie	280-294 Congress Street, Boston, MA	45%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Boston Propertie	100 Federal Street, Boston, MA	45%
Office	Europe	France	19 830 304 847	Generali	5, Boulevard Malesherbes 32-34 rue Boissy d'A	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	Generali	15/17, rue Scribe, 75009 Paris	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	Generali	100, avenue des Champs Elysées, 75008 Paris	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	Generali	183/185, Avenue Daumesnil, 75012 Paris	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	Generali	9, Avenue de Messine, 75008 Paris	50%
Office	Europe	France	19 830 304 847	Generali	11 Rue Pasquier, 75008 Paris	50%
Office	US	U.S	88 627 986 393	MetLife	1 Financial Center, Boston, MA	47.5%
Office	US	U.S	88 627 986 393	MetLife	425 Market Street, San Francisco, CA	47.5%
Office	US	U.S	88 627 986 393	MetLife	555 12th Street, Washington DC	47.5%
Office	US	U.S	88 627 986 393	MetLife	1 Beacon Street, Boston, MA	47.5%
Office	Europe	UK	47 987 293 540	NBIM	Queensberry House, 2-9 Old Burlington Street,	100%
Office	Europe	UK	47 987 293 540	NBIM	2 King Edward Street, London	100%
Office	Europe	UK	47 987 293 540	NBIM	West One Shopping Centre and 75 Davies Stree	100%
Office	Europe	Other	17 523 178 967	NBIM	Uetlihof, Uetlibergstrasse 231, 8045 Zurich	100%
Office	Europe	Germany	6 058 469 650	NBIM	Luisenstrasse 10-14, 80333 Munich	94.9%
Office	Europe	Germany	6 058 469 650	NBIM	Karlstrasse 23-25, 80333 Munich	94.9%
Office	Europe	France	19 830 304 847	NBIM	17-23 boulevard de Madeleine, et 20-26 rue Duj	100%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Prudential	11 Times Square, NY, NY	45%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	1101 Pennsylvania Avenue, Washington DC	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	1300 Eye Street, Washington DC	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	33 Arch Street, Boston, MA	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	470 Park Avenue South, NY, NY	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	475 Fifth Avenue, NY, NY	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	405 Howard Street, San Francisco, CA	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	2 Herald Square, NY, NY	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	400-444 North Capitol Street, Washington DC	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	800 17th Street NW, Washington DC	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	25 Massachusetts Avenue, Washington DC	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	TIAA-CREF	888 Brannan Street, San Francisco, CA	49.9%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Stre	100 Avenue of the Americas, NY, NY	44%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Stre	155 Avenue of the Americas, NY, NY	44%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Stre	160 Varick Street, NY, NY	44%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Stre	225 Varick Street, NY, NY	44%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Stre	345 Hudson Street, NY, NY	44%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Stre	350 Hudson Street, NY, NY	44%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Stre	435 Hudson Street, NY, NY	44%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Stre	One Hudson Square, NY, NY	44%

Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Street	200 Hudson Street, NY, NY	44%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Street	205 Hudson Street, NY, NY	44%
Office	US	U.S	88 627 986 393	Trinity Wall Street	12-16 Vestry Street, NY, NY	44%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	British Land	Meadowhall Shopping Centre, Sheffield	50%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	1 Cork Street,15,Clifford Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	1-5 New Bond Street,15-17,Cork Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	10 - 12 Cork Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	10-12 Old Burlington Street,30/32 Savile Row,Man	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	11 Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	12 - 16 New Burlington Street,3,4 & 6,New Bur	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	12 / 12a Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	13 - 14 Cork Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	14 Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	15 Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	16 Clifford Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	16 Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	17 Clifford Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	18 - 19 Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	18 - 20 Old Burlington Street,4 Boyle Street,Lon	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	18 / 18a Maddox Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	18 Clifford Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	19 Clifford Street,13,Old Burlington Street,Lond	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	2 Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	2,3 & 4 Cork Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	20 / 22 Maddox Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	20 Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	24c Old Burlington Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	275, 277 - 281 Oxford Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	28 - 29 Savile Row,1 - 2,Clifford Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	28 - 30 Cork Street,26 - 28 Old Burlington,Lond	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	28 - 32 Maddox Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	3 Clifford Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	31 - 34 Cork Street,15e,Clifford Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	42 - 43 Great Marlborough St,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	5 Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	7 / 8 Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	9 / 10 Savile Row,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	Bond Street House,15-16,New Bond Street,Lond	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	Clarendon House,17-18,New Bond Street,Lond	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	12 New Bond Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	13/14 New Bond Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	5/6 Cork Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	7 Cork Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	8/9 Cork Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	Pollen Estate	9 Cork Street,London	57.75%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	1 Heddon Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	1-2 Langham Place, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	10-12 Heddon Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	103-113 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	106-112 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	11-15 Swallow Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	114-120 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	13 Maddox Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	13-14 Great Castle Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	14-18 Heddon Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	15 Maddox Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	15-17 Heddon Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	15a-29 Swallow Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat	16/21 Sackville Street, London	25%

Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 172-182 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 184-186 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 185-191 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 188-196 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 19-21 Heddou Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 198 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 2 Princes Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 2-3 Conduit Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 200-206 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 205 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 207-209 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 208-222 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 21 Glasshouse Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 211-213 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 224-244 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 229-247 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 23-27 Heddou Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 246-250 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 261-271 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 262-264 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 263-269 Oxford Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 272-286 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 29-37 Heddou Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 3 Princes Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 3-4 John Princes Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 3-7 Langham Place, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 3-7 Maddox Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 3-9 (/7) Heddou Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 33-35 Piccadilly, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 39 Margaret Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 4 Conduit Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 4 Princes Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 4 Vigo Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 4-8 Heddou Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 40 Margaret Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 49-63 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 5 Conduit Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 5 Princes Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 5 Vigo Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 5-7 John Princes Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 57 Great Portland Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 59 Great Portland Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 6 Conduit Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 6 Princes Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 6 Vigo Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 61 Great Portland Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 63 Great Portland Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 65 Great Portland Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 7 Air Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 7 New Burlington Place, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 7-9 Swallow Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 70-74 Mortimer Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 71-73 Great Portland Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 76-78 Mortimer Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 80-82 Mortimer Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 9 Maddox Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 92-100 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 10 New Burlington Street 10 New Burlington St	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Albany House 324-326 Regent Street, London	25%

Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Alitalia House 251-259 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Bewlay House 257-261 Oxford Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Carrington House 126-130 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Chesham House 132-154 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Crown House 143-147 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Goldsmiths House 137-141 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Heddon House 149-151 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat International House 223-227 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Keith House 133-135 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Kendal House 203 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Kingsland House 122-124 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Langham House 302-308 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Le Meridien Hotel 19-31 Piccadilly, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Maddox House 215-221 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Malta House 36-38 Piccadilly, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Morley House 314-322 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Mutual House 193-201 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat One Vine Street 83-97 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 11-15 Sherwood Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Quadrant 1 50-72 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Quadrant 3 AirW1 /The Regent Palace Hotel Gloucester	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Regent Arcade House 252-260 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Regent Palace Hotel Annexe 11-15 Sherwood Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Remo House 310-312 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Roxburghe House 273-287 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Spirella House 266-270 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat St George's House 61-65 Conduit Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat The George Public House 55 Great Portland Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat The Leicester Arms 44 Glasshouse Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat The Linen Hall 158-170 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Venture House 88-90 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Victory House 99-101 Regent Street, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat 1 New Burlington Place, London	25%
Retail	Europe	UK	47 987 293 540	The Crown Estat Walmar House 288-300 Regent Street, London	25%



STRATEGY 2017-2019

**NORGES BANK
INVESTMENT
MANAGEMENT**

An aerial photograph of a mountain range with a valley and a river. The mountains are covered in green vegetation, and the valley floor is a mix of green and brown. A river flows through the valley, and there are some small settlements or buildings visible. The overall scene is a natural landscape.

Our mission

is to safeguard and
build financial wealth
for future generations.

Contents

Strategy 2017–2019

We are a large global investor and a long-term owner safeguarding our assets through efficient execution.

Introduction	2
1 Large global investor	4
2 Long-term owner	6
3 Safeguarding assets	8
4 Efficient execution	10



The objective of the management is to ensure high long-term return after costs. We aim to achieve this goal with acceptable risk, as a responsible investor, and through an efficient organisation and transparent management.



Introduction

Our mission is to safeguard and build financial wealth for future generations. Long-term, sound management of the fund helps ensure that both present and future generations can benefit from this wealth.

Norges Bank Investment Management manages the fund according to the management mandate laid down by the Ministry of Finance.

The objective of the management is to ensure high long-term return after costs. We aim to achieve this goal with acceptable risk, as a responsible investor, and through an efficient organisation and transparent management.

We seek to use the fund's unique combination of characteristics to our competitive advantage. We are a large, global investor with a long investment horizon and limited liquidity needs. We hold a well-diversified portfolio across assets classes, countries and sectors, and take a systematic approach to investments. The size of the fund allows us to implement the investment strategies in a cost efficient way. Our investment strategies are grouped into three broad categories, fund allocation, asset strategies and company investments. The strategies complement each other, perform in different market environments, and reduce risk through diversification on time horizons, analytical framework and choice of securities.

The strategy for 2017-2019 continues in the direction set by the 2014-2016 strategy. In the previous strategy period, the fund grew by 2,500 billion kroner. We do not expect this growth to continue, and will adapt the strategy accordingly. We will consolidate the organisation and our investment platform.

Large global investor

ADVICE

Norges Bank is required to advise the asset owner on the need for changes to the management framework. Our advice is founded on academic and market insights, and supported by our experience as the manager of the fund. We will broaden the scope of our advisory activities, and take national wealth considerations into account.

Benchmark advice

The Ministry of Finance will review the allocation to equities in the benchmark index. A higher equity share may require a different bond portfolio. We will assess the role of corporate bonds and emerging market bonds in the fixed income index, and the implications of a higher equity share for the regional allocation in the equity index.

Currency composition

The currency basket of the fund follows from the benchmark index, and varies over time. Changes to the benchmark index thus impact the currency risk and the way fund returns are measured. We will assess adjustments to the currency composition.

Alternative risk measures

The key risk limit in the management mandate is the portfolio's relative volatility versus the benchmark index. A relative risk limit encourages investments in assets with risk characteristics similar to those included in the benchmark index and is well suited to regulate risk for securities selection strategies. It is less suited for investment decisions where the objective is to diversify to improve the overall return-risk profile of the fund. We will assess alternative risk measures suitable for the mandate of the fund.

REFERENCE PORTFOLIO

The investment mandate from the Ministry of Finance sets the owner's risk preferences through the benchmark index. The benchmark index is based on public indices designed for investors with needs and objectives that differ from that of the fund. We use the reference portfolio to manage the real estate allocation, define the investment universe, gain exposure to systematic risk factors and facilitate rebalancing. We will develop the reference portfolio further to improve the total return-risk of the fund. This is the aim for our allocation strategies.

Real estate allocation

Real estate investments are not included in the fund's benchmark index. We need to decide how much of the fund to invest in real estate, and the funding from equities and fixed income. We will decide the funding for each real estate investment considering its impact on the overall fund.

Investment universe

We include additional emerging and frontier equity markets, and selected emerging debt markets in the reference portfolio to improve diversification. We consider the investability of emerging and illiquid markets, and manage these investments actively. Companies that we have chosen not to invest in for environmental, social and governance reasons are removed from the reference portfolio's investment universe.

Risk factors

We include systematic risk factors in the reference portfolio to enhance returns. This will include the value, size and quality factors in the equity market and term and carry in the fixed income market. We will assess additional sources of priced risk.

Rebalancing

The reference portfolio is rebalanced between asset classes, bond segments and currencies. We adjust the portfolio over time to reduce turnover and transaction costs. The same applies for rebalancing of the free-float weights. We will refine the rebalancing rules for the reference portfolio.

ASSET IMPLEMENTATION

A fund of our size and reach across asset classes, regions and market capitalizations, needs to manage broad market exposures efficiently. Indices constantly change and replication of the Ministry of Finance benchmark will be costly due to the size of the fund and its thousands of single investments. We aim to generate excess return over time through systematic strategies with low transaction costs. The fund's limited need for liquidity and its global reach puts the fund in a good position to pursue asset strategies.

Asset exposure

We will continue to move away from index replication, to avoid known benchmark weaknesses and high implementation costs. We will implement carefully researched enhanced index strategies. We will expand our relative value strategies, participate in capital market activity and enhance our systematic risk factor strategies.

Transaction costs

Execution of transactions are costly for large, global investors. We will continue to develop internal trading capabilities, and be early adopters of new trading platforms that have potential to reduce transaction costs and increase transparency.

Liquidity provisioning

Providing liquidity to the market through efficient use of our holdings is a way to use our own limited liquidity needs to generate excess return. We achieve this goal through securities lending and liquidity provisioning strategies. Agency securities lending will continue to be the backbone of our lending activities. We will provide liquidity selectively, and respond to liquidity demand situations when they arise.

Well-functioning markets

The fund benefits from fair and efficient markets. We will conduct research and engage with academia, regulators and markets participants on questions related to well-functioning financial markets.

Long-term owner

COMPANY INVESTMENTS

The fund is one of the largest owners in many of the world's largest companies. The fund's significant allocation to equities requires us to have fundamental insight into the future cash flows of the companies to understand the risk of our investments. The companies that we are invested in expect an owner of our size and character to understand the company's fundamentals. This ensures our legitimacy as an appreciated owner with a common interest in long-term value creation. The ownership requires us to be a responsible owner. We will contribute to the long-term return of the fund through deep company knowledge, active ownership and responsible investment management. A thorough understanding of the companies, and the issues they face, is the basis for our company strategies.

Company knowledge

We believe that returns over time will reflect the underlying development in a company's business fundamentals, and invest based on a thorough understanding of companies. We develop our internal research capacity to attain the necessary depth of company and industry understanding. Company meetings are an essential part of our knowledge gathering. Our company research is aligned with the fund's characteristics. We will analyse our most significant holdings with a long-term and global perspective.

Sector mandates

The size of the fund gives us the competitive advantage to implement company strategies in a cost-efficient way. The long-term nature of our ownership facilitates continuous company dialogue. Long-term ownership allows us to take a long-term perspective. We will cover all sectors, with a focus on Europe and our most significant holdings.

Local managers

We use external managers in segments and markets where local knowledge is of particular relevance, and where it is infeasible to build internal capacity. Most of our emerging, and all of our frontier company investments, are managed by local external managers. In addition, we use external managers for small companies and segments of our environmental investments. We expect assets under external management to increase to 6 percent of the fund.

Responsible ownership

We aim to be a global leader in responsible investment management. We recognise that environmental, social and governance issues could have a significant impact on the fund's performance. We will be principle-based, consistent and transparent. Three pillars underpin our responsible investment efforts, namely standard setting, ownership and risk management. As a large owner with numerous investments around the world, we aim to contribute to global standards and practices that are in the fund's long-term interest. We will prioritise our most significant holdings and issues where we can achieve results beyond single company outcomes.

REAL ESTATE INVESTMENTS

The Ministry of Finance mandated the fund to invest in real estate in 2010, and we have since acquired high-quality assets in our target cities in Europe and the United States. The fund invests in real estate to improve diversification. We will take advantage of our long-term investment horizon, limited liquidity requirements and significant capital. We will invest at a steady pace, and expect the real estate investments to be 4 percent of the fund by the end of the strategy period. The investments will be evenly split between Europe and the United States.

High-quality assets

The office sector forms the backbone of our investments, largely because it presents investment opportunities of scale, and simplicity in asset management. We will target offices in prime locations that are likely to remain high-quality assets over time. We will also invest in high-street retail in our target cities and logistics assets in markets that are vital to global supply chains.

Global cities

We will target 10 to 15 global cities with favourable long-term fundamentals. The target cities share long-term economic attractiveness, and real estate markets characterised by transparency, liquidity and supply restrictions. In the United States, we will consider investments in New York, Boston, Washington, and San Francisco. In Europe, we will expand our investments in London, Paris, Berlin, and Munich. We may consider investments in two or three more European cities. In Asia, we will target Singapore and Tokyo.

Local expertise

Investing with joint venture partners is essential to our real estate strategy. We will continue to invest with high quality partners to benefit from local partners' expertise. We will pursue transactions without relying on partners in Europe. Third-party asset managers will be used when this is more efficient, and where it reduces internal resource requirements. Property management is an activity that we always will outsource. Real estate investments which involve development from the start will not be part of our core strategy.

Sustainable real estate

We manage our properties in an environmentally sustainable manner. We will incorporate measurable sustainability practices into annual business plans, constructions and renovation projects. We will increase the number of office and retail buildings with green building certifications, and improve energy ratings. We will strengthen our analytical capability for energy, water, carbon and waste management.

Safeguarding assets

RISK MANAGEMENT

Strong risk management is essential to safeguard the fund's assets. The fund characteristics determine our approach to risk management. We have a long-term perspective and pay particular attention to long-term risk drivers. Our size means that liquidity considerations have to be an integral part of the risk analysis.

Cash flow risk

The standard approach to manage market risks is to use market price dynamics as a basis for risk modelling. As a long-term investor, we believe that there is value in modelling cash flows from our investments to formulate investment risk scenarios. We will address the risks of cash flows received from our investments falling short of expectations.

Tail risk

Volatile historical market events contain valuable information about potential losses. We will perform tail risk calculations based on previously stressed periods, and run scenario analysis to shed light on potential losses in rare events.

Model risk

We recognize that there is a limit to how much we can rely on models to describe how financial markets work. We do not rely on a single risk measure and will make use of a broad set of complementary and overlapping risk analytics. A deep understanding of data, its quality, usefulness and limitations improves the value of our risk models. We will selectively apply technologies to improve our risk analyses and increase operational efficiency.

Environmental, social and governance risk

We strive to manage all relevant risks in the investment portfolio. We specifically identify, analyse, monitor and manage environmental, social and governance risks in the investment portfolio. We recognize that non-financial data may be of relevance for the value of our investments, and we will seek to integrate these data into our risk assessments.

CONTROL AND OVERSIGHT

Changing market regulations, technological advances, and evolving threats set high requirements for how we operate. A robust governance structure with defined roles, responsibilities, policies and guidelines is critical for a well-controlled and efficient organisation. Risk-based and efficient monitoring and control, and specialist competency in high-risk areas, is essential to safeguard the fund's assets.

Risk based

We systematically identify risk and capture incidents through operational risk management. We realise that it is infeasible to prevent all unwanted events, and prioritise safeguarding our most critical assets. Unlikely events may still affect us, and we will learn from and strengthen our ability to manage such events through business continuity planning. We will address operational risk and uncertainty as an integrated part of decision-making when we implement strategies, processes and services.

Efficient control

We will ensure that comprehensive control and oversight is in place to monitor activity across the organisation, and conduct awareness training for our employees. Taking advantage of technology improves efficiency and reduces operational risk. We aim to automate control and monitoring to identify and correct potential issues before they materialise.

Specialist competence

Specialist expertise in identified high-risk areas is required to safeguard the fund's assets. Our information and IT systems face a changing threat environment. The fund's global investments involve significant challenges within trading and regulatory compliance. We will develop specialist risk and compliance expertise to cover IT and information security, trading and regulatory compliance.



Efficient execution

INVESTMENT ORGANISATION

We operate with a high level of specialist expertise, and a desire to improve. We are an investment organisation with a strong investment culture, characterised by trust and collaboration.

Cost efficient

We will continue to improve the organisation's effectiveness and efficiency. We have realised economies of scale through consolidation and standardisation of our investment platform, and insourcing and automation of services. We expect total internal management costs to be kept below 0.05 percent of assets under management, even with expected changes in asset allocation.

Lean organisation

We will remain a small and flexible organisation. We expect the organisation to be around 600 employees, including 120 in the real estate organisation. This will however be dependent on the asset allocation and the degree of outsourcing. We expect that more than half of our employees will work at our international offices.

Knowledge based

We are a knowledge-based organisation that operates in a global, highly competitive and constantly evolving market. We will attract and retain the right expertise and capabilities at the right location, and recruit for potential more than experience. We believe that diversity and a global mindset is a strength. We work to increase the number of women at all levels in the organisation. We will strengthen our employee development programme.

INVESTMENT PLATFORM

Asset management is a highly information intensive business. The management assignment requires a robust, efficient and secure investment platform for global portfolio management and transaction processing.

Efficient solutions

We will consolidate and simplify our investment platform, and aim for efficiency, quality and improved security. We will develop our own applications in areas where our requirements are unique.

Global operations

With portfolio management and trading activities in all time zones, our operational coverage needs to be global and operate on a continuous basis. We will continue to strengthen our global process coverage. We do not foresee a significant change in our global custody model.

Efficient sourcing

We have reduced our dependency on third party administrators and insourced our back-and mid-office processes. We have established an investment platform with a high level of automation to maintain scalability and efficiency. We will improve our technology services and increase use of cloud-based solutions.



COMMUNICATION

We manage the fund on behalf of current and future generations. We need to be reliable and transparent to earn trust and legitimacy. We build trust through increasing knowledge of the management of the fund.

Comprehensive information

We will publish timely, correct, comprehensive and understandable information about the management assignment. Our main information-sharing platform is www.nbim.no, and all relevant information including reports, voting, holdings, policies and publications will be accessible through this site.

Increased knowledge

We work to increase general knowledge about the fund in Norway and internationally. We will use multiple communication channels to increase knowledge about the fund. We aim to be regarded as a professional investor, sharing a common interest in long-term, sustainable value creation. The recognition and legitimacy of our investment management will be safeguarded and built over time and for the long term.





We safeguard the fund
for future generations
as prudently, efficiently
and transparently
as possible.



ISBN 978-82-7553-600-4 | Design: Brandlab
Photo: Norges Bank Investment Management,
Wikipedia, Allan Davey, Gettyimages
Paper: Galerie Art Silk 250 g / Matt 150 g
Production: 07 Media AS | Print run: 1 000



NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT
Banklassen 2, P.O. Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway
T: +47 24 07 30 00, www.nbim.no

ISBN 00-0000-000-0

