

Uavhengig attestasjonsoppdrag for Norges Banks representantskap om Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for Statens pensjonsfond utland

2. desember 2021

Innhold

1. Vurdering av Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for Statens pensjonsfond utland	3
2. Konklusjon og vurderinger	4
3. Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for statens pensjonsfond utland.....	6
3.1 Bakgrunn	6
3.2 Styringsmodellen i Norges Bank	6
3.2 Due diligence: Unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi.....	9
3.3 Due diligence: unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass	10
4. Vedlegg 1: Målekriterier, avgrensning av oppdraget og utført arbeid.....	11
4.1 Målekriterier	11
4.2 Avgrensning av oppdraget	11
4.3 Arbeid utført	12

1. Vurdering av Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for Statens pensjonsfond utland

Norges Banks representantskap (“representantskapet”) har engasjert Deloitte AS til å foreta en uavhengig gjennomgang av Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for Statens pensjonsfond utland.

Med begrepet «investering i unoterte eiendeler» menes investering i unotert eiendom, unotert infrastruktur for fornybar energi, samt i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass.

Betegnelsen “NBIM”, slik den er brukt i denne rapporten, omfatter virksomhetsområdet i Norges Bank som forvalter Statens pensjonsfond utland. Betegnelsen “fondet” og “SPU” viser til Statens pensjonsfond utland. Betegnelsen «hovedstyret» viser til Norges Banks hovedstyre.

Som avtalt i vårt engasjementsbrev datert 30. august 2021, har vi utført vårt arbeid i samsvar med den internasjonale standarden for attestasjonsoppdrag (ISAE) 3000. Vår oppgave er å gi representantskapet betryggende sikkerhet for at Norges Bank har utformet et rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for SPU i samsvar med målekriteriene som er beskrevet i vedlegg 1. For investering i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi dekker gjennomgangen også implementeringen av rammeverket. For unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass dekker gjennomgangen imidlertid kun utformingen. Bakgrunnen for dette skillet er at det i de senere år ikke er gjennomført investeringer i slike unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass.

Målekriterier, avgrensning av oppdraget og utført arbeid er omtalt i vedlegg 1. Representantskapets tilsynssekretariat har vurdert målekriteriene og anser at de er relevante og hensiktsmessige for denne gjennomgangen.

Våre konklusjoner og vurderinger fremkommer av rapportens kapittel 2 og i kapittel 3 beskrives hovedelementene i relevante prosesser for vår gjennomgang.

2. Konklusjon og vurderinger

Mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland («Mandatet») stiller i paragraf 3-10 krav til at hovedstyret i Norges Bank skal fastsette retningslinjer som sikrer en grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i den unoterte eiendomsporteføljen og i den unoterte infrastrukturporteføljen for fornybar energi, samt i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass. Mandatet spesifiserer en rekke risikofaktorer som i denne sammenheng skal vurderes og mandatet stiller krav til at gjennomgangen skal dokumenteres. Mandatbestemmelsen ble med virkning fra 1. mai 2021 utvidet til også å inkludere unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass.

Etter vår vurdering er rammeverket for risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for Statens pensjonsfond utland i det alt vesentlige utformet og, når det gjelder investering i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi, implementert i samsvar med målekriteriene for denne gjennomgangen (se kap. 4, Vedlegg 1).

I vår gjennomgang identifiserte vi likevel enkelte forhold som kan være av betydning for arbeidet med å videreutvikle risikostyring og kontroll. I kapittel 3 har vi gitt innspill og anbefalinger til dette arbeidet. Anbefalingene oppsummeres nedenfor.

Unotert eiendom og infrastruktur

Mandatets § 3-10 om due diligence i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler gjentas i de styrende dokumenter i Norges Bank. Det stilles ikke mer detaljerte krav enn hva som fremkommer av selve ordlyden i Mandatets § 3-10 og det er heller ikke fastsatt retningslinjer som utdyper disse. Dette gjelder for styringsdokumenter fastsatt av hovedstyret, leder av NBIM og Chief Real Assets Officer («CRAO»). For å redusere risikoen knyttet til inkonsistens når det gjelder hva som vurderes ved ulike investeringer, hvilken risiko som aksepteres, detaljgraden i vurderingene og omfanget av dokumentasjon anbefaler vi Norges Bank å utforme minimumskrav som utdyper Mandatets bestemmelse på dette området.

Når det gjelder vurderingene av risikofaktorer, anbefaler vi at vurderingene av markeds og likviditetsrisiko også inntas som en del av due diligence dokumentasjonen. Videre anbefaler vi at det etableres retningslinjer som sikrer at landrisikoen også revurderes dersom det foretas nye typer investeringer.

Governance og Compliance ved Compliance & Control teamet har ansvarsområder i forbindelse med due diligence prosessene. I vår gjennomgang identifiserte vi at dette teamet selv gjennomfører enkelte deler av due diligence prosessene. Vi anbefaler Norges Bank å etablere retningslinjer som sikrer at en uavhengig funksjon inkluderes i due diligence prosessen for å utfordre de aksepterte risikoer og overvåke fullstendigheten i gjennomført arbeid.

Eksterne rådgivere benyttes i due diligence prosessene. Det er ikke etablert retningslinjer som fastsetter krav til når eksterne rådgivere skal benyttes eller omfanget og detaljeringsgraden av deres arbeid. For å sikre konsistens mellom ulike investeringer og at riktig kompetanse er involvert i due diligence prosessene, anbefaler vi at slike retningslinjer utarbeides.

Formell godkjenning av investeringer

Investeringsmandatet til leder av NBIM fastsetter at alle investeringer i unoterte eiendeler over MUSD 500 skal godkjennes av hovedstyret. Tilsvarende gjelder for nedslag av unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Det er ikke definert i hvor stor grad due diligence prosessen skal være ferdigstilt før hovedstyrets godkjenning. Vi anbefaler at dette fastsettes, inkludert hvilken dokumentasjon som skal være tilgjengelig for hovedstyret før godkjenning.

For investeringer over MUSD 500 skal Chief Risk Officer («CRO»), før investeringen gjennomføres, utarbeide en formell vurdering av risikoer og med en anbefaling om investeringen ut ifra en samlet risikovurdering bør gjennomføres eller ikke. Vurderingen skal forelegges aktuelle fora i beslutningsprosessen og inngår som en del av beslutningsgrunnlaget. Kravet er imidlertid ikke inntatt i retningslinjer, vi anbefaler at dette gjøres. Vi anbefaler Norges Bank å vurdere om tilsvarende krav også bør innføres for investeringer under MUSD 500.

I en av investeringene vi gjennomgikk identifiserte vi at CRO hadde anbefalt investeringen å bli behandlet i de respektive fora for godkjennelse, men hvor konklusjonen inneholdt kommentarer om at CRO hadde vurdert enkelte risikoer som høy. Av dokumentet fra CRO var det uklart i hvilken grad disse risikoene var akseptert eller om det etter CRO sin mening var behov for å sette i verk kompenserende tiltak for å håndtere eller redusere disse risikoene. Vi anbefaler at dette dokumenteres tydeligere i CRO sin anbefaling.

Investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass

Det er flere år siden en slik investering ble gjennomført og prosessen for slike investeringer er ikke aktiv. Dermed er det flere elementer i Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll som ikke er gjennomført i praksis. Dette gjelder blant annet NBIM sitt prosessrammeverk med vurdering og dokumentasjon av risiko og tiltak med tilhørende roller og ansvar. I tillegg har ikke leder av NBIM delegert ansvar og myndighet videre gjennom investeringsmandat og tilhørende stillingsinstruks eller utarbeidet en egen retningslinje for slike investeringer. Dersom slike investeringer er aktuelt, anbefaler vi at de overnevnte forhold gjennomføres.

Det er utarbeidet en retningslinje for transaksjoner i «pre-IPO's», fastsatt av «Chief Equities Officer». Retningslinjen bruker ordlyden «pre-IPO's» mens Mandatet bruker «unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass». Sammenhengen mellom disse begrepene er ikke dokumentert i retningslinjen eller andre styrende dokumenter i Norges Bank. Vi anbefaler at begrepet operasjonaliseres og at retningslinjen eller andre styrende dokumenter definerer hvilke investeringer som omfattes av mandatbestemmelsen. Dette inkluderer å dokumentere grensdragningen mellom unoterte og noterte aksjeinvesteringer etter Mandatets investeringsunivers.

3. Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for statens pensjonsfond utland

3.1 Bakgrunn

Finansdepartementet har plassert Statens pensjonsfond utland (SPU) som et kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank har fått i oppdrag å forvalte innskuddet etter bestemte regler. Reglene er gitt av Finansdepartementet gjennom «Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland» («Mandatet»). Etter Mandatet kan Norges Bank blant annet investere i unotert eiendom, unotert infrastruktur og unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass. Investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass gjennomføres innen aksjeporteføljen. Aksjeporteføljen skal utgjøre mellom 60 og 80 prosent, mens unotert eiendom og infrastruktur for fornybar energi kan utgjøre inntil hhv. 7% og 2% (inntil 120 mrd NOK) av investeringsporteføljen. Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi skal gjennomføres innenfor de miljørelaterte investeringsmandatene.

Mandatet stiller i § 3-10 krav til at hovedstyret skal fastsette retningslinjer for due diligence i forkant av den enkelte investering i den unoterte eiendomsporteføljen og i den unoterte infrastrukturporteføljen for fornybar energi, samt i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass. Mandatet spesifiserer en rekke risikofaktorer som i denne sammenheng skal vurderes og mandatet stiller krav til at gjennomgangen skal dokumenteres.

Mandatbestemmelsen har vært endret flere ganger siden den ble vedtatt første gang for unotert eiendom med virkning fra 1. januar 2013. Unotert infrastruktur for fornybar energi ble inkludert med virkning fra 30. november 2019, mens unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass ble inkludert med virkning fra 1. mai 2021. Hvilke risikofaktorer mandatbestemmelsen stiller krav til at skal vurderes har også blitt endret over tid, hvor seneste endring om å inkludere vurderinger av helse-, sikkerhets-, miljø-, samfunns- og styringsmessige risikofaktorer, der risiko knyttet til håndtering av ulike interessenter som påvirkes av investeringen inngår, trådte i kraft 30. november 2019.

3.2 Styringsmodellen i Norges Bank

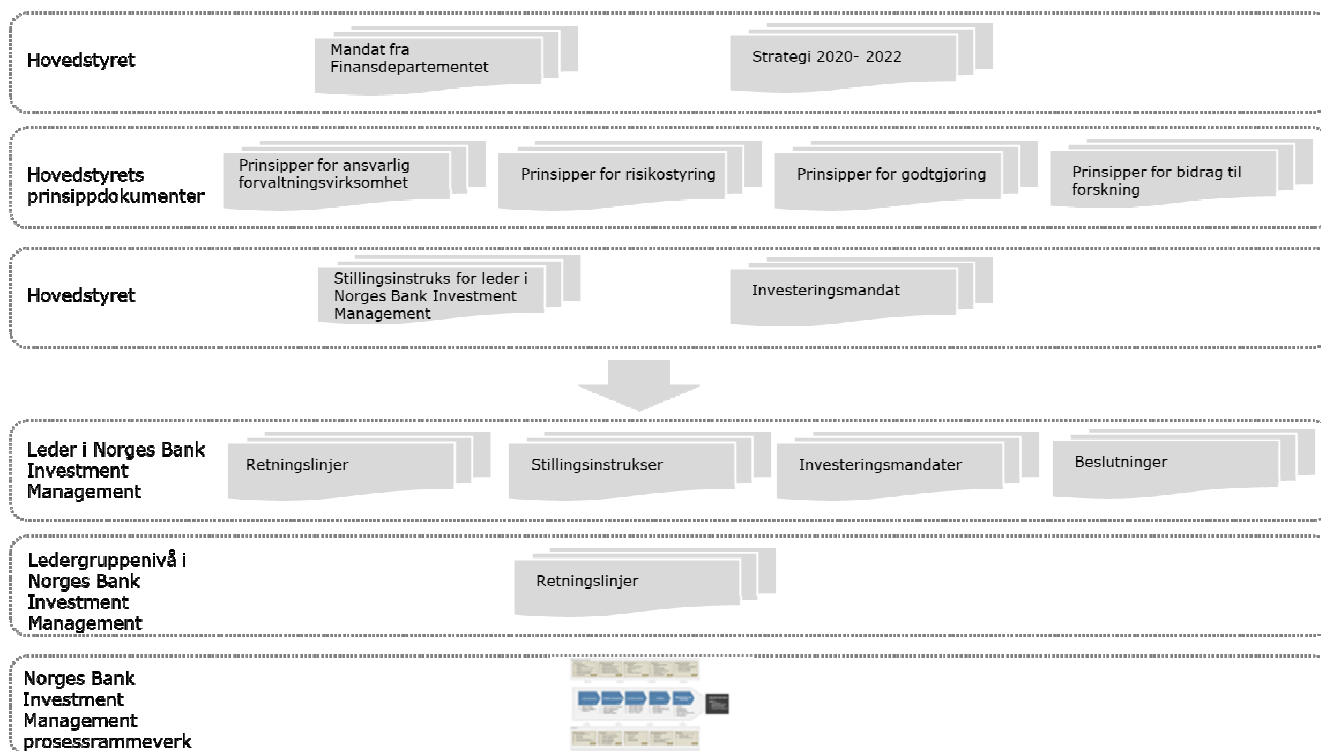
Roller og ansvar i Norges Bank knyttet til etterlevelse av Mandatet følger av styringsmodellen i Norges Bank og de styrende dokumenter for forvaltningen av SPU. Innenfor rammene i Mandatet fastsetter Hovedstyret strategien for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, og delegasjons- og prinsippdokumenter for styring og kontroll med forvaltningen.

Leder av NBIM fastsetter en handlingsplan for forvaltningen basert på strategien vedtatt av hovedstyret. Hovedstyret fastsetter prinsipper, stillingsinstruks og investeringsmandat til leder av NBIM, samt fatter enkeltbeslutninger i spesifiserte saker i sin styring og kontroll med forvaltningen. Tilsvarende fastsetter leder av NBIM retningslinjer for utøvelsen av forvaltningen, samt stillingsinstruks og investeringsmandat for den enkelte leder i ledergruppen i NBIM innenfor deres respektive ansvarsområder.

Norges Banks rammeverk for operasjonell risiko samt investerings-, markeds-, kreditt- og motpartsrisiko gjelder også for investeringer i unoterte eiendeler. Etter rammeverket for operasjonell risiko skal omdømmerisiko vurderes som en konsekvens av operasjonelle risikoer.

NBIM har implementert et prosessrammeverk, understøttet av et IT-system, som benyttes i arbeidet med risikostyring og kontroll i utøvelsen av forvaltningen. Risiko («Risk») og etterlevelses («Governance & Compliance») funksjonene gir råd, vurderer henholdsvis investeringsrisiko og operasjonell risiko, samt overvåker etterlevelse. Både iboende og gjenværende operasjonell risiko vurderes og dokumenteres i IT-systemet, og er gjenstand for periodisk gjennomgang og revurdering. Roller og ansvar skal tilordnes den enkelte risiko og kontroll. Nivå på gjenværende risiko skal evalueres og tiltak skal iverksettes dersom risikonivået er over angitte terskler. Ved at prosessen for investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass ikke er aktiv, er overnevnte risikooppfølging for slike investeringer ikke gjennomført i praksis. Vi anbefaler at dette gjennomføres dersom slik investeringsaktivitet er aktuelt.

Styringsmodellen i Norges Bank for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland er gjengitt i figuren under:



Det er utarbeidet en strategi for investeringer i eiendom for 2021 og 2022. Denne, kombinert med investeringsmandatet, definerer de gjeldende målsettinger for investeringer i eiendom.

Leder av NBIM har fastsatt en generell retningslinje for forvaltningen som skal sikre at investeringene gjennomføres innenfor investeringsmandatet fra hovedstyret. Retningslinjene inneholder blant annet krav til investeringsmandater, undersøkelser, investeringsbeslutninger (inkludert spesifikke krav knyttet til investeringer i unoterte eiendeler) og investeringsprosessen. Det er i tillegg utarbeidet en retningslinje for unotert eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Retningslinjene inneholder krav til investeringer og den løpende forvaltning innen følgende områder, men ikke begrenset til; investeringsmandater, investeringsprosessen, investeringsbeslutninger, investeringsstrukturer og ansvarlig forvaltning. Når det gjelder investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass foreligger ikke en tilsvarende retningslinje fra leder av NBIM. Selv om slike investeringer omfattes av den generelle retningslinjen anbefaler vi at Norges Bank vurderer om det å utforme en separat retningslinje vil kunne tydeliggjøre appetitten og relevante prosesser for slike investeringer, spesielt dersom slik investeringsaktivitet er aktuelt.

Leder av NBIM har fastsatt andre retningslinjer som også er relevant for investeringer i unoterte eiendeler, blant annet skatt, ansvarlig forvaltning samt kreditt- og motpartsrisiko.

Krav til due diligence

I hovedstyrets prinsippdokument om risikostyring i NBIM er det stilt krav til at due diligence skal gjennomføres for alle unoterte investeringer. Det fastsettes at gjennomgangen skal inkludere vurderinger av ulike sider ved investeringens risiko, herunder markedsrisiko, likviditetsrisiko, kredittisiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko, juridisk, skattemessig og teknisk risiko. I tillegg skal gjennomgangen inkludere vurderinger av helse-, sikkerhets-, miljø-, samfunns- og styringsmessige risikofaktorer, der risiko knyttet til håndtering av ulike interessenter som påvirkes av investeringen inngår. Videre stilles det krav til at due diligence prosessen og risikovurderingene skal dokumenteres.

Investeringsmandatet til leder av NBIM fastsetter ansvaret for at forvaltningen er i tråd med det til enhver tid gjeldende Mandatet. Etter stillingsinstruksen er leder av NBIM ansvarlig for at forvaltningen av SPU er i tråd med sentralbankloven, stillingsinstruksen, investeringsmandatet fra hovedstyret og Mandatet. Videre skal hovedstyrets prinsipper og instruksjoner etterleves. Hovedstyrets investeringsmandat og stillingsinstruks til leder av NBIM stiller også ytterligere krav til forvaltningen, men ingen som er knyttet direkte til Mandatets § 3-10 om due diligence i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler.

Chief Real Assets Officer («CRAO») har ansvar for forvaltningen av investeringer i unotert og notert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Etter investeringsmandatet til CRAO har lederen ansvaret for at forvaltningen gjennomføres i tråd med prinsippene og strategien som fastsatt av hovedstyret. I investeringsmandatet stilles det også krav til due diligence med tilsvarende ordlyd som i Mandatet. Stillingsinstruksen til CRAO angir at lederen har ansvaret for at Mandatets § 3-10 om due diligence overholdes. Investeringsmandatet og stillingsinstruksen stiller ytterligere krav til forvaltningen, men ingen som er knyttet direkte til Mandatets § 3-10 om due diligence i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler.

Når det gjelder investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass har ikke leder av NBIM delegert dette videre i NBIM gjennom investeringsmandat og stillingsinstruks. Vi er informert om at dette må sees i sammenheng med at det ikke har vært foretatt slike investeringer de senere år. Dersom slik investeringsaktivitet er aktuelt anbefaler vi at investeringsprosessen etableres og formaliseres gjennom investeringsmandat og tilhørende stillingsinstrukser mv.

Formell godkjenning av investeringer

I hovedstyrets prinsippdokument om risikostyring i NBIM er det stilt krav til at alle investeringer i unoterte eiendeler formelt skal godkjennes.

Investeringsmandatet til leder av NBIM fastsetter at alle investeringer i unoterte eiendeler over MUSD 500 skal godkjennes av hovedstyret. Tilsvarende gjelder for nedslag av unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. I NBIM er det etablert retningslinjer for saksfremlegg til hovedstyret, hvor det stilles overordnede krav. Det er ikke definert i hvor stor grad due diligence prosessen skal være ferdigstilt før hovedstyrets godkjenning. Vi anbefaler at dette fastsettes, inkludert hvilken dokumentasjon som skal være tilgjengelig for hovedstyret før godkjenning.

Investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi under MUSD 500 godkjennes av CRAO. Investeringsmandatet til CRAO inneholder flere bestemmelser som regulerer i hvilke fora investeringen skal presenteres før det besluttet:

Unotert eiendom	Unotert infrastruktur for fornybar energi
Investeringer og nedslag over MUSD 500, investeringer i land og sektorer utover nærmere angitte land og sektorer og investeringer i nye markeder, selskapsstrukturer og partnere, eller investeringer og nedslag som avviker fra allerede etablerte strukturer eller finansielle konstruksjoner, skal presenteres for NBIM Investment Meeting.	Investeringer og nedslag over MUSD 100 skal presenteres for NBIM Investment Meeting.
Investeringer og nedslag over MUSD 100 skal presenteres for Real Estate Advisory Board («REAB»).	Investeringer og nedslag over MUSD 50 skal presenteres for Renewable Infrastructure Advisory Board («RIAB»).
	CRAO kan godkjenne Due Diligence kostnader og ikke-bindende tilbud, etter review i RIAB

NBIM Investment Meeting er et diskusjons- og rådgivningsforum for beslutninger fattet av leder av NBIM. NBIM Investment Meeting består av leder av NBIM og alle utnevnte Chiefs.

REAB sin primære rolle er å belyse og gi råd til CRAO når det gjelder investeringer, due diligence og finansiering. REAB består av følgende medlemmer; Global Head of Unlisted Real Estate, CRAO, Global Head Risk Analytics og to eksterne medlemmer. CRAO utnevner de eksterne medlemmene og orienterer NBIMs ledergruppe.

RIAB sitt formål er å (belyse og gi råd til) være et rådgivende forum for CRAO når det gjelder foreslåtte investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi, inkludert due diligence prosessen. RIAB består av følgende medlemmer; CRAO, Portfolio Manager Renewable Infrastructure og to eksterne medlemmer. CRAO utnevner de eksterne medlemmene og orienterer NBIMs ledergruppe.

For investeringer over MUSD 500 skal Chief Risk Officer («CRO»), før investeringen gjennomføres, utarbeide en formell vurdering av risikoer og gi en anbefaling om investeringen ut ifra en samlet risikovurdering bør gjennomføres eller ikke. Vurderingen skal forelegges de aktuelle fora og inngår som en del av beslutningsgrunnlaget. Kravet er imidlertid ikke inntatt i retningslinjer, og vi anbefaler at dette gjøres. Vi anbefaler Norges Bank å vurdere om tilsvarende krav også bør innføres for investeringer under MUSD 500.

I en av investeringene vi gjennomgikk identifiserte vi at CRO hadde anbefalt investeringen å bli behandlet i de respektive fora for godkjenning, men hvor konklusjonen inneholdt kommentarer om at CRO hadde vurdert enkelte risikoer som høy. Av dokumentet fra CRO var det uklart i hvilken grad disse risikoene var akseptert eller om det etter CRO sin mening var behov for å sette i verk kompenserende tiltak for å håndtere eller redusere disse risikoene. Vi anbefaler at dette dokumenteres tydeligere i CRO sin anbefaling.

3.2 Due diligence: Unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi

CRAO har fastsatt en retningslinje for transaksjoner i unoterte eiendeler. Retningslinjen gjelder både investeringer i og nedsalg av unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi og kravene i retningslinjen er obligatorisk uansett størrelse og nivå på delegert godkjenningssmyndighet. Roller og ansvar knyttet til gjennomføring og overvåking av prosessen er fastsatt i retningslinjen. Retningslinjen gjentar de tidligere nevnte kravene til risikofaktorer som skal vurderes i due diligence prosessen, men stiller ikke mer detaljerte krav enn hva som fremkommer av ordlyden i Mandatets § 3-10 og det er heller ikke fastsatt retningslinjer som utdyper disse. For å redusere risikoen knyttet til inkonsistens når det gjelder hva som vurderes ved ulike investeringer, hvilken risiko som aksepteres, detaljgraden i vurderingene og omfanget av dokumentasjon anbefaler vi Norges Bank å vurdere å utforme minimumskrav som utdyper Mandatets bestemmelser på dette området.

Overholdelse av retningslinjen skal dokumenteres gjennom å fullføre en sjekkliste og å utarbeide relevant materiale for presentasjon i NBIM Investment Meeting. Sjekklisten involverer flere ansvarsområder i NBIM. Alle punktene på sjekklisten skal være fullført og signert, og all underliggende dokumentasjon som understøtter signaturene i sjekklisten skal være ferdigstilt før man juridisk binder Norges Bank (eller et datterselskap av Norges Bank) til investeringen eller nedsalget. Unntak fra retningslinjen skal dokumenteres og godkjennes av CRAO.

Sjekklisten inneholder de risikofaktorer som fremkommer av mandatbestemmelsen § 3-10 (4) med tilhørende ansvar for gjennomføring og signering av sjekklisten ved ferdigstillelse, med unntak for markedsrisiko og likviditetsrisiko. Markedsrisiko skal vurderes som en del av den innledende vurderingen av avkastningsmuligheter. Vi er informert om at likviditetsrisiko er vurdert som en del av strategien om å være en langsiktig eier i de unoterte investeringene i eiendom og infrastruktur for fornybar energi. For ytterligere å styrke det dokumenterte beslutningsgrunnlaget anbefaler vi at vurderingene av markeds og likviditetsrisiko også inntas som en del av due diligence dokumentasjonen.

Mandatets § 3-10 (1) fastsetter også at hovedstyret skal godkjenne alle finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen og alle markeder som det investeres i. Hovedstyrets 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, herunder landrisiko. Landrisiko er i denne sammenheng ikke en del av de risikofaktorer som eksplisitt vurderes i forbindelse med investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Landrisiko vurderes ved hovedstyrets godkjenning av markeder det kan investeres i. Mandatet stiller også krav om at Norges Bank skal ha rutiner for jevnlig vurderinger av allerede godkjente markeder. Nye typer investeringer kan gjøre at det er behov for å revurdere landrisikoen som lå til grunn forrige gang et marked ble godkjent. Vi anbefaler at det etableres retningslinjer som sikrer at landrisikoen også revurderes dersom det foretas nye typer investeringer.

Governance og Compliance ved Compliance & Control-teamet har ansvaret for å kontrollere at sjekklisten er ferdigstilt før salgs- og kjøpsavtalen signeres. Formålet med kontrollen er å sikre fullstendigheten i at alle punktene i sjekklisten er kvittert ut av ansvarlig avdeling og at eventuelle risikoer som er identifisert gjennom due diligence prosessene er tilstrekkelig vurdert og håndtert. I vår gjennomgang identifiserte vi at dette teamet selv gjennomfører enkelte deler av due diligence prosessene. Vi anbefaler Norges Bank å etablere retningslinjer som sikrer at en uavhengig funksjon inkluderes i due diligence prosessen for å utfordre de aksepterte risikoer og overvåke fullstendigheten i gjennomført arbeid.

Retningslinjen for Integritets Due Diligence («IDD») prosesser er også gjeldende for investeringer i unotert eiendom og infrastruktur for fornybar energi. Retningslinjen er fastsatt av Chief Governance and Compliance Officer og følges opp av dennes Business & Regulatory Compliance-team. Målsettingen med prosessene er å undersøke og håndtere eventuell risiko knyttet til tredjeparter man engasjerer eller samarbeider med i investeringsvirksomheten, med spesiell oppmerksomhet mot finansiell kriminalitet, misligheter, sanksjoner samt uetiske eller ulovlige handlinger. Det er også etablert en prosess for Operasjonell Due Diligence («ODD») hvor formålet er å vurdere en partners kompetanse til å drifte den underliggende eiendelen samt å vurdere om partneren har etablert en tilfredsstillende virksomhetsstyring og intern kontroll.

Eksterne rådgivere benyttes i due diligence prosessene. Det er ikke etablert retningslinjer som fastsetter krav til når eksterne rådgivere skal benyttes eller omfanget og detaljeringsgraden av deres arbeid. For å sikre konsistens mellom ulike investeringer og at riktig kompetanse er involvert i due diligence prosessene, anbefaler vi at slike retningslinjer utarbeides.

3.3 Due diligence: unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass

I februar 2021 sendte Finansdepartementet et brev til Norges Bank om endringer i Mandatet hvor også unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass ble foreslått inkludert i Mandatets 3-10 (4) om Due Diligence.

Brevet fra Finansdepartementet inneholdt forslag til konkrete endringer i Mandatet samt bakgrunnsinformasjon, føringer og forventninger fra Finansdepartementet til Norges Bank i forbindelse med mandatendringene. I brevet ble det vist til den tidligere korrespondanse mellom Finansdepartementet og Norges Bank om dette temaet. Forslag til endringer i Mandatet var til behandling i hovedstyret etter at hovedstyrets risiko- og investeringsutvalg hadde behandlet saken. Norges Bank hadde ingen merknader til forslaget.

I NBIM er det utarbeidet en retningslinje for transaksjoner i «pre-IPO's». Retningslinjen er utarbeidet av «Chief Equities Officer», men uten at lederen har fått delegert et investeringsmandat for denne type investeringer. Retningslinjen bruker ordlyden «pre-IPO's» mens Mandatet bruker «unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass». I retningslinjen eller i saksfremlegget til hovedstyret i forbindelse med Norges Banks svarbrev til Finansdepartementet forelå det ikke en drøfting av hva som ligger i begrepet «unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass». Vi anbefaler at begrepet operasjonaliseres og at retningslinjen eller andre styrende dokumenter definerer hvilke investeringer som omfattes av mandatbestemmelsen. Dette inkluderer å dokumentere grensedragningen mellom unoterte og noterte aksjeinvesteringer etter Mandatets investeringsunivers.

Retningslinjen fastsetter roller og ansvar for investeringsprosessen, due diligence og risikovurderinger. Alle risikofaktorer som nevnt i Mandatets 3-10 (4) skal vurderes og dokumenteres. Det er utarbeidet en sjekklister for slike investeringer og retningslinjen inkluderer minimumskrav til hva som skal vurderes og dokumenteres for de ulike risikofaktorene.

Oslo, 2. desember 2021

Deloitte AS

Henrik Woxholt

Roger Furholm

4. Vedlegg 1: Målekriterier, avgrensning av oppdraget og utført arbeid

4.1 Målekriterier

Vi er ikke kjent med at det finnes en enkeltstandard som kan benyttes som grunnlag for denne gjennomgangen og vi har derfor utviklet egne, tilpassede målekriterier, basert på vår egen erfaring med praksis innen bransjen.

Representantskapets tilsynssekretariat har vurdert målekriteriene og konkludert med at de er relevante og hensiktsmessige for denne gjennomgangen.

Målekriteriene som denne gjennomgangen bygger på, er gjengitt nedenfor:

Fokusområde	Vurderingskriterier
A. Risikoappetitt og målsettinger	1. Risikoappetitt for investeringer i unoterte eiendeler er klart definert og rullet ut i organisasjonen samt at eksponeringer overvåkes mot den fastsatte risikoappetitt. Dette inkluderer også at det foretas vurderinger av om kontrollmiljøet fungerer som forutsatt.
	2. Målsettinger for investeringer i unoterte eiendeler er fastsatt, dokumentert, gjenstand for periodisk gjennomgang og endret ved behov.
B. Styring og kontroll i NBIM	1. Roller og ansvar for grundige gjennomganger («due diligence») i forkant den enkelte investering i unoterte eiendeler, er klart definert, inkludert rollen til hovedstyret i Norges Bank og ledelsen i NBIM.
	2. Prinsipper, retningslinjer og eskaleringskanaler er definert for due diligence når det gjelder investeringer i unoterte eiendeler.
	3. Resultatene av de grundige gjennomgangene («due diligence») i forkant av investeringer i unoterte eiendeler er eskalert til ledelsen og hovedstyret i tråd med Norges Banks styrende dokumenter.
	4. Prosessen for grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av investeringer i unoterte eiendeler samt den eksponering investeringene medfører, er i tråd med Norges Banks rammeverk for helhetlig risikostyring og kontroll, inkludert konsekvens for omdømme.
C. Grundige gjennomganger («due diligence») og prosessen for investerings-beslutninger	1. Det foreligger definerte formelle kriterier som skal sørge for en strukturert innledende vurdering av investeringsmuligheten.
	2. Grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av investeringer i unoterte eiendeler er gjennomført i tråd med kravene fra hovedstyret og ledelsen i NBIM.
	3. Grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av investeringer i unoterte eiendeler er gjennomført av personer med relevante ferdigheter og erfaring.
	4. Det er tatt hensyn til alle risikofaktorer som fremkommer av mandatet, herunder markedsrisiko, likviditetsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko, juridisk risiko, skattemessig risiko, omdømmerisiko, landrisiko, ESG faktorer og teknisk risiko.

Med begrepet «Investeringer i unoterte eiendeler» menes i denne sammenheng investering i unotert eiendom, unotert infrastruktur for fornybar energi, samt i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass.

4.2 Avgrensning av oppdraget

Vi har utført vårt arbeid i samsvar med ISAE 3000 for å gi representantskapet i Norges Bank betryggende sikkerhet for at Norges Bank oppfyller kriteriene som er angitt ovenfor.

Et attestasjonsoppdrag som skal gi betryggende sikkerhet i tråd med ISAE 3000 forutsetter at arbeidet planlegges og utføres slik at det oppnås høy, men ikke absolutt sikkerhet for at saksforholdet som utredes oppfyller de fastlagte kriteriene.

Vi har ikke sett på “operasjonell effektivitet” i denne gjennomgangen. For Grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass har vi heller ikke sett på «Implementering».

“Operasjonell effektivitet” handler om hvordan en prosedyre settes ut i livet, hvor konsekvent den gjennomføres og hvem som er ansvarlig for prosedyren i perioden som gjennomgangen dekker.

«Implementering» omfatter iverksettelse på et gitt tidspunkt av de aktiviteter som følger av utformingen av rammeverket, men omfatter ikke den faktiske løpende gjennomføringen av disse aktivitetene, eller i hvilken utstrekning de fungerer effektivt og etter forutsetningene.

4.3 Arbeid utført

Evaluering av etterlevelse i forhold til målekriteriene

Under evalueringen av Norges Banks etterlevelse av målekriteriene, så vi på om det som dekkes var utformet i samsvar med målekriteriene, og for investeringer i unotert eiendom og infrastruktur så vi også på om det var implementert.

En komponent vil være tilstrekkelig utformet dersom den enkeltvis, eller i kombinasjon med andre elementer, med rimelig grad av sikkerhet bidrar til å oppfylle det angitte målet når de angitte komponentene overholdes.

Evaluering av utforming og implementering

Vi har etterspurt en rekke dokumenter som beskriver NBIMs rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til investeringer i unoterte eiendeler for Statens pensjonsfond utland i samsvar med målekriteriene. Den dokumentasjonen som er gjennomgått omfatter veiledende dokumenter, policyer, retningslinjer, prosedyrer, møtereferater, investeringsmandater, presentasjoner og ledelsesrapportering.

I tillegg har vi intervjuet nøkkelpersonell i NBIM for å skaffe oss en bedre forståelse av prosedyrene og aktivitetene som gjennomføres.

Vi tok for oss de viktigste sidene ved utformingen av rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til investeringer i unoterte eiendeler for Statens pensjonsfond utland i forhold til målekriteriene, vi vurderte den fremlagte dokumentasjonen og evaluerte om det forelå vesentlige avvik. Våre vurderinger bygger på forståelsen vi fikk fra å gjennomgå dokumentasjonen og fra intervjuer, og fremgår ikke nødvendigvis av dokumentasjonen alene.

Under evalueringen av Norges Banks etterlevelse av målekriteriene, så vi på om Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for Statens pensjonsfond utland var 'utformet' og 'implementert' i samsvar med målekriteriene.

I vår vurdering av implementering har vi gjennomgått risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av en investering i unotert eiendom og en investering i unotert infrastruktur for fornybar energi.

Begrepet 'Implementering' handler om aktiviteter for å iverksette kravene til utforming av et rammeverk innen en gitt frist, men omfatter ikke den løpende gjennomføringen av disse aktivitetene, eller i hvilken utstrekning de fungerer effektivt og etter forutsetningene. I vår vurdering av implementering har vi gjennomgått risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av en investering i unotert eiendom og en investering i unotert infrastruktur for fornybar energi.

PENNEO

Signaturene i dette dokumentet er juridisk bindende. Dokument signert med "Penneo™ - sikker digital signatur".
De signerende parter sin identitet er registrert, og er listet nedenfor.

"Med min signatur bekrefter jeg alle datoer og innholdet i dette dokument."

Roger Furholm

Statsautorisert revisor

Serienummer: 9578-5999-4-1255133

IP: 77.16.xxx.xxx

2021-12-02 10:36:56 UTC



Henrik Johannes Woxholt

Statsautorisert revisor

Serienummer: 9578-5999-4-1368035

IP: 77.16.xxx.xxx

2021-12-02 17:06:14 UTC



Dokumentet er signert digitalt, med **Penneo.com**. Alle digitale signatur-data i dokumentet er sikret og validert av den datamaskin-utregnede hash-verdien av det opprinnelige dokument. Dokumentet er låst og tids-stemplet med et sertifikat fra en betrodd tredjepart. All kryptografisk bevis er integrert i denne PDF, for fremtidig validering (hvis nødvendig).

Hvordan bekrefter at dette dokumentet er originalen?

Dokumentet er beskyttet av ett Adobe CDS sertifikat. Når du åpner dokumentet i

Adobe Reader, skal du kunne se at dokumentet er sertifisert av **Penneo e-signature service** <penneo@penneo.com>. Dette garanterer at innholdet i dokumentet ikke har blitt endret.

Det er lett å kontrollere de kryptografiske beviser som er lokalisert inne i dokumentet, med Penneo validator - <https://penneo.com/validate>