
**NORGES BANKS REPRESENTANTSKAP
TILSYNSSEKRETARIATET**

Norges Banks representantskap

Oslo, 14. februar 2022

**ATTESTASJONSOPPDRAG FOR NORGES BANKS REPRESENTANTSKAP OM
RISIKOSTYRING OG KONTROLL KNYTTET TIL GRUNDIG GJENNOMGANG
(DUE DILIGENCE) I FORKANT AV DEN ENKELTE INVESTERING I UNOTERTE
EIENDELER FOR SPU - SVAR FRA HOVEDSTYRET**

Representantskapet har mottatt brev fra hovedstyret, datert 28. januar 2022, med svar på anbefalinger gitt i rapporten.

Rapporten ble gjennomgått i representantskapets møte 9. desember 2021, sak 123/2021 der følgende vedtak ble gjort:

Representantskapet tar attestasjonsrapporten «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» fra revisjonsfirma Deloitte, til etterretning. Rapporten oversendes hovedstyret for merknader til anbefalingene og gjøres offentlig tilgjengelig ved oversendelse til Finansdepartementet.

En overordnet gjennomgang av merknadene fra hovedstyret vil bli gitt i representantskapets møte 23. februar 2022. Representanter fra Deloitte vil være tilstede under behandlingen av saken.

Forslag til vedtak:

Representantskapet tar hovedstyrets merknader til rapport om risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang (due diligence) i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for SPU, til etterretning. Et utdrag av innholdet i hovedstyrets svar vil bli gjengitt i representantskapets rapport til Stortinget for 2021.

Med hilsen

Jan Frode Jakobsen

Kristian M. Langseth

Vedlegg: Brev fra hovedstyret til representantskapet datert 28. januar 2022.



NORGES BANK
HOVEDSTYRET

Norges Banks representantskap

Dato: 28. januar 2022

Deres ref.:

Vår ref.: 22/00699

Unntak frå innsyn

Etter offl § 14

Attestasjonsoppdrag – risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for Statens pensjonsfond utland (SPU)

Vi viser til brev 10. desember 2021 hvor representantskapet ber om hovedstyrets merknader til vedlagt attestasjonsrapport utarbeidet av Deloitte AS om: «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».

Hovedstyret merker seg hovedkonklusjonen i rapporten om at rammeverket for risikostyring og kontroll knyttet til grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler for SPU i det alt vesentlige er utformet og implementert i samsvar med målekriteriene for gjennomgangen. Hovedstyret er tilfreds med konklusjonen i attestasjonsgjennomgangen.

I sin gjennomgang identifiserte Deloitte enkelte forhold som de mener kan være av betydning for arbeidet med å videreutvikle bankens og NBIMs risikostyring og kontroll. Hovedstyret har vurdert rapportens anbefalinger på respektive områder for å videreutvikle det samlede rammeverket for risikostyring og kontroll, og vil følge opp anbefalingene innenfor rammen av merknadene nedenfor.

Rapportens anbefalinger

Mandatet for forvaltningen av SPU stiller i § 3-10(4) krav til at hovedstyret i Norges Bank skal fastsette retningslinjer som sikrer en grundig gjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler. Mandatet spesifiserer en rekke risikofaktorer som i denne sammenheng skal vurderes og dokumenteres, herunder «... markedsrisiko, likviditetsrisiko, kredittrisiko, 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 interesser som påvirkes av investeringen inngår.»

Deloitte's anbefaling lyder: «*Det stilles ikke mer detaljerte krav i de styrende dokumentene i Norges Bank 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, detaligraden i vurderingene og omfanget av dokumentasjon anbefaler vi Norges Bank å utforme minimumskrav som utdyper Mandatets bestemmelse på dette området.»*

Det er hovedstyrets vurdering at SPU-mandatet i sin utforming av § 3-10(4) er detaljert og tydelig på hvilke risikofaktorer som skal inngå og vurderes i slike gjennomganger. Hovedstyret har i mandatet til leder av NBIM derfor videreført SPU-mandatets ordlyd når det gjelder gjennomføring og krav til «Due diligence» i forkant av investeringer, og ser dette som tilstrekkelig. Hovedstyret vil be NBIM om å oppdatere sin styringsdokumentasjon (policy og guidelines) og sette minimumskrav på de områder og for de forhold hvor det vurderes som hensiktsmessig for å sikre konsistent vurdering og dokumentasjon av risikofaktorene.

Deloitte's anbefalinger lyder videre: «*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.»*

SPU-mandatets § 3-10(1) og (2) stiller krav om at før investeringer foretas skal hovedstyret godkjenne alle finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen og alle markeder som det investeres i. Banken skal ha etablert rutiner for slik godkjenning, herunder jevnlige vurderinger av allerede godkjente markeder, og sikre en helhetlig styring, kontroll og oppfølging av all relevant investeringsrisiko og operasjonell risiko, herunder landrisiko.

Norges Bank har etablert slike rutiner for godkjenning av finansielle instrumenter, markeder og utstedere av statsobligasjoner som omfatter vurderinger av landrisiko. Allerede godkjente markeder vurderes jevnlig. Hovedstyret godkjenner unoterte investeringer over 500 millioner USD. Sakene forberedes i hovedstyrets risiko- og investeringsutvalg. Hovedstyret har videre lagt vekt på at det kan være kjennetegn ved en investering som tilsier at den bør godkjennes i hovedstyret selv om investert beløp er under den fastsatte grensen. Det må vurderes av NBIM i hver enkelt sak, basert på om investeringen skiller seg vesentlig fra eksisterende investeringer. Det er derfor hovedstyrets syn at hensynet til landrisiko er tilstrekkelig ivarettatt ved enkeltinvesteringer i unoterte aktiva.

Både markedsrisiko og likviditetsrisiko i unoterte investeringer inngår i arbeidet med å fastsette strategisk plan for forvaltningen, og i arbeidet med enkeltinvesteringer. Hovedstyret mener derfor at hensynet til markeds- og likviditetsrisiko er ivarettatt. Hovedstyret vil likevel be NBIM om å tydeliggjøre omtalen av likviditetsrisiko i beslutningsgrunnlaget som legges frem ved enkeltinvesteringer i unoterte eiendeler.

Deloitte's anbefalinger lyder videre: «*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.»*

Investeringsmandatet til leder av NBIM fastsetter at alle investeringer i unoterte eiendeler over 500 millioner USD skal godkjennes av hovedstyret. Tilsvarende gjelder for nedsalg av unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Det følger av retningslinjene at slike investeringer skal forelegges hovedstyret før bindende bud eller aksept av salg. Investeringer vil først bli presentert i REAB eller RIAB (Real Estate/Renewable Infrastructure Advisory Board), og deretter godkjent i NBIM Investment Meeting, før den presenteres for hovedstyret. Hovedstyrets behandling finner dermed alltid sted etter bred behandling internt i NBIM, og før et eventuelt bindende bud fremlegges. Slikt bud forutsetter at alle vesentlige risikoer knyttet til investeringen er vurdert. For vesentlige, ikke fullt ut avklarte risikoer – fordi forhold ennå ikke er avklart i investeringsforløpet eller i due diligence – vil hovedstyret betinge godkjenningen utfra gjenstående risiko og stille krav om en ny, oppfølgende behandling. Tilsvarende gjelder krav om fornyet behandling hvis ny vesentlig risiko etter hovedstyrets behandling av investeringssaken skulle inntre. For å sikre en systematisk tilnærming og et godt informasjonsgrunnlag, er det utarbeidet en mal for saksfremlegg for unoterte investeringer som er forankret i hovedstyret.

Rent praktisk har slike unoterte investeringer et tidsvindu som i stor grad er gitt av ekstern(e) part(er) i transaksjonen. Av saksfremlegget til hovedstyret vil det tydelig fremgå på hvilket sted i due diligence-prosessen investeringen står. Hovedstyret mener at de rutiner som er fastsatt for hovedstyrets behandling av unoterte investeringer ivaretar kravet til nødvendig modenhet i saksfremlegget, samtidig som det gir administrasjonen den nødvendige fleksibilitet til å få investeringsaker tidsriktig behandlet.

Deloitte's anbefalinger lyder videre: *«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. 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.

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.»

Hovedstyret vil be NBIM om å formalisere et krav i sine retningslinjer om når CROs risikovurderingsnotat skal foreligge som del av saksfremlegget og saksbehandlingen.

Investeringer i unoterte under 500 millioner USD varierer i karakter etter type investering. En stor andel vil vedrøre utvidelse av aktiva i allerede eksisterende selskapsstrukturer, samt CAPEX (utvikling) på eiendomsaktiva, hvor risikovurderingen berører en mer begrenset del av risikobildet. Alle investeringer over 100 millioner USD behandles i REAB hvor CRO gir sine muntlige vurderinger og kommentarer, hvor disse også referatføres. I forkant av behandlingen i REAB og RIAB har CRO sitt eget avdelingsforum, PREAB, hvor de investeringer som skal til REAB analyseres og diskuteres, samt dokumenteres. Videre følger alle investeringer, uansett beløp, en standardisert sjekkliste som lister alle relevante temaer og risikoer som skal adresseres. Compliance gjennomfører kontroll av at alle punkter på sjekklstens er slutført før en investering kan gå til beslutning, og kan utfordre og eskalere elementer

ved investeringen i gjennomgangen. Det er på denne bakgrunn hovedstyrets vurdering at det allerede er etablert tilfredsstillende rutiner og kontroller for investeringer under 500 millioner USD, uten et tilleggskrav om at CRO må utarbeide et formelt risikonotat for alle investeringer. Behovet for et slikt notat må vurderes av NBIM fra sak til sak.

CROs risikonotat angir på forsiden hvorvidt CRO anbefaler at prosjektet/investeringen kan; i) gå videre uten risikomerknader, ii) gå videre med risikomerknader eller iii) ikke bør videreføres. Er risikoene knyttet til investeringen enkeltvis, eller samlet sett, vurdert av CRO som for store, angis dette ved alt. iii). Ved angivelse av alt. ii) lister CRO de risikoer han anser som vesentlige ved investeringens forutsetninger. Risikoene og mulige risikoreduserende tiltak utdypes og presenteres i selve notatet. Tiltak eller sikringsdisposisjoner er ikke alltid tilgjengelig for de risikofaktorer CRO har fremført. I NBIM Investment Meeting diskuteres så Investeringsmemo og CROs risikonotat med formål om å balansere forventet avkastning opp mot investeringens risiko samlet sett. Hovedstyret har også lagt vekt på at saksfremlegg om enkeltinvesteringer i hovedstyret skal redegjøre for NBIMs avveining mellom forventet avkastning og risiko. CRO vil normalt være til stede under behandlingen av enkeltsaker i de relevante beslutningsfora. Hovedstyrets vurdering er på denne bakgrunn at CROs rolle er i tråd med styrets forventning og forståelse.

Deloitte's anbefalinger lyder videre: *«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.»*

Governance og Compliance (GC), med avdelingene for Compliance og Operational Risk and Control, har andrelinjeansvar for å følge opp Real Assets virksomhet. Dette ansvaret består blant annet i å følge opp, bistå, gi råd til og utfordre førstelinjen i identifisering, vurdering og håndtering av risiko. Dette andrelinjeansvaret innebærer ikke en uavhengig gjennomgang av alle oppgavene utført av førstelinjen til Real Assets, da dette ville innebære doble spesialistfunksjoner og en organisering som vil kreve betydelig mer ressurser.

Som nevnt over vil imidlertid GC for hver transaksjon signere ut sjekklisten som dokumenterer at alle elementene i «due diligence»-prosessen er gjennomført. GC har i denne sammenheng ansvaret for IDD (Identity Due Diligence), en sentralisert funksjon som gjennomfører identitets- og omdømmesjekk for alle NBIMs forbindelser og tredjeparter. Risikovurderingene eskaleres og aksepteres i henhold til rammeverket for styring av virksomhets- og operasjonell risiko. For risiko knyttet til håndtering av innsideinformasjon, vil GC utføre vurderingene og gjennomføre restriksjoner og kontroller i henhold til internt rammeverk.

For noen av elementene i «Operational Due Diligence» (ODD) samarbeider første- og andrelinjen for å sikre god informasjonsflyt og effektiv gjennomføring. Førstelinje eier risikoen, andrelinjen kan utfordre aktuelle forhold, samt vurderer prosess for gjennomføring og fullstendighet, og kan eskalere i linjen ved uenighet. Utover dette gjennomfører GC regelmessige kontrollgjennomganger av de ulike prosessene i organisasjonen, og foretar testing av nøkkelkontroller.

Som ledd i sitt påse-ansvar bruker hovedstyret, gjennom fastsatte planer og spesifikke prosjekter, internrevisjonen til å bekrefte at styrets prinsipper og retningslinjer er systematisk implementert og etterlevd i virksomheten. En sentral del av slike gjennomganger er en vurdering av hvordan kontrollmiljøet er innrettet, herunder arbeidsdeling i prosesser og tydelighet i roller og ansvar. Internrevisjonen gjennomfører årlige gjennomganger for de unoterte investeringene, og for samhandlingen mellom 1. og 2. linje i ODD-prosessen er denne vurdert å ha nødvendig integritet.

I lys av ovennevnte er det hovedstyrets vurdering at funksjons- og rolledelingen mellom første- og andrelinje fungerer godt, er tydelig forstått i NBIM, samt at nødvendig uavhengighet og transparens i gjennomføring av oppgaver er tilstrekkelig etablert.

Deloitte anbefalinger lyder videre: *«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.»*

Ulike typer transaksjoner vil kreve ulikt behov for ekstern due diligence-kompetanse. Omfanget av ekstern due diligence-assistanse bør derfor være risikobasert og tilpasset hver enkeltinvestering. NBIM benytter ekstern juridisk, finansiell og teknisk ekspertise i hvert marked, og benytter kun markedsledende aktører. For områder som vedrører skatt og jus benyttes slik ekstern ekspertise for alle transaksjoner. Hovedstyret vil be NBIM formalisere sine retningslinjer for bruk av eksterne rådgivere for å sikre konsistens i tråd med anbefalingen fra Deloitte.

Deloitte anbefalinger lyder videre: *«Leder av NBIM fastsetter generelle retningslinjer... 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.»*

En retningslinje er fastsatt av Chief Equities Officer ... Denne 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.»

Det er flere år siden en slik investering ble gjennomført og prosessen for slike investeringer er ikke aktiv på nåværende tidspunkt. Leder av NBIM har for denne type investeringer ikke delegert ansvar og myndighet videre i investeringsmandatene som er delegert til investeringsdirektørene i NBIM. Dersom slike investeringer blir aktuelt forutsetter hovedstyret at NBIM etablerer og oppdaterer retningslinjer for slike



investeringer på lik linje med retningslinjer for øvrige investeringer i fondet, herunder presiserer hvilke investeringer som omfattes av mandatbestemmelsen, samt at disse følger prosedyren for hovedstyrets godkjenning av instrumenter.

Med hilsen

Øystein Olsen

Bjarne Gulbrandsen

*Elektronisk signert / Signed electronically:
10.2.2022, Øystein Olsen
10.2.2022, Bjarne Gulbrandsen*