

Statens pensjonsfond Norge

Uavhengig attestasjonsoppdrag om utforming av Folketrygdfondets rammeverk for risikostyring og kontroll ved investering i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering av aksjer.

3. desember 2025

Innhold

1. Vurdering av Folketrygdfondets rammeverk i forvaltningen av Statens Pensjonsfond Norge for investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering av aksjer.	3
2. Konklusjon og vurderinger.....	3
3. Folketrygdfondets rammeverk for investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge	4
3.1 Bakgrunn	4
3.1 Folketrygdfondets styringsmodell.....	4
3.2 Grundig gjennomgang i forkant av den enkelte investering i unoterte selskaper	5
3.3 Planer for avhending av unoterte aksjer dersom en planlagt børsnøtering ikke gjennomføres	6
4. Vedlegg 1: Målekriterier, avgrensning av oppdraget og utført arbeid	7
4.1 Målekriterier	7
4.2 Avgrensning av oppdraget.....	7
4.3 Arbeid utført	8

1. Vurdering av utforming av Folketrygdfondets rammeverk for risikostyring og kontroll i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge ved investering i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering av aksjer.

Deloitte AS er valgt som ekstern revisor for Folketrygdfondet. Som en del av revisjonsavtalen mellom Folketrygdfondet og Deloitte AS er det lagt opp til en ordning med attestasjonsoppdrag og slike oppdrag er en del av Finansdepartementets oppfølging av Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond Norge («SPN»). Det enkelte, konkrete attestasjonsoppdrag inngås etter nærmere dialog mellom ekstern revisor og Finansdepartementet. Deloitte AS er engasjert av Folketrygdfondet til å foreta en uavhengig gjennomgang av utformingen av Folketrygdfondets rammeverk for risikostyring og kontroll ved investering i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om børsnotering («notering») av aksjer.

Vi har utført vårt arbeid i samsvar med den internasjonale standarden for attestasjonsoppdrag (ISAE) 3000. Vår oppgave er å gi betryggende sikkerhet for at Folketrygdfondet har utformet et rammeverk for risikostyring og kontroll ved investering i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge i samsvar med målekriteriene som er beskrevet i vedlegg 1.

Målekriterier, avgrensning av oppdraget og utført arbeid er omtalt i vedlegg 1.

2. Konklusjon og vurderinger

Mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge («Mandatet») stiller krav til Folketrygdfondet om å fastsette retningslinjer som sikrer en grundig gjennomgang i forkant av den enkelte investering og retningslinjer og planer om avhending av slike investeringer i tilfeller hvor planlagt notering ikke gjennomføres.

Etter vår vurdering er rammeverket for risikostyring og kontroll ved investering i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering i det alt vesentlige utformet i samsvar med målekriteriene for denne gjennomgangen.

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

I de etablerte retningslinjene, prosessene og øvrige vurderingsdokumenter i forbindelse med implementering av Mandatbestemmelser er det ikke beskrevet hvordan Folketrygdfondet har forstått og fortolket formålet med den kvalitative bestemmelsen i Mandatets § 4-13 første ledd om «grundig gjennomgang i forkant av den enkelte investering i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering». Vi anbefaler at denne vurderingen dokumenteres, inkludert Folketrygdfondets forståelse av hva som er formålet med bestemmelsen og hvilke risikoer en slik «grundig gjennomgang» eller «hvor styret har uttrykt en intensjon» skal adressere. En slik tydeliggjøring vil etter vår mening kunne bidra til å klargjøre hvilke risikoer man er spesielt opptatt av når det gjelder de unoterte investeringene, hvordan risikoene skal adresseres og hvorfor man er opptatt av dette utfra formålet med mandatbestemmelsen.

3. Folketrygdfondets rammeverk for risikostyring og kontroll ved investering i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge

3.1 Bakgrunn

Finansdepartementet har plassert Statens pensjonsfond Norge (SPN) som et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet. Folketrygdfondet har fått i oppdrag å forvalte innskuddet i samsvar med bestemte regler fastsatt av Finansdepartementet gjennom «Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge» (Mandatet). Mandatet gir rammer og krav for forvaltningen, herunder bestemmelser om investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering («notering») på regulert og anerkjent markedsplass.

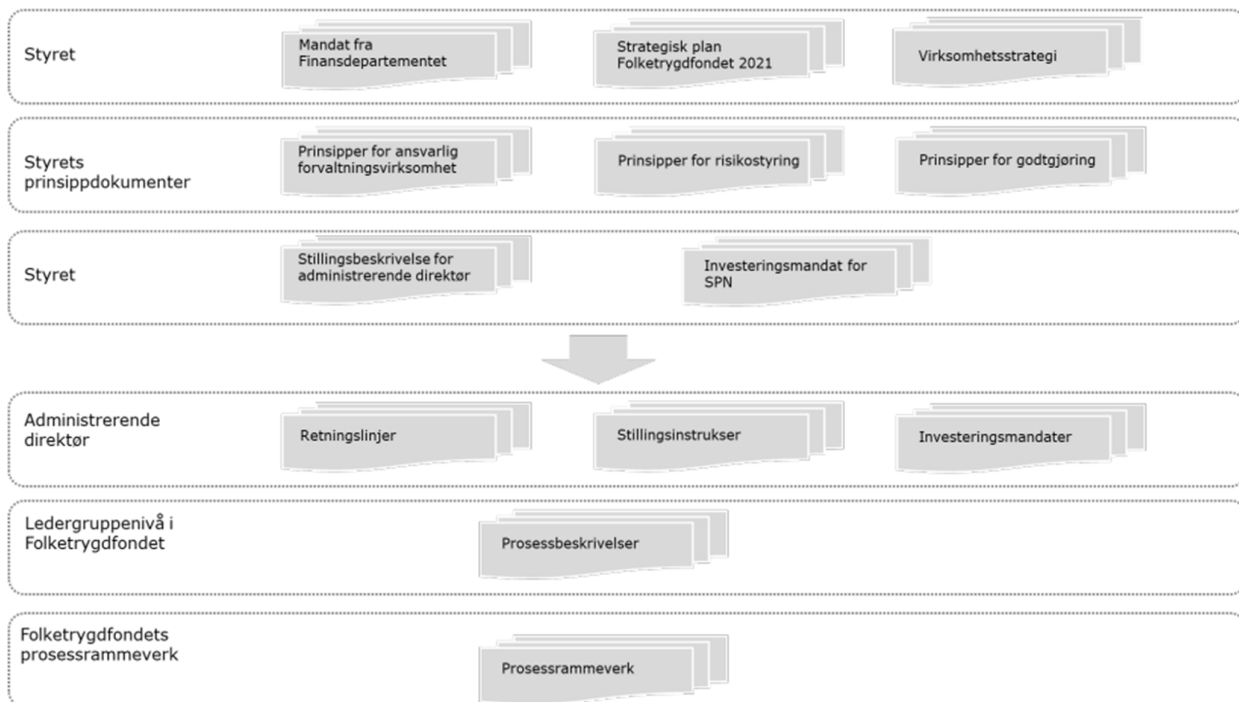
Mandatet stiller krav til at Folketrygdfondet skal fastsette retningslinjer som sikrer en grundig gjennomgang i forkant av den enkelte investering i slike unoterte selskaper. Videre kreves det at det skal foreligge planer for avhending dersom en planlagt notering ikke gjennomføres, eller ved andre selskapshendelser.

3.1 Folketrygdfondets styringsmodell

Roller og ansvar i Folketrygdfondet følger av styringsmodellen i Folketrygdfondet og de styrende dokumenter for forvaltningen av SPN. Styret i Folketrygdfondet fastsetter strategien for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, innenfor rammene i Mandatet, og delegasjons- og prinsippdokumenter for styring og kontroll med forvaltningen.

Styret fastsetter prinsipper, stillingsbeskrivelse og investeringsmandat administrerende direktør i Folketrygdfondet. Tilsvarende fastsettes av administrerende direktør i Folketrygdfondet for den enkelte leder i ledergruppen i Folketrygdfondet innenfor deres respektive ansvarsområder. Folketrygdfondet har implementert et prosessrammeverk, understøttet av IT-systemer, for å understøtte arbeidet med risikostyring og kontroll i utøvelsen av forvaltningen.

Styringsmodellen i Folketrygdfondet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er gjengitt i figuren under:



Mandatet stiller krav til at Folketrygdfondet skal fastsette retningslinjer som sikrer en grundig gjennomgang i forkant av den enkelte investering i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markeds plass.

Styret i Folketrygdfondet fastsetter investeringsmandatet for forvaltningen, som viderefører og konkretiserer kravene i mandatet fra Finansdepartementet.

Roller og ansvar er definert med eskaleringskanaler til ledelsen og styret i Folketrygdfondet, særlig i forbindelse med godkjenning av investeringer og oppfølging av avhendingsplaner.

3.2 Grundig gjennomgang i forkant av den enkelte investering i unoterte selskaper

Administrerende direktør i Folketrygdfondet har fastsatt «Retningslinjer for investering i unoterte selskaper» som bl.a. stiller krav til hvilke vurderinger og handlinger som skal gjennomføres i forkant av at det foretas en investering. Retningslinjene stiller krav om at investeringer kun kan gjennomføres dersom det foreligger en dokumentert intensjon om børsnotering, og at det skal gjennomføres en grundig selskapsanalyse i tråd med prosess for «Godkjenning av selskaper på egenkapitalsiden» og den tilhørende sjekklisten «Vilkår for godkjenning av selskaper som er eller som skal noteres på regulert marked». Det skal også gjennomføres en vurdering av om og hvordan Folketrygdfondet kan selge aksjene dersom selskapets intensjon om børsnotering endres. Folketrygdfondet skal følge opp intensjonen om børsnotering løpende, med årlig dokumentasjon i eieroppfølgingssystemet, noe som skal bidra til å fange opp eventuelle endringer i selskapets status eller noteringsplaner.

Prosess for «Godkjenning av selskaper på egenkapitalsiden» og den tilhørende sjekklisten «Vilkår for godkjenning av selskaper som er eller som skal noteres på regulert marked» er fastsatt av Direktør for aksjer.

Etter prosesser for «Godkjenning av selskaper på egenkapitalsiden» skal porteføljeforvalter utarbeide en helhetlig vurdering av investeringsmuligheten, som skal kvalitetssikres av direktør aksjer før administrerende direktør gir endelig godkjenning. Dokumentasjonen skal arkiveres internt for sporbarhet

og kontroll. I særlige tilfeller kan administrerende direktør godkjenne investeringer på en forenklet måte, men vurderingene skal følge retningslinjene.

Den tilhørende sjekklisten «Vilkår for godkjenning av selskaper som er eller som skal noteres på regulert marked» stiller krav til blant annet beskrivelse og vurdering av forretningsmessige forhold, vurdering av eiere og ledelse og selskapsstyring og vurdering opp mot «Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland». Disse kravene gjelder både for noterte investeringer og for unoterte investeringer. Prosessen stiller også særskilte krav for investeringer i unoterte selskaper hvor man skal vurdere og dokumentere om det foreligger særskilte avtaler som regulerer eierskapet, hvordan Folketrygdfondet kan selge aksjene dersom selskapets intensjon om børsnotering endres og uttrykt intensjon for børsnotering på anerkjent markeds plass.

I de etablerte retningslinjene, prosessene og øvrige vurderingsdokumenter i forbindelse med implementering av Mandatbestemmelser er det ikke beskrevet hvordan Folketrygdfondet har forstått og fortolket formålet med den kvalitative bestemmelsen i Mandatets § 4-13 første ledd om «grundig gjennomgang i forkant av den enkelte investering i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering». Vi anbefaler at denne vurderingen dokumenteres, inkludert Folketrygdfondets forståelse av hva som er formålet med bestemmelsen og hvilke risikoer en slik «grundig gjennomgang» eller «hvor styret har uttrykt en intensjon» skal adressere. I de etablerte retningslinjer og rutiner er det liten forskjell i krav som stilles før investering i noterte vs. unoterte investeringer og en slik tydeliggjøring vil etter vår mening kunne bidra til å klargjøre hvilke risikoer man er spesielt opptatt av når det gjelder de unoterte investeringene, hvordan risikoene skal adresseres og hvorfor man er opptatt av dette utfra formålet med mandatbestemmelsen.

3.3 Planer for avhending av unoterte aksjer dersom en planlagt børsnotering ikke gjennomføres

Administrerende direktør har fastsatt retningslinjer for planlegging og gjennomføring av avhending av unoterte instrumenter. Plan for avhending skal utarbeides av direktør aksjer, eller direktør renter avhengig av hvilken portefølje som er kilde for det unoterte instrumentet. Planene skal godkjennes av administrerende direktør og normalt legges frem for investeringskomiteen. De skal inkludere vurderinger av likviditet, mulig markedspåvirkning og markedsforhold, forventet tidsbruk, påvirkning på resten av porteføljen ved salg, vurderinger av relevant risiko og salgsmetode. Planene skal oppdateres jevnlig ved behov. For salg som planlegges gjennomført over lengre tid skal det kvartalsvis rapporteres om prosessen til styret.

Oslo, 3. desember 2025

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 kriterier, basert på vår egen erfaring med praksis innen bransjen.

Målekriteriene som denne gjennomgangen bygger på er gjengitt nedenfor:

Område	Målekriterier
A. Risikoappetitt og målsettinger	1. Risikoappetitt for investeringer i unoterte eiendeler er klart definert og rullet ut i organisasjonen samt at eksponeringer skal overvåkes mot den fastsatte risikoappetitt. 2. Målsettinger for investeringer i unoterte eiendeler er fastsatt, dokumentert, gjenstand for periodisk gjennomgang og endret ved behov.
B. Styring og kontroll i Folketrygdfondet	1. Prinsipper, retningslinjer og prosesser for investeringer i unoterte eiendeler inkluderer fortolkninger og operasjonalisering av de relevante bestemmelser i Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. 2. Roller og ansvar for grundige gjennomganger i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler og for avhending, er klart definert, inkludert rollen til styret og ledelsen i Folketrygdfondet. 3. Prinsipper, retningslinjer og eskaleringskanaler er definert for grundige gjennomganger og avhending når det gjelder investeringer i unoterte eiendeler. 4. Retningslinjer for at Resultatene av de grundige gjennomgangene i forkant av investeringer i unoterte eiendeler eskaleres til ledelsen og styret er fastsatt. 5. Prosessen for grundig gjennomgang i forkant av investeringer i unoterte eiendeler samt den eksponering investeringene medfører, er i tråd med Folketrygdfondets rammeverk for helhetlig risikostyring og kontroll, inkludert konsekvens for omdømme.
C. Grundige gjennomganger og avhending	1. Det foreligger definerte formelle kriterier som skal sørge for en strukturert innledende vurdering av investeringsmuligheten. 2. Styret og ledelsen har stilt krav til Grundig gjennomgang i forkant av investeringer i unoterte eiendeler 3. Det skal tas hensyn til risikofaktorer som fremkommer av prinsipper og retningslinjer for grundig gjennomgang når det gjelder investeringer i unoterte eiendeler. 4. Planer for avhending skal inkludere vurderinger av hvordan aksjene kan avhendes på en hensiktsmessig og kostnadseffektiv måte og en løpende vurdering av relevant risiko knyttet til investeringen.

4.2 Avgrensning av oppdraget

Vi har utført vårt arbeid i samsvar med ISAE 3000 for å gi betryggende sikkerhet for at Folketrygdfondet 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.

Vår gjennomgang omfatter kun utforming av rammeverk for risikostyring og kontroll ved investering i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering av aksjer.

Vi har ikke sett på «implementert» eller «operasjonell effektivitet» i denne gjennomgangen. «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. Begrepet implementert omfatter iverksettelse på et gitt tidspunkt av de aktiviteter som følger av utformingen, 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 Folketrygdfondets etterlevelse av målekriteriene, så vi på om det som dekkes var utformet i samsvar med målene i kriteriene.

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

Vi har etterspurt en rekke dokumenter som beskriver Folketrygdfondets rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til investeringer i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, i samsvar med fastsatte målekriterier. Den dokumentasjonen som er gjennomgått omfatter veiledende dokumenter, prinsipper, retningslinjer, prosessbeskrivelser, investeringsmandater og ledelsesrapportering.

I tillegg har vi intervjuet nøkkelpersonell i Folketrygdfondet for å oppnå en bedre forståelse av prosessene og aktivitetene som gjennomføres.

Vi har vurdert de sentrale aspektene ved utforming av rammeverket i forhold til målekriteriene, gjennomgått den fremlagte dokumentasjonen og evaluert om det foreligger vesentlige avvik.

Våre vurderinger bygger på helhetsforståelsen vi har oppnådd gjennom dokumentgjennomgang og intervjuer, og fremkommer ikke nødvendigvis isolert i dokumentasjonen.

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."

Henrik Johannes Woxholt

Ansvarlig partner

Serienummer: bankid.no no_bankid:9578-5999-4-1368035

IP: 163.116.xxx.xxx

2025-12-03 15:20:09 UTC



QES



Roger Furholm

Partner, ansvarlig for attestasjonsoppdrag

Serienummer: bankid.no no_bankid:9578-5999-4-1255133

IP: 77.16.xxx.xxx

2025-12-03 17:04:52 UTC



QES



Dette dokumentet er signert digitalt via [Penneo.com](https://penneo.com). De signerte dataene er validert ved hjelp av den matematiske hashverdien av det originale dokumentet. All kryptografisk bevisføring er innebygd i denne PDF-en for fremtidig validering.

Dette dokumentet er forseglet med et kvalifisert elektronisk segl. For mer informasjon om Penneos kvalifiserte tillitstjenester, se <https://eutl.penneo.com>.

Slik kan du bekrefte at dokumentet er originalt

Når du åpner dokumentet i Adobe Reader, kan du se at det er sertifisert av **Penneo A/S**. Dette beviser at innholdet i dokumentet ikke har blitt endret siden tidspunktet for signeringen. Bevis for de individuelle signatørenes digitale signaturer er vedlagt dokumentet.

Du kan bekrefte de kryptografiske bevisene ved hjelp av Penneos validator, <https://penneo.com/validator>, eller andre valideringsverktøy for digitale signaturer.