

RAPPORT

UNDERSØKELSE AV ETTERLEVELSE AV RAMMEVERK FOR OBSERVASJON OG UTELUKKELSE, OG GODKJENNING AV MARKEDER OG LAND



MENON-PUBLIKASJON NR. 81/2024

AV: SVEINUNG FJOSE, KAJA HØISETH-GILJE OG ADA NEBY LUNDE

Forord



Undersøkelsen av etterlevelse av rammeverket for observasjon og utelukkelse er utført på oppdrag av representantskapet i Norges Bank. Tilsynssekretariatet til representantskapet har vært vårt kontaktpunkt og oppdragsgiver.

Oppdraget har vært ledet av Sveinung Fjose. Ada Neby Lunde har vært prosjektmedarbeider. Kaja Høiseth-Gilje har vært kvalitetssikrer. Professor Alexander Cappelen (NHH) og professor Ulf Sverdrup (BI) har vært ekspertressurser som vi har konsultert i oppdraget.

Vi takker tilsynssekretariatet til representantskapet for god tilrettelegging og for profesjonelt samarbeid i gjennomføringen.

Tilsvarende takker vi hovedstyret i Norges Bank og Norges Bank Investment Management (NBIM) for tilrettelegging ved å gi tilgang til nødvendig skriftlig informasjon. Vi takker også for at de har stilt opp til intervjuer og gitt oss gode tilbakemeldinger på førsteutkastet av rapporten vedørende faktasjekk. Vi takker også Finansdepartementet og Etikkrådet for at de har stilt opp til intervjuer og gitt oss gode tilbakemeldinger på førsteutkastet av rapport vedørende faktasjekk.

Menon Economics er et forskningsbasert analyse- og rådgivningsselskap i skjæringspunktet mellom strategi og samfunnsøkonomi. Vi tilbyr analyse- og rådgivningstjenester til bedrifter, organisasjoner, kommuner, fylker, direktorater og departementer.

Menon står alene ansvarlig for de funn og anbefalinger som presenteres i denne rapporten.

6. juni 2024

Sveinung Fjose
Prosjektleder
Menon Economics

Innhold

OPPSUMMERING	5
Beskrivelse av oppdraget	5
Tilnærming og metode	5
Utelukkelse og observasjon er i tråd med retningslinjene	5
Risikobaserte nedsalg	6
Godkjennelse av markeder og land er i tråd med mandatet	6
Norges Bank og Etikkrådet kan ikke ekskludere land på grunnlag av politiske eller geopolitiske forhold alene	7
Viktige utviklingstrekk for fondets forvaltning fremover	7
Anbefalinger	9
1 BESKRIVELSE AV OPPDRAGET	10
2 OPPDRAGET LØST MED METODEMESSIG TRIANGULERING	11
2.1 Dokumenter	12
2.1.1 Overordnet styringsmodell og utvikling av fondet	12
2.1.2 Utelukkelse og observasjon av selskaper	12
2.1.3 Godkjenning av markeder og land	13
2.1.4 Geopolitiske vurderinger	14
2.1.5 Kommunikasjon mellom relevante aktører	14
2.2 Intervjuer	14
2.3 Data	15
2.4 Avgrensing av oppdraget	15
3 BAKGRUNN: HANDLINGSROMMET ER BEGRENSET GJENNOM MANDATET	16
3.1 Fondet skal være bredt spredt, med marginalt eierskap	16
3.2 Den strategiske referanseindeksen	17
3.3 Beslutningen om utelukkelse og observasjon av selskaper har gått fra Finansdepartementet til Etikkrådet	18
4 UTELUKKELSE OG OBSERVASJON AV SELSKAPER ER I TRÅD MED RETNINGSLINJENE	19
4.1 En beskrivelse av roller og ansvar	19
4.1.1 Retningslinjer for utelukkelse og observasjon av selskaper	19
4.1.2 Ansvarlig forvaltningsvirksomhet	22
4.2 Er forvaltningen i tråd med intensjonen?	22
4.2.1 Hvordan fungerer informasjonsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank knyttet til selskaper man bør være oppmerksomme på?	23
4.2.2 Velger man eierskapsutøvelse i større selskaper?	23
4.2.3 Er risikobaserte nedsalg i selskaper i tråd med mandatet?	24
4.2.4 Selger NBIM seg ut av selskaper som Etikkrådet har startet undersøkelser av?	27
5 GODKJENNING AV MARKEDER OG UTSTEDERLAND ER I TRÅD MED MANDATET	28
5.1 Det formelle rammeverket	28
5.2 Er forvaltningen i tråd med intensjonen?	29
5.2.1 Beskrivelse av rammeverk for godkjennelse av markeder og utstederland	29
5.2.2 Intervjuobjekters vurdering av hvorvidt godkjenningsprosessen er reell	31
6 GEOPOLITISKE VURDERINGER ER I TRÅD MED MANDATET	32
6.1 Hva sier styrende dokumenter?	32
6.2 Forvaltningen i tråd med mandatet	33
6.2.1 Geopolitiske forhold kan påvirke finansiell risiko	34
6.2.2 Andre land kan likevel gi uttrykk for at de mener geopolitiske vurderinger inngår i beslutningene	34

7	VIKTIGSTE RELEVANTE UTVIKLINGSTREKK OG ANBEFALINGER	36
7.1	Viktige utviklingstrekk for fondets forvaltning fremover	36
7.2	Anbefalinger	37
	VEDLEGG 1: INTERVJUGUIDER	39
	NBIM	39
	Hovedstyret	39
	Eierskapsutvalget	39
	Etikkrådet	40
	Finansdepartementet	40
	VEDLEGG 2: OVERSIKT OVER ETISK UTTREKK	41

Oppsummering

Beskrivelse av oppdraget

Sekretariatet for representantskapet lyste ut følgende oppdrag: *Foreta en uavhengig vurdering av:*

- *organiseringen av arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper*
- *godkjennelse av markeder og land*
- *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold (jf. Finansdepartementets beslutning om ekskludering av Russland etter invasjonen av Ukraina)*

Leverandøren skal kartlegge roller og ansvar partene har. Med parter menes i denne sammenhengen Norges Bank ved hovedstyret, Etikkrådet og Finansdepartementet.

Tilnærming og metode

Oppdraget er gjennomført med metodemessig triangulering. Metodemessig triangulering innebærer at vi kombinerer informasjon fra intervjuer, dokumenter og rapporter, samt statistikk og data der det er aktuelt. Gjennom trianguleringen kontrollerer vi at det som formidles i intervjuene også lar seg verifisere når vi går igjennom de skriftlige rutinebeskrivelsene, korrespondansen mellom enhetene, ulike rapporter, data om selskapene med videre. Vi har intervjuet representanter for Finansdepartementet, Etikkrådet, Norges Bank Investment Management (NBIM) og Hovedstyret i Norges Bank. Triangulering bidrar til et godt empirisk grunnlag for vurderingene i rapporten.

Utelukkelse og observasjon er i tråd med retningslinjene

I oppdraget har vi gått gjennom rolle- og ansvarsfordelingen knyttet til arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper.¹ Retningslinjene slår fast at Etikkrådet skal gi tilrådning til Norges Bank om utelukkelse og observasjon av selskaper.² Retningslinjene og mandatet gir også Norges Bank ansvar for selvstendige vurderinger i etterkant av at de mottar tilrådning fra Etikkrådet. Egne vurderinger av NBIM er nødvendig ettersom de skal vurdere om å øve innflytelse gjennom eierskapet kan være et alternativ til utelukkelse eller observasjon.

I intervjuene har samtlige respondenter gitt uttrykk for at 1) roller og ansvar er klart beskrevet og 2) at de er utført i tråd med beskrivelsen. For å nyansere og underbygge funn fra intervjuer, har vi gjennomgått dokumenter knyttet til dialogen mellom NBIM og Etikkrådet om utelukkelse og observasjon.

Basert på gjennomgang av tilgjengeliggjorte dokumenter ser vi at det er jevnlig informasjonsutveksling og det er etablert rutiner for å sikre at NBIM og Etikkrådet utveksler informasjon i tråd med retningslinjene. Informasjonsutvekslingen foregår gjennom årlige, halvårslige og månedlige møter. I tillegg er det jevnlig uformell dialog mellom NBIM og sekretariatet for Etikkrådet. Norges Bank har etablert rutiner for mottak

¹ Dette er definert i Retningslinjer for utelukkelse og observasjon av selskaper fra Statens pensjonsfond utland (SPU).

² I tillegg kan Etikkrådet komme med råd om selskaper som tidligere har blitt utelukket eller observert, om å bli inkludert igjen, dersom de etiske retningslinjene ikke lenger brytes. I tillegg har også Norges Bank mulighet til å ta beslutninger på eget initiativ, etter kull- og klimagasskriteriet i retningslinjene.

av tilrådning fra Etikkrådet samt rutiner for egne vurderinger. Rutinene er i tråd med mandat og retningslinjer, og dokumentgjennomgangen viser at de følges.

Risikobaserte nedslag

Norges Bank skal ha en ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Dette er definert i Mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Ansvarlig forvaltning vil si at NBIM stiller tydelige forventninger til selskapene de er investert i om ESG-forhold³. NBIM overvåker ESG-risiko i selskaper som fondet er investert i, og kan vurdere å selge seg ut av selskaper dersom et selskap blir vurdert å ha for høy ESG-risiko. Frem til utgangen av 2023 har NBIM solgt seg ned i mer enn 500 selskap som følge av at de har for høy ESG-risiko, altså risikobaserte nedslag.

Basert på NBIM sin rapport om ansvarlig forvaltning⁴, i eksterne og interne presentasjoner som vi har fått tilgang til, samt i intervjuer med oss, finner vi at NBIM kun gjør risikobaserte nedslag av finansielle hensyn. Etikkrådet vurderer kun selskapene opp mot kriteriene i de etiske retningslinjene, og legger ikke vekt på avkastning. De risikobaserte nedslagene har bidratt til positiv avkastning for fondet. Utelukkelsen av selskaper basert på råd fra Etikkrådet har bidratt til negativ avkastning for fondet.

Samtidig bidrar økt fokus på ESG til noe overlapp i fokusområder mellom NBIM og Etikkrådet. Gitt 1) de oppgaver Etikkrådet har innen overvåkning og vurdering av etiske forhold i NBIMs portefølje og 2) NBIMs klare mandat innen ansvarlig forvaltning, er det vanskelig å unngå noe overlapp i arbeidsoppgaver.

Godkjenning av markeder og land er i tråd med mandatet

Hvilke markeder og land fondet kan være investert i bestemmes i utgangspunktet av den strategiske referanseindeksen, bestemt av Finansdepartementet. Samtidig er det et krav at hovedstyret i Norges Bank godkjenner alle markeder og finansielle instrumenter de er investert i. Vi har på dette punktet undersøkt hvordan hovedstyret i Norges Bank arbeider med godkjenning av markeder, land og finansielle instrumenter og om arbeidet er i tråd med mandatet. Kravet til indekxnær forvaltning setter en tydelig begrensning for godkjenning av markeder, land og finansielle instrumenter. Vi har derfor undersøkt om godkjennelsesprosessen er reell, eller om kravet om indekxnær forvaltning fører til at samtlige markeder, land og finansielle instrumenter i indeksen blir godkjent.

I intervjuer har NBIM og representanter for hovedstyret redegjort for arbeidet med godkjenning av markeder og land. I tråd med vår trianguleringsmetodikk har vi samtidig gjennomgått nødvendige dokumenter. Vi observerer da at noen land ikke blir godkjent av hovedstyret, selv om de er i referanseindeksen. Dette gjelder for eksempel Pakistan. Videre finner vi også at land, som ikke er i referanseindeksen, blir godkjent. Basert på de dokumenter vi har gjennomgått finner vi at det er etablert rutiner for godkjenning av markeder og land, at rutinene er i tråd med mandatet, og at rutinene følges.

³ ESG er en engelsk forkortelse, og står for Environmental, Social and Governance. På norsk oversettes det til Miljø-, Sosiale- og Forretningsetiske forhold. Ofte blir ESG kalt bærekraftighet som handler om hvordan et selskaps produkter og tjenester bidrar til bærekraftig utvikling.

⁴ NBIM. (2024). Ansvarlig forvaltning. Statens pensjonsfond utland. 2023. Tilgjengelig [her](#)

Norges Bank og Etikkrådet kan ikke ekskludere land på grunnlag av politiske eller geopolitiske forhold alene

Til tross for at fondet har et finansielt formål, og ikke skal være et politisk verktøy, er likevel ikke fondet helt frikoblet fra utenrikspolitikken.⁵ Dette kom særlig frem da Regjeringen valgte å fryse fondets investeringer i Russland med umiddelbar virkning 27. februar 2022.^{6 7}

Finansdepartementet bestemte at Norges Bank ikke skulle være investert i finansielle instrumenter utstedt av russiske foretak, stat eller enheter tilknyttet til den russiske stat, og det russiske aksjemarkedet ble tatt ut av referanseindeksen. Dette var begrunnet med de omfattende sanksjonene fra EU, som Norge hadde forpliktet seg til.⁸ Saken viser at det er politisk handlingsrom i ekstraordinære situasjoner, og at dette handlingsrommet ligger hos Finansdepartementet og Regjeringen.

Den norske sanksjonsloven legger ikke opp til at Norge ensidig kan ilegge sanksjoner mot enkeltland. I tråd med loven kan Norge slutte seg til sanksjoner inngått av FN, EU eller andre internasjonale sammenslutninger. Loven åpner i utgangspunktet ikke for særnorske sanksjoner. Alle land som det er sanksjoner mot, må dermed Norge trekke seg ut av, dersom Norge har forpliktet seg til sanksjonene. Sanksjonsloven legger en viss begrensning for hva Regjeringen eller Finansdepartementet kan gjøre.⁹

I Mandatet og retningslinjene er det *ikke* gitt en rolle til verken Norges Bank eller Etikkrådet om å foreta enten risikobaserte nedsalg eller anbefaling om uttrekk basert på geopolitiske vurderinger, isolert sett. Dette betyr imidlertid ikke at geopolitiske vurderinger ikke er en del av vurderingene som Norges Bank, NBIM eller Etikkrådet gjør. Dersom geopolitiske endringer fører til at selskaper bryter med etiske retningslinjer, kan Etikkrådet komme med en anbefaling om å ekskludere eller utelukke dette selskapet. Dersom geopolitiske endringer bidrar til økning i finansiell risiko i et selskap, åpner mandatet for at NBIM kan selge seg ut. Hvis geopolitiske endringer medfører høy risiko og ustabilitet, kan hovedstyret la være å godkjenne eller re-godkjenne landet, markedet eller de finansielle instrumentene.

Viktige utviklingstrekk for fondets forvaltning fremover

I oppdragsbeskrivelsen for denne undersøkelsen fremgår det at, dersom vi har øvrige observasjoner eller anbefalinger, kan vi formidle disse. Under løfter vi derfor frem de viktigste endringsdrivere fremover. Basert på Utenriksministerens politiske redegjørelse fra mars 2024, Sverdrup-utvalgets rapport (NOU 2022: 12) og Mestad-utvalgets rapport (NOU 2020: 7) vurderer vi at følgende fem trender er særlig viktige fremover:

- **Et større fond:** Høye energipriser og de største operatørenes prognoser for produksjon frem til 2035 kan føre til at fondet blir betydelig større. Når fondet øker, kan det føre til at eierandelene i selskapene blir større. Fondet er allerede i dag et av verdens største fond,

⁵ Hvordan internasjonal politikk kan påvirke fremtiden til fondet, ble senest utredet i 2022, i Sverdrup-utvalget. Tilgjengelig [her](#)

⁶ Regjeringen. (2022). Norge øker støtten til Ukraina og gir militært utstyr. Tilgjengelig [her](#)

⁷ Regjeringen. (2022). Statens pensjonsfond utlands investeringer i Russland. Tilgjengelig [her](#)

⁸ §§ 1-4 i Mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland.

⁹ Se sanksjonsloven [her](#).

og blir nøye observert av ulike aktører og land. Dersom fondet øker i størrelse, kan dette øke presset på å forbli investert i, eller å selge oss ut av, utvalgte selskaper.

- **Økt stormaktrivalisering:** Russlands brutale angrepskrig på Ukraina er et vannskille i global sikkerhetspolitikk. Russland driver i dag med sabotasje i og hybrid krigføring mot NATO-land. Landet driver i omfattende grad desinformasjonskampanjer med sikte på å destabilisere våre demokratier. Omfanget har økt markant etter 2022. Den spente situasjonen kan dramatisk forverres om Kina søker å overta Taiwan – en beslutning de har signalisert at ikke kan vente til neste generasjon. Den spente situasjonen rundt Taiwan kan utløse en militær konflikt mellom USA og Kina, som kan påvirke Norge og norsk utenrikspolitikk.¹⁰ Et økt sikkerhets- og handelspolitisk konfliktnivå kan utfordre strategien med spredte investeringer, og kan øke presset for at fondet bør selge seg ut eller forbli investert i utvalgte selskaper, markeder og land.
- **Verdens handelsmessige tyngdepunkt har flyttet seg fra vestlige demokratiske land til østlige autoritære land:** Det er i disse landene vanskeligere å få troverdig informasjon om forhold knyttet til etikk. Eierskap i disse landene er mer risikofylte som følge av svakere beskyttelse av eierrettigheter og den risiko som ligger i ustabiliteten ved autoritære regimer.
- **Økt fokus på ESG i kombinasjon med økt digitalisering:** De finansielle miljøene har de seneste årene fått økt fokus på ESG. Samtidig har fremveksten av sosiale medier og økt digitalisering gitt økt informasjonstilgang, men også økt omfang av falsk informasjon. Økt fokus på ESG i kombinasjon med økt informasjonsspredning i nyhetsbildet og sosiale medier, kan føre til mer fokus på fondets investeringer. Det kan også bli vanskelig å skille hva som er korrekt og falsk informasjon.
- **Mange teknologier bidrar til undertrykking:** En sterk økning i spionasje mot vestlige land, og spredning av desinformering gjennom sosiale medier, trekker i retning av et behov for å se på grenseovergangene og operasjonaliseringen av våpenkriteriene på nytt. Med dette menes at moderne teknologi kan brukes til spionasje og undertrykking. Dette kan utfordre hvor hensiktsmessig dagens kriterier for utelukkelse og observasjon er for fremtiden.^{11 12}

I boksen på neste side oppsummerer Menons vurderinger av utviklingstrekkenes implikasjoner for fondet

¹⁰ Forsvarets forskningsinstitutt. (2024). *Wargaming Taiwan 2027*. Tilgjengelig [her](#)

¹¹ Nasjonal sikkerhetsmyndighet. (2023). *Sikkerhetsfaglig råd. Et motstandsdyktig Norge*. Tilgjengelig [her](#)

¹² Politiets sikkerhetstjeneste. (2023). *Nasjonal trusselvurdering 2023*. Tilgjengelig på [her](#)

Boks 1 Oppsummering av mulige implikasjoner for fondet

- **Andre rammevilkår medfører behov for vurdering av kriterier.** Da mandatet og retningslinjene for utelukkelse og observasjon først ble utformet, var rammevilkårene knyttet til fondets investeringer annerledes. Russlands brutale angrepskrig på Ukraina og hybride krigføring mot NATO-land har fundamentalt endret rammevilkårene. De endrede rammevilkårene medfører behov for å vurdere på de etiske rammevilkårene på nytt.
- **Behov for etablering av en mer regelstyrt handlingsmekanisme for uttrekk og eksklusjon som følge av geopolittikk?** I en polarisert og konfliktfylt verden, kan det være hensiktsmessig å etablere et rammeverk for uttrekk av land på politiske vilkår. Argumentet mot etablering av et slikt rammeverk er at det kan bidra til at fondet oppfattes som mer politisk, og at rammeverket kan virke begrensende for handlingsalternativene, en begrensning som kan være uheldig i en mer uforutsigbar verden. Samtidig kan det at vi i fremtiden handler med utgangspunkt i et rammeverk føre til at eventuelle uttrekk fremstår som mer regelbaserte, og dermed mindre politisk betinget eller situasjonsbetinget.
- **Behov for etablering av en raskere uttrekksmekanisme?** Dagens retningslinjer fører til grundige og lange prosesser hvor selskapene får mulighet til å uttale seg, og hvor et selskap blir utelukket, før offentliggjøring av beslutning foretas. Det kan i enkelte situasjoner være hensiktsmessig med et raskere behandlings- og kommunikasjonsforløp. Slike hurtigløp kan bidra til raskt uttrekk i tilfeller der fortsatt eierskap åpenbart er i strid med retningslinjene og der fortsatt eierskap skader Norges omdømme og fondets renommé. Etablering av en raskere uttrekksmekanisme kan samtidig bidra til å øke tap ved uttrekk, hvilket vil være dels i strid med formålet ved fondet, som er å skape høyest mulig avkastning. Videre kan fravik av den etablerte regelstyrte og åpne praksisen bidra til å svekke fondets renommé som en ansvarlig og langsiktig investor.

Anbefalinger

Basert på de undersøkelsene vi har vist til i denne rapporten, har Norges Bank og hovedstyret god kontroll med styring og drift. Arbeidsdelingen mellom Etikkrådet, Norges Banks hovedstyre og NBIM er også etter vår vurdering i tråd med retningslinjer og mandat. **Basert på våre funn har vi ingen forslag til endringer i dagens forvaltning.**

Med utgangspunkt i observasjonene knyttet til selve undersøkelsen, viktige trender, økende behov for klare og tydelige ansvarsforhold, kommunikasjon utad, risiko for omdømmetap med videre anbefaler vi at representantskapet oversender til hovedstyret følgende punkter og ber om deres vurdering:

- Vurdere om noen av behovene for justeringer nevnt i boksen på side 9 og 38 kan gjøres selvstendig innenfor gjeldende rammeverk og innenfor Norges Bank mandat
- Vurdere om sentrale utviklingstrekk er egnet til å utfordre sentralbankens omdømme og øke risikoen for omdømmetap
- Vurdere hvordan eventuelt økt omdømmerisiko bør forebygges, reduseres og håndteres

1 Beskrivelse av oppdraget

Oppdraget har følgende beskrivelse (Sekretariatet for representantskapet i Norges Bank, 2024¹³):

Representantskapet («Oppdragsgiver») ønsker å anskaffe “Undersøkelse – forvaltningen av statens pensjonsfond utland” og inviterer med dette mottakere av konkurransegrunnlaget til å delta i denne anskaffelsesprosessen.

Leverandør vil få i oppdrag å foreta en uavhengig vurdering av:

- *organiseringen av arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper*
- *godkjenning av markeder og land*
- *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold (jf. Finansdepartementets beslutning om ekskludering av Russland etter invasjonen av Ukraina)*

Leverandøren skal kartlegge roller og ansvar partene har. Med parter menes i denne sammenhengen Norges Bank ved hovedstyret, Etikkrådet og Finansdepartementet. Representantskapet fører tilsyn med Norges Bank og dens virksomhet, men i dette oppdraget er det viktig å kartlegge og beskrive organisering, samhandling og kommunikasjon mellom alle partene. Som en del av oppdraget skal også Norges Banks etterlevelse av relevante bestemmelser både i mandatet til SPU og i retningslinjer for observasjon og utelukkelse vurderes. Det må gjøres en grundig beskrivelse av relevante regler og hvilken praksis som gjelder. Der regelverket er uklart må det gjøres en vurdering av hva som kan vurderes som «beste praksis». Eventuelle avvik/observasjoner opp mot regelverket må beskrives. Forslag til anbefalinger skal også inngå som en del av undersøkelsen.

For å øke nytteverdien av undersøkelsen bør det vises til faktiske eksempler både i tilfeller der hovedstyret i Norges Bank selv har besluttet tiltak mot selskaper, markeder og land, der Etikkrådet har kommet med anbefaling om enkeltelskaper eller der Finansdepartementet har grepet inn og tatt land ut av SPUs investeringsunivers. Per i dag er det forbudt for SPU å være investert i statsobligasjoner i Syria, Nord-Korea, og Belarus. Videre besluttet Finansdepartementet etter invasjonen av Ukraina frys av alle investeringer i Russland, samt nedsalg av SPUs investeringer i aksjer i landet.

Sluttproduktet skal være en skriftlig rapport i Word-format på norsk. Rapporten skal inkludere hva som spesifikt er vurdert, fakta/funn/observasjoner, konklusjon inkludert eventuelle anbefalinger til forbedringer. Representantskapet fører tilsyn med Norges Banks virksomhet slik at eventuelle anbefalinger skal rettes mot Norges Banks hovedstyre.

¹³ Sekretariatet for representantskapet i Norges Bank (2024): Tilbudskonkurranse undersøkelsen av forvaltningen av SPU

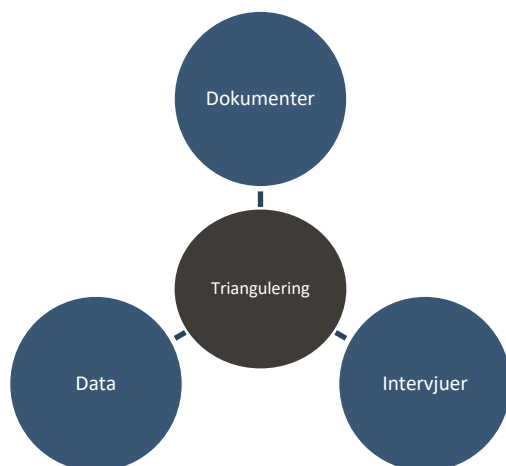
2 Oppdraget løst med metodemessig triangulering

Oppdraget er gjennomført med metodemessig triangulering. Metodemessig triangulering sikrer et mer solid empirisk grunnlag, og kan være hensiktsmessig for å kontrollere for incentiver til strategisk svargivning. Vi har i oppdraget fokusert på arbeidsdelingen mellom partene.

I tråd med anbefalingene fra Finansdepartementet har vi brukt metodemessig triangulering.¹⁴ Metodemessig triangulering innebærer at vi har anvendt ulike informasjonskilder for å få et så rikt informasjonsgrunnlag som mulig. Rent konkret har vi undersøkt om det som beskrives i de styrende dokumentene, det vil si lovverk, mandat, retningslinjer, stemmer overens med det vi kan observere basert på hvordan 1) intervjurespondenter forteller oss at forvaltningen utøves, 2) hva sentrale dokumenter som stortingsproposisjoner, stortingsmeldinger, årsrapporter, rapporter, samt den skriftlige korrespondansen mellom aktørene sier, og 3) hva data, herunder data om eierskap eller antall selskaper man er spesielt oppmerksomme på, kan fortelle oss.

En illustrasjon av de viktigste informasjonskildene er vist i figuren nedenfor.

Figur 2-1 Oversikt over den metodemessige trianguleringen



Vi vurderer videre at metodemessig triangulering er hensiktsmessig for å kontrollere for strategisk svargivning. I en undersøkelse bestilt av et kontrollorgan som representantskapet, kan respondentene fra Norges Bank og NBIM¹⁵ ha incentiver til å «overdrive» utsagn om hvor godt forholdene fungerer og «underdrive» beskrivelsene av det som eventuelt er mindre funksjonelt. For å kontrollere for incentivene til strategisk svargivning kan vi altså ikke kun ta utgangspunkt i respondentens utsagn i intervjuer, men snarere også kontrollere dette ved å gjennomgå dokumenter og data. Eksempelvis, om respondentene har gitt uttrykk for at man har gode rutiner for å følge opp en bestemmelse i mandat eller retningslinjer, vil vi i

¹⁴ Finansdepartementet. (2005). Veileder til gjennomføring av evalueringer. Tilgjengelig [her](#)

¹⁵ NBIM er en del av Norges Bank, og det er etablert rutiner for Norges Banks oppfølging av NBIM. Med utgangspunkt i NBIMs betydelige størrelse relativt til de øvrige deler av Norges Bank, samt det selvstendige ansvaret som tilligger enheten gjennom mandat, er det i den videre undersøkelse naturlig å behandle dem som en egen enhet, dog altså integrert i Norges Bank.

etterkant av intervjuet be om å få oversendt rutinebeskrivelsen og de relevante saksdokumenter som underbygger at rutinen følges.

2.1 Dokumenter

I det følgende går vi igjennom dokumentene vi har gjennomgått, og som er presentert under de tre hovedtemaene for rapporten.

2.1.1 Overordnet styringsmodell og utvikling av fondet

Før vi har sett nærmere på arbeidet knyttet til de tre temaene, altså utelukkelse og observasjon av selskaper, godkjenning av markeder og land, samt geopolitiske vurderinger, har vi sett på den overordnede styringsmodellen av fondet. Det formelle rammeverket er definert i Lov om Statens pensjonsfond, Sentralbankloven og Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland.

Videre er relevant dokumentasjon tidligere utredninger og stortingsmeldinger. Hver vår gjør Finansdepartementet rede for forvaltningen av fondet i en årlig stortingsmelding. Stortingsmeldingen inneholder blant annet viktige endringer og temaer som har vært aktuelle siste året.¹⁶ I tillegg gjør Finansdepartementet rede for forvaltningen av fondet i statsbudsjettet hver høst.¹⁷

Det har også vært flere utredninger som har sett på forskjellige temaer i tilknytning til fondet. Forrige utredning var Sverdrup-utvalget i 2022, som så på hvilke internasjonale økonomiske og politiske utviklings-trekk som kan påvirke fondet i fremtiden.¹⁸ Videre har Mestad-utvalget fra 2020 vært relevant, som så på de etiske retningslinjene for fondet som ble innført i 2004. I Mestad-utvalget ble det sett på hvordan de etiske retningslinjene for observasjon og utelukkelse, og hvordan dette henger sammen med normutviklingen og nye problemstillinger som fondet har stått overfor de siste 15 årene.¹⁹ I tillegg er også høringsuttalelser til utvalgene relevant, særlig fra Etikkrådet og Norges Bank.

2.1.2 Utelukkelse og observasjon av selskaper

Som underlag til analysen vår har vi sett på flere ulike kilder. Aller først har vi sett på relevant lovverk og retningslinjer for de ulike rollene og oppgavene partene har. For utelukkelse og observasjon av selskaper er Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland²⁰ et sentralt utgangspunkt for å kartlegge hvilke aktører som har det sentrale ansvaret. Videre definerer Mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland at Norges Bank skal innrette sin forvaltningsvirksomhet i tråd med en rekke krav til ansvarlighet.

Etikkrådets rolle er å gi råd til Norges Bank angående utelukkelse og observasjon av selskaper, og derfor er deres årsmeldinger relevant dokumentasjon. I årsmeldingene skriver Etikkrådet om deres arbeid det siste året, hvilke temaer som har vært særlig relevante og nøkkeltall for Etikkrådets virksomhet.²¹ Ettersom det er Etikkrådet som gir råd til Norges Bank angående utelukkelse og observasjon av selskaper, har vi

¹⁶ Oversikt over alle tidligere stortingsmeldinger finnes [her](#).

¹⁷ Se f.eks. Finansdepartementets budsjettforslag høsten 2023 [her](#).

¹⁸ Regjeringen. (2022). NOU 2022:12. Fondet i en brytningstid. Tilgjengelig [her](#).

¹⁹ Regjeringen. (2020). NOU 2020:7. Verdier og ansvar. Tilgjengelig [her](#).

²⁰ Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland. Tilgjengelig [her](#).

²¹ Etikkrådet. (2024). Årsmelding 2023. Tilgjengelig [her](#).

gjennomgått flere av tilrådningsbrevene Etikkrådet har oversendt Norges Bank. På Etikkrådets hjemmeside finner man en oversikt over alle offentliggjorte tilrådninger gruppert etter kriterier, med forklaring på hvorfor selskapets status knyttet til observasjon eller utelukkelse burde endres.²² I tillegg er også Norges Banks oversikt over selskaper som er satt til observasjon og utelukkelse, med tilhørende pressemeldinger og beslutningsgrunnlag relevant, og flere er følgelig gjennomgått.²³

De ovennevnte dokumentene er knyttet til den *etiske* utelukkelsen av et selskap fra fondet. Norges Bank jobber imidlertid med overvåking av ESG i samtlige selskaper som fondet er investert i. Norges Bank har utarbeidet en rekke forventningsdokumenter, som viser hvilke forventninger de har til selskaper de er investert i. Disse forventningene er i stor grad sammenfallende med FNs bærekraftsmål og inkluderer temaer som blant annet menneskerettigheter, klima- og miljøhensyn, og korrupsjon og åpenhet.²⁴ ²⁵ I tillegg til de ovennevnte dokumentene er også årsrapportene om Statens pensjonsfond utland og ansvarlig forvaltning relevant underlag, for å se hvilke vurderinger og temaer Norges Bank har arbeidet med.²⁶ Videre er også retningslinjer for stemmegivning viktig informasjon, for å se hvordan stemmegivningsprosessen er og hvilke vurderinger som gjøres.²⁷

Det er hovedstyret i Norges Bank som tar beslutning om utelukkelse, observasjon eller fortsatt eierskapsutøvelse. De foretar vurderinger på bakgrunn av anbefalingene fra Etikkrådet, samt egne vurderinger. Vi har gjennomgått de interne dokumentene som er oversendt hovedstyret om anbefaling for flere selskaper.

2.1.3 Godkjenning av markeder og land

Når det kommer til godkjenning av markeder og land, er det Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland som blant annet definerer hva som er målsetting for forvaltningen av fondet, hva referanseindeksen og risikorammene er, styring av risiko og ansvarlig forvaltning.²⁸ I mandatet for forvaltningen er det fastsatt at hovedstyret i Norges Bank skal godkjenne alle finansielle instrumenter, markeder og utstedere av statsobligasjoner. Derfor har vi også sett på dokumenter utarbeidet av Norges Bank for å kartlegge hvordan dette arbeidet gjøres.²⁹ Norges Bank har utarbeidet egne rutiner for godkjenning, og kartlagt hvilke risikoområder de ser på i disse vurderingene.³⁰

Vi har fått innsyn i dokumenter som beskriver rutinene for godkjennelse av markeder og land, samt gjennomgått de interne dokumentene NBIM og Norges Bank har utarbeidet i oppfølging av rutinene. Videre

²² Etikkrådet. (2024). Tilrådninger. Tilgjengelig [her](#)

²³ NBIM. (2024). Observasjon og utelukkelse av selskaper. Tilgjengelig [her](#)

²⁴ NBIM. (2024). Publikasjoner. Tilgjengelig [her](#)

²⁵ Dersom et selskap vurderes som særlig risikabelt med tanke på ESG-forhold, kan NBIM vurdere å selge seg ned i selskapet eller påvirke selskapet med andre virkemidler, som stemmegivning og dialog. De risikobaserte nedslagene og vurderingene Norges Bank gjør knyttet til ESG-risiko, er finansielt motivert og vurdert med tanke på langsiktig avkastning. En beskrivelsen av forholdet finnes her: NBIM. (2024). Nedsalg av selskaper. Tilgjengelig [her](#)

²⁶ NBIM. (2024). Publikasjoner. Tilgjengelig [her](#)

²⁷ NBIM. (2024). Global voting guidelines. Tilgjengelig [her](#)

²⁸ Mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland. Tilgjengelig [her](#).

²⁹ NBIM. (2024). Rutiner for godkjenning av finansielle instrumenter, markeder og utstedere av statsobligasjoner. Tilgjengelig [her](#).

³⁰ NBIM. (2024). Rutiner for godkjenning av finansielle instrumenter, markeder og utstedere av statsobligasjoner. Tilgjengelig [her](#).

har vi gjennomgått Norges Banks årsrapport og NBIMs investeringsstrategi. Dette for å få oversikt over helheten av hvilke faktorer som Norges Bank ser på når de vurderer risiko.

2.1.4 Geopolitiske vurderinger

Når det kommer til dokumentasjon for håndtering av geopolitiske vurderinger, er dette av mer begrenset art, sammenlignet med de to øvrige temaene. Vi har også her tatt utgangspunkt i Mandatet for forvaltningen og Retningslinjer for utelukkelse og observasjon av selskaper. Dette har vært et sentralt utgangspunkt for å kartlegge hvem som har de formelle rollene i geopolitiske vurderinger. I både mandatet og retningslinjene kommer det frem at Norges Bank sin rolle er begrenset til å være i tråd med mandatet, og vurderingene Norges Bank gjør skal være å maksimere avkastningen til fondet, gitt en akseptabel risiko. For Etikkrådet er også deres arbeid begrenset til å se på de etiske retningslinjene for enkeltsselskap.

I dokumentasjon vi har fått oversendt fra Norges Bank ser vi også at NBIM har kvartalsvise risiko-gjennomganger der geopolitisk risiko inngår som en faktor og at det har blitt gjennomført flere seminarer der geopolitikk har vært i fokus. I 2023 handlet investeringsseminaret til NBIM om geopolitikk og hvordan geopolitiske spenninger kan påvirke risikobildet for investeringer.³¹ Vi har sett opptak av konferansen.

I tillegg har vi sett på stortingsmeldinger, pressemeldinger fra Regjeringen, Sverdrup-utvalget, sanksjonsloven og brevutveksling mellom Finansdepartementet og Norges Bank.

2.1.5 Kommunikasjon mellom relevante aktører

Offentlig kommunikasjon mellom Norges Bank³² og Finansdepartementet er tilgjengelig på NBIMs og Regjeringens hjemmesider. Brevutvekslingen inneholder blant annet høringsuttalelser, informasjon om investeringsstrategi og referanseindeks.

2.2 Intervjuer

I prosjektet har intervjuer vært en viktig del av informasjonsinnhenting av flere årsaker. Det ene er for at relevante aktører kan informere oss om hva slags arbeid de utfører, hvordan arbeidet har utviklet seg over tid, hvordan kommunikasjonen mellom de ulike aktørene er og hvordan de selv vurderer at mandat og roller blir forstått og praktisert. Se vedlegg 1 for en komplett intervjuguide. Vi har intervjuet følgende personer:

Finansdepartementet

- *Espen Erlandsen, ekspedisjonssjef i avdeling for formuesforvaltning*
- *Yngvar Tveit, avdelingsdirektør Avdeling for formuesforvaltning*

Hovedstyret i Norges Bank

- *Ida Wolden Bache, sentralbanksjef og styreleder i hovedstyret*
- *Øystein Børsum, visesentralbanksjef og medlem av hovedstyret*
- *Nina Udnes Tronstad, medlem av hovedstyret og eierskapsutvalget for hovedstyret*

³¹ NBIM. (2023). 2023 Investment Conference programme. Tilgjengelig [her](#).

³² Se Norges Bank sine brev til Finansdepartementet [her](#).

- *Kristine Ryssdal, medlem av hovedstyret og eierskapsutvalget for hovedstyret*

NBIM

- *Trond Grande, Stabsdirektør/nestleder i NBIM*
- *Carine Smith Ihenacho, avdelingsdirektør eierskap og etterlevelse*
- *Dag Huse, risikodirektør*
- *Patrick Du Plessis, global leder for risikovurderinger*

Etikkrådet

- *Svein Richard Brandtzæg, styreleder i Etikkrådet*
- *Eli Ane Lund, leder for sekretariatet for Etikkrådet*

2.3 Data

Vi har sett på data, over flere år, om følgende:

- *Selskaper som NBIM har investert i. Disse er tilgjengelig på NBIMs hjemmeside.*
- *Lister med selskaper som NBIM har spilt inn til Etikkrådet at de bør være oppmerksomme på*
- *Lister med selskaper som Etikkrådet har opplyst NBIM om at de har startet undersøkelser av*
- *Lister med selskaper som Norges Bank har besluttet uttrekk fra*

2.4 Avgrensing av oppdraget

Vi har avgrenset oppdraget til hvorvidt roller og ansvar er klart beskrevet og forstått, samt om de er utført slik de er beskrevet. Tematisk er arbeidet avgrenset til 1) utelukkelse og observasjon, 2) godkjenning av markeder og land, og 3) ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold. Slik vi tolker oppdraget har det mer fokus på samhandlingen mellom aktørene, heller enn arbeidet i den enkelte organisasjon eller organisasjonsenhet. Vår forståelse har konsekvenser. Når vi fokuserer på utelukkelse og observasjon, har vi altså konsentrert innsatsen mot å undersøke prosessene mellom Etikkrådet, Hovedstyret og NBIM. Dette innebærer at vi har fokusert mindre på for eksempel hvordan Etikkrådet operasjonaliserer «grove eller systematiske» krenkelser av menneskerettigheter eller «alvorlige krenkelser av individets rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner». Ved siden av at en slik grundig vurdering av praksis er utenfor oppdragsbeskrivelsen, er slike vurderinger nylig gjennomført av Mestad-utvalget. Vi har ikke vurdert hvordan arbeidet med eierskapsutøvelse gjøres, utover der det er relevant for etisk utelukkelse og observasjon av selskaper.

3 Bakgrunn: handlingsrommet er begrenset gjennom mandatet

Forvaltningen av fondet skal være indekxnær. Dette begrenser handlingsrommet til hovedstyret i Norges Bank og NBIM.

Dette kapittelet introduserer kort bestemmelsene knyttet til bred plassering av midlene. Kapittelet presenterer viktig bakgrunn for å forstå prosessen med observasjon og utelukkelse av selskaper, samt risikobaserte nedslag. Dette er presentert i kapittel 4. Videre er også kapittelet relevant bakgrunnsinformasjon for prosessen rundt godkjenningen av markeder og land, som er presentert i kapittel 5.

3.1 Fondet skal være bredt spredt, med marginalt eierskap

I årene fra det første innskuddet i 1996 var midlene i fondet, som da ble kalt Statens petroleumsfond, kun plassert i rentebærende verdipapirer. I 1997 vedtok Stortinget at 40 prosent av fondet skulle være investert i aksjer.³³ Bakgrunnen for vurderingen var at aksjer gav høyere avkastning over tid, justert for risiko. Samtidig var man ved oppstarten bekymret for at plasseringen kunne medføre at norske myndigheter ble satt under press eller mistenkeliggjort som følge av plasseringen. I revidert nasjonalbudsjett for 1997, hvor investeringsstrategien i aksjer for første gang blir grundig drøftet i et dokument til Stortinget, ble det derfor lagt vekt på at fondet skulle være en «finansiell investor». Dette innebar at midlene skulle spres bredt på alle børsnoterte aksjer i vestlige land. Fondet skulle aldri eie mer enn én prosent av aksjene. Gjennom den brede spredningen, og det marginale eierskapet, fikk man håndtert både risiko knyttet til at verdiene til selskaper svinger og for at den norske stat skulle bli presset til å gå inn i eller forbli eier i bestemte selskaper.³⁴

De opprinnelige vurderingene om bred plassering er bygget inn i mandatet. I §§ 2.2 og 2.3 i mandatet slås det fast at plasseringene skal følge referanseindekser fra av gitte indekxleverandører. Gjennom mandatet begrenses altså handlingsrommet for både Finansdepartementet, Norges Bank sitt hovedstyre og NBIM.

Samtidig som fondet skal være indekxnært, er det også et krav om ansvarlig forvaltning av fondet:

*«Målsetningen for SPU er å skape høyest mulig avkastning etter kostnader, til akseptabel risiko. Innenfor dette mandatet skal fondet forvaltes ansvarlig. I mandatet er det slått fast at «god avkastning på sikt anses å avhenge av bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, i tillegg til velfungerende, legitime og effektive markeder. Hensynet til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring er derfor en integrert del av forvaltningen».*³⁵

Mestad-utvalget oppsummerer et sentralt trekk ved fondet som følger:

³³ Regjeringen. (1998). NOU 1998: 10. Fondering av folketrygden? Tilgjengelig [her](#)

³⁴ Ibid.

³⁵ Finansdepartementet. (2023). Meld St. 17 (2022-2023) Statens pensjonsfond 2023.

«Finansdepartementet forvalter SPU på vegne av det norske folk. Norges Bank forestår den operative forvaltningen etter mandat fra departementet. Alle viktige veivalg i investeringsstrategien blir forankret i Stortinget».³⁶

3.2 Den strategiske referanseindeksen

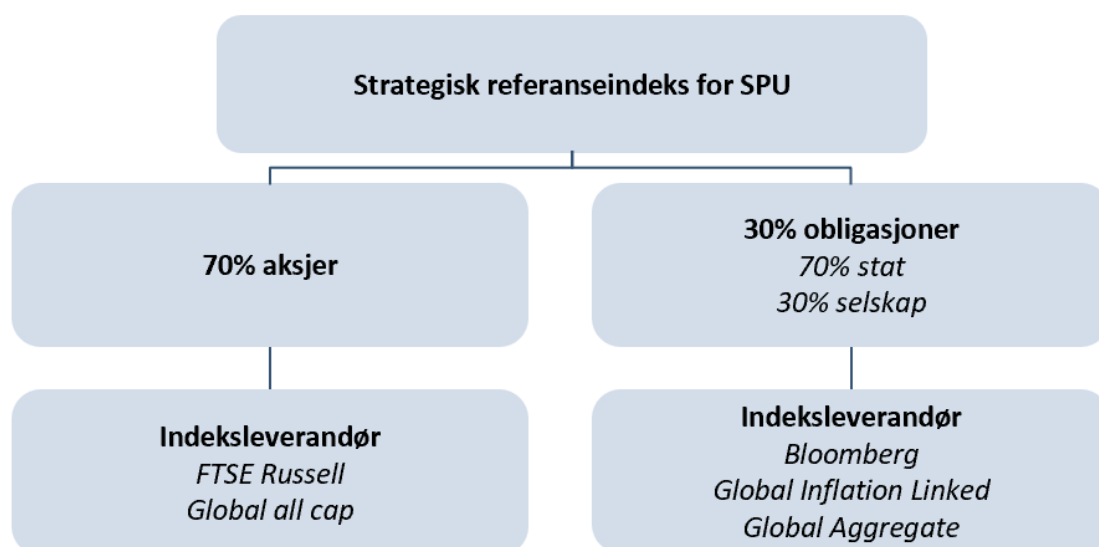
I tråd med mandatet er fondet investert i store deler av verden, og har plassert verdiene både i aksjer, infrastruktur for fornybar energi, unotert eiendom samt selskaps- og statsobligasjoner. Et sentralt utgangspunkt for investeringsstrategien er at risiko kan reduseres ved å spre investeringene.³⁷ Hensikten med spredning er:

- at fondet er mindre sårbart for utviklingen i enkeltland og selskaper
- at en jevner ut porteføljens svingninger
- at en bidrar til et bedre forhold mellom forventet avkastning og finansiell risiko

Finansdepartementet fastsetter en referanseindeks med utgangspunkt i indekser levert fra spesialiserte globale indeksleverandører.³⁸ Referanseindeksen er en sentral del av mandatet som gis til Norges Bank for forvaltningen av fondet.

Se figuren under for hvordan den strategiske referanseindeksen er definert.

Figur 3-1 Strategisk referanseindeks for fondet. Kilde: Regjeringen³⁹



I mandatet fremgår det at fondets avkastning over tid ikke skal avvike mer enn 1,25 prosentpoeng fra avkastningen til den referanseindeksen Finansdepartementet bestemmer. I sin forvaltning følger NBIM

³⁶ Regjeringen. (2020). NOU 2020: 7. Etikk og ansvar. Tilgjengelig [her](#).

³⁷ På fagspråket kalles slik spredning diversifisering

³⁸ Regjeringen. (2023). Strategisk referanseindeks. Tilgjengelig [her](#).

³⁹ Regjeringen. (2023). Strategisk referanseindeks. Tilgjengelig [her](#).

referanseindeksen tett. Over 99 prosent av svingningene i fondets historiske avkastning kan forklares med svingninger i referanseindeksens avkastning. Den avkastning som fondet har opplevd kan altså i stor grad tilskrives veksten i de selskaper og verdipapirer som inngår i Finansdepartementets referanseindeks.⁴⁰

3.3 Beslutningen om utelukkelse og observasjon av selskaper har gått fra Finansdepartementet til Etikkrådet

Da fondet ble opprettet, ble det understreket at vi, som samfunn, hadde en forpliktelse til å forvalte ressursene som oljeformuen ga oss på en måte som kom fremtidige generasjoner til gode.⁴¹ De etiske retningslinjene ble etablert i 2004, samme året som Etikkrådet ble opprettet. Da var fondet investert i omtrent 3 000 selskaper i 27 markeder.⁴² Ved første halvår i 2024 er fondet investert i omtrent 9 000 selskaper i 72 land.⁴³ Økningen i antall selskaper, markeder og land har ført til at utøvelsen av ansvarlig forvaltning og arbeidet med de etiske retningslinjene har blitt mer komplisert.⁴⁴

I 2004 ga Etikkrådet tilråding til Finansdepartementet og frem til 2014 var det Finansdepartementet som tok beslutningen om utelukkelse og observasjon av selskaper, til dette ble overført til Norges Bank.⁴⁵ I perioden Finansdepartementet tok beslutning om utelukkelse og observasjon av selskaper, var det tilfeller der ambassadører fra selskapets land henvendte seg til Finansdepartementet. Dette har ikke forekommet etter at Norges Bank overtok denne rollen.⁴⁶

⁴⁰ Finansdepartementet (2023). Meld St. 17 (2022-2023) Statens pensjonsfond 2023

⁴¹ Regjeringen. (1998). NOU 1998: 10. Fondering av folketrygden? Tilgjengelig [her](#)

⁴² Regjeringen. (2022). NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid. Tilgjengelig [her](#)

⁴³ NBIM. (2024). Tilgjengelig [her](#)

⁴⁴ Regjeringen. (2022). NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid. Tilgjengelig [her](#)

⁴⁵ Regjeringen. (2020). NOU 2020:7. Verdier og ansvar. Tilgjengelig [her](#)

⁴⁶ Regjeringen. (2022). NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid. Tilgjengelig [her](#)

4 Utelukkelse og observasjon av selskaper er i tråd med retningslinjene

Retningslinjene for utelukkelse og observasjon av selskaper gir en klar fordeling av roller og ansvar mellom Etikkrådet, NBIM og Norges Bank ved hovedstyret. Mandatet gir NBIM et selvstendig ansvar innen ansvarlig forvaltning. Intervjuobjektene gir unisont uttrykk for at roller og ansvar er klart forstått, og at arbeidsdelingen er i tråd med retningslinjene. Det er etablert skriftlige rutiner for å sikre at retningslinjene og mandatet følges. Vi har gjennomgått rutinene, dokumenter og korrespondanse mellom Etikkrådet, NBIM og Norges Bank sitt hovedstyre. Vår undersøkelse viser at forvaltningen er i tråd med mandat og retningslinjer.

4.1 En beskrivelse av roller og ansvar

Arbeidet med å avgrense investeringene mot enkeltsselskaper kan deles inn i to hovedgrupper av aktiviteter:

- *Utelukkelse og observasjon basert på retningslinjene for utelukkelse og observasjon*
- *Risikobaserte nedsalg, det vil si NBIM selger seg ut av selskaper som vurderes at har forhøyet risiko*

Prosessene knyttet til det første punktet er grundige, lange og har strenge krav til dokumentasjon. De er regulert av Retningslinjer for utelukkelse og observasjon av selskaper. Risikobaserte nedsalg er en del av bankens aktive forvaltning, og prosessene knyttet til slike nedsalg kan potensielt være kortere, og knyttet til prinsipper om ansvarlig forvaltning, og er definert i Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland og hovedstyrets prinsipper for ansvarlig forvaltning.

I dette delkapittelet beskriver vi hva styrende dokumenter, det vil si Retningslinjer for utelukkelse og observasjon og Mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland, slår fast.

4.1.1 Retningslinjer for utelukkelse og observasjon av selskaper

Formålet med retningslinjene er å unngå at fondet er investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til alvorlige krenkelser av grunnleggende etiske normer. I retningslinjene er det definert at Etikkrådet skal gi råd til Norges Bank basert på kriteriene. Norges Bank sitt hovedstyre tar en selvstendig avgjørelse vedrørende utelukkelse, observasjon og/eller eierskapsutøvelse.⁴⁷ I boksen på neste side viser vi de relevante kriteriene i retningslinjene.

⁴⁷ En vurdering av observasjon er som regel begrunnet med at en ønsker å forsterke fokuset på selskapet, men samtidig også påvirke selskapet gjennom eierdialog.

§ 3. Kriterier for produktbasert observasjon og utelukkelse av selskaper

(1) Fondet skal ikke være investert i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer:

- a. utvikler eller produserer våpen eller sentrale komponenter til våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, herunder biologiske våpen, kjemiske våpen, kjernevåpen, ikke-detektbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, antipersonellminer og klaseammunisjon.
- b. produserer tobakk eller tobakksvarer
- c. produserer cannabis til rusformål.

(2) Observasjon eller utelukkelse kan besluttes for gruveselskaper og kraftprodusenter som selv eller konsolidert med enheter de kontrollerer enten:

- a. får 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull,
- b. baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull,
- c. utvinner mer enn 20 millioner tonn termisk kull per år, eller
- d. har en kraftkapasitet på mer enn 10 000 MW fra termisk kull.

§ 4. Kriterier for atferdsbasert observasjon og utelukkelse av selskaper

Observasjon eller utelukkelse kan besluttes for selskaper der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for:

- a. grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene
- b. alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- c. salg av våpen til stater i væpnede konflikter som benytter våpnene på måter som utgjør alvorlige og systematiske brudd på folkerettens regler for stridighetene
- d. salg av våpen eller militært materiell til stater som er omfattet av ordningen for statsobligasjonsunntak omtalt i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland § 2-1 andre ledd bokstav c
- e. alvorlig miljøskade
- f. handlinger eller unnlatelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser
- g. korrupsjon eller annen grov økonomisk kriminalitet
- h. andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Overordnet sett er det altså et vesentlig skille mellom § 3, produktkriteriene, og § 4, atferdskriteriene. I produktkriteriene heter det at fondet *ikke* skal være investert i selskaper som utvikler eller produserer våpen som bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, produserer tobakk eller produserer cannabis til rusformål. I atferdskriteriene heter det imidlertid at observasjon eller utelukkelse *kan* besluttes, dersom selskapene opererer med en uakseptabel risiko for kriteriene som vist i boksen over, deriblant grove brudd på menneskerettigheter, alvorlige krenkelser i krig og alvorlig miljøskade. Det er altså en vesentlig forskjell i den formelle ordlyden av de to paragrafene. Dette skyldes blant annet at det er vanskelig og komplisert å

definere hvor terskelen er, og at det må være en form for sammenheng mellom virksomheten til selskapet og de normbrudd som er identifisert. I tillegg må også selskapene ha medvirket til, eller hatt kunnskap, om normbruddene og hatt mulighet til å forhindre dem.

Etikkrådets arbeid: Etikkrådet skal gi *råd* til banken om utelukkelse eller observasjon, samt om man bør oppheve tidligere vedtak om utelukkelse eller observasjon. Etikkrådet skal legge til grunn et framoverskuende perspektiv. I retningslinjene er det bestemt at Etikkrådet skal utføre sine oppgaver selvstendig og uavhengig. For å kunne gi råd, overvåker Etikkrådet fondets investeringer. Rådet skal innhente nødvendig informasjon og sørge for at rådene som gis er godt dokumenterte og at saken er godt opplyst. Før råd om utelukkelse eller observasjon gis til banken, skal selskapet få mulighet til å bringe frem relevant informasjon, og før endelig råd gis, skal de få se tilrådommen, få lagt frem relevant informasjon og få fremmet sine synspunkter.

Etikkrådet tar saker opp på eget initiativ, eller etter anmodning fra Norges Bank.

Norges Banks arbeid: Basert på råd fra Etikkrådet treffer banken beslutninger om observasjon og utelukkelse, eller oppheving av slike beslutninger.⁴⁸ I de produktbaserte kriteriene skal banken legge til grunn et framoverskuende perspektiv. Om selskapet fremover kan se ut til å slutte med det som i dag vurderes som uetisk, kan det altså være grunnlag for å sette selskapet under observasjon. Videre skal de i vurderingen ta stilling til omfang og alvorlighet av bruddet og sannsynlighet for fremtidige brudd.⁴⁹

Banken kan på eget initiativ treffe beslutninger om observasjon og utelukkelse og om oppheving av beslutning om observasjon og utelukkelse etter kull- eller klimagasskriteriet i retningslinjene, bestemt av henholdsvis § 3 annet ledd og § 4 bokstav f.

Før det fattes beslutning om utelukkelse eller observasjon, skal banken vurdere om eierskapsutøvelse er mest hensiktsmessig, for å redusere risikoen for fortsatt normbrudd. Det vil si at Norges Bank forsøker å påvirke selskapet til å endre atferd gjennom stemmegivning og å sette forventninger.⁵⁰ Norges Bank skal sørge for at saken er tilstrekkelig opplyst før beslutning fattes.

Samarbeid mellom Etikkrådet og Norges Bank: For å bidra til god koordinering mellom Norges Bank og Etikkrådet og et effektivt samspill mellom virkemidlene, skal det jevnlig avholdes møter mellom Norges Bank og Etikkrådet. Etikkrådet skal gi banken informasjon om selskaper som de har startet innledende vurderinger av, og banken skal gi Etikkrådet oversikt over selskaper den arbeider med og selskapsinformasjon som kan være relevant for Etikkrådets vurderinger.

⁴⁸ Basert på råd mottatt fra Etikkrådet treffer banken beslutninger om observasjon og utelukkelse etter kriteriene i §§ 3 og 4 og om oppheving av slike beslutninger i henhold til § 5 syvende ledd og § 6 syvende ledd. Banken kan på eget initiativ treffe beslutninger om observasjon og utelukkelse og om oppheving av beslutning om observasjon og utelukkelse etter § 3 annet ledd og § 4 bokstav f.

⁴⁹ Banken kan videre vurdere bredden i selskapets virksomhet, herunder om selskapet gjør det som kan forventes for å redusere risikoen for framtidige normbrudd innenfor en rimelig tidshorisont. Relevante momenter i disse vurderingene kan være selskapsstyringen, retningslinjer for og arbeid med miljø og samfunnsmessige forhold og om selskapet bidrar til avbøtende tiltak overfor dem som rammes eller tidligere har blitt rammet av selskapets atferd.

⁵⁰ Regjeringen. (2024). Meld. St. 2022 «Statens pensjonsfond 2024». Tilgjengelig [her](#)

Etikkrådet kan be banken om opplysninger som gjelder enkeltselskaper og hvordan selskaper er håndtert i eierskapsarbeidet, og om selskaper Etikkrådet ikke oppnår kontakt med. På tilsvarende måte kan Norges Bank be om Etikkrådets vurderinger av enkeltselskaper og om rådets kommunikasjon med selskapene.

Kommunikasjonen med selskapene skal være koordinert. Norges Bank kan delta i møter Etikkrådet har med selskapene, og Norges Bank utøver fondets eierrettigheter.

I vedlegg 2 vises oversikt over antall selskaper som er utelukket eller satt under observasjon.

4.1.2 Ansvarlig forvaltningsvirksomhet

I Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland slås det fast at målet er høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Beskrivelsene av roller og ansvar i dette delkapittelet er hentet fra dette mandatet. I mandatet slås det samtidig fast at fondet skal forvaltes ansvarlig. God avkastning på lang sikt anses å avhenge av at selskapene styres på en bærekraftig måte med tanke på økonomi, miljø og samfunn.⁵¹ I tillegg er det også et formelt krav i mandatet at ansvarlig forvaltning skal basere seg på at selskapene er forenlig med globale netto nullutslipp i tråd med Parisavtalen.⁵²

Hovedstyret i Norges Bank utarbeider prinsipper om god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold, som skal være i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder.⁵³ Prinsippene skal legges frem for Finansdepartementet. Det skal også legges vekt på at fondet har en lang tidshorisont, og at investeringene skal være spredt bredt.⁵⁴

NBIM utarbeider forventningsdokumenter som de sender til selskapene de er investert i. Forventningsdokumentene er basert på tre hovedområder, klima og miljø, mennesker og samfunn, og er i stor grad sammenfallende med FNs bærekraftsmål.⁵⁵ Totalt er det utviklet 10 forventningsdokumenter innenfor disse tre hovedområdene. I dokumentene står det hvilke forventninger Norges Bank har til selskapene knyttet til hvert tema, og det blir også henvist til lovverk og rettigheter, samt andre retningslinjer fra andre aktører.

4.2 Er forvaltningen i tråd med intensjonen?

Vi vil i dette delkapittelet redegjøre for undersøkelser og vurderinger knyttet til om forvaltningen følger intensjonene. Vi fokuserer da på:

- Utelukkelse og observasjon
- Ansvarlig forvaltning

I intervjuene har samtlige respondenter gitt uttrykk for at 1) roller og ansvar er klart beskrevet og 2) at de er utført i tråd med beskrivelsen. I tråd med vår trianguleringsstrategi, samt for å hensynta at respondentene kan ha incentiver til å svare strategisk, har vi fokusert på følgende forhold:

- Hvordan fungerer informasjonsutvekslingen mellom Etikkrådet og Norges Bank knyttet til selskaper man arbeider med eller bør være oppmerksomme på?

⁵¹ NBIM. (2024). Ansvarlig forvaltning. Tilgjengelig [her](#).

⁵² Jf. § 4-1 (2), Mandat for Statens pensjonsfond utland

⁵³ NBIM. (2023). Principles for responsible investment management in Norges Bank. Tilgjengelig [her](#).

⁵⁴ Jf. §§ 4-1 (2)-(3), Mandat for Statens pensjonsfond utland

⁵⁵ NBIM. (2024). Våre forventninger. Tilgjengelig [her](#).

- Foretar Norges Bank selvstendige vurderinger knyttet til utelukkelse og observasjon?

4.2.1 Hvordan fungerer informasjonsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank knyttet til selskaper man bør være oppmerksomme på?

For å undersøke om informasjonsutvekslingen er i tråd med retningslinjene har vi bedt om innsyn i relevant korrespondanse knyttet til dialog om selskaper. Basert på en gjennomgang av denne korrespondansen, samt intervjuer med Etikkrådet og NBIM, har vi følgende observasjoner:

Jevnlig informasjonsutveksling: NBIM og Etikkrådet har jevnlig møter for å utveksle informasjon og koordinere arbeidet, i henhold til retningslinjene. Det inkluderer faste kvartalsvise møter, samt halvårlige arbeidsmøter med Etikkrådets sekretariat.

Den skriftlige informasjonsutvekslingen er strukturert slik at den formidles enten månedlig, kvartalsvis, halvårlig eller årlig, og ellers ved forespørsel. Utvekslingen av informasjon omfatter investeringsporteføljen, eierskapsaktiviteter, bærekraftvurderinger og informasjon fra risikoovervåkingen. For eksempel deler NBIM månedlig informasjon om selskaper i investeringsporteføljen, herunder hvilke selskaper de har eierskapsdialog med eller som vurderes for risikobasert nedslag. Kvartalsvis gis oversikt over alle NBIMs selskapsmøter hvor bærekraft og selskapsstyring (ESG) har vært diskutert. Halvårlig deles informasjon om selskaper som NBIM har risikobasert dialog med, og årlig deles informasjon om NBIMs bærekraftvurderinger. Videre deles løpende rapporter og annen informasjon fra tredjeparter som kan være av interesse og relevant for Etikkrådets eller NBIMs arbeid.

Systematisk deling av informasjon om selskaper: Vi har gjennomgått listene over selskaper som NBIM mener Etikkrådet bør være oppmerksomme på, samt de selskapene som Etikkrådet opplyser til NBIM om at de har startet undersøkelser av. Basert på en gjennomgang av disse vurderer vi at retningslinjenes krav om informasjonsutveksling mellom Etikkrådet og NBIM synes ivarettatt.

4.2.1.1 Indikasjoner på bedring i samarbeidet

Tidligere leder for Etikkrådet skrev i et leserinnlegg, publisert i september 2023, at ved hans oppstart som leder i 2015 ble Etikkrådet vurdert som en «sten i skoen». Han beskriver at samarbeidet mellom Etikkrådet og NBIM senere har blitt godt.⁵⁶ I intervjuer sier alle relevante respondenter at samarbeidet har blitt bedre, og at det nå er godt. De dokumenter og den korrespondanse vi har gjennomgått indikerer også at samarbeidet er godt, og at det har blitt bedre.

4.2.2 Velger man eierskapsutøvelse i større selskaper?

I tråd med både mandat og retningslinjer skal banken foreta en selvstendig vurdering etter råd om utelukkelse eller observasjon fra Etikkrådet. En grundig vurdering er også nødvendig ettersom banken skal vurdere om eierskapsutøvelse kan være mer hensiktsmessig enn utelukkelse og observasjon. Etikkrådet kan ikke gi anbefaling om eierskapsutøvelse.

⁵⁶ E24. (2023). «Jeg har noen jeg vil takke». Tilgjengelig [her](#)

Med utgangspunkt i kravet om avkastning, og kravet om at forvaltningen skal være indeksnær, kunne det tenkes at NBIM helte mot å foretrekke⁵⁷ eierskapsutøvelse i tilfeller der det å trekke seg ut ville påvirke avkastningen negativt. I intervjuer har vi derfor stilt spørsmål om hvor ofte hovedstyret velger å følge rådet fra Etikkrådet. Tilbakemeldingene i intervjuene var at hovedstyret som regel følger Etikkrådets anbefaling.

I gjennomgangen av dokumenter har vi ikke sett tegn til at NBIM for større selskaper heller mot å velge eierskapsutøvelse som virkemiddel.

4.2.3 Er risikobaserte nedsalg i selskaper i tråd med mandatet?

For alle risikobaserte nedsalg kategoriserer NBIM årsak til nedsalgene, og de skiller mellom⁵⁸:

- Klimaendringer
- Vannforvaltning
- Biologisk mangfold og økosystemer
- Antikorrupsjon
- Skatt og åpenhet
- Menneskerettigheter
- Barns rettigheter
- Humankapital
- Forbrukerinteresser

Sammenlignet med kriteriene presentert i delkapittel 4.1, ser vi et tematisk sammenfall knyttet til menneskerettigheter, klimaendringer, samt vurderinger knyttet til antikorrupsjon og skatt. Det er da avgjørende for dette oppdraget å vurdere hvorvidt de risikobaserte nedsalgene overlapper med arbeidet og prosesser knyttet til etisk utelukkelse og observasjon. Der utelukkelse og observasjon basert på de etiske retningslinjene er lengre prosesser med betydelig krav til dokumentasjon og involvering, kan de risikobaserte nedsalgene bli gjort raskere. Det er heller ikke eksterne dokumentasjonskrav knyttet til beslutningen. Videre blir heller ikke de selskapene NBIM selger seg ned i publisert, men oversikten over hvilke selskaper fondet er investert i oppdateres årlig på NBIM sine nettsider.

Basert på vår trianguleringsmetodikk, blir sentrale problemstillinger på dette punktet:

- Overlapper roller og ansvar, når det kommer til risikobaserte nedsalg og utelukkelse og observasjon?
- Selger NBIM seg ut av selskaper som Etikkrådet har startet undersøkelser av?

I det følgende går vi igjennom disse forholdene.

⁵⁷ Med utgangspunkt i mandatet, har NBIM både incentiv til ansvarlig forvaltning og høy avkastning. Vi undersøkte på dette punktet om NBIM i forvaltningen i enkelte tilfeller kunne legge mer vekt på avkastning enn ansvarlig forvaltning.

⁵⁸ NBIM. (2024). Ansvarlig forvaltning. Statens pensjonsfond utland. 2023. Tilgjengelig [her](#)

4.2.3.1 Overlapper roller og ansvar mellom 1) risikobaserte nedsalg og 2) utelukkelse og observasjon?

Spørsmålet er blitt undersøkt i både intervjuer og dokumentasjonsgjennomgang. I intervjuene sier både Etikkrådet og NBIM at det ikke er noen uklarhet i rolle- og ansvarsfordelingen. Samtidig uttrykker flere respondenter at det er noe overlapp i fokus. Både NBIM og Etikkrådet fokuser på at menneskerettigheter blir fulgt, og at barns rettigheter er beskyttet.^{59 60} I tillegg omhandler forventningene til NBIM om klima og miljø at selskapene skal arbeide med å redusere miljøskade og å kutte klimagassutslipp, slik presentert i kapittel 4.1.2.⁶¹ Dette er også i noe overlapp med atferdskriteriene om alvorlig miljøskade, som Etikkrådet overvåker, og uakseptabel grad av utslipp av klimagasser, som både Norges Bank og Etikkrådet overvåker.⁶² I tillegg kan dette også være i noe overlapp med produktkriteriet for bruk av kull, som både Norges Bank og Etikkrådet overvåker.⁶³ Som nevnt innledningsvis kan altså noe av arbeidet Norges Bank og Etikkrådet gjør være i overlapp, fordi begge ser på risikofaktorer tilknyttet ESG.

Intervjuobjektene peker samtidig på at sammenfall i oppgaver blir større ettersom NBIMs fokus på ansvarlig forvaltning har økt de senere år. NBIM har også fått flere antall ansatte som arbeider med ansvarlig forvaltning. Antall personer som dedikert arbeider med ansvarlig forvaltning har ifølge våre respondenter økt fra om lag 5 personer for 10 år siden til over 30 i 2024.

Samtidig kan det stilles spørsmål om en slik økning i ressursbruk er nødvendig, gitt Etikkrådets gjennomganger og innsats, som også har økt noe i perioden. Til dette vurderer vi at kombinasjonen av at mandatet klart peker på en selvstendig rolle for NBIM innen ansvarlig forvaltning, samt økt fokus på ESG i finansforvaltning de siste ti årene, medfører at en styrking av fokuset til NBIM innen ansvarlig forvaltning er naturlig.

Vi vurderer ikke at overlapp i noen arbeidsoppgaver er problematisk, gitt at NBIM og Etikkrådet har ulikt fokus. Mens NBIM foretar gjennomgangene med sikte på å øke avkastningen og redusere finansiell risiko, har Etikkrådet kun fokus på forhold knyttet til etikk. At de har ulikt fokus, støttes også av data om avkastning.

I NBIM sin rapport om ansvarlig forvaltning, kommer det frem at utelukkelse basert på etiske forhold har bidratt til 1,7 prosent lavere avkastning på referanseindeksen for aksjer siden 2006 sammenlignet med det den ville ha vært uten etiske utelukkelse. Samtidig viser samme rapport at de risikobaserte nedsalgene siden 2012 har bidratt til 0,44 prosent høyere avkastning enn hva tilfellet hadde vært uten nedsalgene. Dette går frem av Figur 4-1 og Figur 4-2.

⁵⁹ NBIM. (2024). *Mennesker*. Tilgjengelig [her](#).

⁶⁰ Jf. § 4 a, Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU

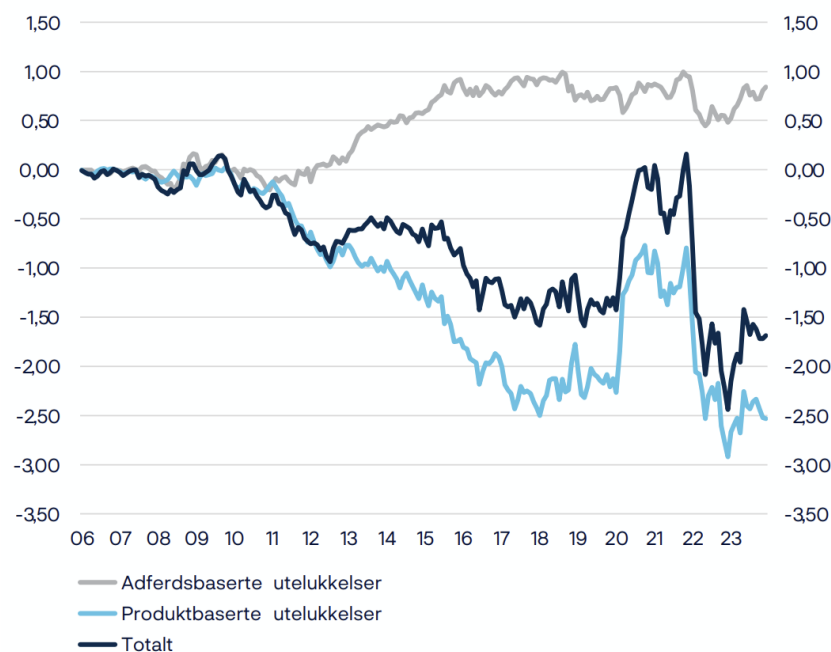
⁶¹ NBIM. (2023). *Clima change. Expectations of companies*. Tilgjengelig [her](#).

⁶² Jf. §§ 4 e-f, Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU

⁶³ Jf. §§ 3 (2) a-d, Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU

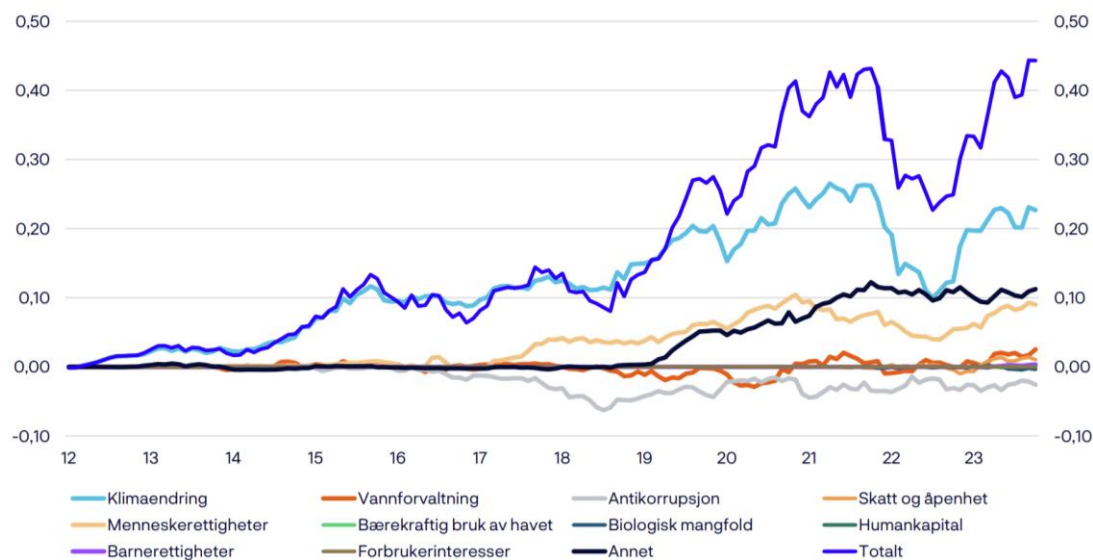
Figur 4-1: Innvirkning av utelukkelse basert på anbefaling fra Etikkrådet på avkastning

Innvirkning av utelukkelse på avkastningen til referanseindeksen for aksjer i forhold til en indeks som ikke er justert for utelukkelse. Målt i dollar. Prosentpoeng



Figur 4-2: Innvirkning av risikobaserte nedslag på avkastning. Kilde: NBIM⁶⁴

Innvirkning av risikobaserte nedslag på avkastningen til referanseporteføljen for aksjer i forhold til en portefølje som ikke er justert for risikobaserte nedslag. Målt i dollar. Prosentpoeng.



Om NBIM hadde vektlagt etikk alene ved de risikobaserte nedslagene, burde avkastningen basert på de to

⁶⁴ NBIM. (2024). Ansvarlig forvaltning. Statens pensjonsfond utland. 2023. Tilgjengelig [her](#)

kriteriene for salg vært likere.⁶⁵ Bakgrunnen for denne vurderingen er at utelukkelsene basert på etikk alene har gitt negativ avkastning. Samtidig har salg basert på risikovurderinger basert på ESG, men hvor beslutningskriteriet utelukkende er finansiell risiko, gitt positiv avkastning.

Oppsummert finner vi at det forsterkede fokuset på ansvarlig forvaltning har vært med på å bidra til et bedre samarbeid, ifølge våre respondenter

4.2.4 Selger NBIM seg ut av selskaper som Etikkrådet har startet undersøkelser av?

I dette delkapittelet undersøker vi hvorvidt NBIM selger seg ut av de selskapene som Etikkrådet har opplyst dem om at de har startet undersøkelser av. Det kunne tenkes at NBIM for å være «føre var» og å redusere den administrative byrden som kommer med å frembringe dokumentasjon til Etikkrådet, valgte å selge seg ut av selskaper de har fått informasjon om at Etikkrådet har startet undersøkelser av. Etikkrådet opplyser at de ikke har sett slik oppførsel, hvilket også NBIM avviser at de foretar. At dette er tilfellet understøttes også av at fondet har positiv avkastning på de risikobaserte nedsalgene, og negativ avkastning på utelukkelse basert på råd fra Etikkrådet. For det første viser avkastningstallene presentert i figuren at NBIM ikke har incentiv til å vektlegge etikk alene ved risikobaserte nedsalg, ettersom det taper på slike.

⁶⁵ Det må samtidig innvendes at dette argumentet har svakheter. Den negative avkastningen som følge av salg basert på råd fra Etikkrådet var tilnærmet nøytral i både 2020, 2021 og 2022, men bikket negativ etter 2022. Dette går frem av rapportene om ansvarlig forvaltning for 2020, 2021 og 2022. At de etiske utelukkelsene bidro til tap sammenlignet med porteføljen skyldes trolig den betydelige økning i kursen på selskaper som produserer våpen i etterkant av Russlands brutale angrepskrig på Ukraina i 2022. De etiske retningslinjenes klare føringer angående våpen bidrar til at NBIM er noe undervektet i våpenselskaper.

5 Godkjenning av markeder og utstederland er i tråd med mandatet

Norges Bank skal godkjenne alle utstederland, markeder og finansielle instrumenter som de er investert i. Vår undersøkelse viser at rutiner for godkjennelse er etablert, og at de følges. Forvaltningen er altså i tråd med mandatet.

I det følgende går vi først igjennom hva de mandatet beskriver om godkjenning av markeder og land. Deretter vurderer vi i kapittel 5.2 om forvaltningen er i tråd med mandatet.

5.1 Det formelle rammeverket

De overordnede rammene for forvaltningen er det definert som følger i § 1-3 (3):

«Ansvarlig forvaltningsvirksomhet skal være en integrert del av forvaltningen av investeringsporteføljen, jf. kapittel 4. 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»

Med denne føringen er det implisitt at forvalteren av fondet, altså Norges Bank, må foreta selvstendige vurderinger av i hvilken grad de har investert midlene i velfungerende, legitime og effektive markeder.⁶⁶ I tillegg pålegger § 3.11 også hovedstyret å godkjenne markeder og finansielle instrumenter som det investeres i⁶⁷:

(1) Før investeringer foretas skal hovedstyret godkjenne alle finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen og alle markeder som det investeres i. For investeringer i statsobligasjoner skal hovedstyret godkjenne alle utstederland. Banken skal ha rutiner for slik godkjenning, herunder for jevnlige vurderinger av allerede godkjente markeder.

(2) Hovedstyrets godkjenning i første ledd 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 og politisk risiko.

(3) Godkjenningen skal dokumenteres.

Som påpekt i kapittel 3, bidrar Finansdepartementets referanseindeks, i kombinasjon med krav om avvik fra denne referanseindeksen, til at fondet må forvaltes indekxnært. Med utgangspunkt i oppdragsbeskrivelsen, er en sentral problemstilling da om hovedstyret i realiteten foretar godkjenning av markeder og utstederland, eller om de tar referanseindeksen for gitt og at rutinene for godkjenning av markeder og utstederland er proforma. Om dette er tilfellet vil rollene knyttet til godkjenning av markeder

⁶⁶ Mer eksplisitte føringer gis gjennom pålegg om systematisk overvåkning av risiko i §§ 3.3 til 3.10, hvor banken pålegges å systematisk måle risikoforhold knyttet til 1) markedsrisiko, 2) klimarisiko, 3) kredittrisiko, 4) motpartseksponering, 5) gjeldsfinansiering, 6) innlån og utlån av verdipapirer og salg av verdipapirer banken ikke eier, 7) reinvestering av mottatt kontantsikkerhet og 8) operasjonell risiko.

⁶⁷ Regjeringen. (2021). Meld. St. 24. Statens pensjonsfond 2021. Tilgjengelig [her](#)

og utstederland for så vidt vært klart definert, men ikke utført i tråd med intensjonen. For å undersøke dette har vi gjennomgått 1) dokumenter som beskriver hvordan godkjenning av markeder og utstederland foregår og 2) i intervjuer undersøkt hvorvidt det på dette området er reelle vurderinger.

5.2 Er forvaltningen i tråd med intensjonen?

5.2.1 Beskrivelse av rammeverk for godkjenning av markeder og utstederland

Organisering og rutiner for godkjenning av markeder og utstederland er beskrevet i egne rutinedokumenter, som er gjennomgått. Rutinene og dokumentene forteller oss at informasjon om relevant risiko hentes fra en rekke anerkjente internasjonale og multilaterale organisasjoner. Vurderingen av investeringsrisiko skjer langs flere dimensjoner. Se figuren under for en oppsummering av risikofaktorene.

Figur 5-1: Rutiner for godkjenning av markeder, statsobligasjoner og finansielle instrumenter ved investeringsrisiko og operasjonell risiko. Kilde: NBIM⁶⁸

	Investeringsrisiko	Operasjonell risiko
 Markeder	Stabilitet Bærekraft Markedsregulering og infrastruktur Markedsplassens funksjonsmåte Eierskapsforhold	Børser Oppgjør og depot Markeders infrastruktur og gjennomføring av handler Restriksjoner og åpenhet
 Statsobligasjoner	Stabilitet Bærekraft Betalingsevne	<i>Operasjonell risiko er kun relevant på instrumentnivå</i>
 Finansielle instrumenter	Juridisk dokumentasjon Skatt Investeringsrisiko	Eierskap og operasjonelle forhold Risikomåling Data og systemer Etterlevelse Skatt

Rutinene er også presentert på hjemmesiden til NBIM.⁶⁹ I det følgende beskriver vi rutinene, basert på hjemmesidebeskrivelsen:

5.2.1.1 Rutiner for vurdering av utstedere av statsobligasjoner

På dette punktet vurderer Norges Bank⁷⁰:

Stabilitet – omfatter vurderinger av politisk stabilitet, faren for krig/terror, overgrep og maktmisbruk fra myndighetene, rettssikkerhet og graden av beskyttelse av private aktørers eiendomsrett.

Bærekraft – omfatter vurderinger av miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer, herunder eksponering for klimaendringer, utslippsintensitet, vannforvaltning og avfallshåndtering, vern av

⁶⁸ NBIM. (2024). Rutiner for godkjenning av finansielle instrumenter, markeder og utstedere av statsobligasjoner.

Tilgjengelig [her](#)

⁶⁹ Ibid.

⁷⁰ Vurderingen gjøres av Norges Bank ved hovedstyret, men saksgrunnlaget for vurderingen er utarbeidet av NBIM

naturressurser, biologisk mangfold, levestandard, arbeidstakerrettigheter og sosiale vilkår, samt selskapsstyring og korrupsjonsrisiko.

Betalingsevne – omfatter vurdering av utsteders forventede betalingsevne og statsfinansenes evne til å motstå finansiell krise.

På de tre områdene innhenter man rangeringer fra internasjonale og multilaterale organisasjoner med rangeringer og scorer av land etter disse kriteriene. NBIM har samtidig utarbeidet et rammeverk som systematiserer de ulike indeksene slik at de samlet sett blir beslutningsrelevante.

En innvending mot bruk av indeksene er at de i stor grad er bakoverskuende, i betydning av at de forteller noe om hvordan forholdene har vært snarere enn hvordan de er eller kommer til å være. Denne kritikken ble blant annet diskutert av Mestad-utvalget. Vår gjennomgang av interne dokumenter knyttet til dette viser samtidig at det problematiske ved dette i noen grad er håndtert ved at det også innhentes kvalitative nåtidsvurderinger av eksterne rådgivere.

5.2.1.2 Markeder

På dette punktet presiserer intervjuobjektene at de godkjenner markeder eller markedsplasser, og ikke land. De påpeker at distinksjonen mellom markeder og land er viktig ettersom et selskap, for eksempel fra Sør-Afrika, Israel eller Norge, like gjerne kan være registrert på børsen i London eller New York, så vel som børsen i sitt hjemland.⁷¹ Om man har godkjent markedsplassen kan man altså ha godkjent selskaper med aktivitet i en rekke land.

Hjemmesiden og retningslinjene påpeker at man for markeder har følgende vurderingskriterier.

Stabilitet: omfatter vurderinger av politisk stabilitet, faren for krig/terror, overgrep og maktmisbruk fra myndighetene, rettssikkerhet og graden av beskyttelse av private aktørers eiendomsrett.

Bærekraft: omfatter vurderinger av miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer, herunder eksponering for klimaendringer, utslippsintensitet, vannforvaltning og avfallshåndtering, vern av naturressurser, biologisk mangfold, levestandard, arbeidstakerrettigheter og sosiale vilkår, samt selskapsstyring og korrupsjonsrisiko.

Markedsregulering og infrastruktur: omfatter blant annet vurdering av immunitet, investeringsavtaler, kapitalmobilitet og regulering av verdipapirmarkedet.

Markedsplassens funksjonsmåte: vurdering av investorbeskyttelse og myndighetsutøvelse i verdipapirmarkedet.

Eierskapsforhold: omfatter vurderinger av minoritetsaksjonærs rettigheter og restriksjoner på utenlandsk eierskap.

⁷¹ Eksempler på dette er Equinor som er registrert på New York-børsen, i tillegg til i Norge. Et annet kjent eksempel er selskapene Subsea7 og Seadrill, som er registrert på Oslo Børs, men hvor selskapenes hovedkontor er i London.

Også på dette området hviler vurderingene både på en rekke indekser fra internasjonale og multilaterale organisasjoner, så vel som vurderinger fra eksperter.

Dokumentene vi har gjennomgått viser at Norges Bank har etablert rutinene for prosessen for godkjenning av markeder og land.

5.2.2 Intervjuobjekters vurdering av hvorvidt godkjenningsprosessen er reell

Intervjuobjektene gir uttrykk for at prosessene knyttet til godkjenning av markeder og land er grundig. NBIM har også styrket arbeidet på dette området ved å øke antall ansatte som arbeider spesifikt med dette. I tillegg kjøper de tjenester på dette området fra eksperter.

Norges Bank vurderer samtidig at handlingsrommet for å ikke godkjenne større markeds plasser som allerede er i referanseindeksen begrenses av kravet om indekser nær forvaltning. Dersom de ikke godkjenner en større markeds plass som er i indeksen, kan det oppstå en situasjon hvor det er større avvik fra referanseindeksen enn det risikorammene tillater. Dersom det i fremtiden oppstår en situasjon hvor de ikke kan godkjenne en større markeds plass som allerede er i indeksen, viser intervjuobjektene til at de må benytte seg av den rådgivnings- og konsultasjonsplikt de har overfor Finansdepartementet. Dette er bestemt i mandatet. Dette er også omtalt i Norges Banks hørings svar til Sverdrup-utvalgets rapport.⁷²

Norges Bank har godt fungerende rutiner for godkjenning av markeds plasser og finansielle instrumenter. Samtidig tyder det også på at vurderingene reelt sett gjelder mindre markeds plasser. At Norges Bank ikke har godkjent Pakistan til tross for at det er i referanseindeksen tyder på at godkjenningsmekanismen for markeds plasser er reell.⁷³ At de også har godkjent flere markeds plasser som ikke er i referanseindeksen til Finansdepartementet, bygger ytterligere opp om denne konklusjonen.

⁷² NBIM. (2023). *Fondet i en brytningstid – høringsuttalelse*. Tilgjengelig [her](#)

⁷³ Regjeringen. (2022). *NOU 2022: 12. Fondet i en brytningstid*. Tilgjengelig [her](#).

6 Geopolitiske vurderinger er i tråd med mandatet

Mandatet definerer at Finansdepartementet kan avskjære fondet fra å være investert i rentebærende instrumenter utstedt av stater dersom det er omfattende FN-sanksjoner eller andre internasjonale sanksjoner rettet mot landet, og Norge har sluttet opp om disse. Norges Bank, NBIM og Etikkrådet har ikke i sine mandat myndighet til å gjøre geopolitiske vurderinger, isolert sett. Uttrekk fra Russland i 2022 viser imidlertid at det er et handlingsrom hos Finansdepartementet og Regjeringen. Samtidig er handlingsrommet til Finansdepartementet og Regjeringen noe begrenset av sanksjonsloven.

6.1 Hva sier styrende dokumenter?

Under presenterer vi de relevante begrensningene fra mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland.

Boks 6-1: Begrensninger av investeringsuniverset til fondet. Kilde: Mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland

(2) Banken kan ikke plassere investeringsporteføljen i:

- a. Verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner, fast eiendom eller infrastruktur lokalisert i Norge eller i eiendomsselskaper, infrastrukturselskaper, eiendomsfond, infrastrukturfond 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 som er utelukket fra investeringsporteføljen, jf. § 1-3 fjerde ledd 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 som ikke utgjør infrastruktur for fornybar energi, jf. første ledd bokstav d.
- f. Aksjer, verdipapirer som kan sidestilles med slike aksjer eller depotbevis for slike aksjer, utstedt av selskaper med ICB-klassifisering «60101010 Oil: Crude Producers».
- g. Aksjer, verdipapirer som kan sidestilles med slike aksjer eller depotbevis for slike aksjer, utstedt av selskaper med ICB-klassifisering «60101015 Offshore Drilling and Other Services».

Det er altså Finansdepartementet som setter en begrensning for investeringsuniverset til fondet, ved å definere mandatet. Som det fremkommer av bokstav c skal ikke fondet være investert i rentebærende

instrumenter utstedt av stater eller statsrelaterte utstedere i de unntakstilfeller der departementet har avskåret slike investeringer som følge av FN-sanksjoner eller andre relevante internasjonale tiltak. Det er altså departementet som skal avskjære disse investeringene, og de er også kun i tilknytning til stater. Det vil altså si at dersom Norge har forpliktet seg til FN-sanksjoner eller andre sanksjoner mot et land, kan Finansdepartementet bestemme at fondet må trekke seg ut fra dette landet.

Da Regjeringen og Finansdepartementet bestemte at Norges Bank skulle selge seg ut av alle russiske investeringer, var det basert på Norges forpliktelser til de internasjonale sanksjonene mot Russland. I tillegg bestemte også Finansdepartementet at fondet ikke skulle være investert i finansielle instrumenter utstedt av russiske foretak, stat eller enheter tilknyttet til den russiske stat, og det russiske aksjemarkedet ble tatt ut av referanseindeksen. Dette var begrunnet med de omfattende sanksjonene fra EU, som Norge hadde forpliktet seg til.⁷⁴ Saken viser at det er politisk handlingsrom i ekstraordinære situasjoner, og at dette handlingsrommet ligger hos Finansdepartementet og Regjeringen.

Den norske sanksjonsloven legger ikke opp til at Norge ensidig kan ilegge sanksjoner mot enkeltland. I tråd med loven kan Norge slutte seg til sanksjoner inngått av FN, EU eller andre internasjonale sammenslutninger. Loven åpner i utgangspunktet ikke for særnorske sanksjoner. Alle land som det er sanksjoner mot, må dermed Norge trekke seg ut av, dersom Norge har forpliktet seg til sanksjonene. Sanksjonsloven legger en viss begrensning for hva Regjeringen eller Finansdepartementet kan gjøre.⁷⁵

Mandatet sier ikke noe om hvordan Finansdepartementet, på selvstendig grunnlag, kan bestemme at fondet skal trekke seg ut av et land, uavhengig av internasjonale sanksjoner.

Geopolittikk er en sentral del av ESG-faktorene, fordi det kan påvirke forhold knyttet til menneskerettigheter, klima og korrupsjon. Hovedstyret kan gi råd til Finansdepartementet angående investeringsstrategien og mandatet til fondet.⁷⁶

6.2 Forvaltningen i tråd med mandatet

I tråd med at verken Etikkrådet, NBIM eller Norges Bank sitt hovedstyre har roller og ansvar knyttet til ekskludering av land eller selskaper med bakgrunn i geopolitiske forhold, har de ikke gjort vurderinger eller foretatt handlinger som kan lede frem til slik ekskludering. Fravær av handling på dette området er i tråd med mandatet.

Fondet skal ikke være et utenrikspolitisk virkemiddel.⁷⁷ Det er ingenting i mandatet som tilsier at Norges Bank skal foreta geopolitiske hensyn i seg selv.^{78,79} Videre er også Etikkrådets rolle begrenset til å se på selskaper som bryter med de etiske retningslinjene. Dersom et land, marked eller selskap skal ekskluderes

⁷⁴ §§ 1-4 i Mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland.

⁷⁵ Se sanksjonsloven [her](#).

⁷⁶ Se Mandat for hovedstyrets risiko- og investeringsutvalg [her](#).

⁷⁷ Meld. St. 22 (2023-2024) Statens pensjonsfond 2024. Tilgjengelig [her](#).

⁷⁸ Meld. St. 22 (2023-2024) Statens pensjonsfond 2024. Tilgjengelig [her](#).

⁷⁹ Se Mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland.

med utgangspunkt i en geopolitisk begrunnelse som ikke kan tilskrives en finansiell vurdering alene, må derfor dette gjøres av Stortinget eller Finansdepartementet.

Et konkret eksempel på en geopolitisk vurdering knyttet til internasjonale sanksjoner er ekskluderingen av Russland. Finansdepartementet skrev i brev til Norges Bank 28. februar 2022 at fondets investeringer utstedt av russiske foretak, eller med en tilknytning til Russland, skulle fryses med umiddelbar virkning. I brevet legger Finansdepartementet vekt på at Regjeringen har vedtatt en rekke internasjonale sanksjoner mot Russland, og at det var en forventning om at dette ville være rettslig gjeldende for Norge innen kort tid.⁸⁰ Norges Bank svarte 15. mars 2022 at de ville, i tråd med Finansdepartementets beslutning, selge alle investeringer i Russland. Russland ble også ekskludert fra FTSE Russell sine indekser fra 7. mars 2022.⁸¹

I tillegg til Russland kan heller ikke fondet være investert i rentebærende instrumenter i Syria, Nord-Korea eller Belarus. Dette er fordi disse landene er underlagt omfattende FN-sanksjoner, som Norge har forpliktet seg til.⁸²

I tråd med at verken Etikkrådet, NBIM eller Norges Bank ved hovedstyret har roller og ansvar knyttet til ekskludering med bakgrunn i geopolitiske forhold, har de ikke foretatt vurderinger eller foretatt handlinger som kan lede frem til slik ekskludering. Fravær av handling på dette området er i tråd med mandatet.

6.2.1 Geopolitiske forhold kan påvirke finansiell risiko

Selv om NBIM og Norges Bank sitt hovedstyre ikke har roller og ansvar knyttet til eksklusjon på bakgrunn av geopolitiske forhold, kan geopolitiske forhold påvirke finansiell risiko. Dette fordi geopolitiske forhold påvirker risikobildet og dermed kan påvirke avkastningen og verdien til fondet.⁸³ Dersom det blir vurdert at en geopolitisk endring øker finansiell risiko i et selskap, kan NBIM foreta risikobaserte nedsalg.

I dokumentasjon vi har fått oversendt ser vi også at NBIM har kvartalsvise risikogjennomganger der geopolitisk risiko inngår. Vi ser av dokumentasjonen at NBIM vektlegger geopolitiske forhold, men kun dersom geopolitikk påvirker finansiell risiko.

6.2.2 Andre land kan likevel gi uttrykk for at de mener geopolitiske vurderinger inngår i beslutningene

I Sverdrup-utvalget ble det påpekt at maktforholdene og konfliktnivået i internasjonal politikk er i endring, og at det er et økt spenningsnivå mellom viktige land som Norge har økonomisk aktivitet med, deriblant Kina og USA. De politiske spenningene kan føre til at valg som å utelukke eller observere selskaper oppfattes som politisk motiverte.⁸⁴ Et konkret eksempel på dette er da Etikkrådet kom med en anbefaling om at fondet burde trekke seg ut fra det kinesiske selskapet Li-Ning, på grunn av en uakseptabel risiko for at selskapet hadde medvirkning til alvorlige menneskerettighetsbrudd i Xinjiang mot etniske minoriteter.⁸⁵ 7. mars 2022 offentliggjorde Norges Bank at selskapet hadde blitt utelukket, basert på Etikkrådet sin

⁸⁰ Regjeringen. (2022). Statens pensjonsfond utlands investeringer i Russland. Tilgjengelig [her](#).

⁸¹ NBIM. (2022). Statens pensjonsfond utlands investeringer i Russland. Tilgjengelig [her](#).

⁸² NBIM. (2016). Retningslinjer for investeringer i statsobligasjoner – Statens pensjonsfond utland. Tilgjengelig [her](#).

⁸³ Norges Bank. (2024). Bache: Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland. Tilgjengelig [her](#).

⁸⁴ NOU 2022: 12 «Fondet i en brytningstid». Tilgjengelig [her](#).

⁸⁵ Etikkrådet. (2022). Li Ning Co Ltd. Tilgjengelig [her](#).

anbefaling.⁸⁶ Etter utelukkelsen av Li-Ning sa den kinesiske utenriksministeren, Zhao Lijian, at utelukkelsen var basert på anti-kinesiske holdninger og ville være et stort tap for norske interesser.^{87,88} Fondet mottok også kritikk for å trekke seg ut av Walmart i 2006. Fondet fikk også kritikk for å ekskludere israelske selskaper i 2022. Fondets utelukkelse av selskaper kan derfor oppfattes som politisk motivert og kan være provoserende for aktørene som blir berørt.⁸⁹

Til tross for at fondet ikke skal være et utenrikspolitisk instrument, kan det likevel oppfattes som det.

⁸⁶ NBIM. (2022). Beslutninger om observasjon og utelukkelse. Tilgjengelig [her](#).

⁸⁷ Dagsavisen. (2022). Skarp kinesisk kritikk etter at oljefondet solgte seg ut av sportsselskap. Tilgjengelig [her](#).

⁸⁸ France24. (2022). China slams Norway state fund over Xinjiang forced-labour fears. Tilgjengelig [her](#).

⁸⁹ Bekken, B. NUPi. (2024). Utenrikspolitikken må er å gjøre innenrikspolitikken mulig. Tilgjengelig [her](#).

7 Viktigste relevante utviklingstrekk og anbefalinger

Siden vi har funnet at roller og ansvar er klart definert, og at forvaltningen er i tråd med mandat og retningslinjer, anbefaler vi ingen endringer i dagens forvaltning.

Russlands brutale angrepskrig på Ukraina, er et vannskille i global sikkerhetspolitikk. Dette, sammen med andre sentrale utviklingstrekk, medfører at rammevilkårene for fondet på få år er fundamentalt endret. Endrede rammevilkår kan kreve justeringer. Menon anbefaler at representantskapet ber Norges Banks hovedstyre om å vurdere om nødvendige endringer kan gjøres selvstendig innen mandatet.

7.1 Viktige utviklingstrekk for fondets forvaltning fremover

I oppdragsbeskrivelsen for denne undersøkelsen fremgår det at, dersom vi har øvrige observasjoner eller anbefalinger, kan vi formidle disse. Under løfter vi derfor frem de viktigste endringsdrivere fremover. Basert på Utenriksministerens politiske redegjørelse fra mars 2024, Sverdrup-utvalgets rapport (NOU 2022: 12) og Mestad-utvalgets rapport (NOU 2020: 7) vurderer vi at følgende fem trender er særlig viktige fremover:

- **Et større fond:** Høye energipriser og de største operatørenes prognoser for produksjon frem til 2035 kan føre til at fondet blir betydelig større. Når fondet øker, kan det føre til at eierandelene i selskapene blir større. Fondet er allerede i dag et av verdens største fond, og blir nøye observert av ulike aktører og land. Dersom fondet øker i størrelse, kan dette øke presset på å forbli investert i, eller å selge oss ut av, utvalgte selskaper.
- **Økt stormaktrivalisering:** Russlands brutale angrepskrig på Ukraina er et vannskille i global sikkerhetspolitikk. Russland driver i dag med sabotasje i og hybrid krigføring mot NATO-land. Landet driver i omfattende grad desinformasjonskampanjer med sikte på å destabilisere våre demokratier. Omfanget har økt markant etter 2022. Den spente situasjonen kan dramatisk forverres om Kina søker å overta Taiwan – en beslutning de har signalisert at ikke kan vente til neste generasjon. Den spente situasjonen rundt Taiwan kan utløse en militær konflikt mellom USA og Kina, som kan påvirke Norge og norsk utenrikspolitikk.⁹⁰ Et økt sikkerhets- og handelspolitisk konfliktnivå kan utfordre strategien med spredte investeringer, og kan øke presset for at fondet bør selge seg ut eller forbli investert i utvalgte selskaper, markeder og land.
- **Verdens handelsmessige tyngdepunkt har flyttet seg fra vestlige demokratiske land til østlige autoritære land:** Det er i disse landene vanskeligere å få troverdig informasjon om forhold knyttet til etikk. Eierskap i disse landene er mer risikofylte som følge av svakere beskyttelse av eierrettigheter og den risiko som ligger i ustabiliteten ved autoritære regimer.
- **Økt fokus på ESG i kombinasjon med økt digitalisering:** De finansielle miljøene har de seneste årene fått økt fokus på ESG. Samtidig har fremveksten av sosiale medier og økt digitalisering gitt økt informasjonstilgang, men også økt omfang av falsk informasjon. Økt fokus på ESG i kombinasjon med økt informasjonsspredning i nyhetsbildet og sosiale

⁹⁰ Forsvarets forskningsinstitutt. (2024). Wargaming Taiwan 2027. Tilgjengelig [her](#)

medier, kan føre til mer fokus på fondets investeringer. Det kan også bli vanskelig å skille hva som er korrekt og falsk informasjon.

- **Mange teknologier bidrar til undertrykking:** En sterk økning i spionasje mot vestlige land, og spredning av desinformering gjennom sosiale medier, trekker i retning av et behov for å se på grenseovergangene og operasjonaliseringen av våpenkriteriene på nytt. Med dette menes at moderne teknologi kan brukes til spionasje og undertrykking. Dette kan utfordre hvor hensiktsmessig dagens kriterier for utelukkelse og observasjon er for fremtiden.^{91 92}

I boksen på nedenfor oppsummerer Menons vurderinger av utviklingstrekkenes implikasjoner for fondet

Boks 2 Oppsummering av mulige implikasjoner for fondet

- **Andre rammevilkår medfører behov for vurdering av kriterier.** Da mandatet og retningslinjene for utelukkelse og observasjon først ble utformet, var rammevilkårene knyttet til fondets investeringer annerledes. Russlands brutale angrepskrig på Ukraina og hybride krigføring mot NATO-land har fundamentalt endret rammevilkårene. De endrede rammevilkårene medfører behov for å vurdere på de etiske rammevilkårene på nytt.
- **Behov for etablering av en mer regelstyrt handlingsmekanisme for uttrekk og eksklusjon som følge av geopolittikk?** I en polarisert og konfliktfylt verden, kan det være hensiktsmessig å etablere et rammeverk for uttrekk av land på politiske vilkår. Argumentet mot etablering av et slikt rammeverk er at det kan bidra til at fondet oppfattes som mer politisk, og at rammeverket kan virke begrensende for handlingsalternativene, en begrensning som kan være uheldig i en mer uforutsigbar verden. Samtidig kan det at vi i fremtiden handler med utgangspunkt i et rammeverk føre til at eventuelle uttrekk fremstår som mer regelbaserte, og dermed mindre politisk betinget eller situasjonsbetinget.
- **Behov for etablering av en raskere uttrekksmekanisme?** Dagens retningslinjer fører til grundige og lange prosesser hvor selskapene får mulighet til å uttale seg, og hvor et selskap blir utelukket, før offentliggjøring av beslutning foretas. Det kan i enkelte situasjoner være hensiktsmessig med et raskere behandlings- og kommunikasjonsforløp. Slike hurtigløp kan bidra til raskt uttrekk i tilfeller der fortsatt eierskap åpenbart er i strid med retningslinjene og der fortsatt eierskap skader Norges omdømme og fondets renommé. Etablering av en raskere uttrekksmekanisme kan samtidig bidra til å øke tap ved uttrekk, hvilket vil være dels i strid med formålet ved fondet, som er å skape høyest mulig avkastning. Videre kan fravik av den etablerte regelstyrte og åpne praksisen bidra til å svekke fondets renommé som en ansvarlig og langsiktig investor.

7.2 Anbefalinger

Basert på de undersøkelsene vi har vist til i denne rapporten, har Norges Bank og hovedstyret god kontroll med styring og drift. Arbeidsdelingen mellom Etikkrådet, Norges Banks hovedstyre og NBIM er også etter

⁹¹ Nasjonal sikkerhetsmyndighet. (2023). Sikkerhetsfaglig råd. Et motstandsdyktig Norge. Tilgjengelig [her](#)

⁹² Politiets sikkerhetstjeneste. (2023). Nasjonal trusselvurdering 2023. Tilgjengelig på [her](#)

vår vurdering i tråd med retningslinjer og mandat. **Basert på våre funn har vi ingen forslag til endringer i dagens forvaltning.**

Med utgangspunkt i observasjonene knyttet til selve undersøkelsen, viktige trender, økende behov for klare og tydelige ansvarsforhold, kommunikasjon utad, risiko for omdømmetap med videre anbefaler vi at representantskapet oversender til hovedstyret følgende punkter og ber om deres vurdering:

- *Vurdere om noen av behovene for justeringer nevnt i boksen på side 9 og 37 kan gjøres selvstendig innenfor gjeldende rammeverk og innenfor Norges Bank mandat*
- *Vurdere om sentrale utviklingstrekk er egnet til å utfordre sentralbankens omdømme og øke risikoen for omdømmetap*
- *Vurdere hvordan eventuelt økt omdømmerisiko bør forebygges, reduseres og håndteres*

Vedlegg 1: Intervjuguider

NBIM

- *Er det noe i mandat og retningslinjer som skaper 1) uklarhet eller 2) overlapp i roller og ansvar mellom henholdsvis Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet knyttet til*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjennelse av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Utføres roller og oppgaver på en måte som gjør at det blir uklarhet eller overlapp i roller og oppgaver knyttet til*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjennelse av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Har dere innspill til hensiktsmessige justeringer knyttet til 1) roller og oppgaver, 2) prosess eller 3) kommunikasjonsflyt knyttet til:*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjennelse av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*

Hovedstyret

- *Er det noe i mandat og retningslinjer som skaper 1) uklarhet eller 2) overlapp i roller og ansvar mellom henholdsvis Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet knyttet til*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjennelse av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Utføres roller og oppgaver på en måte som gjør at det blir uklarhet eller overlapp i roller og oppgaver knyttet til*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjennelse av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Har dere innspill til hensiktsmessige justeringer knyttet til 1) roller og oppgaver, 2) prosess eller 3) kommunikasjonsflyt knyttet til:*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjennelse av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Hvordan håndterer dere (raske) geopolitiske endringer i godkjennelsen av markeder og land?*
- *Kan dere fortelle litt om prosessen og de faglige vurderingene som ble foretatt da dere solgte dere ut av Israelske statsobligasjoner høsten 2023?*

Eierskapsutvalget

- *Er det noe i mandat og retningslinjer som skaper 1) uklarhet eller 2) overlapp i roller og ansvar mellom henholdsvis Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet knyttet til*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjennelse av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*

- *Utføres roller og oppgaver på en måte som gjør at det blir uklarhet eller overlapp i roller og oppgaver knyttet til*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjenning av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Har dere innspill til hensiktsmessige justeringer knyttet til 1) roller og oppgaver, 2) prosess eller 3) kommunikasjonsflyt knyttet til:*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjenning av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*

Etikkrådet

- *Er det noe i mandat og retningslinjer som skaper 1) uklarhet eller 2) overlapp i roller og ansvar mellom henholdsvis Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet knyttet til*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjenning av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Utføres roller og oppgaver på en måte som gjør at det blir uklarhet eller overlapp i roller og oppgaver knyttet til*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjenning av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Har dere innspill til hensiktsmessige justeringer knyttet til 1) roller og oppgaver, 2) prosess eller 3) kommunikasjonsflyt knyttet til:*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjenning av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Kan dere gi oss innsikt i informasjonsflyten mellom dere og NBIM?*
- *Hvordan bestemmes hvilke saker som tas opp i Etikkrådet?*

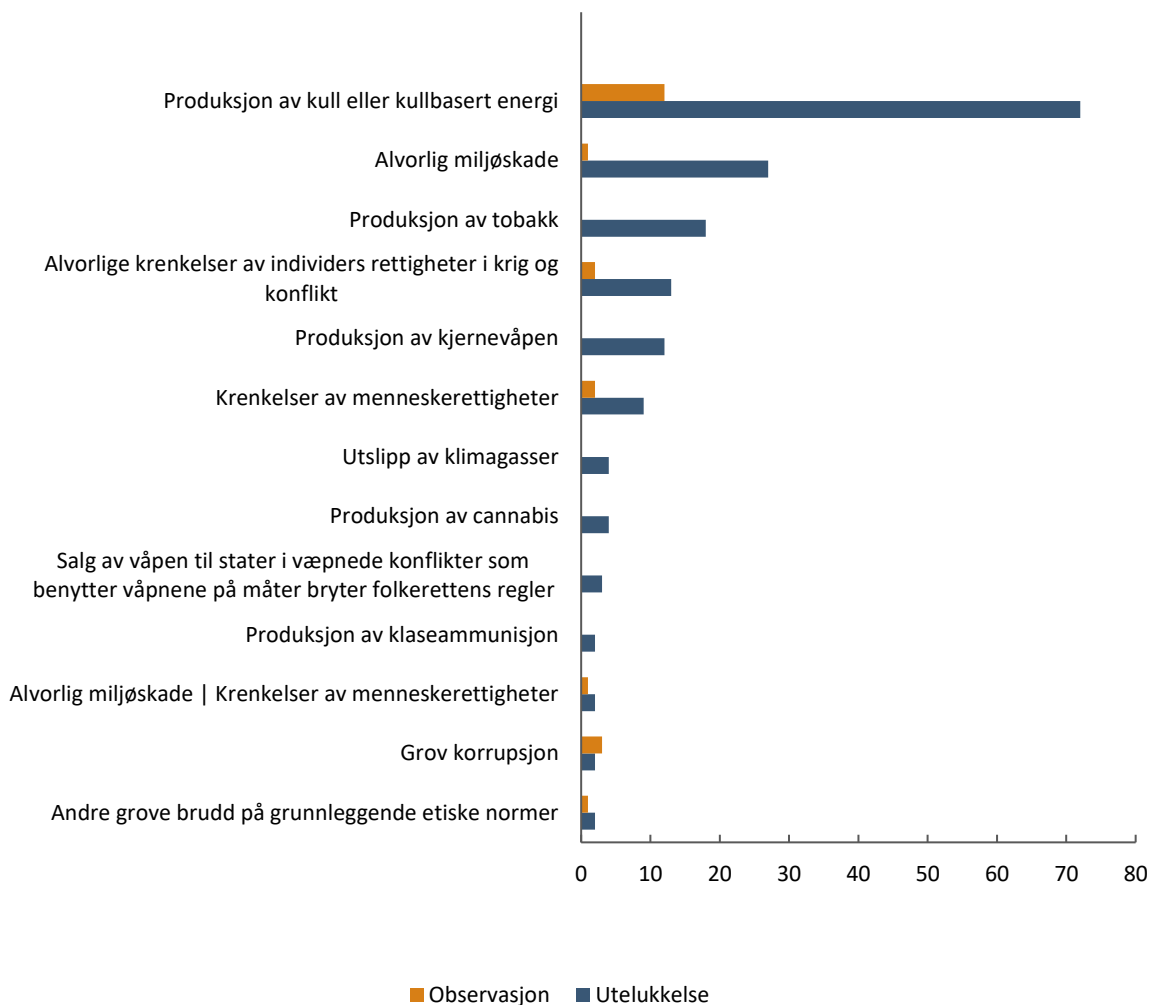
Finansdepartementet

- *Er det noe i mandat og retningslinjer som skaper 1) uklarhet eller 2) overlapp i roller og ansvar mellom henholdsvis Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet knyttet til*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjenning av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Utføres roller og oppgaver på en måte som gjør at det blir uklarhet eller overlapp i roller og oppgaver knyttet til*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjenning av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*
- *Har dere innspill til hensiktsmessige justeringer knyttet til 1) roller og oppgaver, 2) prosess eller 3) kommunikasjonsflyt knyttet til:*
 - *arbeidet med utelukkelse og observasjon av selskaper,*
 - *godkjenning av markeder og land*
 - *ekskludering av land på bakgrunn av geopolitiske forhold*

Vedlegg 2: oversikt over etisk uttrekk

Det er totalt 192 selskaper som er utelukket eller under observasjon per 30. mai 2024. 170 av selskapene er utelukket, og 22 er under observasjon. 72 av disse er knyttet til atferdskriteriene, og 120 til produktkriteriet. Majoriteten av selskapene som er utelukket eller under observasjon er det som følge av brudd på kull- eller tobakskriteriet, hhv. 84 og 20 selskaper.⁹³ Se figuren under for en oversikt over antall selskaper som er utelukket eller under observasjon etter de etiske retningslinjene, per 30. mai 2024.

Figur Oversikt over antall selskaper som er utelukket eller under observasjon, etter de etiske kriteriene. Dato: 30.05.24. Kilde: NBIM⁹⁴



Under oppsummerer vi ansvarsfordelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank i arbeidet om utelukkelse og observasjon av selskaper. Beskrivelsene er basert på retningslinjene for utelukkelse og observasjon.

⁹³ NBIM. (2024). Observasjon og utelukkelse av selskaper. Tilgjengelig [her](#).

⁹⁴ NBIM. (2024). Observasjon og utelukkelse av selskaper. Tilgjengelig [her](#)